جـــامـعــة سعد دحلب البليدة

كلية العلوم الاقتصادية والتجارة وعلوم التسيير

قسم علوم اقتصادية

رسالة دكتوراه

في العلوم الاقتصادية

إشكالية تكرار الأزمات المالية في الأنظمة الاقتصادية وآليات الحد من ذلك

من طرف

عقون عبد السلام

أمام اللجنة المشكلة من:

دراوســـي مسعـــود	**أستاذ التعليم العالـي**	**جامعة سعد دحلب البليـــدة**	**رئيســـــــا**
رزيـــــق كمـــــال	**أستاذ التعليم العالي**	**جامعة سعد دحلب البليـــدة**	**مشرفـــــــا**
بن حمـودة فطيمـــــة	**أستاذ التعليم العالي**	**جامعة سعد دحلـــب البليـــدة**	**عـضوا مناقشا**
بلعـــــزوز بن عـلـــي	**أستاذ التعليم العالي**	**جامعة حسيبة بن بوعلي الشلف**	**عـضوا مناقشا**
زيـرونـــي مصطفـــى	**أستاذ التعليم العالي**	**جامعة يوسف بن خدة الجزائـر3**	**عـضوا مناقشا**
أوسريـــــر منـــــور	**أستاذ التعليم العالي**	**جامعة محمد بوقرة بـومرداس**	**عـضوا مناقشا**

البليدة، جوان 2013

جـــامـعــة سعد دحلب البليدة

كلية العلوم الاقتصادية والتجارة وعلوم التسيير

قسم علوم اقتصادية

رسالة دكتوراه

في العلوم الاقتصادية

إشكالية تكرار الأزمات المالية في الأنظمة الاقتصادية وآليات الحد من ذلك

من طرف

عقون عبد السلام

أمام اللجنة المشكلة من:

دراوســـي مسعـــود	**أستاذ التعليم العالـي**	**جامعة سعد دحلب البليـــدة**	**رئيســـــــا**
رزيـــــق كمـــــال	**أستاذ التعليم العالي**	**جامعة سعد دحلب البليـــدة**	**مشرفـــــــا**
بن حمـودة فطيمـــــة	**أستاذ التعليم العالي**	**جامعة سعد دحلـــب البليـــدة**	**عـضوا مناقشا**
بلعـــــزوز بن عـلـــي	**أستاذ التعليم العالي**	**جامعة حسيبة بن بوعلي الشلف**	**عـضوا مناقشا**
زيـرونـــي مصطفـــى	**أستاذ التعليم العالي**	**جامعة يوسف بن خدة الجزائـر3**	**عـضوا مناقشا**
أوسريـــــر منـــــور	**أستاذ التعليم العالي**	**جامعة محمد بوقرة بـومرداس**	**عـضوا مناقشا**

البليدة، جوان 2013

مـلـخـــــــص

يتطّلب إدارة الأزمات المالية ووضع حد لتكرارها، في الأنظمة الاقتصادية، القيام بتشخيصها بموضوعية، والبحث عن آليات الإدارة الحقيقيّة، التي تضمن ذلك.

فهذا البحث يتناول، إضافةً إلى دراسة تاريخ الأزمات المالية، تحليل الأسباب التي كانت وراء تكرارها، باختبار أثر كلٍّ من العدوى المالية، بين الأسواق المالية، والفقّاعات المضاربيّة، الناتجة عن التصرفات غير الرّشيدة للمتعاملين الماليين، وأدوات السّياسة النّقديّة، المتبعة لإدارة أزمة ما في تكرار الأزمات المالية، لنصل إلى بناء نموذج غير خطّي، لوغاريتمي احتمالي ثنائي الحد، للتّنبّؤ بالأزمات المالية، ورصد إشاراتها قصد تصحيح الاختلالات، قبّل تحولها إلى أزمةٍ، كأنجع الآليات، لضمان الاستقرار الاقتصادي، على الأمد البعيد، ووضع حدٍ لظاهرة تكرار الأزمات المالية.

الكلمات المفتاحية: الأزمات المالية، العدوى المالية، الفقاعات المضاربية، السياسة النقدية، نظام الإنذار المبكر.

RESUME

La gestion des crises financières et la mise à terme à leur répétition dans les systèmes économiques nécessite outre un diagnostic objectif, la recherche de mécanismes de gestion effectifs à-même de répondre à cette nécessité.

Cette recherche s'intéresse à l'étude de l'histoire des crises financières, ainsi qu'à l'analyse des causes qui sont derrière leur répétition, en testant l'effet suscité par la contagion entre les marchés financiers et les bulles spéculatives, conséquence d'agissements incorrects des opérateurs financiers, et les outils de la politique monétaire suivie dans la gestion d'une crise quant à la répétition d'autres crises financières, pour aboutir à l'élaboration d'un modèle non-linéaire log/prob binaire pour prévenir les crises financières et à en détecter les signaux pour éventuellement en corriger les dysfonctionnements avant qu'elle ne devienne crise à proprement dite, comme le meilleur moyen à-même d'assurer une stabilité économique à long terme, et de mettre ainsi un terme au phénomène de la répétition des crises financières.

Mots clés: Crises financières, la Contagion financière, les Bulles spéculatives, Politique monétaire, Système d'alerte précoce.

ABSTRACT

The management of financial crises and the prevention of their occurrence within economic systems require an objective diagnosis and search for efficient ways that secure that later.

This research study aims at a historical study of financial crises and illustrates the reasons behind them by testing the financial contagion effects among finance markets, the empty speculations resulting from financial economic operators, misbehaviors and the currency tool system adopted which generates other economic crises so as to elaborate a non-linearly, binary log/prob model to avoid the financial crises and detect eventual signs in order to correct the dysfunctions before it becomes a crisis, per se. That would be the best way to guarantee a long-term economic stability and to put an end to the phenomenon of financial crises repetition.

Key words: Financial crises, Financial contagion, Speculative bubbles, Monetary policy, Early warning system.

شكـــر

﴿ رَبِّ أَوْزِعْنِيٓ أَنْ أَشْكُرَ نِعْمَتَكَ ٱلَّتِيٓ أَنْعَمْتَ عَلَيَّ وَعَلَىٰ وَٰلِدَيَّ وَأَنْ أَعْمَلَ صَٰلِحًا تَرْضَىٰهُ وَأَدْخِلْنِي بِرَحْمَتِكَ فِي عِبَادِكَ ٱلصَّٰلِحِينَ ﴿١٩﴾ ﴾ [النمل: 19]،

الشكر لله العالي العظيم، الرحيم من يرحم، المكرم ولمن أكرم، الشكر لكل من ساهم في بناء صرحنا وتكوين بسيطة راحتنا وبعد:

❋ إلى الظِّل في الإشراف والنُّور في التَّوجيهِ، الأستاذ الدُّكتور كمال رزيق، الّذي لم يبخل عليَّ بالنُّصح والإرشاد طيلة فترة إنجاز هذا العمل.

❋ إلى كل أعضاء لجنة المناقشة على تخصيصهم جزء من وقتهم الثمين لقراءة وتصحيح ومناقشة هذه الرسالة.

❋ إلى كل من ساهم في إنجاز هذا العمل، خاصة زوجتي، أخي عبد المومن، الأستاذ علي بن الضب، والأخ علي حرواش. الأستاذين "جيلالي بلاحة بن كروف" و"توامي" اللَّذين ساعداني على الترجمة، الأستاذ "مغني صنديد" الّذي قام بالتَّدقيق اللّغوي للرسالة، الأستاذ صكوشي أحمد.

❋ إلى كل من ساعدونا ببسمة وأعانونا بنسمة تعيد لنا الحياة كل لحظة... في كل عتمة، إليهم جميعًا شكري الجزيل، ودعواتي أن يجعل الله سعيهم في ميزان حسناتهم.

الإهـــــــداء

إلى روح أمي الطاهر، رحمها الله؛

إلى أبي العزيز أطال الله في عمره؛

إلى زوجتي الغالية وابني ضياء نور الإسلام؛

إلى كلّ أفراد العائلة؛ إخوتي، وأخواتي وعائلاتهم، عائلة زوجتي؛

إلى كل الأصدقاء والزملاء؛

إلى كل من وسعتهم ذاكرتي ولم تسعهم مذكرتي.

الـفـهـــــــرس

ملخص

الشكر

الإهداء

الفهرس

قائمة الأشكال والجداول

مقدمة 22-11

الفصل 1: مفاهيم عامة حول الأزمات المالية وإدارتها [23-56]

تمهيد 23

1.1. ماهية الأزمة الماليّة 24

1.1.1. مفهوم الأزمة الماليّة 24

2.1.1. أنواع الأزمات المالية 28

3.1.1. أسباب وآثار الأزمة الماليّة 33

2.1. الأزمات المالية في الفكر الاقتصادي والدورات الاقتصادية 36

1.2.1. الأزمات المالية عند المدارس الاقتصادية 37

2.2.1. الأزمات المالية والدورة الاقتصادية 42

3.1. مدخل إلى إدارة الأزمات الماليّة 45

1.3.1. ماهية إدارة الأزمة الماليّة 45

2.3.1. مقومات إدارة الأزمات 51

الخلاصة 56

الفصل 2: نماذج لأزمات مالية في القرن العشرين [57-106]

تمهيد 57

1.2. الأزمة المالية 1929- 1933 58

1.1.2. تقديم الأزمة 58

2.1.2. تشخيص الأزمة 64

3.1.2. إدارة الأزمة 69

2.2. الأزمة المالية 1987 75

1.2.2. تقديم الأزمة 75
2.2.2. تشخيص الأزمة 80
3.2.2. إدارة الأزمة 84
3.2. أزمة النمور الأسيوية 88
1.3.2. تقديم الأزمة 93
2.3.2. تشخيص الأزمة 94
3.3.2. إدارة الأزمة 100
الخلاصة 106

الفصل 3: الأزمة المالية العالمية 2008 [107-153]

تمهيد 107
1.3. تقديم الأزمة المالية 2008 108
1.1.3. الجذور التاريخية للأزمة 108
2.1.3. أزمة الرهن العقاري 113
3.1.3. حدوث الأزمة المالية 2008 117
2.3. تشخيص الأزمة الماليّة العالمية الراهنة 122
1.2.3. أسباب الأزمة 122
2.2.3. تداعيات الأزمة المالية 2008 131
3.3. إدارة الأزمة المالية 2008 138
1.3.3. تعامل الولايات المتحدة الأمريكية مع الأزمة 138
2.3.3. الإجراءات المتّبعة على المستوى العالمي 142
3.3.3. تقييم خطط الإنقاذ المقترحة لإدارة الأزمة 148
الخلاصة 153

الفصل 4: عوامل تكرار الأزمات المالية [154-208]

تمهيد 154
1.4. عدوى الأزمات المالية 155
1.1.4. الجوانب النظرية لعدوى الأزمات المالية 155
2.1.4. الجوانب المنهجية للدراسة 159
3.1.4. اختبار انتقال العدوى خلال الأزمة المالية الحالية 163

2.4. الفقاعات المضاربية 171
1.2.4. الأسس النظرية للفقاعات المضاربية 174
2.2.4. الجوانب المنهجية للدراسة 182
3.2.4. عرض وتحليل نتائج الاختبارات 185
3.4. السياسة النقدية 190
1.3.4. الجوانب النظرية للسياسة النقدية 190
2.3.4. الجوانب المنهجية للدراسة 196
3.3.4. عرض وتحليل نتائج الاختبارات 202
خلاصة 208

الفصل 5: نظام الإنذار المبكر كآلية للحد من تكرار الأزمات المالية [209-250]

تمهيد 209
1.5. الجوانب النظرية لنظام الإنذار المبكر 210
1.1.5. ماهية نظام الإنذار المبكر 210
2.1.5. بناء نظم الإنذار المبكر 213
3.1.5. نماذج لنظم الإنذار المبكر 217
2.5. مؤشرات الأزمات المالية 221
1.2.5. مؤشرات أزمة العملة 222
2.2.5. مؤشرات الأزمة البنكية 226
3.5. نموذج الانحدار غير خطي اللوغاريتم الاحتمالي ثنائي الحد للتنبؤ بأزمة العملة 233
1.3.5. الجوانب المنهجية للدراسة 233
2.3.5. اختبار كفاءة نظام الإنذار المبكر بالتنبؤ بأزمة العملة 240
3.3.5. اختبار جودة النموذج 245
الخلاصة 250
الخاتمة 251
قائمة المراجع 257

فهرس الأشكال والجداول

1- قائمة الأشكال:

1-1	تطور الجهود المبذولة في إدارة الأزمات	51
1-2	مؤشر داو جونز من جانفي 1921 إلى سبتمبر 1929.	59
2-2	تقييم مؤشر داو جونز في الشهر الموالي لانهيار 1929	61
3-2	مؤشر الإنتاج الصناعي الأمريكي ما بين 1927 إلى 1940	62
4-2	ميكانزمات انتشار أزمة 1929 في العالم	63
5-2	الناتج المحلي الخام خلال الأزمة	68
6-2	انهيار أسعار الأسهم الأمريكية حسب مؤشر "داو جونز" في أكتوبر 1987.	78
1-3	نموذج إنشاء القروض لتوزيعها.	117
2-3	تطور نسبة السّيولة إلى PIB لدى البنوك المركزية العالمية.	125
3-3	نصيب مختلف نفقات الناتج المحلي الخام الأمريكي	126
4-3	تغيرات سعر صرف الدولار مقابل الأورو باعتماد القدرة الشرائية.	127
5-3	معدل نمو الناتج المحلي الخام في الو/م/أ 2007 -2012	131
1-4	التمثيل البياني للعينة	163
2-4	التمثيل البياني لعوائد المؤشرات	164
3-4	الفقاعة المضاربية	176
4-4	نسبة أسعار المنازل إلى الدخل (2000-2008)	181
5-4	التمثيل البياني لعينة الدراسة.	184
6-4	التغيرات الحقيقة في قيم المؤشرات المدروسة.	184
7-4	دالة الترابط الذاتي (ACF) لأسعار المنازل.	189
8-4	دالة الترابط الذاتي الجزئي (PACF) لأسعار المنازل.	189
9-4	دالة الترابط الذاتي (ACF) لعوائد أسعار المنازل	189
10-4	دالة الترابط الذاتي الجزئي (PACF) لعوائد أسعار المنازل.	190
11-4	التمثيل البياني لمتغيرات الدراسة	202

1-5	تغيرات سعر الفائدة الحقيقية خلال أزمة العملة.	218
2-5	التمثيل البياني للمتغيرات المدروسة.	137
3-5	التمثيل البياني لمؤشر أزمة العملة IPS1	242
4-5	نتائج اختبار النموذج في اكتشاف أزمات العملة.	243
5-5	التنبؤ بإشارات الأزمة 24 شهر قبل حدوثها.	245

2- قائمة الجداول:

1-2	نسب التغيرات في قيم مؤشرات 22 دولة في أكتوبر 1987.	79
2-2	خسائر الثروات على اثر انهيار أسعار البورصات في شهر أكتوبر 1987	83
3-2	المؤشرات الاقتصادية الكلية في دول النمور الأسيوية (1985 - 1995).	90
4-2	التدفقات النقدية والاستثمارات الخاصة لدول شرقي آسيا (مليار دولار).	94
1-4	الخصائص الإحصائية الوصفية لعينة الدراسة.	161
2-4	نتائج اختبار Test Chow	166
3-4	معاملات الارتباط	168
4-4	نتائج اختبار ADF	169
5-4	نتائج اختبار السببية لجرانجر	170
6-4	نتائج اختبار التكامل المشترك	171
7-4	نتائج اختبار انتقال التأثيرات بالمتوسطات والتغيرات	172
8-4	نتائج اختبار العدوى	173
9-4	الخصائص الاحصائية لعينة الدراسة.	183
10-4	نتائج اختبار ADF	186
11-4	نتائج اختبار التكامل المشترك.	187
12-4	الخصائص الإحصائية الوصفية لعينة الدراسة.	200
13-4	نتائج اختبار الارتباط بين المتغيرات.	203

14-4	نتائج اختبار ADF	205
15-4	نتائج اختبار السببية لجرانجر.	206
1-5	مصفوفة الإشارات.	220
2-5	تصنيف البنوك حسب معيار CAMELS.	221
3-5	الخصائص الوصفية لعينة الدراسة.	235
4-5	الخصائص الوصفية لمؤشر الأزمة.	246
5-5	نتائج اختبار ADF.	248
6-5	نتائج اختبار الحساسية.	249

مقـدمـــــــــــــة:

ظهرت الأسواق الماليّة منذ عدة قرون، وسعت إلى الربط بين أصحاب رؤوس الأموال، ومن هم بحاجة إليها، وتطورت عبر العصور، ليتعاظم دورها في تحويل رؤوس الأموال الفائضة، بين الأعوان الاقتصاديين، وأصبحت التّدفّقات المعاكسة لرؤوس الأموال أكثر سرعةً، نتيجة التّكامل بين الأسواق الماليّة العالمية، في ظلّ العولمة، واستعملت في ذلك عدة أدوات، وقد تطورت هي الأخرى، مع تطور دور الأسواق الماليّة، وآليات عمله. لكن التَّحرير الكبير في نشاطها وقلَّة المراقبة المفروضة عليها، ما فتأت أن أدَّت إلى تحوّل الاستثمار فيها، من الاقتصاد الحقيقي، إلى الاقتصاد المالي الأكثر ربَّحيةً، ونما نشاط المضاربات فيها، وتعقَّدت الّتعاملات بها، لاستعمال أدوات تمتاز بالمخاطرة الكبيرة، في حين غابت الأخلاق الاقتصادية في تعاملاتها، ممّا نشأ عنه كثرة الأزمات الماليّة، على مر عقود من الزمن.

هذا؛ وقد عرفت الرأسمالية بالدورة الاقتصادية، الّتي تتراوح من الظّهور والنّمو إلى النّضج والتّدهور، وتعد فترات الركود إحدى مراحل هذه الدورة. وقد عرف العالم العديد من الأزمات الماليّة، منذ العصور الأولى؛ ولكن الحديث عن الأزمات الاقتصادية، بالمفهوم الحديث، قد برز مع الأزمة الاقتصادية 1929، ثمّ توالت الأزمات في شكل دوري، وتحولت هذه الأزمات من الركود، إلى الركود والتضخم، إلى أزمات عملة، ثم الأزمات المصرفية، لتصل حاليا إلى أزمات الفقاعات، والّتي يعيش العالم في وقته الراهن إحدى أسوء هذه الأزمات. وكلْ هذه الأزمات قد اختلفت ظاهريا من حيث الأسباب، الّتي أدَّت إليها، إلّا أنها تشترك في ظاهرة أساسية، تنتهي إليها، ومنها يبدأ الانهيار، وهي ظهور مديونية كبيرة، تفوق طاقة الاقتصاد.

تعبر الأزمات الماليّة بكل أنواعها، عن اختلالات عميقة في الأداء الاقتصادي، وما ينجر عنه من أضرار، وخسائر في نشاط العديد، من المؤسسات الاقتصادية، وغير الاقتصادية، وهو ما ينعكس سلبًا على التّنمية الاقتصادّية والاجتماعية، فتأثّر في النّهاية في رفاهية الإنسان. ممّا جعلها محلّ دراسة وتحليل، من طرف المفكرين والباحثين، سعيا منهم لتشخيصها، لأجل الوقوف على أسبابها الحقيقية، بغرض الوصول إلى الآليات الجادّة والفعّالة لإدارتها.

ولقد شكّل تكرار الأزمات الماليّة ظاهرة مثيرة للجدل، والاهتمام، أكثر من الأزمات نفسها، وطرحت أكثر من استفهام حول التشخيص المقدم لها، ونجاعة آليات الإدارة المقترحة لتجاوزها؛ وإن كانت فعّالة في المدى القصير، فهي ليست كذلك على الأمد المتوسّط والبعيد، ممّا يجعلنا ومن خلال

هذا البحث ننظر في الأسباب الحقيقية، الّتي تكون وراء تكرار الأزمات الماليّة، في الأنظمة الاقتصادية، محاولين البحث عن أنجع الآليات، الّتي من شأنها أن تضع حدًّا لتكرارها في المستقبل.

1- إشكاليّة البحث:

لدراسة هذا الموضوع، والتّطرق لجوانبه المتعدّدة، وللقيام بالتّحاليل الضّرورية، الّتي تسمح بالوصول إلى النّتائج المطلوبة في هذه الدراسة، ولإبراز أهمية الربط بين تشخيص الأزمة الماليّة كظاهرة، وآليات إدارتها، كنتيجة نسعى للوصول إليها، من أجل إدارة فعالة لها، تمنع تكرارها في المستقبل، قمنا بطرح الإشكالية التالية:

ما هي عوامل تكرار الأزمات الماليّة، في الأنظمة الاقتصادية؟ وما هي الآليات الكفيلة بالحدّ من تكرارها في المستقبل؟

ولتحليل الإشكالية الرئيسية ودراستها بطريقة معمقة، قمنا بتجزئتها إلى إشكاليات فرعية؛ كالآتي:

- إلى أي مدى يمكن للعدوى الماليّة، أن تكون سببًا في تكرار الأزمات الماليّة؟
- كيف يمكن للنشاطات المضاربية في الأسواق الماليّة، أن تكون من العوامل المساهمة في تكرار الأزمات الماليّة؟
- إلى أيّ حدٍّ يمكن للسّياسة النّقدية، الّتي تتّبعها السّلطات النّقديّة في إدارة أزمة ما، أن تمهِّد لأزمة ماليّة جديدة في المستقبل؟
- إلى أيّ مدى يمكن لنظام الإنذار المبكّر، أن يحدّ من تكرار الأزمات الماليّة في المستقبل؟

2- فرضيات البحث:

كإجابات أولية لهذه الأسئلة، ارتأينا صياغة مجموعة من الفرضيات، الّتي نراها تساهم في بلورة معالم الموضوع وتحديدها؛ والمتمثلة في:

- العدوى الماليّة هي انتقال الصّدمات، من بلد أصيب بأزمة، إلى بلد آخر يرتبط به، وبذلك فانتقال الصّدمات من اقتصاد إلى آخر، هو الّذي يؤّدي إلى عالميّة الأزمات، وبذلك تكرارها من فترة إلى أخرى؛
- تنتشر في الأسواق الماليّة نشاطات مضاربية، بمساهمة توفر السيولة والتسهيلات الائتمانية، فتؤدي إلى ظهور فقاعات اقتصاديات في قطاعات مختلفة، يؤّدي تشبعها إلى انفجار الفقّاعة، وبذلك حدوث الأزمة؛

❋ تعتمد السلطات النّقديّة على عدّة أدوات، في إدارة أزمةٍ ما، ولكنّ سوء تنفيذ هذه الأدوات، يؤّدي إلى مساهمتها في تشكّل أزمات ماليّة في المستقبل؛

❋ تبقى الوقاية من الأزمات الماليّة أحسن وسيلةٍ لتفادي حدوثها، وذلك بتوقّع الاختلالات، وتصحيحها قبل تحوّلها إلى أزمةٍ، وهذا باستعمال نظم الإنذار المبكر، ممّا يضع حدًّا لتكرار الأزمات الماليّة.

3- مبررات اختيار الموضوع:

لا شكَّ أن الرغبة في إنجاز أيّ عمل، له أسباب معينة، فاختيارنا لموضوع "إشكالية تكرار الأزمات الماليّة، في الأنظمة الاقتصادية وآليات الحد من ذلك" له من الأسباب ما يبرِّرُه، نذكرها فيما يلي:

❋ أهمية الموضوع وحساسيته، في ظلِّ التَّحولات الاقتصادية، الّتي يشهدها العالم، والِاختلاف القائم حول أسباب تكرار الأزمات الماليّة، وأنجع الآليات للحد من ذلك؛

❋ الانعكاسات السّلبية للأزمات الماليّة، وتأثيرها على كل اقتصاديات العالم، بما فيها الاقتصاد الوطني، وارتفاع تكلفة برامج الإنقاذ؛

❋ صلة الموضوع بمجال تخصصي؛ والمتمثل في نقود مالية وبنوك؛

❋ قابلية الموضوع للبحث، نظرا لإمكانية الوصول إلى نتائج جديدة، والحصول على معلومات متصلة به، بتوافّر الحد الأدنى من المراجع، الّتي تستخدم في البحث.

4- أهمية البحث:

شكّل تكرار الأزمات الماليّة أحد مظاهر التّهديد لاستقرار الاقتصاد العالمي، ونظرًا لتفاقم الأزمات الماليّة، والّتي أصبحت تهدِّد اقتصاديات دول العالم برمّته، ونظرًا لغياب الحلول الواقعية، الواجب إتباعها، لإدارة هذه الأزمات، وإيمانًا منَّا بأنَّ الإدارة الفعلية للأزمات الماليّة، وبذلك الحد من تكرارها، تنطلق من التشخيص الحقيقي لها، والتعرف على كل ما يحيط بها، والوقوف على الأسباب الحقيقيَّة، الّتي تؤدّي إلى حدوثها، ومن أجل ذلك كله لابدّ من إجراء دراسة على جوانب الموضوع.

إنَّ أيّ مشروع ناجح ينطلق من دراسات متعمقة، باستعمال الأساليب القياسية، وبذلك اختبار الأسباب الّتي يمكن أن تكون مسؤولة عن تكرار الأزمات الماليّة، والآلية الّتي من شأنها الحد من تكرارها، يجعل النتائج المتوصل إليها في هذا البحث تكتسي نوعًا من المصداقية والموضوعية.

5- أهداف البحث:

لا تستهدف هذه الدراسة عرض تاريخ الأزمات الماليّة، وسرد وقائعها والتعرّف على أسبابها، وتداعياتها فحسب، وإنَّما كان اختيارنا لهذا الموضوع من أجل السّعي لتحقيق أهداف معينة، سواءً في الجانب النظري أو التطبيقي، ولعل من بين هذه الأهداف:

- التعرف على الدراسات الاقتصادية، والخطوات الواجب إتباعها في إنجاز مثل هذه البحوث، وإجرائها على أرض الواقع؛
- تشخيص أسباب تكرار الأزمات الماليّة، سعيًا منّا لإيجاد آلياتٍ لمنع تكرارها في المستقبل؛
- استعمال الأساليب القياسية في الدراسات الاقتصادية، والتعرف على كيفية إجراء ذلك؛
- عرض نتائج الدراسات التطبيقية حول أسباب تكرار الأزمات الماليّة في الأنظمة الاقتصادية، وحول نظام الانذار المبكر، لتوقع الأزمات، وكيفية تجنبها في المستقبل.

6- الدراسات السابقة:

في حدود علمنا، فإن الدراسات الأكاديمية المتعلقة بالموضوع قليلة، وبعد المسح المكتبي الّذي قمنا به في المؤسَّسات الجامعية الّتي زرناها، تم التوصول إلى الدراسات التالية، بحيث تم ترتيبها على أساس اللغة ثم تاريخ المناقشة:

1.6. عامر عمران كاظم المعموري:

"فعالية أداء الأسواق الماليّة في ظل الأزمات الاقتصادية في بلدان مختارة"، عبارة عن رسالة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، بجامعة بغداد، نوقشت سنة 2009، وعالجت الإشكالية التالية: "حقيقة العلاقة بين مؤشرات سوق الأسهم وحالة النشاط الاقتصادي ممثلاً بالدورة الاقتصادية".

خلصت الدراسة إلى أن اقتصادات الدول المتقدمة، عبر تطورها، تتسم بتعرضها للدورات الاقتصادية؛ أي: حالات من الكساد والانتعاش، والّتي تلقي بظلالها على النشاط الاقتصادي العالمي، كما حصل تحول في خصائص الدورات الاقتصادية، بعد الحرب العالمية الثانية؛ إذ أصبحت الدورات أقصر أمداً، وأقل حدة، من حيث مدة الهبوط في الإنتاج، أو من ناحية نسب التدهور في مؤشرات النشاط الاقتصادي. إن تكرار حصول الأزمات الماليّة، وخاصة عبر الأسواق الماليّة واتساعها، وسرعة انتقالها، في ظل العولمة الماليّة، استدعى إعادة النظر في مجمل السياسات الاقتصادية، وبخاصة فيما يتعلق بالانضباط المالي والمصرفي، وإعادة النظر في دور الدولة، وخاصة في النظم

الرأسمالية. واستناداً إلى العلاقة الطردية الّتي تربط بين مؤشرات أداء سوق الأوراق الماليّة، وحالة النشاط الاقتصادي، تعد حركة أسعار الأسهم مؤشراً هاماً للتنبؤ بالدورة الاقتصادية ونتائجها. وقد لوحظ أن تزايد وقوع الأزمات الاقتصادية والماليّة، كان متزامناً مع حالة الاتساع في الفجوة، بين الاقتصاد الحقيقي، والّذي يمثل منشأ الثروة، والاقتصاد المالي، الّذي يمثل حقوق على الثروة المادية.

2.6. بشرى عاشور حاجم سلطان الخزروجي:

"الاقتصادات النامية بين الأزمات الماليّة وتحديات الإصلاح الاقتصادي"، رسالة دكتوراه في الاقتصاد، جامعة بغداد، نوقشت في 2008، وقد عالجت الإشكالية التالية: "التحرر المالي المتسارع، وغير الوقائي، وغير الحذر للسوق، وأثره البالغ في حدوث الازمات الماليّة".

توصلت الدراسة إلى النتائج التالية: يقع عادة الاصلاح في مناخ الأزمة، مما يحتم على الحكومات التزام المصداقية في تنفيذ برامج الاصلاح الاقتصادي، ويتطلب تفعيل الاجراءات الاحترازية، لإدارة الأزمة الماليّة ومعالجتها، توجيه جهود الاصلاح، نحو المجالات الاقتصادية والاجتماعية، وبناء مؤسسات لتأمين الرقابة الاحترازية مستقلة عن التدخل السياسي. ويستلزم تقليل احتمال الأزمات، تفعيل دور الرقابة، الوقائية واستخدام طرائق أفضل في مراقبة أعمال المصارف التجارية، من منظور السلامة والأمن، للأصول المصرفية، وزيادة المقدرة على التنبؤ بالأزمات المصرفية، قبل حدوثها. والتأكيد على أهمية اشراك القطاع الخاص في إدارة الأزمات ومعالجتها، في الدول النامية. وتوفير الضوابط اللازمة لحركة رأس المال. وفي أزمات سعر الصرف يجب تفعيل دور البنك المركزي، ليدير تحركات أسعار الصرف، وفقاً للأهداف الموضوعة للسياسة الاقتصادية للدولة.

3.6. أوكيل نسيمة:

"الأزمات الماليّة وإمكانية التوقي منها والتخفيف من آثارها –مع دراسة حالة جنوب شرق آسيا-" هي رسالة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، بجامعة الجزائر، الموسم الجامعي 2007-2008؛ وكانت إشكالية الرسالة، كما يلي: هل يمكن إيجاد مؤشرات ودلائل تنبئنا بقرب حدوث أزمة مالية في اقتصاد ما، قصد الحد من آثارها، خاصة في ظل العولمة؟ وكيف يتم الاستفادة من الأزمة الماليّة الآسيوية، لتوقي الأزمات الماليّة؟

وبعد الدراسة توصلت، الباحثة إلى أن التاريخ أثبت فشل النظام النقدي الدولي في مواجهة الطوارئ، وبذلك يجب استبداله بنظام آخر أكثر كفاءة، واعتبرت أن الأزمة الماليّة تعبر عن انهيار

شامل للنظام المالي، بكل مكوناته؛ وهي تحدث بصفة مفاجئة، نتيجة فقدان الثّقة في النظام المالي، وأما فيما يتعلق بالعولمة الماليّة، فتعتبر أنّ التخلي فيها عن الحيطة والحذر، هو الّذي يؤّدي إلى نشوء الأزمات الماليّة، وهو ما حدث فعلا في اقتصاديات جنوب شرق آسيا. وبالنسبة لآليات إدارة الأزمة ترى الباحثة فشل سياسات صندوق النقد الدولي في ذلك، وأنه بإمكان نظام الإنذار المبكر أن يساهم في تجنب الأزمات، وتبقى دراسة أسباب الأزمات الماليّة، وبناء الاقتراحات -استنادًا لذلك- من أنجع السبل في إدارة الأزمات الماليّة، دون إغفال دور التعاون الاقتصادي الدولي في ذلك.

4.6. Elena-Lvona Dumitrescu:

"Econometric Methods for Financial Crises"، عبارة رسالة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة " Orléans, France"، نوقشت في 2012، عالجت الدراسة الإشكالية التالية: "كيف يمكن تقييم القدرات التنبؤية لنظم الإنذار المبكر؟ وكيف يمكن تحسينها؟".

توصلت الدراسة إلى أن النماذج اللوغاريتمية لها القدرة التنبؤية بالأزمات الماليّة، أكبر من النماذج الإحصائية ذات الثابت، أو نموذج ماركوف، وأن هذا النوع من نظم الإنذار المبكر يسمح بدراسة العلاقة السببية، بين الأنواع الثلاثة من الأزمات الماليّة (عملة، مصرفية، دين خارجي)، وأن نموذج trivariate هو الأحسن للتنبؤ بها.

5.6. Andreea Catalina Mincca:

"Modélisation mathématique de la contagion de défaut"، عبارة عن رسالة دكتوراه في الرياضيات التطبيقية، جامعة "Pierre et Marie Curie, Paris"، نوقشت في 2011، عالجت الرسالة الإشكالية التالية: "النمذجة الرياضية للعدوى الافتراضية، للصدمات الاقتصادية".

توصلت الدراسة إلى أنه يجب مراقبة، وبشكل صارم، التعامل في المشتقات الماليّة، خاصة متعددة الأسماء، ولمعيار "Top down"، باستخدام نماذج الإسقاط لماركوف، ومراقبة الكثافة، وتوصلت الدراسة كذلك، إلى أن الروابط الماليّة، هي الّتي تؤدي إلى انتقال عدوى العجز عن السداد، وعليه يجب نمذجة هذه الروابط، الّتي تؤدي إلى العدوى. وإن من أهم أنواع العدوى تلك الّتي تحدث بسبب الإعسار المالي، ونقص السيولة، وعليه نمذجة هذه المخاطر بالشكل الّذي يسمح بالتحكم فيها.

:Ali Ari .6.6

Globalisation financière et fragilités économiques et bancaires: une modélisation " d'un système d'indicateurs d'alerte pour l'économie turque "، رسالة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة TOULON-VAR, Garde, France ، نوقشت في 2009، عالجت الدراسة الإشكالية التالية: "نجاعة نظم الانذار المبكر غير الخطية في التنبؤ بأزمات العملة في تركيا".

توصلت الدراسة إلى النتائج التالية: برامج الانقاذ المتبعة عند حدوث أزمة ما، مكلفة جدا، وتبقى غير فعالة بالقدر الكافي، لذا يجب الوقاية من هذه الأزمات، قبل وقوعها، وتوصلت الدراسة إلى أن نظم الإنذار غير الخطية تبقى الأنجع في ذلك، والّتي يجب أن تمزج بين عدة متغيرات في الاقتصاد الكلي، والقطاع المالي، وقطاع المصرفي. وتوصلت الدراسة إلى أن نظام الإنذار المستعمل كفيل بتجنيب تركيا أزمات عملة مستقبلية.

:Alain Etté Angora .7.6

Système d'alerte avancée des crises Bancaires: Une approche fondée sur les " "modèles Multinomiaux"، عبارة عن رسالة دكتوراه في العلوم الاقتصادية جامعة LIMOGES, France، نوقشت في 2009، وقد عالجت الإشكالية التالية: "كفاءة نظم الإنذار غير الخطية متعددة الحدود في التنبؤ بالأزمات البنكية في دول UEMOA ودول جنوب شرق آسيا".

توصلت الدراسة إلى أن التحديات الحالية، تجعل من العالم أكثر عرضة للأزمات المصرفية، والّتي تعد أكثر خطورة وتكلفة، من الأنواع الأخرى، وتبقى سلطات البلد عاجزة عن احتواء خسائر هذه الأزمات، لذا يجب إتباع سياسة التوقي منها، قبل حدوثها، وذلك باستعمال نظم الإنذار المبكر. وتوصلت الدراسة إلى أن نظم الإنذار المبنية على الانحدار، غير الخطي اللوغاريتمي، متعدد الحدود، هو الأنجع في الوقت الحالي، للتنبؤ بالأزمات المصرفية، والتنبؤ بإشاراتها في فترات زمنية متقدمة جدا، تسمح بتصحيحها، قبل تطورها إلى أزمة.

:Radi Oklah Al-0'toum .8.6

"Building a model of an Early Warning System to predict Banking crises"، عبارة عن رسالة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، نوقشت في 2006، جامعة عمان العربية للدراسات العليا، عالجت الدراسة الإشكالية التالية: "آليات بناء نظام الإنذار المبكر للتنبؤ بالأزمات البنكية في الاقتصاد الأردني".

توصلت الدراسة إلى النتائج التالية: أوضحت البنوك الفاشلة تشتتا كبيرا في معيار الصناعة مقارنة بالبنوك الناجحة. تعتبر مؤشرات نوعية الموجودات الأحسن للتنبؤ بأزمة البنوك، ثم تليها ملاءة رأس المال، ثم مؤشرات الإيراد والربحية والكفاءة والمنافسة، ثم مؤشرات السيولة، وأخيرا مؤشرات الحساسية. وأثبتت الدراسة أن الموجودات السائلة ونسبة السيولة السريعة، لها علاقة طردية بالفشل البنكي.

9.6. Aka Brou Emmanuel:

" Le rôle des marchés de capitaux dans la croissance et le développement économiques"، رسالة دكتوراه في العلوم الاقتصادية جامعة Auvergne, Clermont-Ferrand I, France، نوقشت في 2005، عالجت الإشكالية التالية: "إلى أي مدى تساهم الأسواق الماليّة في التنمية الاقتصادية؟ وإلى أي حد يمكن لأسواق رؤوس الأموال أن تكون ناقلا لعدوى الأزمات الماليّة؟"

توصلت الدراسة إلى أن الأسواق الماليّة، تساهم في تعبئة الموارد الماليّة، وتحويلها بين المتعاملين فيها من لديهم فائض التمويل، وحاجة التمويل، وبذلك فهي تساهم في التنمية الاقتصادية، ولكن الاستعمال غير الكفء لهذه الأسواق من قبل وسطاء ماليين، يتميزون بعدم الكفاءة، تؤدي إلى خلق اختلالات في الأنظمة الماليّة، وتساهم في نقل هذه الاختلالات، من سوق إلى أخرى، بما يعرف بظاهرة العدوى الماليّة.

7- مساهمة الباحث:

رأينا من خلال الدراسات السابقة أنها قد تطرقت إلى تقديم الأزمات الماليّة عبر التاريخ، وحلّلت بدراسات نظرية، وأخرى تطبيقية، أسباب الأزمات الماليّة، وأخرى درست آليات إدارتها، إلا أنها لم تجمع بين الأمرين، ولم تعالج إشكالية تكرارها، وبذلك فمساهمة الباحث في هذه الرسالة تتمثل في:

- التطرق إلى الأزمة الحالية من خلال التعرف على العوامل، الّتي أدت إلى ظهورها، والانعكاسات الّتي نتجت عنها، وهي أزمة تتعلق بظاهرة الفقاعات، الّتي تختلف عن الأنواع الأخرى؛
- المزج بين الدراسات النظرية والتطبيقية حول أسباب الأزمة وآليات إدارتها؛
- دراسة تطبيقية لعدة أسباب، يرى الباحث أنها سببا في تكرار الأزمات الماليّة، في آن واحد، إلى جانب دراسة نظام الإنذار المبكر، كآلية للحد من تكرار الأزمات الماليّة؛
- استعمال عدة اختبارات قياسية في الدراسة، لم تستعمل في هذا المجال من قبل؛

أما التأصيل العلمي للدراسة، فيظهر عند دراسة الفقاعات المضاربية، والسياسة النقدية، قياسيا، كإحدى أسباب تكرار الأزمات الماليّة، بالإضافة إلى استعمال معطيات الأزمة الحالية في الدراسات التطبيقية.

8- حدود الدراسة:

قصد التقيد بإطار البحث، وضعنا مجموعة من الحدود بهدف تركيز جهودنا داخلها وعدم الخروج عنها، وتتمثل هذه الحدود في:

1.8. حدود المصطلحات:

تتمثل هذه المصطلحات في الأزمة كمتغير تابع، وأسباب تكرارها (العدوى الماليّة، الفقاعات المضاربية، السياسة النقدية)، وآليات الإدارة (نظام الإنذار المبكر) كمتغيرات مستقلة، باعتبارها المتغيرات الّتي تعبر عن أهداف الدراسة، وفي مختلف المصطلحات الأخرى المستعملة، اعتمدنا على التسمية القانونية لها في الجزائر؛

2.8. الحدود المكانية:

تتناول الدراسة الأزمات الماليّة، والّتي مسّت معظم اقتصاديات العالم، وبذلك فالدراسة تطرقت إلى معظم الاقتصاديات، الّتي تأثرت بالأزمات، سواءٌ عند تشخيص الأزمة، أو فيما يخص الخطط المتبعة، أو الاقتراحات المقدمة لإدارتها، وأما الجانب التطبيقي، فهو دراسة قياسية لأسباب تكرار الأزمات الماليّة، وذلك بالاعتماد على دراسة السوق الأمريكية، وبعض الأسواق الممثلة للدول المتقدمة (بريطانيا، فرنسا، ألمانيا، اليابان) وأخرى ممثلة للدول النامية. ودراسة تطبيقية على نظام الإنذار المبكر، بأزمات العملة في اقتصاديات آسيوية (أندونيسيا، ماليزيا، تركيا) وأخرى في أمريكا الجنوبية (المكسيك والأرجنتين).

3.8. الحدود الزمنية:

باعتبار أن الدراسة تبحث في أسباب تكرار الأزمات الماليّة، من أجل الوصول إلى آلية للحد من ذلك، فهي تتخذ من الأزمات الماليّة الحديثة كمادة لها، فهي تدرس أهم الأزمات الماليّة الّتي عرفها الاقتصاد العالمي منذ 1929، إلى غاية الأزمة الماليّة الحالية. أما الدراسة التطبيقية، فهي تختلف فيما بينها، من حيث الحدود الزمنية، ولكن بصفة عامة فالدراسة التطبيقية، تمتد من جانفي 1990 إلى ديسمبر 2012.

9- منهج البحث:

قمنا بالمزج بين المنهج الوصفي، التاريخي والتحليلي، في الفصول النظرية، عند الحديث عن الجوانب النظرية للأزمات الماليّة وإدارتها، والتطرق إلى تاريخ الأزمات الماليّة، وأما الفصلان الرابع والخامس، فقد استعملنا المنهج التحليلي عند التطرق إلى أسباب تكرار الأزمات الماليّة، ونظام الإنذار المبكر، قصد تحليل البيانات، واستخلاص النتائج.

10- أدوات البحث:

استعنا في بحثنا بعدة أدوات في شكليها الورقي والإلكتروني؛ إذ استعملنا مجموعة من الكتب، التقارير الصادرة عن الهيئات الرسمية، والمقالات المنشورة في المجلات والدوريات حول الموضوع، ومجموعة من أعمال الملتقيات والمنتديات، إلى جانب الأبحاث الأكاديمية السابقة، بالإضافة إلى الأدوات الإحصائية من جداول وأشكال بيانية، وأساليب الاقتصاد القياسي، من تحليل الارتباط، اختبار CHOW، اختبار ADF، اختبار السببية لجرانجر، الترابط المشترك بطريقة جوهانس، وطريقة VCEM، نموذج GARCH، اختبار الارتباط الذاتي، ونموذج غير الخطي اللوغاريتم الاحتمالي ثنائي الحد واختبار الحساسية. وبالاستناد على حزمة E-Views 7.

11- صعوبات البحث:

واجهتنا أثناء إعداد البحث عدة صعوبات؛ من أهمها:

- واجهتنا صعوبات كبيرة عند التعرض للأزمة الحالية، كونها لم تستقر بعد، وبذلك نقص الأبحاث الأكاديمية عن مستجداتها؛
- واجهتنا صعوبة عند التطرق لخطط الإنقاذ المقترحة، كون أن الحكومات تصدر سياسات جديدة في فترات متقاربة، بالإضافة إلى إصدارها بلغتها الوطنية الّتي يصعب فهمها؛
- هناك الكثير من الدراسات، ذات قيمة وأهمية، في الدراسة وموجودة على الخط، ولا يمكن شراءها، كونها تتطلب بطاقات الائتمان؛
- واجهتنا صعوبة كبيرة في الحصول على البيانات المستعملة في الدراسة التطبيقية، وصعوبة استعمال قاعدة البيانات Datastream؛ خاصة مع قصر الوقت الممنوح لنا لاستعمالها.

12- هيكل البحث:

من أجل معالجة إشكالية بحثنا، وبناءًا على الفرضيات الّتي صغناها، ارتأينا تقسيم البحث إلى خمسة فصول:

لقد بدأنا بحثنا بمقدمة تطرقنا فيها إلى الجوانب المنهجية للدراسة.

1.12. الفصل الأول:

تناولنا فيه الجوانب النظرية للأزمات الماليّة وإدارتها، من حيث المفهوم والخصائص والأسباب والنتائج والأنواع، ثم انتقلنا إلى الحديث عن الأزمات الماليّة في الفكر الاقتصادي، بالتطرق إلى النظريات، الّتي قدمت تحليلا للأزمات الماليّة، وبعدها انتقلنا إلى الحديث عن الجوانب النظرية لإدارة الأزمات الماليّة؛

2.12. الفصل الثاني:

تطرقنا فيه إلى أهم الأزمات الماليّة، الّتي عرفها القرن العشرين، فاخترنا أزمة 1929-1933، ثم أزمة 1987، وأزمة النمور الأسيوية، وذلك بتقديمها وظروف حدوثها، أسبابها، نتائجها، وبرامج الإنقاذ المتبعة لإدارتها، وأهم الإسهامات الفكرية حولها؛

3.12. الفصل الثالث:

خصصناه لدراسة الأزمة الماليّة الحالية، بحيث تطرقنا إلى جذورها التاريخية، والمتمثلة في الأزمات الّتي حدثت في بداية هذا القرن الحالي في أمريكا، الأرجنتين، تركيا وأزمة الرهن العقاري، ثم تحدثنا عن حدوثها في السوق الأمريكية وانتشارها إلى باقي العالم، لنتطرق بعدها إلى أسبابها، ونتائجها على كل المستويات، لنختم الفصل بالحديث عن أهم خطط الإنقاذ المتبعة في إدارة الأزمة، وتقييم هذه الخطط؛

4.12. الفصل الرابع:

عبارة عن دراسة تطبيقية لأهم الأسباب، الّتي نعتقد أنها تساهم في تكرار الأزمات الماليّة، وهي العدوى الماليّة، الفقاعات المضاربية والسياسة النقدية، بمبحث لكل سبب، نتطرق فيه إلى جوانبه النظرية، ثم تقديم منهجية، وأدوات وعينة الدراسة، ثم القيام بعدة اختبارات، لإثبات مساهمته في حدوث الأزمات الماليّة.

5.12. الفصل الخامس:

خصصنا هذا الفصل لبناء نظام الإنذار المبكر، واختبار كفاءته، في التنبؤ بأزمات العملة، بحيث تطرقنا في البداية، إلى أهم الجوانب النظرية المتعلقة بنظام الإنذار المبكر، من ماهية وأساليب وطرق بناء نظم الإنذار المبكر، ثم تطرقنا إلى أهم إشارات الأزمات الماليّة (أزمات العملة والأزمات المصرفية) الّتي يمكن تتبعها عند التنبؤ بها، ثم قمنا باختبار كفاءة النظام، في التنبؤ بالأزمة، وإشاراتها قبل حدوثها، لنختم باختبار جودة النظام، وصلاحيته للتنبؤ بأزمات العملة.

هذا؛ وقد أنهينا بحثنا هذا بخاتمة، استعرضنا فيها نتائج الدراسة، واختبار الفرضيات، وتقديم التوصيات، وآفاق الدراسة.

الفصـــل 1:
مفاهيم عامة حول الأزمـــات الماليـــة وإدارتها

تمهيد:

أصبح التعرض للأزمات المالية مسألة اعتيادية، بل جزء من طبيعة الأشياء، وصارت الأنظمة باختلاف أنواعها وطبيعتها؛ الصحية، النفسية، الاقتصادية، الاجتماعية، السياسية، الإدارية وغيرها، تتعرض وبصورة اعتيادية إلى الصدمات والانتكاسات، مما جعل المفاهيم المتعلقة بها متعدّدة ومتباينة، وتختلف أبعادها، تفسيراتها وأصدائها، على حسب أنواعها.

ويتطلب دراسة الأزمات وتحليلها، عدّة مراحل وأدوات، في شكليها الكمي والكيفي؛ وغالبا ما يعتمد على الكمية منها، في تدعيم الآراء، وإثبات الحقائق، لتشخيص الظّاهرة، وتقديم الحلول اللّازمة. ولكن؛ هذا وككل ظاهرة، فإنّ التّشخيص الصّحيح لها، يبدأ بالوقوف على خلفيّاتها النّظرية والفلسفيّة.

تزامنت الأزمات، مع مدارس اقتصاديّة، فسرت هذه الظاهرة، كما كانت الأزمة سببًا في بروز نظريّات، ومدارس أخرى، ذاع صيتها بسبب تحليلاتهم وحلولها لها، واختلفت آراء رواد هذه المدارس للأزمات وتفسيراتهم حسب توجهّاتهم الفكّرية، ونظرتهم إليها.

ومن هذا المنطلق، سنحاول خلال هذا الفصل، التّطرّق إلى أهم الجوانب النظرّية، المتعلّقة بالأزمات المالية، وذلك من خلال:

- ماهية الأزمات المالية؛
- الأزمات المالية في الفكر الاقتصادي؛
- مدخل إلى إدارة الأزمات المالية.

1.1. ماهية الأزمة الماليّة.

يعدّ التّعرّف على السّمات العامّة للأزمات المالية المنطلق لتحليلها، والسعي إلى إدارتها، كون مبدأ كلّ دراسةٍ هي التّعرف على معانيها، والمصطلحات المرتبطة بها، وذلك من خلال المفهوم، الخصائص، الأنواع، الأسباب الّتي قد تؤّدي إليها، في الحالة العامّة، والآثار الّتي غالبًا ما تَنتُجُ عنها.

1.1.1. مفهوم الأزمة الماليّة.

هناك صعوبة في تحديد مفهوم للأزمات المالية، ويكمن وجه الصعوبة، في شموليّة طبيعته، واتساع نطاق استعماله، حتّى أنّه قد يكون من المتعذر إيجاد مصطلح يضارع "الأزمة" في ثراء إمكانياته، واتّساع مجالات استعماله. ولقد تعددّت التعّاريف، الّتي تناولت مفهوم الأزمة، تبعًا لاختلاف المجالات والمستويات الّتي يتناولها الباحثون في دراستهم للأزمات، وكذلك لتعددّ أنواع الأزمات وأسبابها، وتصنيفاتها المختلفة.

1.1.1.1. تعريف الأزمة.

نتناول في هذا العنصر الأزمة، من الجانب اللّغوي الاصطلاحي، والمعنى الاقتصادي؛ فهناك الكثير من الباحثين الّذين تطرّقوا إلى هذا المصطلح، بتقديمه في أشكالٍ مختلفةٍ، ومن زوايا عديدة، نورد بعضًا من هذه المفاهيم، فيما يلي:

1.1.1.1.1. لغةً:

ورد في المعجم الوسيط تعريفاً للأزمة كما يلي: "أزم على الشيء أزماً: عض بالفم كلّه عضّاً شديداً، يقال أزم الفرسُ على اللِّجام، وأزم فلان على كذا لزمهُ –وواظب عليه، وأزمة السّنة: اشتدَّ قحطها، وأزم الحبلُ: أحكم فتله، وأزم الباب –أغلقه، تأزَّم: أصابتهُ أزمة، الأزمة: الشِّدةُ والقحط، جمع أوازم (الأزمة) الضيق والشِّدَّة، يقال أزمة مالية سياسية مرضية"[1] ص: 17.

2.1.1.1.1. اصطلاحاً:

يعود أصل كلمة "أزمة" إلى المصطلح اللّاتيني "*crisis*" وإلى الكلمة اليونانية "*krisis*"[2] ص:07، و"الأزمة" مصطلح قديم، ترجع جذوره التّاريخيّة إلى الطّبّ الإغريقي، وتعني نقطة تحوّل؛ أي أنّها لحظة قرار حاسمةٍ، في حياة المريض، وهي تطلق للّدلالة على حدوث تغيّرٍ جوهريٍ ومفاجئٍ، في جسم الإنسان[3] ص:08. وهناك نوعان من الأزمات: نوع طبيعي

كالزلازل، البراكين والصواعق وغيرها، وأخر يتسبّب فيه الإنسان لجهله، أو لاستعماله للموارد الطبيعة أو التكنولوجية صفة غير العقلانية[4] ص: 05.

أمّا من النّاحية الاجتماعيّة، فيقصد بها توقّف الأحداث المنظّمة والمتوقَّعة، واضطراب العادات والعرف، ممّا يستلزم التّغيير السّليم، لإعادة التّوازن، ولتكوين عادات جديدة، أكثر ملائمةً"[5] ص:13.

الأزمة في الإطار الإداري، هي: "عمل أو امتناع عن عمل من شأنه أن يؤثر بدرجة كبيرة في العمليات الجارية للمنّظمة، وفي تحقيقها لأهدافها، وفي بقائها، أو أن يكون له أثرٌ هدّام، من وجهة نظر غالبيّة أعضاء المنظمة، أو عملائها"[6] ص:854.

هذا وقد اهتم الكثير من الباحثين الاقتصاديين بالأزمة، فقدموا لها عدّة تعريفات، من هذا الجانب، نذكر منها:

"الأزمة هي عبارة عن خلل، يؤثّر تأثيرًا ماديًا على النّظام كله، كما أنه يهدّد الافتراضات الرّئيسيّة الّتي يقوم عليها هذا النّظام"[7] ص ص: 19، 20.

يعرفّها آخرون على أنّها: "انقطاع في مسار النّمو الاقتصادي، حتّى انخفاض الإنتاج، أو عندما يكون النّمو الفعلي أقلّ من النّمو الاحتمالي"[8] ص: 51.

ويرى فريق آخر أنها: "موقف طارئ يحدث ارتباكاً في سلسلة الأحداث اليوميّة للمنظّمة، ويؤّدي إلى سلسلة من التّفاعلات، ينجم عنها تهديدات، ومخاطر مادّية ومعنوية، للمصالح الأساسيّة للمنظّمة، ممّا يستلزم اتّخاذ قرارات سريعة، في وقت محدّد، وفي ظروف يسودها التوّتر، نتيجةً لنقص المعلومات، وحالة عدم الّتيقُّنْ، الّتي تحيط بأحداث الأزمة"[9] ص: 166.

كما تعرّف على أنّها: "تعرّض الفرد أو الجماعة أو المنظّمات أو المجتمعات، إلى مواقف حسّاسة وحرجة ومؤلمة، وتزداد حدّة الألم بتجاهلنا، وإهمالنا لتلك الإنذارات، والإرشادات المصاحبة. وقد ينجم عن الإهمال خطر الموت، وفقدان الحياة، ويحتاج الأمر إلى اتخاذ قرار لمعالجة الموقف (الأزمة)"[10] ص: 19.

كما تعبّر الأزمة عن: "لحظة حرجة وحاسمة، تتعلق بمصير الكيان الإداريِّ، الّذي أصيب بها، مشكّلة بذلك صعوبةً حادّة أمّام متّخذ القرار، تجعله في حيرة بالغة؛ أي: قرار يُتَّخذ في ظلّ عدم التّأكّد،

وقصور المعرفة، واختلاط الأسباب بالنّتائج، وتداعي كلّ منهما بشكل متلاحقٍ، ليزيد من درجة المجهول عن تطورات، ما قد يحدث مستقبلاً من الأزمة، وفي الأزمة ذاتها"[11] ص ص: 53، 54.

وعرّفها آخرون بأنّها: "نقطة تحوّل في حياة المنظّمة نحو الأسوأ أو الأفضل، فهي حالة من عدم الاستقرار، يحدث فيها تغيير حاسم في سير العمل في المنظّمة، قد يؤّدي إلى نتائج مرغوب فيها، أو نتائج غير مرغوب فيها"[12] ص: 15.

بهذا كلّه، فإنّ الأزمة تعبّر عن موقف أو حالة، يواجهها متّخذ القرار في أحد الكيانات، تؤثّر على أحد جوانبها الاجتماعية، أو الإدارية أو الاقتصادية وغيرها، أو كلّها مجتمعةً، بحيث تتلاحق فيها الأحداث، وتتشابك معها الأسباب بالنَّتائج، ويفقد معها متّخذ القرار قدرته على السّيطرة عليها، أو على اتجاهاتها المستقبلية.

2.1.1.1. تعريف الأزمة الماليّة.

عُرِّفَتْ الأزمة المالية من قبل الكثير من الباحثين، واختلفت هذه التعاريف، حسب نظرة هؤلاء إليها، ووجهة نظرهم، وكذلك حسب الجانب المدروس فيها، نذكر من بين هذه التّعاريف ما يلي:

"يقصد بها التّدهور الحادّ في الأسواق الماليّة لدولة ما، أو لمجموعة من الدّول، والّتي من أبرز سماتها، فشل النّظام المصرفي المحلّي، في أداء مهامه الرّئيسيّة، والّذي ينعكس سلبًا، في تدهورٍ كبيرٍ في قيمة العملة، وفي أسعار الأسهم، ممّا ينجم عنه آثار سلّبية على قطاع الإنتاج والعمالة، وما ينجم عنها من إعادة توزيع الدّخول والثروات، فيما بين الأسواق الماليّة الدّولية، وعادةً ما تحدث الأزمة الماليّة بصورة مفاجئة، نتيجة لأزمة الثّقة في النظام المالي، مسببها الرئيسي تدفق رؤوس أموال ضخمة في الداخل، يرافقها توسّعٌ مفرطٌ وسريع في الإقراض"[13] ص: 200.

قد تأخذ الأزمة المالية شكل انهيار مفاجئ في سوق الأسهم، أو في عملة دولة ما، أو في سوق العقارات، أو مجموعة من المؤسسات المالية، لتمتد بعد ذلك إلى باقي الاقتصاد، وقد يحدث هذا الانهيار المفاجئ في أسعار الأصول نتيجة انفجار فقاعة سعرية[14] ص: 09.

وهناك من يعرفها أيضا على أنّها: "تتمثل في الاضطراب الّذي يحدث في الأوراق الماليّة، ويتميز هذا الأخير بانخفاضٍ في أسعار الأصول، وإعسار المدينين والوسطاء، وهذا الاضطراب ينتشر عن طريق تشعب النّظام المالي، ويعمل على إتلاف طاقة السوق، كما يؤثر على فعاليّة رؤوس الأموال في الاقتصاد"[15] ص: 409.

كما يمكن تعريفها على أنّها: "انهيار في الأسواق الماليّة مصحوبا، بفشل عددٍ كبيرٍ من المنّظمات الماليّة، وغير الماليّة، مع انكماشٍ حادٍّ في النّشاط الاقتصادي الكلّي[16] ص: 37".

بالإضافة إلى كونها: "مرحلة تعرف بتراجع النّشاط في دولة ما، أو مجموعة من الّدول، محدّد بتقهقر الأسعار، وانهيار التّبادلات التّجاريّة"[17] ص: 59.

وتّعرف من جانب آخر بأنّها: "تدهورٌ أو انخفاضٌ مفاجئ، في طلب المستثمر على الأصول الماليّة، الّتي تلعب دوراً هاما في الاقتصاد القومي. والانخفاض النّاتج عن ذلك في سعر الأصل، يقلّل من النّشاط الاقتصادي الكلّي مباشرةً، من خلال تأثيره على قرارات المستهلكين الأفراد والشركات، وبشكل غير مباشر، من خلال تأثيراته على أسعار باقي الأصول الأخرى، والموازنات الماليّة للوسطاء الماليين، مثل البنوك"[18] ص: 32.

ومنه يمكن القول إن الأزمة الماليّة، تعبّر عن انهيارٍ شاملٍ للنّظام المالي، بشقيه النّقدي والمالي، فالأزمة الماليّة هي تلك التذبذبات العميقة، الّتي تؤثّر كلّيًّا أو جزئيًّا، على مجمل المتغيّرات الماليّة، وعلى حجم إصدار أسعار الأسهم والسّندات، وإجمالي القروض، والودائع المصرفيّة، ومعدّل الصّرف. وبصفة عامّة تعكس الأزمة الماليّة انهيار النّظام المالي برمّته، مصحوبًا بفشل عددٍ كبيرٍ من المؤسّسات الماليّة، وغير الماليّة، مع انكماش حادٍّ في النشاط الاقتصادي الكلّي.

3.1.1.1. خصائص الأزمة الماليّة.

هناك مجموعة من الخصائص، تشترك فيها كلّ الأزمات، مهما اختلفت أشكالها؛ ويمكن أن نلخّص بعضها فيما يأتي[5] ص: 115، [19] ص: 02، [20] ص: 23، [8] ص ص: 51، 52:

- أزمات حتمية، نتيجة إنتاج فائض القيمة، وتحويله إلى رأسمال، وينتج عن ذلك تعارضٌ هامٌّ، بين استخراج هذه القيمة وتحقيقها؛ وهذا التّعارض، هو الّذي يؤّدي إلى حتميّة ظهور الأزمات المالية؛
- التّعقيد والتّشابك والتّداخل في عناصرها وأسبابها؛
- المفاجأة واستحواذها على بؤرة الاهتمام لدى المؤسسات والأفراد؛
- نقص المعلومات وعدم دقّتها؛
- إنّ مصدر الخطر أو الأزمة أو الكارثة يمثّل نقطة تحوّل أساسيّة في أحداثٍ متشابكةٍ ومتصارعةٍ؛

- إنَّها تسبِّب في بدايتها صدمةً، ودرجةً عاليةً من التّوتّر، ممّا يضعف إمكانيات الفعل المؤثّر والسّريع لمجابهتها؛
- إن تصاعدها المفاجئ يؤّدي إلى درجات عالية من الشّك، في البدائل المطروحة، لمجابهة الأحداث المتسارعة، لأن ذلك يتم تحت ضغطٍ نفسيٍّ عالٍ، وفي ظلّ ندرة المعلومات أو نقصها؛
- بما أنّ الأزمة تمثّل تهديداً لحياة الإنسان، وممتلكاته ومقوِّمات بيئته، فإنّ مجابهتها تعدُ واجباً مصيرياً؛
- الأزمة المالية لها بعدٌ اجتماعي، وهي تشكّل تصدّعًا في إعادة صياغة العلاقات الاجتماعية للإنتاج، وهذه الأزمات لا يمكن أن تجد حلولا، بدون حدوث أضرارٍ، لبعض الطّبقات الاجتماعيّة؛
- تشكِّل تهديداً للمبادئ الأساسية، الّتي يقوم عليها النظِّام، وتؤّدي إلى حالة من القلق والتَّوتّر، الأمر الّذي يضاعف من صعوبة اتّخاذ القرار، ويجعل من أيّ قرار ينطوي على قدر من المخاطرة؛
- تتميز الأزمات المالية بعنصر المفاجئة، ضيق الوقت، وتهديد القيم والمصالح الأساسية، والأهداف الّتي تحتلّ أولويّةً بالغةً، بالنسبة لمتخذ القرار.

2.1.1. أنواع الأزمات المالية.

تمثّل مراحل تطوّر الأزمات، وكذا نوعها أهميَّةً قصوى في متابعتها، والإحاطة بها؛ فكلّما كان متّخِذَ القرار سريع التنبه لذلك، محتاطًا لظهورها (الأزمة)، أو بتكوين عواملها، كلّما كان سهلاً عليه التعامل معها. ولقد اختلفت التّصنيفات، الّتي يمكن تقديمها للأزمة الماليّة، باختلاف المعايير الّتي تستعمل في ذلك؛ وتنقسم حسب معيار طبيعتها إلى ثلاثة أنواع:

1.2.1.1. أزمة سعر الصّرف.

يتعلّق هذا النّوع بعملة بلد ما، خلال فترة زمنّية معيّنة، عندما تعجز عن مواجهة الهجمات المضاربيّة، الّتي تحصل عليها، أو قوة الطلب عليها، فيؤّدي ذلك إلى انهيار في قيمتها.

1.1.2.1.1. تقديم الأزمة:

تحدث عندما تتغيّر أسعار الصّرف، بسرعةٍ بالغةٍ، بشكلٍ يؤثّر على قدرة العملة، على أداء مهمّتها، كوسيط للتبادل، أو مخزن للقيمة، لذلك تسمّى هذه الأزمة أيضاً بأزمة ميزان المدفوعات؛ وهناك أسلوبين لتفسير الأزمة:

الأسلوب التّقليدي، ويشير إلى أنّ التّوسّع في الائتمان المحلّي، المصحوب بزيادة الطّلب على النّقود، في ظلّ سعر الصّرف الثابت، يؤّدي إلى حصول مضاربات على العملة الوطنّية، وانخفاضٍ حادّ في الاحتياطات الدّوليّة؛ وعندئذٍ ستضطّر الدّولة للتّخلّي عن سعر الصّرف الثّابت، لأنّه أمرٌ مكلفٌ، نتيجة خدمة الدّيْن، وذلك في حالة رفع سعر الفائدة الوطنية، وأنّ الأزمة النّقديّة تتضمن هبوط معدّل الصّرف الاسمي، بمعدّلٍ لا يقلّ عن 25%، وارتفاع معدل التضخم 10% سنويًا[21] ص: 282.

أمّا الأسلوب الحديث، فيرجعها إلى اتبّاع الحكومة لنظام سعر صرف ثابت، مع قيامها بالتّوسّع في الانفاق، بصورة غير طبيعيّة، ممّا يترتّب عليه توليد عجزٍ كبيرٍ في الموازنة العامّة، بحيث لا يمكن لهذا العجز أن يستمرّ، دون قيام الحكومة باتّباع سياسات نقديّة توسعية، تتمثل بالإصدار النّقدي لتمويل هذا العجز، ممّا يؤّدي حتمًا إلى تصاعد معدلات التّضخّم ومن ثم ارتفاع سعر الصّرف الحقيقي، وبالتالي تزايد عجز الميزان التّجاري، وميزان المدفوعات، ومع استمرار الوضع لفترة زمنيّة، سوف تستنفذ الاحتياطات الدّولية، وبالتالي تصبح غير قادرة على الدّفاع عن سعر صرف العملة المحلية، ممّا يؤّدي في النّهاية إلى انهيار سعر الصّرف الثّابت [22] ص: 96.

يمكن التّنبؤ بحدوث أزمة العملة بحساب الرّقم القياسي، لضغوط السوق المالي[23] ص: 09:

$$EMPT = \%\Delta Et - \mathrm{a}_1 \%\Delta \mathrm{Rt}$$

بحيث.

EMPT: الرّقم القياسي لضغوط السّوق المالي؛

Et: سعر الصّرف الاسمي؛

Rt: الاحتياطات الأجنبية؛

a_1: نسبة الانحراف المعياري للتّغيّر النسبي، في سعر الصّرف، إلى الانحراف المعياري للتّغيّر النّسبي في الاحتياطات الأجنبيّة.

تحدث أزمة سعر الصّرف، لمّا يكون الرّقم القياسي، لضغوط السّوق المالي، أكبر من 2,5 انحراف معياري فوق الوسط؛ ومن أمثلتها أزمة النّمور الأسيوية 1997.

2.1.2.1.1. أسباب الأزمة:

هناك ثلاث أسباب رئيسيّة، يمكن أن تؤّدي إلى حدوث أزمة سعر الصّرف؛ وهي:

1.2.1.2.1.1. التّجارة الخارجية:

لأجل تحسين القدرة التنافسيّة لسلعهم، يعمد بعض الشّركاء التّجاريين، الّذين يملكون سعر صرفٍ ثابتٍ، إلى تخفيض قيمة عملتهم، وهذا ما يؤّدي إلى تدهورٍ في الميزان التّجاري للبلد الآخر، وبذلك ضياع احتياطاته الأجنبيّة، الّتي بدورها تؤّدي إلى الهجوم على سعر الصّرف الثّابت؛

2.2.1.2.1.1. هشاشة ثقة المستثمر الأجنبي في العملة:

هناك تخوف دائم من قبل المستثمرين الأجانب على ضياع أموالهم واستثماراتهم، فأيّ هجومٍ على عملة بلد ما تجعلهم يتخوفون من أن تلقى عملات الدول، الّتي لها مؤشرات اقتصادية كبرى متشابهة نفس المصير؛

3.2.1.2.1.1. مستوى سيولة الأسواق المالية:

إذا كانت مؤسّسات الوساطة المالية، تشجّع المستثمرين الأجانب، إلى دخول أسواقها المالية؛ وهذا ما يسمح بتدفّق رؤوس الأموال، وزيادة سيولة السوق المالي، ولكن أيّ صدامٍ يمكن أن يحدث، سيؤّدي إلى سحب المستثمرين لودائعم، وهذا يؤّدي إلى حدوث أزمة مصرفّية، وإذا ما تم تحويل الودائع إلى نقود، ومن العملة الوطنية إلى الأجنبية، تحدث أزمة سعر الصّرف.

3.1.2.1.1. مؤشرات الأزمة:

هناك عدة مؤشرات تدل على وقوع أزمة العملة، نذكر منها:

- المبالغة في تقييم سعر الصّرف، الناتج عن زيادة عجز الحساب الجاري، كما أنّ الأفراد عند حدوث الأزمة، يسارعون إلى تحويل ودائعهم، من العملة المحلية إلى العملية الأجنبية، ويكون هذا بمثابة اختبار لقدرة البنك المركزي على الوفاء بذلك؛
- ارتفاع السيولة الناتج عن زيادة عرض النقود، ممّا يؤّدي إلى تعرّض العملة إلى هجمات مضاربيّة محتملة؛
- تغيّرات نسبة سعر الفائدة بالنسبة للإقراض والإيداع، ونسبة نموّ المضاعف النقدي، ونسبة نموّ الإنتاج الصناعي؛ وغيرها.

2.2.1.1. الأزمة المصرفية.

تعد الأزمات المصرفيّة، الأكثر وقوعًا في الاقتصاديات العالمّية، وهي الممهدة لحدوث الأزمات المالية بشكلٍ عامٍّ، وذلك لاعتبار أنّ المؤسسّات المصرفّية تلعب دور الوساطة، بين أصحاب الأموال، والمحتاجين إليها، وتتشكّل ميزانياتها من الودائع والقروض؛ وأي خلل بينهما سيؤّدي إلى حدوث الأزمة.

1.2.2.1.1. تقديم الأزمة:

تحدث الأزمات المصرفيّة، عندما يؤّدي اندفاع فعلي أو محتمل، على سحب الودائع، من إحدى البنوك، أو إخفاق البنوك، في قيامها بإيقاف قابلية التزاماتها الدّاخلية للتّحويل، أو إلى إرغام الحكومة على التّدخّل لمنع ذلك[24] ص: 02 ، وتميل الأزمات المصرفية إلى الاستمرار، وقتًا أطولاً من أزمات العملة، ولها آثار أكبر على النّشاط الاقتصادي. وكانت الأزمات نادرة نسبيًا، في الخمسينيات والستينيات، بسبب القيود على رأس المال والتّحويل، ولكنها أصبحت أكثر شيوعًا منذ السّبعينيات، وتحدث بالترادف مع أزمة العملة.

2.2.2.1.1. أشكال الأزمة المصرفية:

هناك شكلين للأزمة المصرفّية؛ هما[25] ص ص: 3، :4

1.2.2.2.1.1. أزمة السّيولة:

تحدث أزمة السّيولة عندما يواجه بنك ما زيادةً كبيرةً، ومفاجئة في طلب سحب الودائع؛ فبما أنّ البنك يقوم بإقراض، أو تشغيل معظم الودائع لديه، ويحتفظ بنسبة بسيطة لمواجهة طلبات السّحب اليومي، فإنه لن يستطيع بطبيعة الحال الاستجابة لطلبات المودعين، إذا ما تخطّت تلك النّسبة، و بالتالي تحدث الأزمة. وإذا حدثت مشكلة، من هذا النوع، وامتدّت إلى بنوك أخرى، فتسمّى في تلك الحالة أزمة مصرفيّة؛

2.2.2.2.1.1. أزمة الائتمان:

وعندما يحدث العكس؛ أي: تتوافر الودائع لدى البنوك، وترفض تلك البنوك منح القروض، خوفاً من عدم قدرتها على الوفاء بطلبات السّحب، تحدث أزمة في الإقراض، وهو ما يسّمى بـأزمة الائتمان. وقد حدث في التّاريخ المالي للبنوك العديد من حالات التّعثّر المالي.

3.2.2.1.1. أسباب الأزمة:

هناك عدة أسباب تؤّدي إلى حدوث هذا النّوع من الأزمات؛ نذكر من أبرزها[26]ص: 85:

- نقص السّيولة، قياسًا بالمتطلّبات، نظرًا لعدم توافق موعد استحقاق الأصول مع الالتزامات؛
- عدم تماثل المعلومات، بين البنك والمودعين، وغياب الشّفافية؛
- الزّيادة في معدلات الفائدة، على المدى القصير، والنّاتج عن زيادة معدّلات التّضخّم، والتّحوّل نحو سياسةٍ ماليّة أكثر تحفّظًا؛
- عدم التّوافق بين عملة ودائع البنوك وقروضها، وأيّ تدهور في العملة المحلّية، يهدّد ربحيّة البنوك؛
- تغطية قروض طويلة الأجل بودائع قصيرة الأجل.

3.2.1.1. أزمة الأسواق المالية.

عرفت الأسواق المالية في السّابق قيودًا، ورقابة على تعاملاتها الماليّة، ممّا قلّل من أزمات الأسواق المالية، ولكن مع التّحرير المالي الكبير، الذي شهدته، أصبحت تتعّرض بشكلٍ دوريٍ للأزمات الماليّة، مع تصاعد حدّتها من أزمة إلى أخرى.

1.3.2.1.1. تقديم الأزمة:

تحدث نتيجة ما يعرف بظاهرة الفقّاعات، إذ سرعان ما تنفجر، لتؤّدي إلى تدهور في مؤشرات الأسواق الماليّة، ويصاب أصحاب الأوراق الماليّة بالذعر، فيقومون ببيع أوراقهم الماليّة، وحتّى بأدنى الأسعار؛ وهذا ما يجعلنا أمّام أزمة الأسواق الماليّة، عند انهيار مؤشّرات البورصة، بأكثر من20%، لمدة ثلاثيين، متتاليين على ما كانت عليه المؤشرات قبل ذلك، وتحدث نتيجة تدهور مفاجئ، وسريع لأسعار الأسهم والسّندات[27] ص: 09.

إن تقلّبات التّعامل في الأسواق المالية، يحدث بسبب تقلّبات الأسعار، أو كميّة الأوراق المتداولة، أو طبيعة السّوق، ولكن عندما يحدث التّقلّب، بصورة كبيرة في اتجاه نزولي؛ أي: انخفاض العائد على مؤشّر السّوق بشكل كبير، سببه عدم الثّقة بالاقتصاد.

2.3.2.1.1. أسباب الأزمة:

هناك عدّة أسباب، توفرها كلّها أو بعضها، يؤّدي إلى حدوث هذا النّوع من الأزمات[28] ص: 30:

- وجود عدد كبير من المتعاملين، غير المحترفين في الأسواق الماليّة، وبذلك يتّبعون سلوك القطيع؛
- نقص المعلومات، وانعدام الإفصاح المالي؛
- الترابط الكبير بين الأسواق الماليّة، ممّا يسهّل انتقال العدوى؛
- التقلبات في أسعار الفائدة العالمية، الّتي تؤّثر على تدفّقات الاستثمار الأجنبي المباشر؛
- التّوسّع في منح الائتمان، وضخامة التّدفقّات الماليّة الخارجيّة؛
- ارتفاع أسعار الأسهم، نتيجة زيادة المضاربة، عليها ليس نتيجة زيادة توزيعات الأرباح؛
- انتشار التّعاملات غير الأخلاقية؛ من تضليل وخداع في الأسواق المالية.

تعدّ هذه الأنواع الثّلاثة من أهّم الأنواع الّتي عرفتها الاقتصاديات العالمية عبر التاريخ، ولكن ليست الوحيدة، بل هناك أزمات الدّيْن الخارجي، كما توجد عدّة تصنيفات أخرى للأزمات المالّية.

3.1.1. أسباب وآثار الأزمة الماليّة.

اهتمّ الكثير من الباحثين، الّذين درسوا الأزمات المّالية، بالأسباب الّتي أدّت إلى وقعها، باعتبار أنّ الّتشخيص الموضوعي للأزمات المالية، هو المنطلق لإدارتها، كما تعد دراسة الأزمات المالية وتحليل نتائجها وآثارها، الّتي تتعرّض لها دولة ما، ذات أهمية كبيرة، باعتبار أنّ التّعرّف على فظاعة هذه الآثار، من شأنه أن يساهم في تكثيف الجهود لأجل الحدّ من تكرارها.

1.3.1.1. أسباب الأزمة الماليّة.

لكل أزمة مقدّمات، تدلّ عليها، وشواهد تشير إلى حدوثها، ومظاهر تفرزها، وأيًّا ما كان، فإنّ هناك أسباب متشابهة، لنشوء الأزمات؛ نوجزها فيما يلي:

1.1.3.1.1. عدم استقرار الاقتصاد الكلي:

تعدّ من أهم الأسباب المؤّدية إلى حدوث الأزمات، وخاصّةً مع الحساسية الكبيرة، الّتي تعرفها الأسواق المالية لهذه التّغيرات؛ والّتي تظهر في شكل[29] ص ص: 51، 52، [30] ص: 30:

- التّقلبات في شروط التّجارة الخارجيّة؛ فعندما تنخفض شروط التجارة، يصعب على عملاء البنوك، المشتغلين بنشاطات ذات العلاقة بالتصدير و الاستيراد الوفاء بالتزاماتهم، خصوصًا خدمة الدّيون؛
- التّقلبات في أسعار الفائدة العالميّة، بحيث تؤّثر على تكلفة الاقتراض، وتدفقات الاستثمارات الأجنّبية المباشرة؛
- التّقلبات في أسعار الصّرف، النّاتج عن ارتفاع الأرباح في قطاع التّجارة الخارجيّة، أو ارتفاع معدّلات الفائدة المحلية؛
- التّقلبات في معدّل التّضخّم، الّتي تبيّن قدرة القطاع المصرفي على أداء دور الوساطة. كما تؤّثر على نموّ النّاتج الإجمالي المحلّي.

2.1.3.1.1. اضطرابات القطاع المالي:

شكل التّوسع في منح الائتمان، والتدفقات الكبيرة، لرؤوس الأموال من الخارج، وانهيار أسواق الأوراق الماليّة، القاسم المشترك الّذي يسبق حدوث الأزمة الماليّة. فلقد أدّى التّوسّع في الائتمان، إلى تركزه في نوعٍ أو قطاعٍ واحدٍ، كما أدّى التّوسع في القروض، إلى حالة من عدم التّلاؤم، بين خصوم البنوك وأصولها[31] ص: 173]179 ، ويظهر هذا الاضطراب نتيجة[32] ص: 07:

- عدم تلاؤم أصول وخصوم المصارف، بسبب التّوسّع في منح القروض، وعدم الاحتفاظ بقدر كافٍ من السّيولة، لمواجهة التزاماتها الحاضرة والعاجلة، أو تغطية ديون طويلة الأجل بودائع قصيرة الأجل؛

- عدم التّحضير الكافي للتّحرّر المالي، بحيث يؤّدي هذا التّحرر المتسارع، غير الحذر للسوق المالي، وبعد فترةٍ كبيرةٍ من الانغلاق والتّقيّد، إلى ظهور ضغوط تنافسيّة، نتيجة دخول بنوك أخرى للسّوق المالي، كما يؤّدي إلى استحداث مخاطر ائتمانية جديدة، قد لا تتحمّلها البنوك نتيجة ضعف الإعداد، والتّهيئة الرّقابيّة، وقلّة الموارد والخبرات اللازمة، للتعامل معها؛

- تدّخل الحكومة في تخصيص الائتمان، وذلك بتوزيع الموارد الماليّة المتاحة، على قطاعات اقتصاديّة، وأقاليم جغرافيّة بعينها، في إطار خطّة للتّنمية، أو لخدمة أغراض أخرى، قد تكون سياسيّة بالدّرجة الأولى، وليست اقتصاديّة؛

- ضعف النّظام المحاسبي، والتنظيمي للبنوك، وذلك لنقص المعرفة بالإجراءات المحاسبية المتّبعة، ودرجة الإفصاح عن المعلومات، خصوصًا فيما يتعلّق بالدّيون المعدومة، ونسبتها في

محفظة البنك الائتمانية، إضافةً إلى عدم الالتزام بالقانون الخاص، للحد الأقصى للقروض المقدّمة، لمقترضٍ واحدٍ، ونسبتها من رأسمال البنك.

3.1.3.1.1. سياسات سعر الصّرف:

في ظلّ نظام سعر الصّرف الثّابت، يصعب على السّلطات النّقدية، أن تقوم بدور مصرف الملاذ الأخير، للاقتراض بالعملات الأجنبية، إذ أن ذلك يعني فقدان السّلطات النّقدية لاحتياطاتها من النقد الأجنبي، وبذلك حدوث أزمة العملة.

وفي ظلّ سعر الصّرف المرن، فإنّ حدوث أزمة العملة، سوف يؤّدي فورًا الى تخفيض قيمة العملة، وزيادة في الأسعار المحلية، ممّا يؤّدي إلى تخفيض قيمة أصول المصارف وخصومها، إلى مستوى أكثر اتساعًا، مع متطلبات الأمّان المصرفي[33] ص: 43.

4.1.3.1.1. التغيّرات التكنولوجّية:

وذلك مثل المنتجات الجديدة والاختراعات، وتحوّل الطّلب على المنتجات وهياكل محفظة الاستثمار [34] ص ص: 4]8 ؛

5.1.3.1.1. تشوّه نظام الحوافز:

إنّ ربط مكافآت مديري المؤسّسات بالمردودية، أدّى إلى البحث فقط عن المشاريع، الّتي تدرّ أكبر عائد، دون مقارنة ذلك بحجم المخاطرة، خاصّةً أنّ هؤلاء المديرين لا يتأثّرون مالياً بهذه الأزمات، الّتي ساهموا في حدوثها[34] ص: 8 ؛

6.1.3.1.1. أسباب أخرى:

إلى جانب الأسباب السّالفة الذّكر؛ هناك أسباب أخرى، تتمثّل في[35] ص: 207:

- الإشاعات والمعلومات غير الحقيقيّة؛
- تدفّق ضخم لرؤوس الأموال، يصاحبه توسع في عملية الإقراض، فلا تراعى الجدارة الائتمانية في المقترض؛
- ضعف على مستوى هيئات الإشراف، يؤّدي إلى تزايد الشكوك في قدرة المؤسسة على أداء التزاماتها ؛
- الفشل في تطبيق السياسات الماليّة والنقدية؛

- المضاربة على العمولات.

2.3.1.1. آثار الأزمة الماليّة.

كلّ أزمة تحدث، إلاّ وتخلّف جملة من الانعكاسات، في شتى المجالات؛ ونوجز بعض هذه الانعكاسات، فيما يأتي[36] ص ص: 84، 85، [37] ص: 05:

- حدوث انكماش اقتصادي حادّ في الدّول، الّتي تعرّضت لهذه الأزمة؛
- تناقص التّدفّقات الرأسمّالية إلى هذه البلدان؛
- إفلاس المؤسسات الماليّة والمخاطر الناجمة عن ذلك؛
- زيادة عدوى انتقال هذه الأزمة إلى بلدان أخرى؛
- ضياع مدّخرات المُودِعِينَ وثرواتهم؛
- ضعف الثّقة في النّظام المصرفي، باعتباره وسيطًا بين المدَّخِرِين والمستثمرين؛
- توقّف الكثير من المشاريع، الّتي تعتمد في تمويلها على المؤسسّات الماليّة المتعثّرة، كما أنّ الكثير من الشركات العاملة، لن تجد التسهيلات الائتمانية المطلوبة للحصول على متطلباتها التمويلية، فيرتفع معدل إفلاس الشركات، ممّا يؤّدي إلى ارتفاع البطالة؛
- تباطؤ معدل نمو النّاتج المحلي الإجمالي، وانخفاض قيمة الأصول الرأسمالية، ممّا يدخل النظام الاقتصادي في معضلة، خصوصًا عندما تستخدم هذه الأصول كضمان للقروض المصرفية؛
- عدم ثقة المستثمرين الأجانب في الاقتصاد الوطني، وإذا كانت لديهم استثمارات مباشرة، أو غير مباشرة، في محافظ الأوراق الماليّة، فإنّهم يسرعون إلى سحبها، ممّا يشكل ضغطًا على أرصدة العملات الأجنبية، وبالتالي يؤّدي إلى تدهور، أو انهيار قيمة العملة الوطنية.

2.1. الأزمات المالية في الفكر الاقتصادي والدورات الاقتصادية.

اختلفت المدارس الاقتصادية، في تفسيرها للأزمات المالية، باختلاف المفكرين الّذين يشكلونها وتوجهاتهم، سواء كان ذلك حول مفهومها، أو الأسباب الّتي أدّت إليها، أو الآليات الكفيلة بإدارتها، والتقليل من مخاطرها، وتفاديها في المستقبل. كما تختلف الأزمات المالية من حيث أسباب حدوثها وشدتها، حسب مرحلة الدورة الاقتصادية، الّتي تحدثها فيها.

1.2.1. الأزمات المالية عند المدارس الاقتصادية.

حاولت عدّة مدارس من خلال نظريّات مختلفة، تقديم تفسيرات للأزمات المالية، وكيفية حدوثها، وآليات انتشارها، وهي مستمدة من توجهاتها وأفكارها؛ سنحاول في هذا المطلب التطرق إلى أهم هذه المدارس، وأهم مساهماتها في هذا الجانب.

1.1.2.1. مدرسة اللاستقرار المالي (مدرسة الأسواق).

تعتبر هذه المدرسة، أن الأزمة المالية ما هي إلا نتاج آلية داخلية، بحيث تؤكد على ظاهرة اللاستقرار المالي، الذي تعدّه كعنصر مرتبط، وذي صلة وطيدة مع سير الاقتصاد[38] ص ص: 1-4.

وتبني هذه المدرسة تحليلها على اللّاعقلانية، الّتي يتميز بها بعض المتعاملين في السوق المالي، والمحاكاة الّتي يقوم بها هؤلاء المتعاملين فيما بينهم. تنطلق هذه المدرسة في تحليلها، من فرضية عدم تجانس الأعوان الاقتصاديين، فهم لا يملكون نفس الإمكانيات، والفرص للحصول على المعلومات، وليس لديهم نفس درجة الخبرة والكفاءة، وليس لهم نفس درجة الميل للمخاطرة.

وعلى هذا الأساس، فإنّ المتعاملين في حالات عدم التّأكد، يعمدون إلى تقليد الأعوان الآخرين، والّذين يعدون أنّهم أصحاب خبرة وكفاءة، أو أنّهم يحوزون على المعلومات اللّازمة للاتخاذ القرار. وفي هذا الإطار، يشير (A. Orléan)، أنّ في حالة عدم التأكد؛ وفي ظلّ غياب أدنى المعلومات، عن الظاهرة الواجب التنبؤ بها، فتعتبر المحاكاة بمثابة تصرف عقلاني؛ حيث أنّ تقليد الآخرين، قد يسمح بتحسين قدراتنا وكفاءتنا[39] ص: 48.

عند تقليد الآخرين؛ فالعون إمّا أنه يقلد أعوانا، لا يملكون الخبرة، ولا المعلومات، الّتي تسمح باتخاذ القرار، ومن ثمّ لا يطرأ أيّ تغيير على وضعية العون المقلد. وأمّا في الحالة الثانية، فقد يكون العون مقلّدًا لأعوان، يمتلكون فعلا الخبرة، والمعلومات الضرورية لاتخاذ القرار، ومن ثمّ فيكون قد حسن من وضعيته وكفاءته. وعليه فالمحاكاة قد تشكل طريقة للاحتماء من المخاطر، لكونها قد توهم، عند غياب المعالم، باتباع الأعوان الّذين يمتلكون المعلومات اللّازمة.

وإلى جانب المحاكاة، ركزت مدرسة الأسواق، في تحليلها على مبدأ اللّاعقلانية، وإلى تصرّفات الجماهير، والّتي قد تنتج عن المحاكاة. فقد يتولد عن تجميع قرارات فردية عقلانية، قرار جماعي يكون لاعقلاني. ففي ظاهرة "ردود فعل التداول" "Feed back trading" مثلا، والّتي

تتمثل في إقبال المتعاملين الاقتصاديين، على شراء أصل ما، لكون أسعاره في ارتفاع مستمر؛ فعلا فكل عون وعن طريق المحاكاة، سيقدم على شراء الأصل المعني، خوفا منه على تضييع فرصة ارتفاع الأسعار (آملا في إعادة بيع الأصل المعني، والذي يكون سعره قد ارتفع أكثر مما كان عليه، وبالتّالي فارتفاع الأسعار قد يشكل فرصة لتحقيق عائد). وقد ينجر عن هذه الظاهرة حدوث ارتفاع في الطلب والأسعار، في آن واحد؛ أي: تزامن ارتفاع الطلب والأسعار. وفي مثل هذا الظرف، لا يمكن للعون "العقلاني" أن لا يأخذ بعين الاعتبار تصرفات باقي المتعاملين وآرائهم، على الرغم أنّ هذه الآراء قد تبدو لديه أنّها غير عقلانية[38] ص: 05.

يرى كينز أنه من الصعب على العون أن يكون عقلانيا في سوق غير عقلاني، خاصّة في حالة التوقعات ذاتية الحدوث.

2.1.2.1. مدرسة الأسواق التامة (التوقعات العقلانية).

تركز المدرسة في تحليلها على مبدأ العقلانية، مع تأكيدها على عدم تناظرية المعلومات، وحالة عدم التأكد. فحالات عدم التأكد، هي تلك الّتي لا نستطيع على الأقل من ملاحظة الماضي لاستنتاج توزيعات احتمالية موضوعية، وبهذا نخرج من مجال الخطر، إلى مجال عدم التأكد البحت. ومهما يكن، سواء حالة الخطر، أو عدم التّأكّد، فالمشكل المطروح في الأسواق المّالية، هو التقدير الصحيح أو الجيد، لمنح التّأمين الّتي تسمح بمجابهة حلول الصّدمات المحتملة.

إنّ هذه النّظرية تفسّر وضعيّة البنوك، في حالة حدوث صدمة خارجية معروفة، والّتي تؤّدي إلى زعزعة التوازن، وانتشار حالة الذعر، فقد تواجه خطر عدم توافر السيولة، بمجرد أن يسحب المودعون ودائعهم، وذلك بإتّباع مبدأ" الأول الذي يطلب الأول الذي يعطى " فهي بهذا تعطي قاعدة عقلانية للأزمات المصرفية، منذ اللّحظة الّتي تحدث فيها صدمة تؤثر على أصول البنوك[40] ص ص: 06، 07.

ومن المحتمل في حالة حدوث اضطراب، أن تتفاقم المنافسة بين المقرضين، فتؤّدي في حالة عدم اليقين، إلى تقديرات سيّئة لعلاوة الخطر، خاصّةً بالنّسبة للمخاطر الكبيرة، الّتي لا تتحقق إلّا نادرًا.

وأيضا هناك عنصر هامّ، يعزز هذه الظواهر، يتمثّل في العوامل النّفسية؛ وذلك بالأخذ بعين الاعتبار ميزاتها الاستثنائية، حيث يتم تناسي المخاطر الكبيرة تدريجيا. فالاحتمال الشخصي لحدوثها،

يكون ضعيفا؛ ولا تؤخذ بالحسبان. لذا فالمقرضون يطالبون بعلاوة الخطر، الّتي تغطي متوسّط الأخطار.

إنّ التّحاليل السّابقة تنطبق على الأسواق المالية؛ لأنّ سيولة هذه الأخيرة تتعلّق بعدد المتدخلين وصناع السوق وتنوعهم. فإذا كان كل حاملي الأوراق المالية لا يبحثون عن تحصيلها في نفس الوقت، فمجرّد حدوث شكّ يتعلق بسيولة السوق مستقبلا، فإنّه من المنطق الرغبة في البيع قبل الآخرين.

هذا التفكير يمكن أن يأخذ من قبل صناع السوق أنفسهم، ملزمين على أن يملكوا مخزون أدوات من الأوراق المالية، لتلبية رغبات زبائنهم، في مواجهة ضغط كبير من المبيعات. وأمّا صناع السوق فبإمكانهم، إمّا زيادة الهامش بين سعر الشراء، وسعر البيع، وإمّا أن يرفضوا وضع الأسعار، وهذا ما يؤّدي في كل الأحوال، إلى سحب السيولة من السوق. وهذا الإجراء يمكن أن يستمر، بقدر ما يبقى عدم اليقين بخصوص وجود سعر توازني، ونفس الأمر يحدث، إذا كان صنّاع السّوق، يظنّون أنّ بعض عملاء السّوق يمتلكون معلومات أفضل منهم[41] ص 54.

وحسب هذه النّظرية، الّتي تنطلق من فرضيّة العقلانية، فالمضاربة لا يمكن أن تكون غير مستقرة، لأنها تزيح السّعر عن مستوى توازنه، وستكون حتما خاسرة، وستنتهي بالفشل، والاختفاء السّريع. فالمضاربين كونهم أفضل إعلاما، ودراية بالظروف الخاصة بالزمان والمكان، مقارنة بمتوسّط المتعاملين، فهم لا يقومون سوى بتصحيح الاختلالات الوقتيّة، بين العرض والطلب، كما يقومون أيضا بمعاقبة السياسات الاقتصادية الخاطئة، أو الإستراتيجيات، الّتي تتصف بالتوجه غير السليم. إذن فتواجد المضاربين، سيجلب السيولة للأسواق المالية.

إن أصحاب مدرسة التّوقّعات العقلانية، يرون ضرورة وجود " فقاعات عقلانية " فهذه الأخيرة تظهر لمّا يقتنع أغلبية المتعاملين، بأن ميكانيزم ما قد أدخل حيز التنفيذ، لتحديد الأسعار. نحن إذًا أمام ظواهر شرعية، أين تكون التّوقّعات، بالقيم المستقبلية للأسعار، هي الّتي تحدد الأسعار الحالية. وفي هذه الحالة يمكننا أن نتصور توازنًا، يدعى" البقع الشّمسية"، حتّى وإن كانت الدورات الشمسية ليس لها أيّ تأثير ماديّ على الظّرف الاقتصادي، إذ تبين رؤية عكسية لعدد كافٍ ومهم من المتعاملين، فإنه يؤثر حتما على النّتائج [42] ص ص: 42، 43.

3.1.2.1. الأزمات المالية عند مدارس اقتصادية أخرى.

إلى جانب هذه المدارس المذكورة، والّتي تختص في مجال الأسواق المالية، الّتي هي مهد الأزمات المالية في غالب الأحيان. هناك نظريات أخرى درست الأزمات المالية؛ أهمّها: النظرية الكنزية، نظرية الاستغلال وفائض القيمة، والنظرية النقدية.

1.3.1.2.1. النظرية الكنزية:

يرى "جون مينارد كينز" أنّ الادخار يؤّدي إلى تقلص الاستهلاك؛ أي: تقلّص الطّلب على السلع والمنتجات، وفي الوقت ذاته انخفاض عدد العمال المستخدمين، أي زيادة نسبة البطالة. فإذا انخفض المجموع الكلي لأجور العمال، فذلك يعني أنّ الدخل النقدي الإجمالي، قد تضاءل بشكل، أدى إلى تقلص الطلب على السلع، والمنتجات الاستهلاكية، وهذا ما يدعو إلى تخفيض الإنتاج، وارتفاع نسبة البطالة. وهكذا يزداد تقلص الطلب، وبالتّالي تقلّص الإنتاج، إلى أن ينتقل المجتمع، من مرحلة الازدهار، إلى مرحلة الركود والأزمة. وذلك يعني أنّ الادخار، عوض أن يكون علاجًا نافعًا ومفيدًا، كان في الواقع نقمةً وضررًا؛ ولهذا يجب العمل على الحد منه، وتشجيع الاستهلاك، عن طريق زيادة النّفقات، غير المنتجة، وتمويل المشاريع المختلفة، وفي طليعتها الأشغال العامة. وبمعنى آخر يجب الحث على زيادة الاستهلاك، لتخفيض الادخار [43] ص: 104.

ويرى كينز أنّ مبدأ: "التوازن الآلي للأسواق"، وعليه الامتناع عن تدخل الدولة، ما هما إلاّ من وحي الوهم والخيال. إن الرأسمالية تقود مباشرة للأزمة، خاصّةً عندما تلعب دورها، وهي بعيدة عن المراقبة. وعليه فالأزمة هي ظاهرة مألوفة، باعتبار هشاشة النظام؛ وتستدعي الأزمة تدخل الدولة، والتي لا يقتصر دورها فقط، في الترسانة النقدية، بحيث يمكن أن يكون انخفاض الفاعلية الحدية لرأس المال عميقًا، لدرجة لا يمكن معها لتخفيض محتمل لمعدل الفائدة، أن يكون كافيًّا لموازاته، وليس من السّهل إنعاش الفعّاليّة الحدية لرأس المال. وينادي كينز بأن تحل الدولة محل المنظمين العاجزين في عملهم كمستثمرين[28] ص: .162

2.3.1.2.1. نظرية الاستغلال وفائض القيمة:

لقد تبنى "ماركس" منظورا انتقاديا للرأسمالية؛ ومنها: نظرية الاستغلال وفائض القيمة. يبدو أن العالم الحديث كتراكم للبضائع، وتبيّن أنّ قيمة هذه البضائع، تأتي من العمل الإنساني، الّذي هو متضمن في البضاعة نفسها. إنّ العمل بدوره بضاعة تمتلك سمة خاصة، فهو ينتج قيمة أعلى من ثمن شرائه. وبالفعل؛ فإن الرأسمالية لا تشتري كل العمل المبذول من قبل العامل، ولكنها لا تؤّدي له إلا

ثمن قوّة عمله، والفارق القيمي في ما بين قوة العمل، والعمل المنجز، يشكل فائض القيمة، الذي هو منبع الرأسمالي، الذي يخلق ذاته، ويعيد خلقها باستمرار، في خضم علاقة الاستغلال الاجتماعية هاته.

إنّ فائض القيمة هذه، الّتي يحصل عليها رب العمل تتضاعف، وترتفع كلّما كثر عدد العمّال، ولهذا فإنّ من مصلحة رب العمل أن يتجمع لديه رأس المال ويتضاعف، حتّى يضع تحت تصرفه عددا من العمال، ويدفع مزيدا من الأجور المولدّة "لفائض القيمة". إن رأس المال يعمل إذا على مضاعفة "فائض القيمة"؛ وفوائض القيمة الحاصلة تساعد بدورها على تشكيل رأس مال جديد، وإن تجمّع رؤوس الأموال، يؤّدي إلى زيادة الإنتاج، بصورةٍ دائمةٍ، إلاّ أنّ العمّال لن يتمكّنوا من شراء جميع السلع، الّتي أنتجوها، لأّن أجورهم في الواقع أدنى من القيمة الفعلية لعملهم، فينتج عن هذا غياب التوازن، بين الإنتاج والاستهلاك، وانسداد الأسواق، وأزمات سببها فائض الإنتاج. إنّ هذه الأزمات تؤّدي إلى إفلاس صغار المنتجين، الّذين لم يتمكنوا من مقاومة تدهور الأسعار. فتتعرض أعمالهم لخطر الابتلاع، من قِبل المجموعات القوّية والمسيطرة، ويتعرضون هم أنفسهم للخطر، ويصبحون نتيجة لذلك أُجراء عاملين. وتعد هذه الأزمات ظاهرة خطيرة ومزدوجة، فهي تحوّل الطبقات الوسطى، إلى طبقات عمالية، وتساعد على ظهور المشاريع الكبيرة الاحتكارية [43] ص ص: 101] 103.

3.3.1.2.1. النظرية النقدية:

يميّز "النقديون" بين الأزمات المالية الحقيقية، والّتي عادة ما ينجرّ عنها هلع بنكي معمّم، والأزمات المالية المزيفة، والّتي تنحصر على مجرد تقلبات معتبرة، لأسعار الأصول المالية، وحجم المعاملات في الأسواق المالية. فالأزمة المالية عند النقديين تشّخص، وتتطابق مع الهلع البنكي، فهم لا يعترفون بوجود أزمة مالية، دون وجود هلع بنكي [44] ص: 409. ويعتبرون أن آلية انتشار الأزمات المالية، إنما هي نقص في السيولة، والّتي تنتج وتتعمم بواسطة هذا الهلع البنكي. بحيث يدفع بالمودعين إلى استبدال ودائعهم، مقابل السيولة، في حين ستحاول البنوك أن ترفع احتياطاتها. وسينجر عن كل هذا، تقلص عرض السيولة. وسيشتد تقلص عرض السيولة، خاصة مع ارتفاع عدد حالات الإفلاس لدى البنوك، ممّا يدفع المودعين إلى استرجاع ودائعهم، في محاولة منهم لتفادي تكبد الخسائر، المنجرة عن إفلاس البنوك، والذي يؤّدي بدوره إلى انخفاض حجم النشاط الاقتصادي [45] ص: 71.

في هذا الإطار، يعتبر "ميلتون فريدمان" و "أنا شوارتز" أن واحدًا من الأسباب الرئيسية في أزمة 1929 يتمثل في انتهاج بنك الاحتياطي الفيدرالي لسياسة نقدية تقييدية، منذ سنة 1928، الأمر الذي أدّى إلى ندرة في السيولة، وارتفاع تكلفة القروض. ولقد انجر عن هذا ظهور صعوبات، على

مستوى خزينة المؤسسات، والّتي واجهتها في نفس الوقت صعوبات في خزينة زبائنها، ومن ثم فقد ارتفع عدد المؤسسات، الّتي أعلنت عجزها عن التسديد [46] ص: 72.

2.2.1. الأزمات المالية والدورة الاقتصادية.

يعتبر الكثير من الباحثين أن الأزمة أحد مراحل الدّورة الاقتصادية، في النّظام الرّأسمالي، ولكنه يمكن للأزمة أن تظهر في مراحل أخرى للدورة الاقتصادية، وأن تأثير الأزمة على النشاط الاقتصادي، يختلف حسب المرحلة الّتي يكون فيها.

1.2.2.1. الأزمات المالية خلال الدورات الاقتصادية.

يمر أي نشاط اقتصادي بعدة مراحل، من الميلاد، إلى النّمو، إلى النضج، ثمّ الانكماش والاندثار. ولكل مرحلة خصائصها؛ وعليه فحدوث الأزمة، في أيّ مرحلة يختلف عن المرحلة الأخرى، سواءً من حيث الأسباب أو الآثار، أو حتّى آليات الإدارة. ومن أهمّ هذه المراحل [8] ص ص: 53-60

1.1.2.2.1. مرحلة الإنتعاش:

وتسمى أيضاً التوسع أو الاستعادة، وفيها يميل المستوى العام للأسعار إلى الثبات، أمّا النشاط الاقتصادى في مجموعه، فيتزايد ببطء، وتنخفض سعر الفائدة، ويتضائل المخزون السلعي، وتتزايد الطلبات على المنتجين، لتعويض ما استنفذ من هذا المخزون، كما تتميّز بتوسّع ملحوظ في الائتمان المصرفي، مع توسع في التسويات والإيداعات.

تأتي هذه المرحلة في أعقاب مرحلة الركود الاقتصادي، وما صاحبها من أزمات، أدت إلى اتجاه السياسات الحكومية نحو التدخل، وهو ما يؤّدي إلى إعادة تشغيل عوامل الإنتاج، المعطلة في المرحلة السابقة تدريجيا، حتّى نصل إلى التشغيل التام لها، وتعود الأسباب الرئيسية لحدوث الأزمات، في هذه المرحلة إلى:

- الفشل في التشغيل الاقتصادي السليم لتحقيق أقصى طاقة للإنتاج؛
- ضعف كفاءة القوى العاملة المتوفرة ومهارتها؛
- ضعف نظام التسويق وشبكات التوزيع؛
- جذب بعض المستثمرين الباحثين عن الربح السريع.

2.1.2.2.1. مرحلة الرواج.

ويطلق عليها القمة" وتتميز بارتفاع مطرد في الأسعار، وتزايد حجم الإنتاج الكلى بمعدل سريع، وتزايد حجم الدخل، ومستوى التوظيف، وتصبح الطاقة مستغلة بالكامل أيضا، ويبدأ ظهور النقص فى العمال، وبعض المواد الخامّ الأساسيّة.

ونتيجةً المنافسة، والطلب المتزايد على عوامل الإنتاج، تتجه أسعارها إلى الارتفاع، وبذلك تتسبب في ظهور الأزمات المالية، وتدهور القيمة الشرائية للنقود، وعادة ما تنحصر أسباب ظهور الأزمات في هذه المرحلة فيما يلي:

- نقص المواد الخام اللازم للإنتاج؛
- نقص القيادات الإدارية الماهرة؛
- نقص رأس المال؛
- التضخم وتدهور القيمة الشرائية للنقود.

3.1.2.2.1. مرحلة الركود.

هي أسوأ مراحل الدورة الاقتصادية، والأشد تأثيرا، يعجز فيها السوق عن استيعاب الإنتاج وبذلك يزداد المخزون السلعي، وتعطل القوى المنتجة؛ وبهذا تنتشر الاضطرابات الاقتصادية والسياسية والاجتماعية، وتضظر الحكومات إلى التدخل، لتصحيح الاختلالات. ومن بين الأسباب، الّتي تؤّدي إلى حدوث الأزمة، في هذه المرحلة:

- اضطراب الأوضاع السياسية؛
- ارتفاع معدلات البطالة؛
- زيادة حجم الجريمة ونوعها؛
- ضعف الثقة في القيادات ودعم الانتماء.

2.2.2.1. تأثير الأزمات المالية على الدورة الاقتصادية.

تعمل الأسواق المالية على الجمع بين أصحاب الأموال الفائضة، ومن يحتاج إلى التمويل، وهذا لأجل تنشيط الدورة الاقتصادية؛ وفي مرحلة النمو ترتفع فرص الحصول على الأرباح، وعلى هذا يرتفع حجم الاستثمار ويزداد الطلب على التمويل، من طرف المستثمرين، الذي يقابله ارتفاع في

قدرات التمويل لدى المقرضين. وهذا ما يؤّدي إلى ارتفاع حجم الاستدانة، وبذلك ارتفاع أسعار الفائدة [47] ص 60.

هناك عدة نظريات، حاولت تقديم تفسير للعلاقة التأثيرية، للأزمات المالية على الدورة الاقتصادية، ونقلها من مرحلة النمو أو النضج، إلى مرحلة الانكماش؛ منها:

1.2.2.2.1. نظرية انكماش المديونية لـ "فيشر":

يرى "فيشر" أنه خلال مرحلة النّمو، ترتفع مديونية الأعوان الاقتصاديين، سواءٌ الاستثمارية أو الاستهلاكية، وهو ما يؤّدي إلى ارتفاع أسعار الفائدة، الّتي تؤثر على ملاءة المقترضين، والّذين سيلجؤون إلى التنازل عن بعض أصولهم، لأجل الوفاء بالتزاماتهم، وهو ما قد يؤّدي إلى انخفاض أسعارها وسيولتها، وبذلك ارتفاع القيمة الحقيقية لمديونيتهم [44] ص: 409.

إن عدم الملاءة عند المقترضين، ستنتقل إلى الوسطاء الماليين، الّذين سيواجهون صعوبة في تحصيل بعض قروضهم من جهة، وانخفاض أسعار الأصول، والّتي هي عبارة عن ضمانات من المقترضين في جهة أخرى، وهذا ما يؤّدي إلى تدهور أصولها، وهو ما يؤّدي بدوره إلى وضع قيود على عمليات الإقراض، وبذلك تعطل المشاريع الاستثمارية وينخفض الاستهلاك، اللّذان يؤّديان إلى الدخول في مرحلة الانكماش الاقتصادي.

2.2.2.2.1. النظرية النقدية لـ"فريدمان":

يرى رواد هذه النظرية، أن تقلص عرض القروض، هو نتيجة لانخفاض عرض النقود، الناتج في العادة عن الهلع المالي والبنكي، الذي يسببه عدم ملاءة بعض الاعوان الاقتصاديين، والذي عادة ما يسبق الأزمات المالية؛ وهذا ما يؤّدي إلى تعطل المشاريع الاستثمارية، وبذلك انتقال الأزمات، من طابعها المالي، إلى أزمات اقتصادية، تجر النشاط الاقتصادي، إلى حالة الانكماش [48] ص 86.

يتبين من النظريتين السابقتين، إمكانية القول: إن انخفاض عرض النقود، سيؤثر على المستهلكين، بالتقليل من الاستهلاك، وارتفاع الادخار، ويؤثر على المؤسسات الاقتصادية، بسبب تعطل مشاريعها الاستثمارية، لصعوبة حصولها على القروض، ولانخفاض ملاءتها من جهة، وعدم طلبها للقروض من جهة أخرى، لتفادي حالات الإفلاس من جهة ثالثة. أمّا المؤسسات المالية فسيؤثر على صافي مركزها المالي، لصعوبة استردادها للقروض الممنوحة، وانخفاض الأصول، الّتي تحصّلت عليها كضمانات.

إنّ الأزمة المالية، وبسبب تقلص حجم القروض تؤّدي إلى انخفاض الاستهلاك، والاستثمار ومن ثم انتقال الدورة الاقتصادية، من مرحلة النمو، إلى مرحلة الانكماش؛ نظرًا لانخفاض الطلب الكلي، الذي يترجم في انخفاض الأسعار، أرباح واستثمارات المؤسسات، وارتفاع القيمة الحقيقية للديون، وانخفاض الانتاج وحجم العمّالية.

3.1. مدخل إلى إدارة الأزمات الماليّة.

لإدارة الأزمات أهمية كبيرة، من أجل اتخاذ مزيد من الإجراءات الوقائية، والتدابير الّتي يمكن أن تحول، دون وقوع الأزمات الماليّة، أو تحقيق درجة استجابة سريعة وفعّالة، لظروف المتغيرات المتسارعة للأزمة في حالة حدوثها، بهدف تجنب أخطارها، أو التخفيف من آثارها؛ ففي ظلّ غياب التّخطيط والاستعداد، يمكن أن تخلف الوقائع الصغيرة تأثيرات خطيرة، ويمكن أن تتفاقم مشكّلةً أزمة حقيقة، ومن ذلك كانت أهمية التخطيط للإجراءات الوقائية، حيث أن البيئة غير مستقرة والتطورات دائمة ومستمرة، والتحديات عنيفة، لذا فإنّ نجاح إدارة الأزمات يستلزم التخطيط لظروف غير عادية، فهي تتطلب أساليب إدارية أكثر كفاءة من التخطيط في الظروف العادية.

1.3.1. ماهية إدارة الأزمة الماليّة.

تعبر إدارة الأزمات عن تلك الإجراءات، والسياسات المتبعة، من طرف فريق إدارة الأزمات، من أجل الحد من آثار السلبية للأزمات، وكأيّ مصطلح يتطلب التعرف على ماهيته، لذا سنحاول في هذا المطلب التعرف على أهم الجوانب النظرية المتعلقة، بإدارة الأزمات الماليّة، من نشأة وتعريف ومراحل.

1.1.3.1. مفهوم إدارة الأزمات.

عرفت إدارة الأزمات منذ القدم، وتطورت آلياتها بمرور الزمن، ولها عدة تعاريف، تختلف من باحث إلى آخر، ومن مجال إلى آخر.

1.1.1.3.1. أصل مصطلح إدارة الأزمات المالية.

لقد ظهرت إدارة الأزمات من زمن سيدنا "يوسف" –عليه السلام- وقصته مع إدارة أزمة المجاعة، الّتي أصابت مصر، وهي القصة الّتي وردت في القرآن الكريم، حيث يقول عز من قائل في محكم التنزيل: ﴿ يُوسُفُ أَيُّهَا ٱلصِّدِّيقُ أَفۡتِنَا فِي سَبۡعِ بَقَرَٰتٖ سِمَانٖ يَأۡكُلُهُنَّ سَبۡعٌ عِجَافٞ وَسَبۡعِ سُنۢبُلَٰتٍ

خُضۡرٖ وَأُخَرَ يَابِسَٰتٖۖ لَّعَلِّيٓ أَرۡجِعُ إِلَى ٱلنَّاسِ لَعَلَّهُمۡ يَعۡلَمُونَ ﴿٤٦﴾ قَالَ تَزۡرَعُونَ سَبۡعَ سِنِينَ دَأَبٗا فَمَا حَصَدتُّمۡ فَذَرُوهُ فِي سُنۢبُلِهِۦٓ إِلَّا قَلِيلٗا مِّمَّا تَأۡكُلُونَ ﴿٤٧﴾ ثُمَّ يَأۡتِي مِنۢ بَعۡدِ ذَٰلِكَ سَبۡعٞ شِدَادٞ يَأۡكُلۡنَ مَا قَدَّمۡتُمۡ لَهُنَّ إِلَّا قَلِيلٗا مِّمَّا تُحۡصِنُونَ ﴿٤٨﴾ ثُمَّ يَأۡتِي مِنۢ بَعۡدِ ذَٰلِكَ عَامٞ فِيهِ يُغَاثُ ٱلنَّاسُ وَفِيهِ يَعۡصِرُونَ ﴿٤٩﴾ ﴾ [يوسف: 46] 49.

وأمّا مصطلح إدارة الأزمات "crisis management"، فقد نشأ في الأصل من أحشاء الإدارة العامة، وهذا ليشير إلى دور الدولة في مواجهة الكوارث العامة، مثل: الزلازل، الفيضانات، الأوبئة، الحروبوغيرها، وبعدها أصبح يستعمل في مجال العلاقات الدولية، للإشارة إلى أسلوب إدارة السياسة الخارجية، في مجابهة المواقف الدولية المتأزمة. ثم سرعان ما عاد مرة أخرى، ليزدهر في علم الإدارة، وكان ذلك حين استخدم بأسلوب جديد تستعمله الأجهزة الحكومية، والمؤسسات العامة، لانجاز مهام مستعجلة، أو لحل مآزق طارئة [5] ص ص: 24، 25.

ولمّا تبلورت معالم هذا الأسلوب، تمّ اعتماده كنمط متكامل، يسمى "إدارة الأزمات"، يعمل كوحدة وظيفية لمعالجة موضوعات محددة هي الأزمات والمشاكل الصعبة، ووضعت له قواعد، وأسس نظامية، ليصبح نمطًا إداريًا محدد الخصائص، وله آلياته المميزة في مواجهة الأزمات المتعددة والمتعاقبة، وبذلك أصبح علم إدارة الأزمات، هو علم إدارة التوازنات، ورصد حركة، واتجاهات القوة، والتكيف مع المتغيرات المختلفة، وبحث آثارها، في كافة المجالات [49] ص ص: 13، 14.

2.1.1.3.1. تعريف إدارة الأزمات.

هناك عدة تعاريف قدمت لمصطلح إدارة الأزمات، يمكن إعطاء بعضًا منها فيما يلي:

يعرفها عماد صالح سلام على أنّها: "ممارسة بنشاط إنساني، وجهود منسقة ومستمرة –قبل، أثناء، بعد الأزمة] لتحقيق الأهداف، وأفضل النتائج، عن طريق استخدام الأساليب العلمية وممارسة الوظائف والعمليات الإدارية من تحديد أولويات الأهداف والتخطيط، وتنظيم وتوظيف وتوجيه الموارد، مع التنسيق والرقابة، وتقييم الأداء" [20] ص ص: 48، 49.

إدارة الأزمات هي "العملية الإدارية الّتي تهتم بالتنبؤ بالأزمات المحتملة، عن طريق الاستشعار، ورصد متغيرات البيئة الداخلية والخارجية، المولدة للأزمة، وتعبئة الموارد والإمكانات المتاحة، لمنع حدوثها، أو الإعداد للتعامل مع الأزمات، بأكبر قدر ممكن من الكفاءة والفاعلية، ربما يحقق أقل قدر ممكن من الضرر، للمنظمة والبيئة والعاملين، مع ضمان العودة للأوضاع الطبيعية، في

أسرع وقت، وبأقل تكلفة ممكنة، ودراسة أسباب الأزمة، لاستخلاص النتائج، لمنع حدوثها، أو تحسين طرق التعامل معها في المستقبل" [50] ص ص: 122، 123.

ويشير مصطلح "إدارة الأزمات إلى"تقنية تستخدم لمواجهة الحالات الطارئة، والتخطيط والتعامل مع الحالات الّتي لا يمكن تجنبها، وإجراء التحضيرات للأزمات المتنبأ بحدوثها، بعرض التحكم في النتائج" [51] ص: 30.

إن الإدارة الناجحة للأزمات، تتضمن استجابة المعنيين بشؤون إدارة الأزمات، في الوقت المناسب، ممّا يتطلب وجود إجراءات خاصة، وذلك بوضعها في خطة إدارة الأزمات، والّتي تتضمن الأدوار والمسؤوليات، ضمن مؤسسات القطاع العام والخاص، ومؤسسات المجتمع المدني [52] ص: 160.

إدارة الأزمات هو نظام لمعالجة الأزمات، يتضمن مجموعة من الآليات المتبعة، من أجل التنبؤ بالأزمات، قبل حدوثها، للتعامل مع أعراضها، ويوفر الإجراءات الّتي تجعل التعامل معها يكون بكل فعالية وكفاءة، في حالة حدوثها، وللحد من آثارها، والعمل على استخلاص الدروس بعد ذلك كله.

3.1.1.3.1. أهداف إدارة الأزمات:

هناك عدة أهداف يسعى فريق إدارة الأزمات إلى تحقيقها يمكن تلخيصها في النقاط التالية [53] ص 23:

- تحقيق درجة استجابة سريعة وفعالة لظروف المتغيرات المتسارعة للأزمة؛
- إعداد التدابير اللازمة للحد من الأزمات المتنبأ بحدوثها أو تقليصها؛
- العمل على إعادة التوازن إلى حالته قبل الأزمة؛ واتخاذ مزيد من الإجراءات الوقائية، والتدابير الّتي يمكن أن تحول دون وقوع أزمات مماثلة مستقبلاً،
- وقف التدهور والخسائر الناجمة عن الأزمة؛
- السيطرة على حركة الأزمة والقضاء عليها؛
- تأمين العناصر الأخربو وحمايتها، والّتي يمكن أن تمسها الأزمة؛
- الاستفادة من نتائج الأزمة في الإصلاح المستقبلي؛
- دراسة الأسباب والظروف الّتي أدت إلى الأزمة، من أجل اتخاذ الإجراءات الوقائية لمنع تكرارها.

2.1.3.1. مراحل إدارة الأزمات.

تختلف الإجراءات المتبعة في إدارة الأزمة، حسب المرحلة الّتي تكون فيها، ويمكن التعرف على المراحل الّتي تمر بها الأزمة، فيما يلي:

1.2.1.3.1. مرحلة ما قبل الأزمة.

في هذه المرحلة تُتَّخذ مجموعة من الإجراءات الّتي يسعى فيها متخذ القرار، إلى تصحيح الاختلالات، قبل تحولها إلى أزمة [9] ص ص: 175] 220:

1.1.2.1.3.1. مرحلة تحليل إشارات الإنذار.

عادةً ما ترسل الأزمة، قبل وقوعها بفترة، سلسلة من إشارات الإنذار المبكرة، أو الأعراض الّتي تنبئ باحتمال وقوع الأزمة؛ كالارتفاع غير العادي للأسعار، أو ظهور فقاعات مضاربية وغيرها، وفي حالة عدم الاهتمام بهذه الإشارات، فمن المحتمل أن تقع الأزمة. إن استقبال إشارات الإنذار، ليس بالأمر الهين، حيث يوجد في نفس الوقت مجموعة من الإشارات، ممّا يصعب من مهمة التقاط المهمة منها، والمنبئة باقتراب الأزمة، فعلى فريق إدارة الأزمات، أن يسعى لاكتشاف إشارات الإنذار، المتعلقة بالأزمات المحتملة وتحليلها. وتجدر الإشارة إلى أن نظام اكتشاف الإشارات، المصممة لنوع معين من الأزمات، قد لا يلتقط بالضرورة إشارات الإنذار المبكر للأنواع الأخرى؛

2.1.2.1.3.1. مرحلة الاستعداد والوقاية.

يجب أن تتوافر إدارة الأزمات على استعدادات، وأساليب كافية، للوقاية من الأزمات، ويؤكد ذلك أهمية إشارات الإنذار المبكر، لأنه من الصعب أن تمنع وقوع شيء، لم تتنبأ به، أو تنذر باحتمال وقوعه، وفي هذه المرحلة يجب البحث عن المخاطر، الواجب التهيؤ لمجابهتها، ثم التحضير والاستعداد لكل الاحتمالات والمتغيرات، وهذا يتطلب نظرة متكاملة ومتسعة، إلى جانب القدرة على تقييم كفاءة ما يتم التوصل إليه من الاستعدادات وفعاليته. وتعتمد هاتان الأخيرتان لمرحلة الاستعداد، على تحقيق الآتي:

- القدرة على تحليل المخاطر المحتملة؛
- تحديد الإجراءات الوقائية للحيلولة دون وقوع أزمات؛
- وضع خطة كاملة لمجابهة الأزمة؛
- تحديد الإمكانيات والقدرات الضرورية لتنفيذ الخطة؛

- ❋ وضع النظم والإجراءات المخففة لحدة الأزمة؛
- ❋ تدريب الأفراد والمجمعات للقيام بأدوارهم في مرحلة مجابهة الأزمة؛
- ❋ اختيار كفاءة خطة المواجهة وتقييمها؛
- ❋ القدرة على تصور سيناريوهات بديلة.

2.2.1.3.1. مرحلة الأزمة.

في حالة فشل الإجراءات المتخذة في المرحلة السابقة، وحدثت الأزمة، فإن هناك عدة إجراءات يجب اتخاذها من أجل وضع حد لتداعياتها [54] ص ص: 36، 37:

1.2.2.1.3.1. مرحلة مجابهة الأزمة.

إن كفاءة مجابهة الأزمة وفعاليتها، تعتمد من جانب، على القدر الّذي سبقها من الاستعداد، والتحضير لمواجهة الأزمة، كما تعتمد من جانب آخر، على عدة عوامل أخرى، متصلة بطبيعة المتغيرات المتسارعة للأزمة؛ ومن أهمها [7] ص: 98:

- ❋ المعلومات الدقيقة والمتكاملة عن آثار انفجار الأزمات، مع تأسيس شبكة من الاتصالات لتبادل المعلومات؛
- ❋ القدرة على تحديد الأولويات في مجابهة المشكلات المماثلة؛
- ❋ تحديد الإجراءات الوقائية أو العلاجية للمشكلات المماثلة؛
- ❋ أن تتوافر طوال فترة الأزمة الكفاءة والفعالية لمركز التوجيه والتحكم في العمليات؛
- ❋ أن يتحقق التفاعل والتكامل بين كل الجهات المعنية، ذات العلاقة بمجابهة الأزمة.

2.2.2.1.3.1. مرحلة احتواء الأضرار أو الحد منها.

عندما لا يكون هناك مفر من وقوع بعض الأزمات، فالمطلوب هو مجابهة الأزمة، باحتواء الأضرار الناجمة عنها، والحد منها، ووضع حد للتأثيرات الناتجة عنها، وذلك بإعداد وسائل للحد من الأضرار، ومنع انتشارها. في الغالب عندما لا تتوافر الوسائل والإجراءات اللازمة، أو عندما تكون النظم في حالة سيئة، فإن الأزمة تتفاقم، ويكون من الصعب التوصل إلى وسائل، وأنشطة لاحتواء الضرر؛

3.2.1.3.1. مرحلة ما بعد الأزمة.

بعد تحقيق المرحلة السابقة لأهدافها وهي وضع حد لتداعيات الأزمة، فالمرحلة المقبلة هي العمل على العودة إلى حالة النشاط الطبيعية، واستخلاص الدروس من الأزمة؛ وهذا عبر [55] ص ص: 54]58:

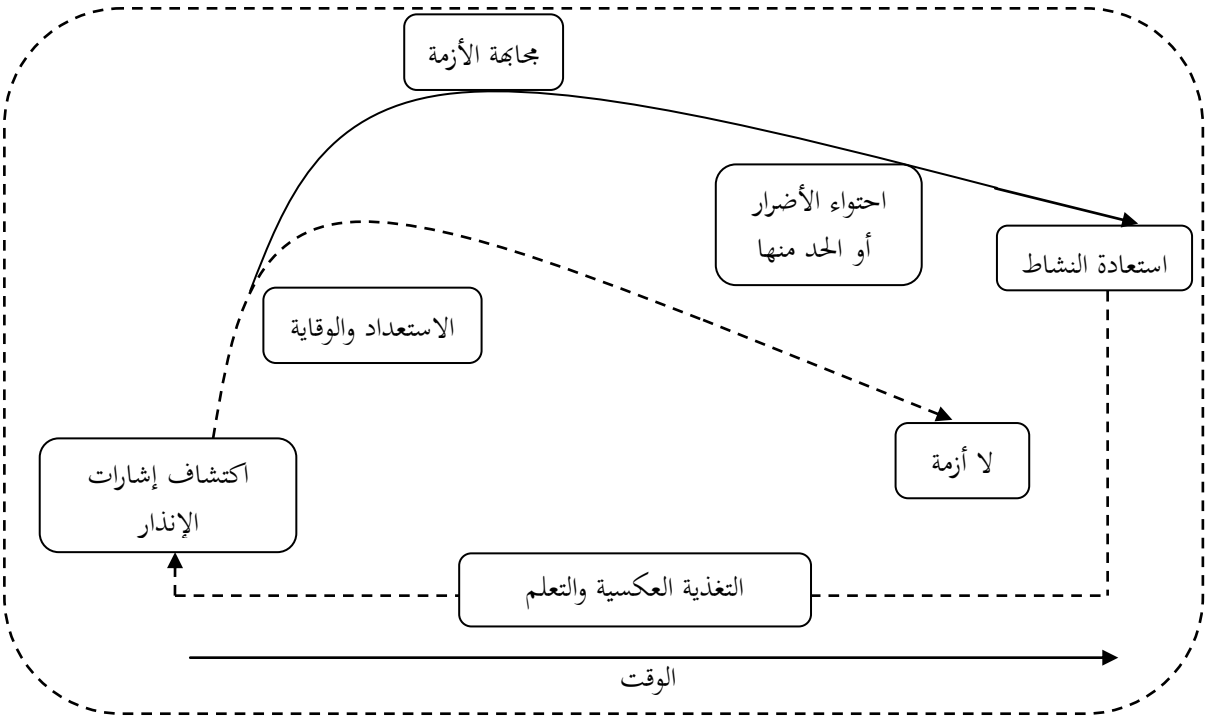
1.3.2.1.3.1. مرحلة استعادة النشاط.

بعد مجابهة الأزمة واحتواء الأضرار، تأتي مرحلة إعادة النشاط إلى وضعه، قبل وقوع الأزمة، بل وأحسن إن أمكن، ويتجلّى ذلك بمحاولة استعادة الأصول الملموسة، والمعنوية الّتي فقدت، والاهتمام بالأطراف، الّتي تأثرت بالأزمة، وتتميز هذه المرحلة بإمكانية خضوعها لتدبير، وتخطيط متأنٍ، بحكم أنها لا تتم في ظروف متغيرة ومتسارعة، مثل المراحل الأخرى، وهي تستوجب جهودًا عديدةً، على مختلف المستويات التنظيمية، والأطراف المعنية، وهذا الوضع يقتضي درجات عالية من التنسيق، والتوجُّهات الموحدة، بين كافة الأطراف والمستويات؛

2.3.2.1.3.1. مرحلة التعلم.

وتتمثل هذه المرحلة في استرجاع الأحداث ودراستها وتحليلها، واستخلاص الدروس المستفادة منها، وتقييم كل تجربة، للاستفادة منها مستقبلًا، بحيث يمكن معالجة الأزمات المستقبلية بفاعلية أكبر، وكفاءة أفضل، وفي وقت أقل، ولا يعني التعلم تبادل الاتهامّات، وإلقاء اللّوم على الغير، وتحميله مسؤولية حدوث الأزمة.

يمكن تلخيص هذه المراحل في الشكل التالي:



الشكل رقم (1-1): تطور الجهود المبذولة في إدارة الأزمات [20] ص: 62

2.3.1. مقومات إدارة الأزمات.

يعد وضع إستراتيجية محكمة، لإدارة الأزمة أمرًا ضرورياً، من أجل إدارة حقيقية لها، تضمن الحد النهائي لآثارها السلبية في الحاضر، وعدم تكرارها في المستقبل، ولن يتأتى هذا إلّا عن طريق وضع مؤشرات للتنبؤ بالأزمات قبل وقوعها، والتخطيط لمجابهتها.

1.2.3.1. الأسلوب العلمي في إدارة الأزمات.

تعتبر الدراسة العلمية، لأي مشروع، مبدأ أساس لنجاحه، وهو ما ينطبق على إدارة الأزمات، إذ يجب دراسة مؤشراتها وأسبابها، وآليات الحد منها، ويكون بعدها استخلاص الدروس منها، وفق أسلوبٍ علميّ دقيق، لضمان النتائج المرجوة من هذه الإدارة؛ وتكون بإتباع الخطوات التالية [8] ص ص: 120] 124:

1.1.2.3.1. الدراسة المبدئية لأبعاد الأزمة.

إدارة الأزمات يتطلب دراسة أولية لطبيعة الأزمة وأبعادها، من خلال التشاور مع المتخصصين في الميدان، ولا يجب الاندفاع في المواجهة، دون الوقوف على الأبعاد، وتحديد نقطة البداية الصحيحة؛ وهذا من أجل:

- تحديد العوامل المشتركة في الأزمة؛
- تحديد الأسباب الّتي أدت إلى اشتعال الموقف؛
- تحديد المدى الذي وصلت إليه الأزمة؛
- ترتيب العوامل المشتركة والمؤثرة حسب خطورتها؛
- تحديد القوى المؤيدة والمعارضة؛
- تحديد نقطة البداية للمواجهة.

2.1.2.3.1. الدراسة التحليلية للأزمة.

إنّ الدراسة المبدئية للأزمة، تقدم قاعدة بيانات هامة، للتعامل مع الأزمة، وعليه يتم في هذه المرحلة، تحويل هذه البيانات إلى معلومات كمية، لاستنتاج المؤشرات المرتبطة بالأزمة، وتحليل المواقف، وتقسيمها إلى أجزاء؛ وهذا يسمح بـ:

- التفرقة بين الظواهر والأسباب؛
- دور المكونات البشرية، الطبيعية، التكنولوجية والصناعية وغيرها، في ظهور الأزمة، ونسبة تأثير كل منها عليها؛
- المرحلة الّتي وصلت إليها دورة حياة الأزمة؛
- تحديد الإمكانيات المتاحة بصورة مباشرة، والإمكانيات الّتي يمكن توفيرها في المستقبل؛
- أهمية المبادرة بالاستعداد لمواجهة الأزمات المحتملة، واختيار الوقت المناسب للتدخل في الأزمة؛
- توقع طبيعة الأزمة، الآثار الناجمة عنها، والوقت الذي تستغرقه للتغلب.

3.1.2.3.1. التخطيط للتعامل مع الأزمة.

من أجل أن تكون خطة إدارة الأزمات كفؤة، يجب أن تكون شاملة لكل مراحل الأزمة، موضحةً للأسس والمبادئ الّتي يجب أن تتضمنها خطط إدارة الأزمات الماليّة، وتخلص هذه المرحلة

إلى وضع العديد من الحلول والبدائل الممكنة لإدارة الأزمة، في شكل تصور عقلاني للأفكار، الّتي تخدم المواقف الحالية، والتحرك إلى الهدف المنشود، وتتطلب هذه المرحلة [8] ص ص: 122، 124:

1.3.1.2.3.1. الاستعداد للمواجهة.

هي خطوة تسبق المواجهة الفعلية للأزمة، عن طريق تحديد الاجراءات، الواجب اتباعها، لحماية محيط الأزمة، وكل ما له صلة بها، مع ترتيبها بما يساعد على تقليل الخسائر، بالإضافة إلى تنظيم عملية الاتصال، داخل مجال الأزمة.

2.3.1.2.3.1. التعامل مع الأزمة.

في هذه المرحلة تكون المواجهة الفعلية للأزمة، والّتي يسعى خلالها فريق إدارة الأزمة إلى وقف النزيف، تقليل الخسائر، السيطرة على الموقف، معالجة الآثار الناتجة عن الأزمة، واستخدام أنظمة الوقاية، ضد حدوث هذا النوع من الأزمات.

2.2.3.1. متطلبات نجاح إدارة الأزمات.

إن نجاح إدارة الأزمات، والوصول إلى الأهداف المرجوة، في أقصر وقت، وبأقل التكاليف، يتطلب توافر مجموعة من المقومات؛ يمكن ذكر أهمها، فيما يلي [56] ص ص: 24، 25، [20] ص: 57:

- الربط بين إدارة الأزمات، والأنشطة والبرامج الأخرى، واعتبارها العنصر الأساس، والإستراتيجي في البورصات.
- ضرورة تفعيل استقلال جهات التنظيم المالي، ويجب أن تشمل الاستقلالية الجانب التنظيمي، الاستقلال الإشرافي، الاستقلال المؤسساتي واستقلال الموازنة؛
- تحليل البيئة الداخلية والخارجية، حيث يتم مراجعة التأثيرات، والعوامل التنظيمية، التكنولوجية، الثقافية، الإنسانية، المناخ السياسي، نظم ضمان المخاطر السياسية، القوانين، الاستثمار، التشريعات، الإجراءات الإدارية، والتطورات الاقتصادية المحلية والدولية وغيرها؛
- إعداد محفظة الأزمات «Crisis portfolio» المتوقعة في البورصات، ويرتبط ذلك بتقدير احتمال حدوث كل نوع من الأزمات، وتقييم المخاطر المحتملة ودرجة التحكم فيها؛

- وضع أنظمة متطورة للإنذار المبكر في البورصات، تعتمد على الأساليب العلمية المتقدمة والوسائل المتخصصة في اكتشاف تسجيل الإشارات للأزمات الوشيكة الوقوع وإرسالها؛
- الاستفادة عند وضع الخطط من الخبرات السابقة، المحلية والعالمية في إدارة الأزمات الماليّة؛
- تصور السيناريوهات للأزمات المتوقعة، ووضع البرامج، مع ترتيب الأوّلويّات، ورسم معالم السيناريوهات البديلة؛
- أن يسبق إعداد الخطة، تكوين فريق إدارة الأزمات، وتوزيع الأوامر، ووضوح الأهداف والسياسات والإجراءات، ونظام الاتصال بين أعضاء الفريق، ووضع برامج للتدريب المستمر، لأعضاء الفريق، في مجال إدارة الأزمات؛
- نظام معلومات إدارة الأزمات الماليّة، يعتمد على التكنولوجيا المتقدمة، وخطة للاتصالات بالأطراف المعنية الداخلية والخارجية، الّتي تتأثر بالأزمة، أو تؤثر فيها، مع تحديد المعلومات الّتي ستكون ذات طابع سري؛
- برامج التدريب على التفاوض مع أطراف الأزمة، والمرونة في تنفيذ الخطط، والقدرة على التطويع السريع، والتكيف مع أحداث الأزمة، ومتغيراتها، ومتطلبات التعامل معها، وأن تسمح الخطة عند تنفيذها بالتغذية العكسية للإجراءات التصحيحية، والتعديلات المطلوبة؛
- اختيار خطط إدارة الأزمات وتقييمها، قبل وضعها موضع التنفيذ، للتعرف على مدى فعالية البرامج الوقائية، ووسائل إجراء مواجهة الأزمات، كما يتم القيام بعمليات التقييم أثناء وبعد حدوث الأزمات.

3.2.3.1. معوقات إدارة الأزمات.

كثيرا ما يعتري إدارة الأزمات الكثير من الصعوبات، والمشاكل الّتي تزيد من متاعب فريق إدارة الأزمات، وتكون هذه المعوقات على عدة مستويات؛ منها [51] ص ص: 41] :43

1.3.2.3.1. المعوقات الإنسانية.

تنتج هذه المعوقات نتيجة التهاون في الاستعداد لإدارة الأزمات، نتيجة الاعتقاد السائد أننا بعيدين عن الأزمة، ونحن في منئى عن تحمل هذه التكاليف، بالإضافة إلى التهاون، وترك التعامل مع الأزمة، إلى حين حدوثها، وفي بعض الأحيان يكون هناك قصور في فهم فريق إدارة الأزمة لأصل الخطر؛

2.3.2.3.1. المعوقات التنظيمية.

تتعلق هذه المعوقات بالجانب التنظيمي، بحيث أنه في كثير من الأحيان، تتضارب المسؤوليات، ويصعب تحديد من المسؤول عن حدوث الأزمة، بالإضافة إلى الافتقار إلى الوسائل والأساليب، الّتي تمكن المسؤولين من إحداث التغيير، نتيجة الجمود البيروقراطي والهيكلي، ناهيك عن عدم توازن القوى، الواقعة على الأفراد، والّتي تتضارب وأهداف كل منها.

3.3.2.3.1. المعوقات المتعلقة بالمعلومات.

وتتعلق بـ:

- عدم التقدير الكافي لقيام العاملين بالأنشطة المهمة؛
- عدم القدرة على تحديد الفوائد الدقيقة لأنشطة معينة؛
- مسائل فنية قد تشكل صعوبة، خصوصًا لأركان صانعي القرار، لاستيعابها أو قبولها كواقع؛
- تعتد المعلومات مصدر قوة للأفراد، ومن ثم يحتفظ بعض الأفراد بالمعلومات لأنفسهم.

4.3.2.3.1. المعوقات المتعلقة بالاتصالات.

وتتمثل هذه المعوقات في:

- عدم اطلاع المسؤولين، وأعضاء فرق إدارة الأزمات، على طرق سير النشاط، وتطورات الأحداث؛ ممّا يؤّدي إلى عدم السيطرة على الأزمة؛
- إقصاء فريق الاتصال الداخلي، وعدم إشراكه مع فريق إدارة الأزمات؛
- نقص الخبرة في مجال الاتصالات، يجعل أيّ نظام عاجز عن تقديم المعلومات، أو عدم تقديمها إلى الأطراف الّتي تحتاجها، أو عدم تقديمها في الوقت المناسب.

الخلاصة.

تشير الأزمة المالية إلى تلك الاختلالات، الّتي يتعّرض لها النّظام المّالي، في شقه المصرفي، أو العملة، أو الأسواق المالية وغيرها، إلى اختلالات حادّة ومفاجأة، نتيجة سوء تطبيق المبادئ، الّتي تحكم السوق، أو لقصور في هذه الأنظمة. كما أن للأزمات المالية عدة أشكال، تختلف أسبابها وآثارها، حسب هذه الأنواع؛ وكثيرا ما تتحول من شكل إلى آخر.

كانت المدارس الاقتصادية القديمة، في غالبها لا تؤمن بظاهرة الأزمة، ولم تدرس آليات الخروج منها، باعتبار كفاءة السوق، وأن أي اختلال، سيظهر فيه، سيحمل في طياته آليات لحله. كما رأى آخرون أن الأزمة هي بمثابة إخراج للسموم، والتصرفات غير المنتظمة في الحياة الاقتصادية، وسرعان ما تزول، بانتهاء هذه السموم. ثم ظهرت مدارس أخرى تؤمن بظاهرة الأزمات المالية، وقدمت لها تفسيرات مختلفة، وآليات محددة لإدارتها، في شكل النظرية الكينزية، والنقدية الحديثة.

ارتبطت الأزمات دائما بمساعي حثيثة لحلها وإدارتها، لوضع حد لأثارها السلبية، وتعبر إدارة الأزمات عن تلك الآليات، والأدوات الّتي تستخدمها حكومات الدول، الّتي تتعرض للأزمة؛ والمستمدة غالبا من آراء الفكر الاقتصادي السائد.

هذا؛ وإذا كانت هذه هي الأزمات المالية، ونظرة الفكر الاقتصادي إليها، وكيفية إدارتها، فما هي أهم الأزمات، الّتي عرفها العالم في القرن العشرين؟ وهذا ما سنحاول التعرف عليه من خلال الفصل الثاني.

الفصـــــــل 2:

نمـــــــاذج لأزمـــــــات مـــاليـة فـــي القـــرن العشريـــــن

تمهيد.

عرفت البشرية منذ القدم عديد الاختلالات والاضطرابات في المجال الاقتصادي والمالي، والناتجة أساسا من عدم الالتزام بالمبادئ والأنظمة الاقتصادية السليمة، أو الإفراط في نشاط ما كالإنتاج أو الديون أو المضاربة... بالشكل الذي لا يتحمله السوق.

رغم الاختلالات التي عرفها العالم ومن القرون الغابرة، إلا أن الأزمة الاقتصادية لسنة 1929 لم يسبقها مثيل، وتعتبر البداية الأولى للأزمات الاقتصادية والمالية بالشكل الحقيقي لها والعالمي. كما أن الأزمة ظهرت في وقت سادت فيه النظرية الكلاسيكية التي تؤمن باليد الخفية للسوق، وبذلك فيمكن أن تظهر اختلالات فيه ولكن لن تصل إلى حجم الأزمة، والسوق هو المسؤول عنها وعن تصحيحها بنفسه.

بعد الأزمة الاقتصادية 1929 ظهرت النظرية الكينزية كحتمية لعدم استجابة النظرية السائدة آنذاك للأزمة، وبفضلها إضافة إلى ظروف أخرى عاشت البشرية فترة من الاستقرار والرفاهية وإعادة البناء خاصة بعد الحرب العالمية الثانية، ولكن ومع مطلع السبعينات ظهرت إلى الأفق اختلالات في التعاملات الاقتصادية، بدأت بأزمة المواد الأولية وعلى رأسها الأزمة البترولية في 1973، وبعدها أزمة الديون 1982، لتصل إلى انهيار شامل في الأسواق المالية الدولية سنة 1987.

على غرار الدول المتقدمة فقد عرفت الدول النامية العديد من الأزمات المالية، خاصة في تسعينيات القرن الماضي، نتيجة اختلالات في برامجها التنموية من جهة، واستغلال الوسطاء الماليين لظروف التنمية فيها للمضاربة على عملاتها من جهة أخرى، وكان من أهم هذه الأزمات، الأزمة المكسيكية، البرازيلية، جنوب شرق آسيا، روسيا، الأرجنتين...

سنحاول من خلال هذا الفصل، دراسة بعض هذه الأزمات كنماذج للأزمات التي وقعت في القرن العشرين، على مستوى الدول المتقدمة والنامية، وهذا من خلال:

- الأزمة المالية 1929-1933؛
- الأزمة المالية 1987؛
- أزمة النمور الأسيوية.

1.2. الأزمة المالية 1929- 1933.

شهد العالم في ثلاثينيات القرن الماضي أزمة مالية اقتصادية لم يشهد لها مثيل، سواء من حيث أسبابها أو تأثيراتها وحتى في طبيعتها، ولقد كانت بحق أزمة عالمية بانتشارها لتمس معظم اقتصاديات العالم، بشكل مباشر أو غير مباشر. ارتبطت الأزمة في الفكر الاقتصادي بالنظرية الكينزية التي سعى رائدها إلى تحليل الأزمة وتقديم الحلول الكفيلة بإدارتها.

1.1.2. تقديم الأزمة.

ظهرت الأزمة في الولايات المتحدة الأمريكية، ثم انتقلت إلى اقتصاديات الدول الأخرى تباعا، وهذا في سنة 1929، ولكن ارهاصاتها بدأت قبل ذلك بكثير.

1.1.1.2. جذور الأزمة.

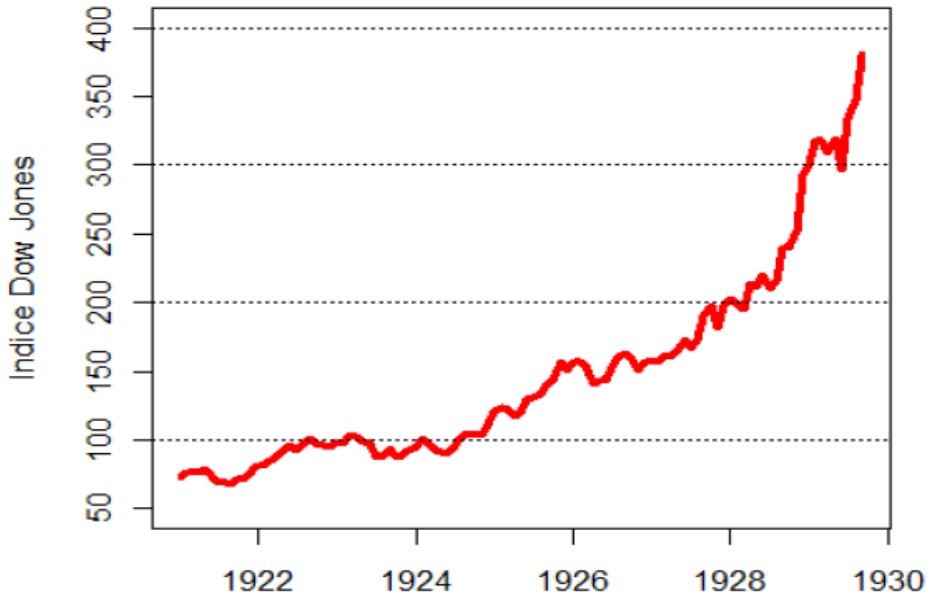
انفجرت الأزمة في أكتوبر 1929 لكن إرهاصاتها تعود إلى سنوات قبل ذلك، حيث مر الاقتصاد الأمريكي بعدة أزمة قبل هذه الأزمة (1844، 1857، 1873، 1890، 1893، 1907...)، وهذا في ظل النظام النقدي –قاعدة الذهب- الذي اتبع من 1879 إلى غاية 1913، ثم تخلت عنه مع الحرب العالمية الأولى.

في عام 1907 حدثت أزمة مصرفية في الاقتصاد الأمريكي، حيث قامت طوابير من الأمريكيين بطلب ودائعهم فعجزت البنوك في الوفاء بذلك، فأدى هذا إلى تأسيس البنك الاحتياطي الفدرالي الذي أعطى صلاحيات كبيرة لتوفير السيولة النقدية للاقتصاد الأمركي. ولكن مع بداية سنة 1914 عاد اللاستقرار إلى الاقتصاد الأمريكي وزادت قيمة التباين الظاهري لكمية النقد والأسعار والناتج القومي الإجمالي، ودخل الاقتصاد الأمركي في ركود جديد ما بين 1920 و1921 [57] ص ص: 6،7.

فتحت الحرب العالمية الأولى المجال أمام الصناعة الأمريكية لغزو الأسواق العالمية بعد تراجع القوة الاقتصادية لأوروبا مع حاجتها لإعادة بعث اقتصادياتها، فعرف اقتصادها فترة من الازدهار والرخاء بفعل استفادتها من فعالية التنظيم الصناعي، الابتكارات الحديثة (الكهرباء، صناعة السيارات...)، ارتفاع مردودية الفلاحة وكثرة الاستهلاك بفعل تطور الدخل الفردي [58] ص: 226.

بداية من 1919 اتجهت العائلات الأمريكية إلى شراء العقارات، وهكذا تضاعف شراء الأراضي والبيوت في سنة 1925 في فلوريدا، حيث المناخ المطلوب والقرب نظرا لتطور الطيران

وانتشاره، عرفت الأسعار بذلك ارتفاعا سريعا والكل يبحث على الأقل للحصول على مصدر مداخيل دائمة (تأجير) أو على الإقامة (استعمال المنزل)، وفي سنة 1926 عندما اجتاح فلوريدا إعصاران لم تعد هذه الأماكن مرغوب فيها، بدأ الطلب على العقارات ينخفض مع بقاء الأسعار في الارتفاع، فاختل التوازن في سوق العقارات، وفي المقابل تواصل الازدهار في سوق الأوراق المالية ما دفع المستثمرين إلى توجيه استثماراتهم إلى هذا السوق الأكثر ربحية، فعرفت بذلك أسعار الأسهم ارتفاعا جد كبير، حيث بلغ تصاعد أسعار الأسهم بين جوان 1928 وسبتمبر 1929: 56% في بورصة نيويورك [59] ص ص: 21-24. وهذا ما يبينه مؤشر داو جونز في الشكل التالي:



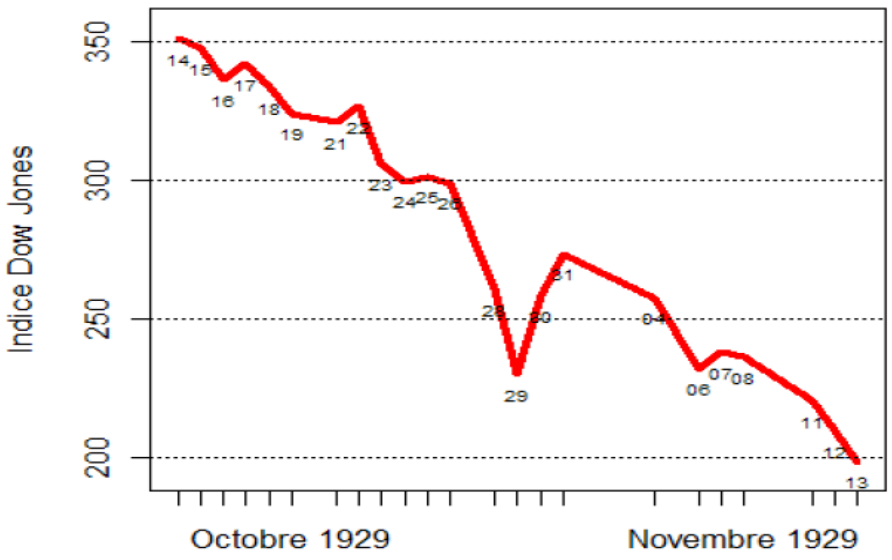
الشكل رقم (2-1): مؤشر داو جونز من جانفي 1921 إلى سبتمبر 1929 [60] ص: Html.

هذا الارتفاع في أسعار الأوراق المالية جعل 5% من الأمريكيين في سنة 1928 تستحوذ على ثلث الدخل في أمريكا، مما دفع إلى اندثار الطبقة الوسطى وهذا يمثل تهديدا للحكومة الاتحادية، قام البنك الاحتياطي الأمريكي بإتباع سياسة نقدية انكماشية منذ منتصف 1928 بهدف عدم تشجيع الناس على المضاربة في السوق، وقد أثرت زيادة أسعار الفائدة وشح السيولة النقدية سلبا على الثقة بالاقتصاد، وعليه فقد انخفض الاستهلاك والاستثمار، وانخفض معدل النمو، وبدأت سلسلة من الانهيارات المصرفية التي أدت إلى طوابير من المودعين لطلب ودائعهم، وانتقلت العدوى من ولاية إلى أخرى.

2.1.1.2. حدوث الأزمة.

شهد سوق وول ستريت Wall Street زيادة كبيرة في ارتفاع أسعار البورصة خلال شهر سبتمبر من عام 1929، وزيادة الإقبال على شراء الأسهم بشكل مكثف، ولكن مع نهاية شهر سبتمبر بدأت المشاكل، حيث كانت أسعار الأسهم تنخفض وترتفع بسبب تدخل البنوك، وذلك ابتداء من يوم الثلاثاء 19 أكتوبر، وبدأ هجوم كثيف لطلبات البيع وتسييل محافظ الأوراق المالية [61] ص ص: 82، 83. ولم يعُد بإمكان أي فردٍ تمويل حساباتهِ المكشُوفةِ، فالجميع يبيعون دون إستثناء، وتجاوزت الخسارة 10 مليار دولار، واستمر الهبوط في الأسعار، ويشهد على ذلك مؤشر "نيورك تايمز" الذي تراجع من 452 نقطة في 3 سبتمبر عام 1929 إلى 415 نقطة في 23 أكتوبر ثم إلى 224 نقطة في 3 نوفمبر من العام نفسه، وظل ينخفض ليصل إلى58 نقطة في 8 جويلية 1932 [20] ص: 300.

انطلقت الأزمة الاقتصادية من بورصة وول ستريت بمدينة نيويورك يوم 24 أكتوبر 1929 بعد طرح 12,9 مليون سهم للبيع دفعة واحدة، في حين كان المعدل العادي للعرض بين 2 و3 مليون سهم يوميا، فأصبح العرض أكثر من الطلب فانهارت قيمة الأسهم، وفقد مؤشر داو جونز 22,6% من قيمته، تدخلت البنوك وحدت من التدهور وكان في حدود 2,1%، واستقر مؤشر داو جونز عند 299,47 نقطة، في اليوم المالي استقر مؤشر داو جونز عند 301,22 نقطة، لكن مع افتتاح البورصة في صباح يوم الاثنين 28 أكتوبر عرضت 9,25 ملون سهم للبيع فانخفضت الأسعار من جديد لكن هذه المرة البنوك ترفض التدخل لتصحيح الأسعار، ففقد مؤشر داو جونز 13% من قيمته وانخفض إلى 260,64 نقطة، في يوم الثلاثاء 29 أكتوبر زاد الانهيار بعرض 16,4 مليون سهم للبيع فانخفض مؤشر داو جونز إلى 230,07 نقطة بنسبة 12%، الشكل التالي يبين التغيرات الحاصلة في مؤشر داو جونز في الفترة ما بين أكتوبر ونوفمبر 1929 [19] ص ص: 152، 153.



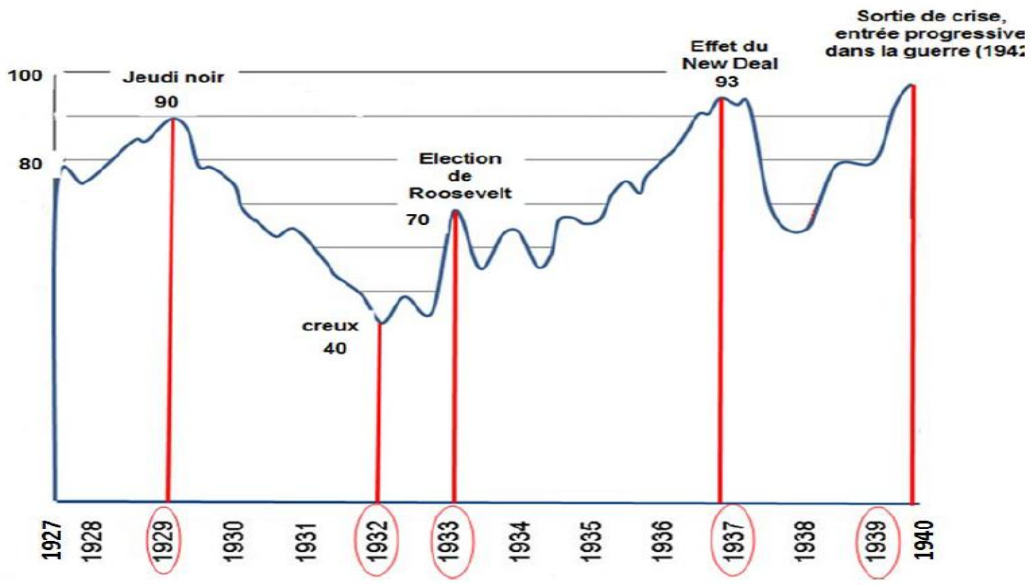
الشكل رقم (2-2): تقييم مؤشر داو جونز في الشهر الموالي لانهيار 1929 [60] ص: Html

بدأت أسعار الأسهم في أفريل 1930 في التعافي والرجوع لمستويات بدايات 1929، إلا أنها ظلت بعيدة عن مستويات سبتمبر 1929 بحوالي 30%، ومع أن الإنفاق الحكومي زاد خلال النصف الأول لعام 1930 إلا أن إنفاق المستهلكين قل بنسبة 10%، وذلك بسبب الخسائر الفادحة بسوق الأسهم، وفي بدايات عام 1930 كان الائتمان وفيراً وبمعدل فائدة منخفض، إلا أن الناس كانت محجمة عن إضافة ديون أخرى بالاستدانة، وفي ماي 1930 كانت مبيعات السيارات قد انخفضت لمستويات منتصف 1928، وبدأت الأسعار في التراجع إلا أن الرواتب ظلت ثابتة ولكنها لم تصمد طويلاً وانخفضت بمنتصف عام 1931، أما المناطق الزراعية فكانت الأكثر تضرراً بهبوط أسعار السلع عامة.

كان انكماش الاقتصاد الأمريكي هو العامل في انكماش اقتصاديات الدول الأخرى، وفي محاولات محمومة طبقت بعض الدول سياسات وقائية، فقد قامت الحكومة الأمريكية عام 1930 بفرض تعريفات جمركية على أكثر من 20.000 صنف مستورد وعرفت باسم تعريفة "سموت هاولي"، وردت بعض الدول بفرض تعريفات انتقامية مما زاد من تفاقم انهيار التجارة العالمية، وبنهاية عام 1930 واصل الانهيار بمعدل ثابت إلى أن وصل إلى القاع في مارس 1933 [62] ص: 84.

إن هذا الانهيار المالي الذي حصل في بورصة نيويورك وضع حدا للازدهار المالي المصطنع الناجم عن المضاربة، فمنذ عام 1925 إلى نهاية صيف عام 1929 ارتفعت أسعار الأوراق المالية

بمعدل أربعة أضعاف بسبب لجوء الكثيرين إلى التلاعب في البورصات بحثا عن الأرباح السريعة، وارتفع مؤشر داو جونز ارتفاعا شديدا لم يسبق له مثيل، حيث انتقل المؤشر من 110 نقطة إلى 300 نقطة بنسبة مقدارها 273 %، ومن ثم بدأ بالانحسار الذي أدى إلى فقدان وخسارة المستثمرين في عملية السوق تقدر بحوالي 200 مليار دولار وإفلاس حوالي 3500 مصرف في يوم واحد وقد بلغت الأسعار أقصاها في سبتمبر 1929 بـ 216 دولار، ثم بدأ الانخفاض إلى أن وصل 34 دولار في جوان 1932 [43] ص: 47 ، وامتدت الأزمة إلى القطاع الإنتاجي لنقص التمويل، والشكل التالي يوضح تطور مؤشر الإنتاج الصناعي الأمريكي خلال الأزمة.



الشكل رقم (2- 3): مؤشر الإنتاج الصناعي الأمريكي ما بين 1927 إلى 1940 [58] ص: 230

وبتاريخ 1933/03/06 تم غلق كافة البنوك بأمر من الرئيس الأمريكي "روزفلت"، وبعد أسبوع من ذلك تم السماح للبنوك الّتي تتمتع بمستوى مقبول من السيولة أن تمارس نشاطها [63] ص: 47.

3.1.1.2. انتشار الأزمة.

بدأت الأزمة من الولايات المتحدة الأمريكية، ثم انتقلت إلى كندا ثم أمريكا الجنوبية ما بين 1929 و1930، وبعدها في سنة 1931 انتقلت إلى أوروبا (فرنسا، انجلترا، ألمانيا) ثم أجزاء من إفريقيا الشرقية والمشرق العربي، وأستراليا واليابان، وفي 1932 انتقلت الأزمة إلى باقي أوروبا باستثناء روسيا، وبعدها إلى إفريقيا الشمالية والغربية، والشكل التالي يوضح انتقال الأزمة من الولايات المتحدة الأمريكية إلى باقي دول العالم، ومن البورصة إلى باقي القطاعات.

البيان	السنة / الدولة	1927	1928	1929	1930	1931
البورصة	الو م أمريكية			انهيار البورصة	الحماية، إرجاع رؤوس الأموال الّتي انتقلت إلى الخارج	
العملة	المملكة المتحدة		نزيف في الذهب، أزمة هيكلية			تدهور قيمة العملة
البنوك	ألمانيا				إفلاس البنوك خروج رؤوس الأموال مراقبة التبادلات	
التجارة	فرنسا	دخول رؤوس الأموال والذهب مراقبة الأسعار في فرنسا حتى تتطابق مع الخارج			انخفاض الصادرات	
التجارة	البلدان المستعمرة والنامية		انخفاض أسعار المواد الأولية		أزمة في الصادرات	مراقبة التبادلات

الشكل رقم (2- 4): ميكانزمات انتشار أزمة 1929 في العالم [17] ص: 84

يمكن تفسير "تصدير الأزمة" بالثقل الاقتصادي والسياسي الذي تتمتع به الولايات المتحدة الأمريكية على الصعيد العالمي. فقبل الانهيار المالي في شهر أكتوبر، بدأت القروض والاستثمارات في الخارج تتقلص بسرعة، ولم تحظى ألمانيا، على سبيل المثال إلا بحوالي 40 مليون دولار عام 1929 مقابل 250 مليون دولار في العام السابق، ومن الطبيعي أن يتقلص تصدير رؤوس الأموال منذ ابتداء الأزمة، سواء باتجاه ألمانيا أو باتجاه أمريكى الوسطى والجنوبية، وذلك ما حد من إمكانيات مختلف الدول المقترضة وقدرتها على دفع ديونها، أو على شراء المنتجات الأمريكية والأوروبية، وهكذا اضطربت البلدان المدينة، التي حرمت من التمويلات اللازمة إلى تخفيض مستورداتها وبالتالي استهلاكها، ولجأ المنتجون في جميع بلدان العالم إلى تخفيض أسعار منتجاتهم خوفا من المنافسة الأمريكية وبالتالي إلى تخفيض إنتاجهم [43] ص ص: 48] 51.

انتقلت الأزمة من الولايات المتحدة الأمريكية إلى باقي دول العالم عبر ثلاث قنوات رئيسية هي [58] ص: 18:

1.3.1.1.2. الترابط بين البنوك العالمية.

انتقلت الأزمة إلى البنوك العالمية بسبب ارتباطها بالبنوك الأمريكية، وكذلك القروض التي كانت تقدمها لها، وأي اختلال في البنوك الأمريكية سيتم تصديره إلى باقي البنوك العالمية، وهو ما حدث للبنوك النمساوية والألمانية...؛

2.3.1.1.2. التجارة الخارجية.

لجأت الولايات المتحدة الأمريكية إلى سن قانون "هاولي سموث" سنة 1930 من أجل حماية منتجاتها المتأثرة بالأزمة، وبالمثل فعلت البلدان الأخرى، فتأثرت التجارة الدولية بشكل كبير، خاصة وأن الواردات الأمريكية كانت تمثل في عام 1929 بـ 12.5 % من مجموع الواردات العالمية وأن أي انخفاض في هذه النسبة يؤدي حتما إلى التأثير سلبيا على أسعار المواد الأولية والمنتجات الزراعية. ونتيجة لذلك تقلصت مشتريات هذه البلدان من الأسواق الأوروبية وانتقلت الأزمة الاقتصادية من الولايات المتحدة الأمريكية إلى باقي دول العالم؛

3.3.1.1.2. التبعية الاقتصادية للمستعمرات.

نتيجة التبعية الاقتصادية للدول المستعمَرة فإن أي خلل أو تدهور يمس الاقتصاديات المستعمِرة سينتقل إليها وهو ما حصل في هذه الأزمة وجعل الأزمة تنتقل من الدول الأوروبية إلى مستعمراتها.

2.1.2. تشخيص الأزمة.

تعتبر الأزمة المالية لسنة 1929 كأول أزمة بالمعنى الحقيقي للأزمات المالية الحديثة، ولقد تميزت بعدة خصائص تدل على ذلك. ولها عدة أسباب أدت إليها وانجرت عنها عدة آثار على كل مناحي الحياة، الاقتصادية، الاجتماعية والسياسية.

1.2.1.2. خصائص الأزمة.

تميزت هذه الأزمة بجملة من الخصائص جعلتها تختلف عن غيرها من الأزمات الّتي سبقتها، وحتى الّتي أتت من بعدها، نوجزها فيما يلي [64] ص: 101:

- تسببت في زعزعة الاستقرار في النظام الرأسمالي بكامله، وكان لها صفة دورية انطلاقا من ارتباطها الوثيق بالأزمات الاقتصادية الدّورية للنظام الرأسمالي؛
- استمرار هذه الأزمة لفترة طويلة نسبيا، حيث استغرقت أربع سنوات؛

- عمق وحدة هذه الأزمة بشكل استثنائي، ففي الولايات المتحدة الأمريكية مثلا انخفضت الودائع لدى البنوك بمقدار 33%، كما أفلس منذ بداية عام 1929 حتى منتصف 1933 أكثر من 10.000 بنك، أي حوالي 40% من إجمالي عدد البنوك الأمريكية؛
- الانخفاض الكبير في أسعار الفائدة؛
- انتقال الأزمة من القطاع المالي إلى القطاع الإنتاجي وتحولها إلى أزمة اقتصادية؛
- اختلاف درجة وحدة الأزمة من بلد لآخر بشكل كبير؛
- رافقت الأزمة تقلبات حادة في أسعار صرف العملات، ممّا نتج عنه انهيار الّنظام الذهبي في معظم الدول، وفي نفس الوقت تدهورت القوة الشرائية لمعظم العملات بسبب تزايد العجز في الموازنة العامة، وموازين المدفوعات وانخفاض حجم الاحتياطات الذهبية الرسمية؛
- نتج عن أزمة الائتمان الدولي طويل الأجل توقف 25 دولة عن سداد قروضها الخارجية، منها ألمانيا والنمسا.

2.2.1.2. أسباب أزمة 1929.

تضافر عدة أسباب أدت إلى حدوث أزمة 1929، وساعدت بعد ذلك في تفاقمها، ومن بين هذه الأسباب:

1.2.2.1.2. البيع على المكشوف.

حيث يقوم المضاربون ببيع أسهم لا يملكونها، بأسعار محددة مسبقاً، ثم يعاودون شرائها بعد انخفاض أسعارها، ليسلموها للمشتري بعد جني الأرباح، فقد أدى انتشار هذا النوع من البيوع وبشكل فوضوي إلى حدوث الأزمة وتعميقها فيما بعد [65] ص ص: 86] 87 ؛

2.2.2.1.2. البيع الظاهري.

هو نوع من التعامل أو الخداع، ويتمثل في اتفاق بين مجموعة من المتعاملين لبيع وشراء ورقة مالية معينة بينهم، وهذا لإغراء المتعاملين الآخرين، بأن هناك أرباح تجنى من وراء هذه العملية [20] ص: 301 ؛

3.2.2.1.2. الشراء بغرض الاحتكار.

هو شراء بعض المضاربين لكافة الأوراق الموجودة في السوق الثانوية، بغرض السيطرة على البورصة من جهة، وبيعها بأسعار مرتفعة من جهة أخرى [66] ص: 74 ؛

4.2.2.1.2. الارتفاع المستمر في أسعار الأسهم.

حيث ارتفعت بشكل كبير وزائد عن الطبيعي، ويعود ذلك للأسباب التالية [66] ص: 81:

- التصريحات المتفائلة من قبل أرباب العمل السياسيين والاقتصاديين بشأن أسعار الأسهم؛
- وفرة المدخرات وسهولة الاقتراض لشراء الأسهم؛
- التأخر في رفع معدل الخصم من طرف بعض البنوك الأمريكية (بنك الاحتياط الفيدرالي).

5.2.2.1.2. نسبة هامش الأمان في البيع النقدي الجزئي.

والّتي كانت تتّصف بالضآلة بنسبة 10%، ولأن عددًا من المتعاملين،لم تتوفر لديهم السيولة المطلوبة للرفع من مساهماتهم، إضافة إلى أن العدد الآخر كان فاقد الثقة في أن السوق ستستعيد توازنها، فإن الكثير منهم قد اتجهوا إلى تصفية معاملاتهم المرتبطة بالشِّراء النَّقدي الجزئي، وذلك ببيع الأوراق محل المعاملة، وهو ما أدى إلى الرفع من عرض الأوراق، ونجم عن ذلك المزيد من التدهور في الأسعار [20] ص: 301.

3.2.1.2. آثار الأزمة.

لقد كان من الطبيعي أن تنجرَّ عن أزمة بهذا الحجم عدة انعكاسات وفي كل المجالات، فقد أدت إلى إفلاس الكثير من الشركات، وتفشي البطالة، وانخفاض الطلب على السلع والخدمات، وتدنت الأسعار، كما أن حجم الاستثمار قد تقلص بشكل كبير، نتيجة لإحجام المقرضين عن منح الائتمان، لكونهم لم يتمكنوا من تحصيل حقوقهم من المدنيين الّذين عجزوا بدورهم عن الوفاء بما عليهم من مستحقات، ومن ثم فإن البنوك قد واجهت صعوبات عدة في استرداد مستحقاتها، وهو الأمر الّذي تركها تعجز عن مجابهه سحب زبائنها لودائعهم، ممّا نجم عنه إغلاق العديد من هذه البنوك [67] ص ص: 73، 74. ولقد مست الأزمة كل المجالات، والتي نذكر منها:

1.3.2.1.2. المجال المالي والنقدي.

أثرت الأزمة بشكل كبير على النظام المالي والنقدي، وذلك من خلال [68] ص: 56:

❋ إفلاس الكثير من المؤسسات المالية بمختلف أنواعها، بسبب خسارة المساهمين وعجزهم عن سداد القروض، حيث أفلس في الولايات المتحدة الأمريكية لوحدها 10.000 بنك، بنسبة 40% من البنوك الأمريكية، وانخفضت الودائع عند البنوك بنسبة 33%، وانخفضت عمليات الخصم والإقراض بمقدار مرتين؛

❋ تدهور قيمة أسعار الأوراق المالية المتداولة في الأسواق المالية، فلم تجد 650 ألف سهم من أسهم شركة الصلب الأمريكية مشتريا عند سعر 179 دولار بعدما كان سعرها قبل الأزمة 205 دولار، وكانت أسعار أسهم شركة وستنجهاوس يفقد دولارين في كل دقيقة، وخلال ربع ساعة من افتتاح البورصة في 29 أكتوبر 1929 فقد سهم شركة "أي تى تى" 17 دولار، وانخفضت أسعار الأوراق المالية بنسبة90% في الولايات المتحدة الأمريكية و66% في ألمانيا؛

❋ تدهور القدرة الشرائية لعملات الدول التي مستها الأزمة، خاصة الدول الزراعية بسبب تدهور أسعار المواد الأولية الزراعية، وبذلك ظهور اختلال في موازين المدفوعات، وانخفاض الاحتياطات الذهبية الرسمية فانهار النظام الذهبي، ووصلت نسبة الانخفاض في سعر صرف العملات خلال الأزمة حوالي 50% إلى 84%؛

❋ انخفاض في مستويات أسعار الفائدة، فانخفض سعر إعادة الخصم في بنك إنجلترا من 5,5% إلى 3,1%، وفي أمريكا انخفضا من 5,2% إلى 2,6% في الفترة ما بين 1930 و1933؛

❋ خسائر في أموال المودعين، حيث خسر المودعون في الولايات المتحدة الأمريكية ما يعادل 3 مليار دولار؛

❋ انهيار قيمة مؤشرات الأسواق المالية، فلقد انخفضت قيمة مؤشر داو جونز من 350 نقطة قبل الأزمة إلى 200 نقطة في 1932، كما انخفض مؤشر نيويورك تايمز من 452 نقطة في 1929إلى 58 نقطة في 1932، وهو نفس الحال بالنسبة لباقي مؤشرات الأسواق المالية الدولية.

2.3.2.1.2. المجال الاقتصادي.

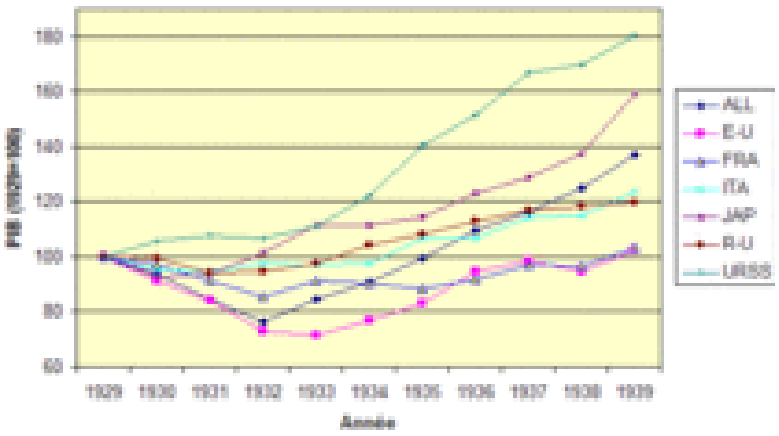
امتدت الأزمة إلى القطاع الحقيقي، وتحولت من أزمة مالية إلى أزمة اقتصادية، فأثرت على النشاط الاقتصادي، وتتمثل أهم هذه التأثيرات في [69] ص: 06:

❋ تراجع التبادلات التجارية الدولية مما أثر سلبا على أسعار المواد الأولية والمنتجات الزراعية، فقد انخفضت أسعار القمح في كندا على سبيل المثال من 124 سنت للقنطار عام 1929 إلى 60 سنت عام 1931، وانخفض الدخل الصافي للمزارعين الكنديين من 1.500 مليون دولار عام 1928 إلى 500 مليون عام 1931، كما أن سعر القهوة البرازيلية انخفض بمعدل الثلثين، وكذلك الصوف واللحوم في أستراليا ونيوزلندا، ونتيجة لذلك تقلصت مشتريات هذه البلدان من الأسواق الأوروبية؛

❋ توقف 25 دولة عن سداد قروضها الخارجية منها ألمانيا والنمسا؛

❋ انهيار الانتاج الصناعي والزراعي العالمي، فقد انخفض الإنتاج الصناعي العالمي بمعدل 38% عام 1932 بالنسبة لعام 1929، وكذلك انخفض حجم المبادلات العالمية بمعدل 25 %، بينما انخفضت قيمتها بمعدل 60 % بسبب انهيار الأسعار؛

❋ انخفض الناتج المحلي الخام لمعظم الدول التي مستها الأزمة، وهذا ما يوضحه الشكل التالي:



الشكل رقم (2)[5]: الناتج المحلي الخام خلال الأزمة [70] ص: Html

3.3.2.1.2. المجال السياسي والاجتماعي.

لم يقتصر تأثير الأزمة على المجال المالي والنقدي بل امتدت آثارها إلى الحياة الاجتماعية والسياسية، وهذا من خلال [71] ص: 174، [72] ص: 24:

- تركت الأزمة الاقتصادية الكبرى تأثيراً كبيراً في الأنظمة الرأسمالية، فقد تحول النظام الاقتصادي الرأسمالي الحر إلى اقتصاد موجه، وخضعت بعض القطاعات الحيوية كشركة إنتاج الفحم الإنجليزية وشركة المترو الفرنسية لنظام التأميم. كما تدخلت الدولة لتوجيه الصناعيين، المزارعين والمستثمرين وتوعيتهم؛

- ساهمت الأزمة في وصول الأنظمة الدكتاتورية إلى السلطة في بعض البلدان كالنازية في ألمانيا، وأغلقت أسواق كثيرة في وجه التجارة العالمية وتوقف التبادل التجاري واتبعت دول كثيرة سياسة الاكتفاء الذاتي مثل النظامين الفاشي في إيطاليا والنازي في ألمانيا؛

- انهماك الكثير من الدول في معالجة أزماتها الاقتصادية، جعلها تغفل عن خطورة ما يجري على الصعيد العالمي من انتهاك لقرارات المنظمة الدولية، وعودة إلى مبدأ التسلح وخرق المعاهدات الدولية، ولقد قوت الأزمة بطريقة غير مباشرة النظام الشيوعي الذي لم يتأثر بها بغض النظر عن أزماته الداخلية؛

- فقد الكثير من الناس منازلهم بسبب عدم قدرتهم على دفع الاقساط البنكية. وبحلول عام 1932م بلغت نسبة البطالة بين 25% إلى 30% من حجم القوى العاملة أو بلغة أخرى 30 مليون عاطل عن العمل، وأصبح الكثير من الأفراد والأسر بلا مأوى ولا عمل، وما انجر عنه من مشاكل اجتماعية.

3.1.2. إدارة الأزمة.

انعكست آثار الأزمة على كل نواحي الحياة، مما جعل حكومات الدول التي مستها الأزمة تقوم بتحليلها، سعيا منها لإجاد الآليات الكفيلة بتجنب هذه الآثار أو التقليل منها. كما أن الأزمة حدثت في ظل مدارس اقتصادية اختلفت في تفسيرها لهذه الأزمة.

1.3.1.2. تحليل الأزمة.

بدأت الأزمة المالية 1929 من بورصة الأوراق المالية، ولكن سرعان ما انتقلت إلى باقي القطاعات وهذا ما جعل المفكرين والباحثين يختلفون في نظرتهم وتحليلهم لها، ومن بين التحاليل المقدمة لهذه الأزمة ما يلي:

1.1.3.1.2. أزمة نظام مالي أمريكي.

تجلت الأزمة المالية في أكتوبر 1929 في انخفاض حاد في أسعار الأسهم في وول ستريت، وفي غضون شهر، فقد المساهمون جميع مكاسب المرحلة المضاربية، وواصلت الأسعار في الانخفاض حتى عام 1932 حيث تجاوزت نسبة الانحفاض 80٪. وهذا ما أثر على النظام المالي في الولايات المتحدة الأمريكية، حيث أدت الأزمة إلى اختفاء 10 آلاف بنك ما بين 1929 و1930، وهو ما يمثل 15٪ من ودائع النظام المصرفي.

يفسر هذا بظاهرة "الدومينو"، بحيث أدى انخفاض الأسعار إلى إفلاس المضاربين وبذلك فشل البنوك في استرداد الديون التي قدمت لاستعمالها في المضاربة، فنقصت عندها السيولة التي أدت إلى عجزها عن الوفاء بالتزاماتها تجاه المودعين الذين تهافتوا لسحب ودائعهم بسبب انتشار الذعر المالي، وبذلك إفلاسها، لتمتد بعدها إلى المجال الاقتصادي بسبب نقص تمويل المشاريع الاستثمارية من قبل البنوك فانخفض الإنتاج الصناعي بنسبة 50٪، ومنه إلى الجانب الاجتماعي بسبب انتشار البطالة التي وصلت إلى 25% والفقر والآفات الاجتماعية. وبالرغم سيادة الفكر القائل بوجود آليات التصحيح التلقائي للنشاط الاقتصادي وعليه فإن الأزمة لن تدوم طويلا، حتى وإن أدت إلى إفلاس بعض المتعاملين، تأثر الناتج المحلي الخام، وإعادة توزيع الثروة، ولكن طول مدة الأزمة فند هذا الفكر وفقدان الثقة في النظام المالي، مما أدى إلى تفاقم الأزمة [73] ص ص: 1].8

2.1.3.1.2. أزمة مالية نقدية دولية.

يركز هذا الاتجاه إلى تحليل دور البنوك المركزية في رصد ومراقبة النظام المالي، خاصة فيما تعلق في نسبة الاحتياطي النقدي لدى البنوك والذي من شأنه أن يضمن استقرار النظام وتأمين على الودائع، بالإضافة إلى تدخله كمقرض الملاذ الأخير، والآليات المتخذة للسيطرة على المخاطر، يرى فريدمان في هذا السياق أن السلطات النقدية لم تحسن التدخل في أزمة الأسواق المالية مما جعلها تنتقل إلى قطاعات أخرى خاصة القطاع الإنتاجي، ويرى فريدمان أن البنوك المركزية تدخلت بشكل

خاطئ لما قللت من كمية النقود المعروضة وبذلك ساهمت في ارتفاع أسعار الفائدة [73] ص ص: 8] .10

من جهة أخرى يرى "لودفيغ فون ميزس" رائدة المدرسة النمساوية أن خلق النقود الرديئة – التي تستخدم لأغراض مضاربية] من قبل الاحتياطي الفدرالي الأمريكي سنة 1920 هو الذي مهد لحدوث هذه الأزمة، حيث أدت الكتلة النقدية المعروضة إلى تخفيض سعر الفائدة، وبذلك التوسع في الائتمان مما مهد لحتمية وجود فقاعة مضاربية انفجرت في أكتوبر 1929.

ويرجع الخبير الاقتصادي "جاك روفJacques Rueff " أصل الأزمة إلى الصعوبات التي عرفها نظام قاعدة الذهب، بحيث أي عجز في ميزان المدفوعات لأي دولة يؤدي إلى خروج الاحتياطات الذهبية الرسمية، ومنه تقييد الائتمان.

3.1.3.1.2. أزمة اقتصادية.

يرى أصحاب هذه النظرة أن الأزمة هي إحدى المحطات الضرورية للدورة الاقتصادية، فبعد الرواج الذي عرفه الاقتصاد الأمريكي في الفترة ما بين 1920 إلى 1928 يجب أن تنتهي هذه المرحلة، لتبدأ مرحلة التراجع والكساد في دورة اقتصادية عادية، ويفسر ذلك من خلال عاملين أساسيين، هما الفيض في الإنتاج وما يقابله من تراجع في الطلب الكلي، حيث يرى ماركس في هذا الشأن أن الفكر الرأسمالي الداعي إلى الإنتاج هو الذي يساهم في حدوث الأزمات المالية، بحيث يسعى الرأسمالي إلى تعظيم الربح، وزيادة الإنتاج هي إحدى آليات ذلك دون مراعاة طاقة الاستيعاب الحقيقية للسوق، في المقابل يرى كينز أن الأزمة تحدث عندما يقل الطلب الكلي الفعال بسبب انخفاض دخل العائلات والتوزيع غير العادل للثروة. وهذا ما حدث في هذه الأزمة بحيث تركزت الثروة في يد فئة قليلة سعت إلى تعظيم مكاسبها بزيادة الإنتاج، في حين لم يزد دخل الطبقات الأخرى، حيث كان الإنتاج ينمو في فرنسا على سبيل المثال بنسبة 5,8% سنويا بينما تزيد الأجور الحقيقية بنسبة 2,2%، فإذا زاد الإنتاج وقوبل بتراجع الطلب الكلي فسيحدث الكساد، وهو بالطبع ما حدث [74] ص: .05

2.3.1.2. السياسات الحكومية في إدارة الأزمة.

سعت الدول التي مستها الأزمة إلى وضع جملة من الإصلاحات في شتى الميادين لتخطي آثار الأزمة، نذكر أهمها فيما يلي:

1.2.3.1.2. الولايات المتحدة الأمريكية.

قام الأمريكيون مع بداية الأزمة باسترجاع كميات كبيرة من الأموال التي كانت بالبنوك الألمانية، الانجليزية، الإيطالية والفرنسية، لاستعادة السيولة إلى الأسواق المالية الأمريكية. لم يبدأ الانتعاش في الولايات المتحدة إلا عام 1933 مع سياسة "العهد الجديد New Deal" التي وضعها الرئيس فرانكلين روزفلت، حيث نصت سياسة العهد على وضع حلول للأزمة المصرفية عام 1933 وإعادة فتح البنوك السليمة، وإصدار قوانين عامي 1933 و1935 التي تمنع البنوك من التعامل بالأسهم والسندات. وكذلك إنشاء مؤسسات لرعاية ضحايا الأزمة من العاطلين، بالإضافة إلى إصدار قوانين تحقق الاستقرار في قطاع الزراعة وإصدار قانون الإصلاح الصناعي عام 1933 بحيث قدمت تسهيلات ائتمانية سخية إلى الصناع والزراعة، وتصحيح استخدام الأوراق المالية من خلال إنشاء لجنة تبادل الأوراق المالية، وسنت أنظمة مشددة على بيع الأوراق المالية في البورصات 1934 [69] ص: 06.

أول خطوات الإصلاح الاقتصادي توجهت نحو العاطلين عن العمل من خلال تشريع سَنَهُ الكونجرس تضمن ايصال المساعدة للشباب العاطلين عن العمل الذين تتراوح اعمارهم بين 18 و 25 سنة، سمي هذا المشروع بـ Works Progress Administration أو الـ WPA ويهدف المشروع إلى توجيه تلك القوى العاطلة تجاه العمل في المشروعات الحكومية الخاصة بالبنية التحتية وتشييد المبانى والطرقات، وقد اشترك حوالى 2 مليون شاب بهذا البرنامج الذي تم العمل به في نوفمبر 1933 وتم ايقافه في 1934. وكانت السياسة الأمريكية في مواجهة الأزمة على مرحلتين [75] ص ص: 3، 4، [59] ص: :25

1.1.2.3.1.2. المرحلة الأولى (1933-1934).

سن مجموعة من القوانين ضمت جميع القطاعات الاقتصادية والاجتماعية، منها:

1.1.1.2.3.1.2. قانون الإنقاذ البنكي مارس 1934.

تخفيض قيمة الدولار، إغلاق البنوك بشكل مؤقت، تشجيع الاستهلاك بمنح القروض؛

2.1.1.2.3.1.2. قانون التوازن الفلاحي ماي 1934.

تقليص حجم المساحة المزروعة لتخفيض الإنتاج للرفع من الأسعار، مع تقديم تعويضات للفلاحين؛

3.1.1.2.3.1.2. قانون الإصلاح الصناعي والتجارة جوان 1934.

وضع حد أدنى للأجور، تخفيض ساعات العمل لتشغيل أكبر عدد من العمال، تخفيض الرسوم على الصادرات ونهج السياسة الحمائية ضد الواردات.

2.1.2.3.1.2. المرحلة الثانية (1935]1937). تم التركيز في هذه المرحلة على الجانب الاجتماعي من خلال:

1.2.1.2.3.1.2. قانون الضمان الاجتماعي أوت 1935:

التأمين على البطالة، العجز والشيخوخة، وتقديم مساعدات لذوي الاحتياجات الخاصة؛

2.2.1.2.3.1.2. قانون فاغنير جوان 1935:

إنشاء المكتب الوطني للشغل، اعتراف الحكومة بالحق النقابي العمالي، تنفيذ برامج الأشغال العمومية، التوسط في النزاعات التي قد تطرأ بين العمال وأرباب العمل.

2.2.3.1.2. السياسة الألمانية في مواجهة الأزمة:

تدخلت الدولة النازية الألمانية في الاقتصاد كنموذج عن الأنظمة الفاشية (1933-1945) بخطة لمواجهة مخلفات الأزمة الاقتصادية، بحيث اتخذت الإجراءات الآتية [75] ص: 04:

- تحديد الإنتاج والأسعار والأرباح، ومراقبة المبادلات التجارية؛
- فرض نظام التعاونيات المختلطة؛
- تخفيض الأجور ومنع الإضراب؛
- فصل المارك الألماني عن الارتباط بالذهب؛
- تشغيل العاطلين عن العمل في الخدمة العسكرية الإجبارية، وورشات الأشغال العمومية وصناعة الأسلحة.

3.3.1.2. الفكر الاقتصادي في إدارة الأزمة.

كان الفكر النيو كلاسيكي هو السائد، ووفقا لهذه المدرسة فإنه بالرغم من إمكان حدوث اختلالات جزئية هنا وهناك وبشكل مؤقت، فإن القوة الخفية للسوق كفيلة بإعادة التوازن العام للاقتصاد. ولذلك فبعد انهيار بورصة الأوراق المالية في أكتوبر 1929، كان موقف الاقتصاديين

المؤمنين بالتراث الكلاسيكي (مدرسة نيو كلاسيك)–كل الاقتصاديين تقريبا] هو التزام الصمت، فقد كان أمرا يتطلب الترقب والانتظار. وبادر "جوزيف شومبيتر" و"ليونيل روبنز" إلى ترك الكساد حتى ينتهي بنفسه، فهو السبيل الوحيد لعلاجه، وأن سببه هو تراكم نوع من السموم في النظام، وأن المشاق الناتجة عنه هي التي تخرج تلك السموم وتعيد للاقتصاد عافيته، وأن الشفاء يأتي دائما من تلقاء نفسه [76] ص: 227.

لقد كانت الأزمة المستمرة تحديا وتكذيبا لهذه النظرية، وعليه قامت الحاجة إلى تفسير جديد يسمح ببيان أن الاختلال الاقتصادي أمر ممكن، كما يساعد على إعطاء وسائل لعلاج هذا الاختلال، وهذا ما فعله كينز في مؤلفه "النظرية العامة"، حيث قدم تفسيرا للتوازن والاختلال، وبين أن التوزان يمكن أن يستقر عند مستويات متعددة من التشغيل، وأنه قد يستقر دون العمالة الكاملة [77] ص ص: 131، 132.

كانت الأساسات التي دعا إليها بسيطة ومعدة بوضوح لإطلاق سياسة مكافحة الكساد من عقلها الكلاسيكي، وقد رأى كينز أن الاقتصاد الحديث لا يجد بالضرورة توازنه في العمالة الكاملة، بل يستطيع أن يجد هذا التوازن في وجود البطالة، أو ما يسمى "توازن العمالة الناقصة"، وأن قانون "ساي" لم يعد ساريا، إذ يمكن أن يكون هناك عجز في الطلب، ولذلك فإن الحكومة تستطيع وينبغي لها أن تتخذ خطوات للتغلب على هذا الوضع، أما في حال الكساد فإن قواعد المالية السليمة يجب أن تستجيب لهذه الضرورة [78] ص ص: 93]97.

ومن هنا يمكن النظر إلى أطروحات كينز على أنها تفسر حالات الانكماش الاقتصادي الناتجة من قصور الطلب الخاص، أي أنها جاءت لتسد الثغرة التي يكون فيها الطلب الخاص قاصرا أو غير كاف لتحقيق العمالة الكاملة، وتكون فيها الثقة بالمستقبل ضعيفة ومهتزة، في حين يصبح الطلب على السيولة النقدية غير محدود لأن الاقتصاد قد وقع في فخ السيولة. وذلك وفقا للإجراءات التالية [79] ص ص: 4، 5:

- إحياء الطلب الفعال حتى تزداد المنافذ وتوظيف الأموال في الإنتاج؛
- تسهيل توظيف الأموال في الإنتاج بتخفيض سعر فائدة الأموال المقترضة وبالتالي الانتباه إلى سوق العملة والنقود؛
- القيام بنفقات حكومية استثمارية تنعش الطلب بفضل ترجمتها في توزيع أجور ومداخيل إضافية، ومن ثم تنشيط الإنتاج مكان الأموال الخاصة المدخرة.

2.2. الأزمة المالية 1987.

عرفت الفترة التي تلت الأزمة المالية 1929 وخاصة بعد الحرب العالمية الثانية، استقرار اقتصاديا بسبب الحاجة إلى إعادة بناء ما دمرته الحرب، وساد الفكر الكنزي الذي نظم الاقتصاد ونادى بتدخل الدولة لدعم الاستقرار الاقتصادي والمحافظة عليه، ولكن ما فتئ هذا الاستقرار يتزعزع، مع مطلع السبعينات، فظهرت عدة أزمات، من أهما الأزمة المالية العالمية في أكتوبر 1987.

1.2.2. تقديم الأزمة.

عرفت الفترة ما قبل الأزمة خاصة في الثمانينات عدة ظروف اقتصادية مميزة مهدت إلى حدوث الأزمة المالية في أكتوبر 1987، ولقد انفجرت من الأسواق المالية الأمريكية ثم انتقلت بعدها إلى باقي الأسواق المالية الأخرى، في حين يرى البعض الآخر أن العكس هو الذي حدث، ويفسر ذلك بفروق الزمن بين افتتاح وغلق الأسواق.

1.1.2.2. ظروف ما قبل الأزمة.

منذ عام 1982 شهدت بلدان منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية جملة من التطورات الاقتصادية الهامة يمكن إيجازها فيما يلي [64] ص ص: 154] 156 [19] ص ص: 258] 261:

1.1.1.2.2. معدلات نمو الناتج القومي الحقيقي.

بين عامي (1984]1986) انخفض معدل نمو الناتج القومي الحقيقي في الولايات المتحدة الأمريكية من (6.4%) إلى (2.5 %)، وفي اليابان من (5.1 %) إلى (2.5 %)، وألمانيا الاتحادية من (3%) إلى (2.4 %) وانخفض متوسط معدل نمو هذا الناتج في المنظمة ككل فقد انخفض من (4.7 %) إلى (2.5 %). ويعود ذلك إلى ارتفاع أسعار الفائدة، الذي أدى إلى انخفاض حجم الإستثمارات. بالإضافة إلى انخفاض معدلات نمو التجارة الدولية بسبب تزايد أعباء خدمة القروض العامة في البلدان النامية، التي اضطرت إلى اتخاذ سياسات ترمي إلى الحد من وارداتها من دول المنظمة؛

2.1.1.2.2. الطلب الداخلي.

لقد انخفضت معدلات نمو الطلب الداخلي في دول المنظمة من (5 %) في عام 1984 إلى (3.6 %) عام 1986، ففي الولايات المتحدة الأمريكية انخفض معدل نمو الطلب الداخلي من (8.3 %) إلى

(3.5 %)، بالرغم من ارتفاعه في باقي دول المنظمة، ويرجع هذا إلى انخفاض معدلات نمو الناتج القومي، ارتفاع أسعار الإستهلاك، السياسات الضريبية، معدلات الفائدة...؛

3.1.1.2.2. التضخم.

بعد ارتفاع معدلات التضخم خلال السبعينيات إلى مستويات عالية جدا، اتجهت هذه المعدلات نحو الإنخفاض منذ عام 1981 مع وجود تفاوت كبير بين دول المنظمة: حيث وصلت معدلات التضخم عام 1986 إلى (2.1 %) في الولايات المتحدة الأمريكية، (0.6 %) في اليابان، (3.8 %) في كل من فرنسا وانجلترا وإيطاليا، كما بلغ متوسط معدل التضخم في دول المنظمة (2.8 %) أما ألمانيا الاتحادية فقد انخفضت الأسعار في عام 1986 بمقدار (0.4 %). وهذا يمثل ارتفاع القوة الشرائية للمارك الألماني ومن أهم أسباب انخفاض معدلات التضخم هو الانخفاض الحاد في أسعار واردات تلك الدول (من المواد الأولية والبترول وغيرها...) من البلدان النامية.

4.1.1.2.2. أوضاع الموازين الجارية.

خلال الفترة 1984]1986 ارتفع العجز في الميزان الجاري الأمريكي من 106.5 إلى 140.6 مليار دولار، قابل ذلك ارتفاع الفائض في الميزان الجاري الياباني من 35 إلى 86 مليار دولار، والفائض في الميزان الجاري الألماني من 7 إلى 35.8 مليار دولار، في حين انخفض إجمالي العجز في دول المنظمة؛

5.1.1.2.2. أسعار الصرف.

خلال الفترة (1981]1987) شهدت أسعار صرف العملات الرئيسية الدولية عدة تقلبات. بحيث اتجه سعر صرف الدولار نحو الارتفاع بشكل سريع مقابل العملات الأخرى خلال الفترة من 1980 إلى 1985، بسبب ارتفاع أسعار الفائدة الأمريكية، مما كان يضطر اليابان والدول الأوروبية إلى رفع أسعار فائدتها للتخفيف من الضغوطات التي كانت تتعرض لها عملاتها. بداية من سنة 1985 قامت الولايات المتحدة الأمريكية بتخفيض أسعار الفائدة بهدف دفع سعر صرف الدولار نحو الانخفاض، وقد تحقق ذلك فعلا، حيث اتجه الدولار نحو الانخفاض وترافق ذلك بهزات عنيفة في الأسواق المالية الدولية. في سنة 1987 عمدت الولايات المتحدة الأمريكية إلى رفع أسعار الفائدة مرة أخرى، مما أدى إلى انخفاض أسعار الأوراق المالية بشكل حاد في الأسواق المالية الدولية؛

6.1.1.2.2. مؤشرات أسعار الأوراق المالية.

قبل أزمة أكتوبر 1987، وصلت أسعار الأوراق المالية في أهم الأسواق المالية الدولية إلى أعلى مستوياتها. بحيث بلغ مؤشر "داو جونز" لأسعار الأوراق المالية في الولايات المتحدة الأمريكية بتاريخ 1987/08/25 حوالي 2722 نقطة، كما بلغ مؤشر "ستاندارد أندبورز" لأسعار الأوراق المالية في الولايات المتحدة الأمريكية، حوالي 337 نقطة، بلغ مؤشر "فايننشال تايمز" لأسعار الأسهم العادية في انجلترا حوالي 1926 نقطة بتاريخ 1987/07/16، وهذا يمثل أعلى مستوى تصل إليه هذه المؤشرات منذ إنشائها. كذلك الأمر بالنسبة للمؤشرات الأخرى في بقية الأسواق المالية الدولية، خاصة منها: اليابان، فرنسا، ألمانيا الاتحادية وغيرها.

2.1.2.2. حدوث الأزمة في الولايات المتحدة الأمريكية.

بدأت الأزمة يوم الأربعاء 14 أكتوبر بتسجيل انخفاض في أسعار الأوراق الماليّة، بكل من فرنسا، نيوزيلندا وإسبانيا، ثم انتقل الانخفاض إلى الأسواق الأمريكية بعد ذلك، غير أن الانخفاض الحقيقي هو ذلك الّذي حدث في اللحظات الأولى للافتتاح من يوم الاثنين الأسود 19 أكتوبر 1987، وذلك بحدوث خلل في التوازن بين العرض والطلب، ليس في الأسواق الحاضرة فقط، بل وأيضا في سوق العقود المستقبلية. وقد نشأ هذا الخلل من جراء سيل متدفق من أوامر البيع لم يسبق له مثيل [80] ص ص: 583، 584.

فقد مؤشر "داو جونز" لمتوسط الصناعة الذي يقيس تطور أسهم 30 شركة أمريكية 299,05 نقطة خلال ساعتين من التعامل ليفقد في نهاية يوم الاثنين 508 نقطة، أي بنسبة 22.6% من مستواه السابق البالغ 22470 نقطة، بينما كان أعلى مستوى له في بداية الأزمة 2722.4 نقطة، وهبطت أسعار أسهم نيويورك بنسبة 26%، ولقد بلغت الخسائر 800 مليار دولار توزعت بنسب 22%، 17%، 15%، 12% على كل من المراكز الماليّة الآتية: لندن، طوكيو، فرانكفورت وأمستردام [28] ص: 78.

الشكل الموالي يمثل الارتفاع المطرد لمؤشر "داو جونز" في قبل 1987 وانهياره بعد ذلك.

الشكل رقم (2-6): انهيار أسعار الأسهم الأمريكية حسب مؤشر "داو جونز" في أكتوبر 1987 [81] ص: Html.

3.1.2.2. انتشار الأزمة.

بدأ الانخفاض في أسعار الأوراق المالية في السوق الأمريكية يوم 14 أكتوبر، ثم انتقل إلى باقي الأسواق مع نهاية الأسبوع 16 أكتوبر، ولكن الانخفاض الحاد حدث في 19 أكتوبر في الأسواق الأمريكية بينما اتقل إلى الأسواق الأخرى في نفس اليوم وبعض الأسواق الأخرى وصلتها الأزمة يوم 20 أكتوبر، وهو حال الأسواق الأوروبية والأسيوية [20] ص: 305. الجدول التالي يبين انخفاض أهم المؤشرات، في كافة الأسواق الماليّة الدولية:

البلد	بالعملة المحلية أكتوبر 1987		بالدولار أكتوبر 1987	
أستراليا	41.8 -	03.6-	44.9-	4.7+
النمسا	11.4 -	17.6 -	5.8-	0.7+
بلجيكا	23.2-	15.5-	18.9-	3.1-
كندا	22.5-	4.00+	22.9-	10.4+
الدنمارك	12.5-	4.5-	7.3-	15.5+
فرنسا	22.9-	37.8-	19.5-	13.9-
ألمانيا	22.3-	26.8-	17.1-	22.7-
هونغ كونغ	45.8-	11.3-	45.8-	11.00-
ايرلندا	29.6-	12.3-	25.4-	4.7+
إيطاليا	16.3-	32.4-	12.9-	22.3+
اليابان	12.8-	8.5+	7.7-	41.4+
ماليزيا	39.8-	6.9+	49.3-	11.7+
المكسيك	35.00-	0158.9+	37.6-	5.5
هولندا	23.3-	18.9-	18.1-	0.3+
نيوزيلندا	29.3-	28.7-	36.00-	23.8-

الجدول رقم (2-1): نسب التغيرات في قيم مؤشرات 22 دولة في أكتوبر 1987 [80] ص: 590.

من خلال الجدول نلاحظ ما يلي [80] ص: 590:

- خلال عام 1987 لم يبدو أيّ اتساق في اتجاه التغيير في أسعار السوق، فبعضها كان موجبًا والآخر سالبًا، أما في شهر أكتوبر الّذي حدثت فيه الأزمة فقد أخذت الأسعار في الاتجاه النزولي؛
- بمقياس الدولار، كان أداء سوق اليابان خلال عام 1987 متميزًا، إذ سجل فيه المؤشر ارتفاعًا بلغ 41.4%، أما أسوء أداء فقد كان لسوق نيوزيلندا، حيث سجل المؤشر انخفاضا نسبته 23.7%؛

- بالنسبة للمكسيك أظهر المؤشر المحسوب على أساس الدولار لعام 1987، تحسنًا ضئيلاً 5.5% بالمقارنة مع التحسن المحسوب على أساس العملة المحلية 158.9%، ويرجع الفرق لتدهور قيمة العملة المحلية؛

- كان التدهور في قيم المؤشرات في شهر أكتوبر عامًّا، ومع هذا فقد كان الانخفاض بالعملة المحلية والدولار عند حده الأدنى في النمسا، الدنمارك واليابان، بينما كان في حده الأقصى في أستراليا وبعض دول آسيا، ونقصد بها هونغ كونغ، سنغافورة وماليزيا؛

- بترتيب الدول تصاعديًا، من حيث نسبة الانخفاض في قيم المؤشرات في شهر أكتوبر، يأتي ترتيب الولايات المتحدة الأمريكية الخامس عند حساب قيم المؤشرات بالعملات المحلية، بينما يأتي ترتيبها الحادي عشر عند حساب قيم المؤشرات بالدولار.

2.2.2. تشخيص الأزمة.

كأي ظاهرة وكسابقاتها من الأزمات، فإن الأزمة المالية 1987 تهيأت لها عدة أسباب تفاعلت فيما بينها وتفاقمت عبر الزمن فأدت إلى انفجارها، وهذا الانفجار خلف الكثير من الآثار السلبية على نواحي الحياة المختلفة، المالية، الاقتصادية، السياسية والاجتماعية...

1.2.2.2. أسباب الأزمة.

الأزمة الماليّة لسنة 1987 ساهمت في حدوثها عدة أسباب كما ساعدت هذه الأسباب في عمقها وانتشارها، من بينها ما يلي:

1.1.2.2.2. ارتفاع أسعار الأوراق الماليّة بمعدلات كبيرة.

عرفت أسعار الأوراق الماليّة ارتفاعاً كبيراً منذ 1982، بسبب إقبال المستثمرين على شراء الأوراق الماليّة، كما انتقل المدخرين من الاستثمارات الحقيقة إلى الاستثمارات الماليّة بغرض المضاربة وتحقيق أرباح رأسمالية، ففي بورصة نيويورك نمت الأسعار خلال الفترة الممتدة من 1982 إلى 1987 بحوالي 250%، وفي بورصة طوكيو بحوالي 287%، وفي بورصة لندن 253%، وقد عبر بعض المحللين على أن هذه الأزمة، ما هي إلاّ تصحيح للأسعار لوقف الارتفاع الجامح جدًا [82] ص ص: 138، 139 ؛

2.1.2.2.2. ارتفاع أسعار الفائدة.

لجأ البنك الفيدرالي الأمريكي إلى رفع أسعار الفائدة على سندات الخزينة، من 8,25% إلى 9,75%، من أجل تمويل عجز موازنة الحكومة الأمريكية، ممّا أدى إلى انفجار حرب أسعار الفائدة دوليا، حيث أقدمت كل من اليابان والدول الأوربية على رفع أسعار فوائدها على الودائع والسندات، لمنع هجرة رؤوس الأموال، الأمر الّذي دفع بالمستثمرين بالاتجاه إلى الاستثمار المالي، بدلاً من الاستثمار الحقيقي [83] ص: 06 ؛

3.1.2.2.2. اعتماد الأسواق الماليّة الدولية على التكنولوجيا.

إن الأسواق الماليّة في الدول المتقدمة، تعتمد على أجهزة الكمبيوتر، وبرمجتها على عمليات البيع والشراء، حيث يقوم الكمبيوتر بإصدار أوامر البيع وتوضيح أهم التغيرات الّتي ستحدث، وفي أعقاب الإعلان عن عجز الميزان التجاري الأمريكي لعام 1987، والّذي بلغ 15,8 مليار دولار، وتفاعل كل هذا مع أجهزة الكمبيوتر، حيث حدث عرض كبير للأسهم، أدى إلى زيادة العرض على الطلب، ممّا خلق حالة من القوة وزيادة الانهيار [84] ص: 38 ؛

4.1.2.2.2. وجود المضاربين.

حيث قام المستثمرون ببيع أسهمهم، لتقليل أو تغطية خسائرهم، ممّا زاد من عرض الأسهم، ومن ثم تدهور أسعارها؛

5.1.2.2.2. اتفاقية اللوفر.

لقد وقعت الدول السبع الصناعية، هذه الاتفاقية في فبراير 1987، حيث تلتزم بموجبها هذه الدول بحدٍّ أعلى، وحدٍّ أدنى لسعر صرف الدولار، مقابل العملات الأخرى، هذا وقد أعربت كل من أمريكا، اليابان وألمانيا، عن قلقهم اتجاه هذه الاتفاقية في ضوء محاولات البعض للتخلص منها، وعدم الالتزام ببنودها، لشعورهم بعدم تحقيق التوازن المطلوب بين مصالح هذه الدول؛

6.1.2.2.2. الخوف من مواجهة شاملة في منطقة الخليج.

يرى بعض المحللين أن قصف الأسطول الأمريكي، لمنطقتي نفط إيرانيتين يوم 19 أكتوبر 1987، نتيجة التحرشات الإيرانية، بناقلات نفط من جنسيات مختلفة، وبذلك كان الخوف من مواجهة شاملة في منطقة الخليج، إحدى أسباب انهيار الأسعار في ذلك اليوم؛

7.1.2.2.2. العجز في الميزان التجاري الأمريكي.

إن هبوط سعر صرف الدولار الأمريكي، ما بين (1985[1987) بنسب متفاوتة، تتراوح ما بين 42% و26%، كان من المفروض أن يخفف العجز في الميزان التجاري، كما يجب أن يعزز من قدرة البضائع الأمريكية، على منافسة مثيلاتها اليابانية والأوروبية في الأسواق العالمية، إلاّ أنّ ما حدث كان عكس ذلك، حيث بلغ العجز في الميزان التجاري، حتى نهاية شهر أوت من عام 1987، حوالي 114مليار دولار، مقابل 109 مليار دولار في عام 1986 لنفس الفترة، وهذا طبعا من الأمور المحيرة في رأي الخبراء الأمريكيين [85] ص ص: 69] 71 ؛

8.1.2.2.2. تدهور سعر صرف الدولار مقابل العملات الرئيسية.

لقد انخفض سعر الدولار الأمريكي، منذ 1985 حتى قبل وقوع الأزمة في أكتوبر 1987 بنسب عالية ومتفاوتة مقابل العملات الرئيسية، حيث بلغت نسبة الانخفاض 42% مقابل الين الياباني، 39% مقابل المارك الألماني، 32% مقابل الفرنك الفرنسي، و26% مقابل الجنيه الإسترليني لنفس الفترة، ولقد كان أحد أسباب رفع سعر الفائدة على الودائع بالدولار [86] ص: 18.

2.2.2.2. نتائج الأزمة.

مقارنة مع بدايات أكتوبر 1986، فإن مؤشرات أسعار الأوراق الماليّة عند بداية أكتوبر 1987، قد توجهت نحو الصعود، حيث سجلت زيادة في كل من اليابان، والمملكة المتحدة بما يقارب 48%، وكان بالولايات المتحدة الأمريكية تقدر بـ 43%، بينما سجلت أدنى مستوياتها في كل من فرنسا وألمانيا، بحوالي 6% و1% على التوالي. ويتضح أن انهيار الأسعار في أزمة أكتوبر 1987، كان أشد وأعنف من الأزمة الاقتصادية الكبرى عام 1929، ذلك لأنها تجاوزتها من حيث خسائر الثروات إلى ما يقارب الضعف [87] ص: 279. وتشير تقديرات بعض الاقتصاديين إلى أن الحجم الكلي للخسائر على مستوى البورصات الدولية قد تجاوز 2.000 مليار دولار. وكان من نتائج انهيار البورصات انخفاض الاستهلاك والاستثمار من جانب القطاع العائلي والمؤسساتي، ومن ثم انخفاض الانتاج وهبوط معدل النمو الاقتصادي. والجدول الموالي يوضح خسائر الثروات نتيجة انهيار مؤشرات الأسواق الماليّة:

الدولة	خسائر الثروات	رأس المال السوقي 1987/09/30	الدولة	خسائر الثروات	رأس المال السوقي 1987/09/30
الو.م.أ	690	3170.9	تيلاندا	1.7	5.9
اليابان	348.5	2764.1	إيطاليا	19.2	127.1
بريطانيا	2.7	815.9	بلجيكا	51.7	50.3
أستراليا	83.8	208.3	السويد	14.2	73.8
كندا	60.1	266	المكسيك	11.7	30.1
ألمانيا الغربية	55.9	2511	سنغافورة	11	26.9
فرنسا	49.4	196.7	النرويج	5.2	17.3
هونغ كونغ	41.8	96.7	نيوزيلندا	4.6	14.8
سويسرا	37.7	163.4	الدنمارك	2.1	20.6
هولندا	24.7	100.1	فلندا	1.7	19.7
اسبانيا	25.5	88.4	المجموع	171,5	8507,1

جدول رقم (2- 2): خسائر الثروات على اثر انهيار أسعار البورصات في شهر أكتوبر 1987 (مليار دولار) [88] ص: 184.

أدت الأزمة إلى منع الكونغرس الأمريكي التداول على الأوراق المالية التي تعرف أسعارها تغيرات غير طبيعية في الاتجاهين. لقد أظهرت الأزمة وبشكل جلي الترابط الموجود بين الأسواق المالية الدولية، وبين الأنواع المختلفة لها (سوق العملة، أسعار الفائدة، الأسهم)، وأي اختلال في أحدها يؤثر على باقي الأسواق الأخرى بفعل العدوى [89] ص ص: 17] 21.

وبالرغم من أن الاقتصاد العالمي قد استعاد عافيته، بحيث لم يتسبب هذا الانهيار في الحد من استهلاك العائلات على النحو الّذي يتقلص معه حجم الاستثمار لقلة الادخار، ممّا كان يمكن أن يساعد على انتشار البطالة والكساد، وقد تمكنت البورصات بعد ذلك من استعادة أنفاسها، من خلال العودة إلى مستويات الأسعار الّتي كانت قبل الانهيار، وذلك بعد أشهر قليلة فقط.

3.2.2. إدارة الأزمة.

حاول الكثير من الباحثين تحليل الأزمة المالية لسنة 1987، وقد اختلفت هذه التفسيرات من باحث إلى آخرى حسب انتماءاتهم الفكرية وتوجهاتهم، كما توالت محاولات الحكومات التي مستها الأزمة للحد من آثارها باعتماد عدة برامج إصلاح. هذه البرامج كانت في الغالب مستمدة من الفكر الاقتصادي السائدة في تلك المرحلة وعلى الحلول التي يقترحها لتجاوز الأزمة.

1.3.2.2. تحليل الأزمة.

اختلف الباحثين في تفسيرهم للأزمة المالية التي حدثت في أكتوبر 1987، بحيث قدموا آراء مختلفة حول طبيعتها وأسبابها، ومبين هذه الآراء:

1.1.3.2.2. الأزمة هي انعكاس لردود أفعال مبالغ فيها.

ويقصد بها أن أي موجة من أوامر الشراء يصاحبها موجات متتالية من أوامر الشراء، وأن موجة من أوامر البيع يصاحبها موجات متتالية من أوامر البيع. وعليه فإن الأزمة لا تعدوا أن تكون سلسلة من التصرفات غير الرشيدة للمتعاملين في السوق المالي. فالموجة الأولى من أوامر البيع حركت السوق إلى المزيد من أوامر البيع حتى انتهى الأمر إلى انهيار الأسعار.

هذا التفسير يتوافق مع فرضية عدم رشادة المتعاملين في السوق "نظرية الغباء الأعظم"، وهو يتعارض مع النظرية الاقتصادية التي تقر برشادة غالبية المتعاملين. فردود الأفعال المبالغ فيها من قبل قلة من المتعاملين غير الرشيدين ينتهزها المستثمر الرشيد ليجني من ورائها أرباحا، ويساهم في نفس الوقت في إعادة التوازن إلى السوق المالي. وهذا السيناريو لم يحدث خلال هذه الأزمة بحيث استمر تدهور الأسعار في كثير من الأسواق لعدة شهور [80] ص ص: 594- 597.

2.1.3.2.2. الأزمة نتيجة عدم كفاءة السوق.

إن الانخفاض الشديد الذي حصل في الأسعار يعزى إلى ورود معلومات عن تردي متوقع للأوضاع الاقتصادية في الولايات المتحدة وفي مقدمة تلك الأوضاع ارتفاع أسعار الفائدة. إذ تسبب ارتفاع أسعار الفائدة طويلة الأجل في إرباك سوق السندات وأخذت أسعار الأسهم في الانخفاض أيضاً، إلا أن الذي زاد من مخاوف المستثمرين هو الإعلان عن إحصائيات جديدة تبين أن العجز التجاري الأمريكي قد توسع بشكل كبير لم يكن متوقعاً إذ بلغ 16,5مليار دولار خلال شهر أوت عام 1987، فكان الاستنتاج بأن الولايات المتحدة ستعمل على زيادة الصادرات وتخفيض الواردات عن طريق

تخفيض قيمة الدولار في أسواق الصرف الدولية، هذا التوقع من شأنه أن يقلل من قيمة الموجودات المقيمة بالدولار لدى المستثمرين الأجانب [90] ص: 92.

وهذا ما أشار أليه Mandelbrot من أن التنبؤ الرشيد بالظروف الاقتصادية المستقبلية يعتمد على الظروف الاقتصادية الحالية، وبالتحديد إذا كانت الحالة الجيدة (أو السيئة) التي يتمتع بها الاقتصاد لها جذور بالماضي فمن المعقول أن نتوقع استمرار تلك الحالة في المستقبل، وعند توقع استمرار الحالة الاقتصادية الجيدة فإن أسعار الأوراق المالية سوف تكون أعلى نسبياً عما كان ينبغي أن تكون عليه في ضوء الأرباح أو التوزيعات المتوقعة، إذ أن الأسعار لا تعكس فقط تلك الأرباح أو التوزيعات بل تعكس أيضا التفاؤل باستمرارية الحالة الاقتصادية الجيدة [91] ص: 255.

وفقاً لذلك فإن ورود معلومات اقتصادية من شأنه أن يغير التوقعات بشأن الحالة الاقتصادية من حالة جيدة إلى حالة عادية، وهذا سيجد صداه في حصول انخفاض كبير في أسعار الأوراق المالية، وسيكون الانخفاض أكبر إذا كانت المعلومات الواردة تدل على تحول الحالة الاقتصادية من حالة جيدة إلى سيئة [62] ص: .90

3.1.3.2.2. الأزمة عبارة عن تصحيح لأوضاع سابقة.

كانت أسعار الأسهم في السوق أعلى كثيرا مما كان من المفروض أن تكون عليه، وبذلك فإن الأزمة هي عبارة عن تصحيح للمسار. فقد ارتفعت الأسعار خلال ثلاثة أشهر الأخيرة قبل الأزمة بنسبة 21%، وخلال تسعة أشهر السابقة للأزمة بنسبة 42%، وعليه فإن الانخفاض الذي حدث خلال يومي 19 و20 أكتوبر والذي بلغ 23% يعتبر كعملية تصحيح للارتفاع السابق.

حتى بالنسبة للأسهم التي تمتاز بانخفاض معامل بيتا (الأسهم الدفاعية)، فإن أسعارها انخفضت خلال الأزمة وبنسبة 17% وبالمقارنة مع نسبة الانخفاض الكلي في السوق فتعتبر نسبة كبيرا جدا، ولو لم يكن ما حدث بمثابة تصحيح للأوضاع السابقة، لكانت نسبة انخفاض الأسهم الدفاعية أقل من ذلك [80] ص: .597

2.3.2.2. السياسات الحكومية في إدارة الأزمة.

أوقفت التعامل في العديد من الأسهم يوم الثلاثاء 20 أكتوبر 1987 في بورصة نيويورك، وفي أسواق الاختيار والعقود المستقبلية، وللخروج من الأزمة فقد تدخلت الشركات الكبيرة لإعادة شراء أسهمها. وفي محاولة منه للحد من تراجع الأسواق المالية، ومنع انتقال العدوى إلى الاقتصاد

الحقيقي، عمد الاحتياطي الفدرالي إلى ضخ السيولة في النظام المالي لإرجاع الثقة إلى الأسواق المالية. بحيث أصدر بيانا يشير فيه إلى دعم سيولة السوق، عن طريق اتباع سياسة السوق المفتوحة، بحيث قام بتخفيض سعر الفائدة على السندات الحكومية من 7,5% إلى 7%.

كما عمل الاتحاد الفدرالي البنوك والشركات الاستثمارية على توفير الائتمان اللازم لدعم احتياجات السيولة، وتمويل الوسطاء الماليين بحيث ارتفعت القروض الممنوحة للشركات الناشطة في الأسواق المالية من 200 مليون دولار قبل الأزمة إلى 400 مليون دولار ثم إلى 1,4 مليار دولار خلال فترة الأزمة. كما استعمل السندات الحكومية على ضمان اتفاقيات عمليات الشراء وعلى كل العمليات المالية الأخرى [89] ص ص: 17- 21.

بعد الانخفاض الحاد الذي عرفته أسعار الأسهم في بورصة "هونج كونج"، تم تعليق التعاملات فيها لمدة أسبوع اعتبارا من 19 أكتوبر، ولكن بعد افتتاحها واصلت الأسهم في الانخفاض. وقد أسهمت البنوك الناشطة في "هونج كونج" مع مساعدة الحكومة وبنك الصين بمبلغ 4 مليار دولار لتخليص البورصة من أزمتها.

دعي المستثمرون اليابانيون من قبل الحكومة لدعم أسعار الأسهم في "طوكيو"، ولتمويل مشترياتهم عمدوا إلى بيع أوراقهم المالية من دول أخرى، لزيادة السيولة وتدعيم أسعار الأسهم في بورصة "طوكيو". ولكنه في نفس الوقت زاد من مصاعب الأسواق المالية في الدول الأخرى.

عملت البنوك المركزية في كل من الولايات المتحدة الأمريكية، اليابان، فرنسا، ألمانيا الاتحادية وبريطانيا على خفض معدلات الفائدة، والعمل على توفير السيولة اللازمة من أجل تدعيم البورصات [20] ص ص: 312، 313.

نظرا للارتفاع الكبير في أسعار بعض الأوراق المالية قبل الأزمة بفعل السلوك المضاربي، والذي كان من بين أهم الأسباب التي فجرتها، وضع الكونغرس الأمريكي خطة الصمامات " Coupe circuit"، والتي بمقتضاها منع تداول أي ورقة مالية تعرف أسعارها تغيرات بأكثر من 10% في الاتجاهين (انخفاضا أو ارتفاعا)، وهذا اعتبارا من سنة 1988، للحد من النشاطات المضاربية، والحد من آثار الذعر المالي في الأسواق [92] ص: 18.

تعتبر اتفاقية اللوفر من بين الأسباب التي أدت كذلك إلى تفجير الأزمة، والتي بمقتضاها استفاد الدولار الأمريكي من حماية ودعم في سعر صرفه مقابل العملات الأخرى، فأدى ذلك إلى إلغائها من طرف رؤساء وزراء مجموعة G7.

أقرت مجموعة العشرة G10 اتفاقية بازلت الأولى عام 1988، بحيث أقرت لجنة بازل معيارا موحدا لكفاية رأس المال ليكون ملزما لكافة البنوك العاملة في النشاط المصرفي، كمعيارا دوليا أو عالميا للدلالة على مكانة المركز المالي للبنك، ويقوي ثقة المودعين فيه من منظور تعميق ملاءة البنك، وأقرت اللجنة في هذا الصدد "ratio Cooke" التي بمقتضاها أصبح يتعين على كافة البنوك العاملة أن تلتزم بأن تصل نسبة رأسمالها إلى مجموع أصولها الخطرة بعد ترجيحها بأوزان المخاطرة الائتمانية إلى 8 % كحد أدنى [59] ص: 36.

ومع سقوط جدار برلين في 1989، وظهور الدول الصناعية الجديدة خاصة الصين، وزيادة عولمة الأسواق. بدأت مرحلة نمو جديدة وبشكل لم يشهد لها مثيل في تاريخ البشرية من قبل.

3.3.2.2. إدارة الأزمة في الفكر الاقتصادي.

تميزت الأزمات المالية ما قبل الحرب العالمية الثانية بنقص الطلب الفعلي، فالأزمات المالية بعدها عرفت المشكلة العكسية بزيادة الطلب الفعلي وظهور المشكلات التضخمية، وعرفت الأزمات خلال هذه الحقبة بظهور التضخم إلى جانب الركود بما يسمى "الركود التضخمي"، وهذا ما عجزت النظرية الكينزية عن تفسيره، فظهرت نظريات أخرى حديثة لتفسير هذه الأزمات وتقديم الحلول اللازمة لها.

من بين أبرز المدارس التي كانت سائدة خلال الأزمة المالية 1987 هي المدرسة النقدية لميلتون فردمان، بحيث بينت دراساته وجود ترابط بين الكساد والانتعاش الاقتصادي من ناحية، وبين التضييق والتوسع في عرض النقود من ناحية أخرى، ففي كل الحالات التي ظهر فيها التضخم زاد العرض النقدي، وعلى العكس فإن عرض النقود ظل شحيحا في كل أوقات الأزمات الاقتصادية. وانتقد النقديون إدارة الأزمات عن طريق السياسة المالية، وبخاصة عجز الموازنة، فهم يرون أنه إذا لم يقابل عجز الموازنة بزيادة عرض النقود، فإن زيادة الإنفاق الحكومي سياقبلها نقص في الإنفاق الخاص، وبذلك تزاحم النفقات العامة النفقات الخاصة، ولا يحدث أي أثر إضافي على الطلب ما لم يزد عرض النقود. وبذلك ينتهون إلى أن الاستقرار الاقتصادي يتطلب زيادة عرض النقود بنسبة ثابتة أو مستقرة تتفق مع معدل النمو الاقتصادي [77] ص ص: 156، 157.

عندما تعرض زعيم النقودية "ميلتون فريدمان" للأزمة الاقتصادية العالمية نظر إليها على أنها في الأساس أزمة تجارة دولية، ناجمة عن تمترس الدول وراء إجراءات الحماية – أيا كانت مبرراتها – وتدخل البنوك المركزية في تحديد أسعار الصرف الأجنبي ومعدلات الفائدة، إذ أدى ذلك التدخل إلى

عرقلة هذه الأسعار عن أداء وظائفها في تعديل الأسواق. وبالتالي فإن الأسعار المصطنعة راكمت الاختلالات البسيطة في الأسواق، إلى أن تحولت إلى اضطرابات حادة مزمنة ومركبة، اتخذت طابعا عالميا بسبب العلاقات التبادلية بين الأسواق، فسميت بـ"الأزمة الاقتصادية العالمية". ولمعالجة هذه الأزمة يشدد فريدمان على ضرورة إلغاء كل الحواجز المفروضة على التجارة الدولية، وترك أسعار الصرف ومعدلات الفائدة تتحدد وفقا لظروف الأسواق المحلية، وبما تقتضيه أوضاع موازين المدفوعات.

وتشكل عجوزات موازين مدفوعات الدول النامية – بالنسبة للنقوديين – أساس الأزمة الاقتصادية العالمية، لأن أسواقها أكثر تشوها من أسواق الدول المتقدمة بسبب التدخل الحكومي القوي في التأثير في متغيرات الأسواق السلعية والنقدية العالمية. وبالتالي تعرضت اقتصاديات الدول النامية للعديد من المتاعب، كاضطرابات أسعار الصرف وتفاقم المديونية الخارجية.

3.2. أزمة النمور الأسيوية.

عرفت الدول النامية خاصة في تسعينيات القرن الماضي وبداية القرن الحالي، الكثير من الأزمات المالية، التي أثرت بشكل كبير على اقتصادياتها، وعطلت برامج التنمية لديها. من بين أهم هذه الأزمات، الأزمة المالية التي عرفتها دول جنوب شرق آسيا، بحيث تحولت تجربتها التنموية وما حققته من تطورات اقتصادية ورفاهية لشعوبها، إلى أزمة دمرت ما حققته هذه التنمية، وما زاد من شدتها برامج الإصلاح التي قدمها صندوق النقد الدولي، وانعكاساتها على النشاط الاقتصادي وخاصة على الجانب الاجتماعي.

1.3.2. تقديم الأزمة.

عرفت دول جنوب شرق آسيا مرحلة من النمو الاقتصادي، بحيث عاشت في ثمانينات وتسعينات القرن الماضي تجربة تنموية فريدة من نوعها، ولكن سرعان انهارت اقتصادياتها، وتحول النمو إلى أزمة، وانتقلت هذه الأزمة بفعل العدوى بين بلدان النمور الأسيوية في البداية، ثم انتقلت إلى اقتصاديات أخرى متقدمة ونامية.

1.1.3.2. التجربة التنموية في دول شرق آسيا.

استطاعت دول جنوب شرق آسيا أن تقفز من قائمة أفقر دول العالم لتصل إلى مصاف الدول الصناعية، حيث كان لعملية التحديث والنمو التي بدأت منذ عقد السبعينيات أثرها في إحداث أسرع

زيادة في دخل أكبر عدد من السكان في هذه الدول، فاستحقت هذه التجربة التنموية الفريدة الغنية أن تكون محط أنظار العالم، ومحور اهتمام الاقتصاديين في العالمين النامي والمتقدم على حد سواء، وأن توصف عن جدارة بالمعجزة الأسيوية [93] ص: 09. ويقصد بالنمور الأسيوية التقليدية (كوريا، هونج كونج، سنغافورة، وتايوان) والنمور الأسيوية الحديثة (ماليزيا، اندونيسيا، تايلاند، والفلبين).

عرفت التنمية الاقتصادية في آسيا عدة مراحل. فإنطلاقا من اليابان (منذ حوالي قرن)، وصولا إلى الصين حاليا، كان نموذج التنمية المتبع متشابه إلى حد كبير، فقد كان يعتمد دوما في بادئ الأمر على تصدير منتجات ذات كثافة من حيث استعمال اليد العاملة (النسيج ، صناعة مصغرة) والتي سرعان ما تنتقل شيئا فشيئا إلى منتجات أكثر تعقيدا لاسيما مع الميل إلى الصناعة "الثقيلة" [94] ص: 03.

اتسمت الفترة 1965 إلى 1985 بهيمنة الحكومة على القطاع المالي وفرضها القيود على أسعار الفائدة وتدفقات رأس المال الداخلة والخارجة وغيرها، فكانت الانطلاقة ناجحة ومميزة من خلال النتائج التي تحققت وكانت مثيرة للإعجاب، الأمر الذي نال اهتمام وإعجاب الكثير من الاقتصاديين فيما يتعلق بالنمو المطرد الذي حققته هذه البلدان. بحيث انتقل معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي في كل من تايلاند وماليزيا من (3.2%، -0,1%، -0,6%) إلى (10.1%، 11.6%، 8.0%) على التوالي. ولقد ساعدها في ذلك التدفقات المالية الخارجية، وانخفاض أسعار الطاقة والمواد الأولية، بالإضافة إلى ظروف الحرب الباردة [95] ص: 89.

كما عرفت المرحلة من 1985 إلى 1996 بتحرير القطاع المالي والمصرفي وتقوية دوره في تنشيط النمو الاقتصادي، أدى تحديد آليات السوق لأسعار الفائدة إلى خلق سعر فائدة غير مبالغ فيه، وبالتالي ازدادت معدلات الادخار، ومن ثم الأموال المعدة للإقراض والاستثمار، وبذلك ازداد الناتج القومي وتحققت وظيفة القطاع المالي في تجميع الأموال وتوجيهها نحو الاستثمارات المربحة. والجدول الموالي يبين حجم الانجاز الذي حققته هذه الدول، من خلال بعض المؤشرات الاقتصادية الكلية.

البلد	السنة	متوسط نمو PIB	نسبة الاستثمار إلى PIB	نسبة عجز الموازنة إلى PIB	معدل التضخم
ماليزيا	90-85	%5,9	%28	%-6	%1,6
	95-90	%8,9	%36	%0	%4,1
تايلاند	90-85	%9,1	%28	%-1	%4
	95-90	%8,9	%40	%3	%5
الفلبين	90-85	%2,7	%19	%-3	%10
	95-90	%2,4	%22	%-1	%11
إندونيسيا	90-85	%5,6	%32	%2	%8
	95-90	%7,1	%34	%1	%10
كوريا الجنوبية	90-85	%9,5	%31	%0	%5
	95-90	%7,8	%37	%0	%7

الجدول رقم (2- 3): المؤشرات الاقتصادية الكلية في دول النمور الأسيوية (1985 - 1995) [93] ص ص: 10، 11 (بتصرف).

كانت النتائج مثيرة للإعجاب وإنَّ الأداء الاقتصادي لهذه البلدان كان بارزاً خلال المرحلة أي إلى العام 1996 وهي الفترة التي سبقت حدوث الأزمة الأسيوية 1997-1998. كما سجلت البلدان الأسيوية عموما خلال هذه المرحلة نمواً بلـغ نحو 6% في المتوسط وهو ما يناهز في سرعته ضعف سرعة نمو بقية دول العالم أي أكثر من مرة ونصف من سرعة نمو الولايات المتحدة الأمريكية. وتمثل البلدان الأسيوية حاليا نحو ربع الاقتصاد العالمي من ناحية الحجم والنمو الاقتصادي الحديث، وبلغ معدل نمو البلدان الأسيوية للفترة 1950]1997 تقريباً ضعف متوسط نمو باقي دول العالم، وارتفعت حصة أسيا في التجارة العالمية خلال الفترة 1960-2005 من 11% إلى 26% [96] ص: 10.

2.1.3.2. بوادر الأزمة.

رغم النجاح الباهر الذي عرفته التجربة التنموية لدى النمور الأسيوية، إلى أنه في أواسط التسعينات ظهرت بعض العوامل التي سرعان ما أثرت سلبا على الثقة التي وضعها المستثمرين في هذه البلدان وأدت إلى ظهور الأزمة. إن تراجع الصادرات وبداية ظهور العجز قد يشكل الارهاصات الأولى للأزمة الأسيوية، لاسيما إذا علمنا أن في دول جنوب شرق آسيا تشكل الصادرات ما قيمته 40% من الناتج الداخلي الإجمالي. كذلك، فمع تنامي مستوى العجز الجاري فقد أصبح في بعض

البلدان يمثل ما قيمته 8% من الناتج الداخلي الإجمالي وهو نفس المستوى الذي سجل في المكسيك قبيل الأزمة المالية سنة 1994. وقد سجلت هذه الحالة خاصة في تايلاندا، وهو البلد الذي انطلقت منه الأزمة لتعم باقي دول المنطقة.

بدأت الأزمة المالية بأزمه عقاريه، ومن ثم تدهور في ميزان المدفوعات والميزانية العامة للدولة، ومعه ارتفاع الدولار المثبت به عملات النمور الآسيوية، الأمر الذي قاد إلى تدهور الصادرات لارتفاع تكلفتها. فعندما بدأت سوق العقارات تتعثر وطفرة التصدير تنحسر، فإن كاهل المؤسسات المالية في المنطقة قد أثقل بمستويات هائلة من القروض عديمة العوائد، وأعطيت الإشارة للذعر المالي وهروب رؤوس الأموال. وكان المقترضون المحليون واثقين من استقرار العمله مما جعلهم يلجؤون إلى القروض قصيرة الأجل لتمويل الاستثمارات طويلة الأجل، هذه كانت أشكال متقلبة لرأس المال، وعندما تلاشت فقاعات الثقة بسبب عجز ميزان المدفوعات، أصبح هروب رؤوس الأموال مفاجئا ومدمرا، الذي أحدث حالات متزايدة من إفلاس الشركات، وإرتفاع نسبة القروض المعدومة في الأنظمة المصرفية، فانهارت المصارف [68] ص: 66.

بدأت بوادر الأزمة في شكل انخفاض أرباح الكثير من الشركات، مما أثر على سوق الأسهم التايلاندية التي انخفضت أسعارها بأكثر من 40%، وانخفض مؤشر الأسهم من 1415 نقطة في فيفري 1996 إلى 800 نقطة قبل نهاية السنة، وهو ما أدى إلى انخفاض عائدات الشركات المدرجة فيه وارتفاع مديونياتها من العملة الأجنبية قصيرة الأجل، بحيث وصلت ديون تايلاند إلى حوالي 90 مليار دولار، أي ثلاثة أضعاف احتياطاتها من العملات الأجنبية [20] ص ص: 317، 318.

عملت الحكومة التايلاندية على حماية عملتها بالدفاع عنها لمدة طويلة، وهذا ما أدى إلى استنزاف احتياطاتها من العملات الأجنبية، وقررت في 2 جويلية 1997 تعويم عملتها والتخلي عن ربط "الباهت" بالدولار الأمريكي. وهذا ساهم في استمرار تهاوي عملتها إلى مستويات قياسية. وكانت لهذه الأحداث تأثير على الدول المجاورة لها، وبدأت تتزعزع الثقة في اقتصاديات هذه الدول وفي حقيقة التنمية التي عرفتها في السنوات الأخيرة، وعاشت نفس الظروف التي مرت بها تايلاند والتي سبق الإشارة إليها.

لقد أفقدت هذه الظروف النمور الأسيوية وخلال أشهر قليلة من 40% إلى 50% من ثروتها، الأمر الذي ألغى ثمار سنوات من المثابرة والعمل الدؤوب، مما يهددها باضطرابات سياسية وتصدعات اجتماعية، نتيجة الاستمرار بأمركة هذه البلدان، وفرض ثقافة "الماكدونالد" و"الهارد

روك" على مجتمعاتها، وإغراقها بالديون السهلة القصيرة الأجل للقطاعيين العام والخاص. وصولا إلى أبناء الطبقة الحاكمة في عملية إفساد مخططة قد أوقعها في فخ أزمتها المالية [97] ص: .29

3.1.3.2. حدوث الأزمة.

بدأت الأزمة من تايلاندا، في يوم الاثنين 02 أكتوبر 1997، حيث أعلنت بعد فشلها في الحفاظ على قيمة عملتها عن تعويمها، وانخفضت قيمة "الباهت" بنسبة 20%، بسبب تراجع الاحتياطات من العملات الأجنبية، ثم انتشرت إلى باقي دول المنطقة، حينما سجلت أسعار الأسهم فيها معدلات منخفضة بشكل كبير، فانخفض مؤشر "HANG.SENG" بحوالي 211 نقطة، في حالة هي الأولى من نوعها منذ أكثر من ثلاثين سنة، وانخفضت مؤشرات باقي بورصات دول المنطقة، بسبب الروابط القوية بين اقتصاديات هذه الدول [98] ص: 233.

ومع نهاية عام 1997، انخفض "الوون" الكوري الجنوبي بحوالي 50% مقابل الدولار، وبنفس النسبة انخفض رأس المال السوقي لبورصة كوريا الجنوبية، ممّا أدى إلى خروج المستثمرين الأجانب من كوريا. وفي ماليزيا انخفض مؤشر البورصة بحوالي 41,5%. وفي سنغافورا انخفضت عملتها بـ25%، ومؤشر البورصة بـ24,7%. ونفس الأوضاع سادت في أندونيسيا، حيث فقد "الروبية" أكثر من 27% من قيمته، ومؤشر بورصتها انخفض بحوالي 46,3%، كما تعرض سوق الأسهم في هونغ كونغ، لانخفاض حاد فقد من خلاله مؤشر البورصة 6% من قيمته، وقد امتد نطاق الأزمة في دول شرق آسيا، ليصل إلى أجهزتها المصرفية، حيث كان الوجه الآخر لانهيار أسعار الصرف وأسعار الأسهم، هو تصاعد حجم الديون المعدومة، ولم يتوقف الأمر عند هذا الحد، بل امتدت تأثيرات الأزمة لتشمل القطاع الحقيقي الّذي عرف تراجعًا في الإنفاق الاستثماري والإنفاق الاستهلاكي، ومن ثم أرباح الشركات وقيم أسهمها، الأمر الّذي انعكس سلبًا على أسعارها في سوق الأوراق الماليّة [99] ص ص: 181- 183.

ومن مظاهر الأزمة هذه الأزمة ما يلي [100] ص: 55:

- انهيار الأسعار في البورصات، ويتمثل ذلك في تراجع مؤشرات البورصات العالمية بنسبة عالية ومتدرجة؛
- انخفاض قيمة عملات دول الأزمة، مما يلقي بآثارٍ سيئة على اقتصادياتها بشكل عام وعلى التعامل في البورصات على الأخص، حيث سجل سعر الصرف "للبات" التايلاندي مقابل

الدولار الأمريكي تراجعا بلغ 30%، و"البيزو" الفلبيني بـ 11% و"الرنجيت" الماليزي بـ 9%؛

- تقلص حجم الاحتياطي النقدي الأجنبي نظرا لقيام دول الأزمة بسحب جزء من هذا الاحتياطي وشراء عملتها المحليه، لمحاولة الحفاظ على قيمتها حيث استخدمت تايلاند 23,4% مليار دولار أمريكي من أصل الاحتياطي لديها البالغ 30 مليار دولار، والفلبين وضعت أكثر من ستة مليارات دولار قبل أن تعومها؛
- رفع سعر الفائدة على العملة المحلية كإجراء آخر لحماية عملاتها، وما يؤثر ذلك على مجمل النشاط الاقتصادي، وتراجع أسعار الأسهم في البورصه، حيث ارتفعت الفائدة على سبيل المثال في الفلبين من 15% إلى 25%، وكذلك في تايلاند وصل سعر الفائدة إلى ما يزيد عن 30%؛
- غلق الكثير من البنوك، ففي أندونيسيا أغلق 16 بنكا، وفي تايلاند أغلق حوالي 30 بنكا.

2.3.2. تشخيص الأزمة.

لقد فاجأت الأزمة المالية في دول جنوب آسيا الجميع، فبعد التجربة التنموية التي عرفتها تحولت وفي ظرف وجيز إلى اختلالات هامة في البنية الاقتصادية، أدت إلى الأزمة، ويرجع هذا إلى عدة أسباب. ولقد أثرت هذه الأزمة على اقتصاديات هذه الدول، وانتقلت الآثار إلى المجالات الأخرى، كما تعدت تأثيراتها هذه الدول إلى دول العالم.

1.2.3.2. أسباب الأزمة.

هناك عدة أسباب أدت إلى حدوث الأزمة، نذكر أهمها فيما يلي:

1.1.2.3.2. التدفقات الرأسمالية ومشكلة التحرير المالي.

بعد الأداء المتميز الذي حققته اقتصاديات دول جنوب شرق آسيا خلال الحقبة التي سبقت الأزمة، تزايدت الاتجاهات التفائلية بشأن مستقبل المنطقة، فأرتفع معدل تدفق رؤوس الأموال للمنطقة من 1,4% من PIB خلال الفترة (1986 - 1990) إلى 6,7% خلال الفترة (1990- 1996). أدى تدفق رؤوس الأموال إلى حدوث تضخم في الأصول، وإفراط في الاستثمار وفي الإنتاج، والوقوع فريسة للقروض التجارية قصيرة الأجل وغير المضمونة [101] ص: 06. والجدول الموالي يبين التدفقات الرأسمالية إلى المنطقة.

		صافي التدفقات النقدية الخاصة	صافي الاستثمار الأجنبي المباشر	صافي الاستثمار المحفظي	صافي الاستثمارات الأخرى
تايلاند	91-83	5,7	1,3	0,8	3,6
	96-92	8,8	1,0	2,2	5,7
اندونيسيا	91-83	2,6	0,6	0,1	1,9
	96-92	4,8	1,8	0,7	2,3
ماليزيا	91-83	4,11	3,6	/	0,5
	96-92	10,5	6,5	/	4
كوريا الجنوبية	91-83	]0,4	0,1	0,3	]0,8
	96-92	3,2	]0,3	2,4	1,1
الفيليبين	91-83	]0,8	1	0,1	]1,9
	96-92	4,8	1,7	0,1	3

الجدول رقم (2- 4): التدفقات النقدية والاستثمارات الخاصة لدول شرقي آسيا (مليار دولار).

2.1.2.3.2. طبيعة تمويل البنوك وهيكل القروض.

كانت البنوك في بلدان الأزمة تعمل في ظروف وخصائص كانت من بين أكبر أسباب الأزمة، ومن بينها [102] ص ص: 424، 425:

- ضعف التركيبة المالية لكثير من البنوك والمؤسسات المالية والاقتصادية، ويظهر ذلك من خلال الاعتماد المفرط على الاستدانة بالعملة الأجنبية؛
- ضعف الرقابة المصرفية، مما أدى إلى استخدام رؤوس الأموال في مشروعات غير مدروسة؛
- انعدام الإفصاح ونقص الشفافية حول أداء الشركات والمؤسسات العامة؛
- استخدام قروض قصيرة الأجل في استثمارات طويلة الأجل، ومنح تسهيلات ائتمانية لقطاعات غير منتجة؛

3.1.2.3.2. أسعار الصرف.

من العوامل التي ساعدت على ظهور الأزمة الأسيوية، هو تماشي أسعار الصرف لأغلب عملات هذه الدول في خط مستقيم مع الدولار، أو مجموعة العملات التي يهيمن عليها الدولار، كما

أن هذا النظام أتاح بيئة مالية مستقرة وهذا ما شجع مصادر رأس المال الأجنبي على تقديم القروض والاستثمارات.

إن ربط معدلات أسعار الصرف الرسمية للعملات بالدولار كان له عيب رئيس، وهو أنه كلما تغيرت قيمة الدولار، كلما تغيرت قيمة هذه العملات بالنسبة للعملات الأخرى مثل الين الياباني والمارك الألماني، والتي لم تكن ترتبط بالدولار الأمريكي.

ولقد بدأت المشاكل في الظهور في نهاية سنة 1996 وبداية سنة 1997 عندما حادت قيم هذه العملات عن قيمها السوقية، فتأثرت صادرات هذه الدول وأصبحت أثمانها باهضة بشكل كبير، كما أن ضعف "الين" بوجه خاص قلل من منافسة منتجاتهم بالنسبة للمنتجات اليابانية. كل هذه المتغيرات أدت إلى زيادة في العجز التجاري، مما أحدث ضغوطا على أسعار الصرف [103] ص: .67

4.1.2.3.2. السلوك المضاربي.

يعمل المضاربون على تحقيق أرباح طائلة من أعمال غير منتجة، عن طريق تحريك أسعار العملات بقوة في اتجاهات يراهن عليها المضارب، باستعمال الاشاعات وإثارة موجات منظمة من البيع والشراء. وهو ما حدث لسوق الصرف في دول النمور الآسيوية خاصة في تايلاند، بحيث دار صراع كبير بين كبار المضاربين الدوليين في اقتصاديات شمال شرق آسيا، وفي أسوأ المجالات غير المنتجة وغير الأخلاقية. بحيث تم توظيف رؤوس الأموال المتاحة لاقتصاديات رأسمالية صاعدة في تجارة العملات بدلا من استخدامها في تمويل الاستثمارات المنتجة وحركة التجارة الفعلية، فعمت حالة من الاضطراب وعدم الاستقرار، وانتقلت مليارات من الدولارات من رصيد اقتصاديات هذه الدول إلى ثروة المضاربين [93] ص ص: 39، 40.

5.1.2.3.2. العوامل السياسية.

إن عدم الفصل بين المصالح السياسية وبين المصالح الاقتصادية للبلاد، وإنعدام الشفافية حول الروابط بين الحكومة ورجال الأعمال والبنوك، أدى إلى تشابك مصالح رجال الأعمال مع السلطة السياسية وفساد إداري وشيوع الكسب غير المشروع، فقد تدخلت الدول في آلية تقديم قروض من قبل البنوك إلى الحكومات بضمانات مشروعات غير مجدية اقتصاديا، ناهيك على أن الطاقم الإداري للمؤسسات المالية للدولة، كانت غير مؤهلة علميا[104] ص: 07.

أدت النهضة الاقتصادية في هذه الدول، إلى تنامي شعور بأن النمو غير المحدود لبلدان آسيا الصاعدة، يشكل مصدرا لتهديد القوة الاقتصادية الأمريكية والرأسمالية الغربية عموما، خاصة بعد انتهاء الحرب الباردة، وهكذا كان المطلوب استراتيجيا تحجيم ووضع حدود لعمليات النمو في البلدان الأسيوية، ولكن دون إخراجها من ساحة العمل الاقتصادي العالمي نتيجة أهمية أسواقها للصادرات الأمريكية والأوروبية، والاستثمارات المتجهة إليها، وتشابك الأسواق فيما بينها، وعليه كان المطلوب هو بقائها ولكن كنمور جريحة [97] ص .53

2.2.3.2. آثار الأزمة.

أثرت الأزمة المالية التي تعرضت لها دول جنوب شرق آسيا، على جميع مناحي الحياة الاقتصادية، الاجتماعية والسياسية، ولم تقتصر تأثيراتها على الدول التي تعرضت للأزمة بل امتدت إلى دول أخرى متقدمة ونامية، ويمكن عرض أهم هذه الآثار فيما يلي:

1.2.2.3.2. الآثار الاقتصادية.

أدت الأزمة إلى اختلالات عميقة في كل المتغيرات الاقتصادية، بحيث عرفت تغيرات عميقة سلبيا خلال الفترة على ما كانت عليه قبل الأزمة، وتتمثل هذه الآثار فيما يلي [105] ص ص: 220-223، [93] ص: 43، [95] ص ص: 140- 145:

- دخول المنطقة في حالة ركود اقتصادي، وعرفت معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي انخفاضا كبيرا، نتيجة إفلاس الكثير من الشركات، وتوقف تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية، بحيث انخفض الناتج المحلي الإجمالي في كوريا الجنوبية بـ6,5%، في إندونيسيا بـ 16,5%، في ماليزيا بـ 6,75% وفي تايلاند بـ 1,25%؛
- تدهور معدلات نمو الاستثمار والاستهلاك على حد سواء، وتراجع الدافع للاستثمار بكل أشكاله داخل اقتصاديات هذه البلدان سواء من قبل الشركات الأجنبية أو المحلية، نتيجة لتناقص معدلات العائد المتوقع من الاستثمار. فقد تراجع معدل الاستثمار الثابت الإجمالي بـ (20%، 25,4%، 63%، 14,4%) في كل من كوريا الجنوبية، تايلاند، اندونيسيا والفلبين على التوالي، في سنة 1998 على ما كانت عليه سنة 1996؛
- الانخفاضات الكبيرة في أسعار صرف العملات المحلية للبلدان المعنية خلال فترة الأزمة، ويُعزى ذلك إلى اعتماد هذه البلدان النظام الثابت لأسعار الصرف الذي يتصف بعدم المرونة تجاه الأزمات. بحيث انخفضت قيمة عملات كل من اندونيسيا، تايلاند، كوريا الجنوبية، ماليزيا والفلبين

مقابل الدولار الأمريكي خلال سنتي الأزمة بـ (93,1%، 87,09%، 83,04%، 55,43%، 51,37%) على التوالي؛

❋ ارتفاع معدلات التضخم لاقتصاديات الأزمة، وذلك للانخفاضات الكبيرة في أسعار الصرف والزيادات في التعريفات الجمركية العامة والضرائب غير المباشرة والتي هي نتائج للأزمة المصرفية؛

❋ ارتفاع معدلات الفائدة القصيرة الأجل وعلى القروض والودائع، لجميع البلدان المعنية خلال فترة الأزمة، وهذا ما زاد من الأثر الركودي للأزمة وتفاقهما. نتيجة تأثر معدلات نمو الاستثمار بأسعار الفائدة على الإقراض وكذلك التوقعات المتشائمة لعوائد الاستثمار؛

❋ انخفاض القيمة السوقية للشركات المدرجة في الأسواق المالية للدول التي تعرضت للأزمة، وانهيار مؤشرات البورصة، وأسعار الأوراق المالية المتداولة فيها، بحيث انخفضت القيمة السوقية للأسهم المدرجة في كل من السوق المالي في كوريا الجنوبية، اندونيسيا، تايلاند، الفلبين وماليزيا بـ (72%، 67%، 46%، 51%، 65%) على التوالي بين بداية سنة 1997 ونهايتها؛

❋ انخفاض أسعار الصادرات في معظم بلدان الأزمة، كنتيجة لانخفاض قيمة العملات المحلية أمام الدولار الأمريكي في سوق الصرف، فضلا عن انخفاض الطلب العالمي على معظم السلع والخدمات الأسيوية بسبب تأثره بانعكاسات الأزمة الأسيوية؛

❋ ارتفاع عجز الموازين العامة وموازين المدفوعات لبلدان الأزمة، بفعل انعكاس التدفقات الرأسمالية عن اقتصاديات هذه البلدان، وزيادة عجوزات موازينها التجارية، والناجمة عن انخفاض إيرادات الصادرات من العملات الصعبة؛

❋ دخول بلدان الأزمة في فخ المديونية ووقوعها أسيرة لبرامج صندوق النقد الدولي الانكماشية.

2.2.2.3.2. الآثار الاجتماعية.

ترتب عن الأزمة ومن خلال تحركات المتغيرات الاقتصادية الكلية تأثيرات بعيدة المدى على الجوانب الاجتماعية، وعلى مستوى المعيشية خاصة عند الطبقات الدنيا، فارتفعت نسب الفقر وسوء التغذية وتراجع الإنفاق العام على الصحة والتعليم، وزيادة معدلات الجريمة والعنف، فارتفعت نسبة البطالة في تايلاند بنسبة 5%، وفي كوريا الجنوبية وصلت إلى 7%، ووصلت في الفلبين إلى 13,8% [105] ص ص: 224، 225.

3.2.2.3.2. الآثار السياسية.

لقد أدى تفاقم الأوضاع الاقتصادية والاجتماعية إلى زعزعة الاستقرار السياسي والأمني، حيث تجسدت الحالة بأوضح صورة في اندونيسيا عندما تمت الإطاحة بنظام الرئيس السابق (سوهارتو). في حين كانت التوقعات تشير إلى احتمال قيام انقلاب في تايلاند. وقيام مظاهرات واسعة للطلاب والعمال في كوريا الجنوبية، خاصة بعد توقيع اتفاق القروض والاصلاحات مع صندوق النقد الدولي. وفي ماليزيا فقد حصل توتر عرقي بين الأغلبية والأقلية من مكونات الشعب الماليزي، نتيجة التنافس على الموارد المحدودة. وبهذا تكون الأزمة قد أفسدت الاستقرار السياسي، والذي كان أحد العوامل الأساسية في انطلاق التجربة التنموية لبلدان الأزمة ونجاحها بشكل كبير خلال فترة التسعينات [95] ص: 146.

4.2.2.3.2. تأثير الأزمة على باقي دول العالم.

امتدت تأثيرات الأزمة إلى دول أخرى خارج دول جنوب شرق أسيا، بفعل الرابط الاقتصادية بين الدول على المستوي العالمي، ومن مظاهر هذه الآثار [106] ص: 135:

- شهد عام 1998 تباطؤا في معدلات نمو التجارة الدولية، بسبب الأزمة وتباطؤ معدل نمو الاقتصاد العالمي قياسا بعام 1997، وقد انخفض هذا المعدل من 4% في 1997 إلى 3,5% عام 1998؛
- انخفاض الصادرات الأمريكية إلى دول جنوب شرق آسيا، وبالتالي زيادة العجز في الميزان التجاري الأمريكي تجاه العالم، والذي بلغ عام 1996 نحو 111 مليار دولار و146 مليار دولار عام 1997، وقد ارتفع هذا العجز إلى 176 مليار دولار سنة 1998، ويعود السبب في ذلك إلى انتشار الكساد في دول جنوب شرق آسيا الذي حال دون استيراد السلع والمواد الأمريكية؛
- انخفاض معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي الأمريكي من 3,7% سنة 1997 إلى 2,5% سنة 1998؛
- انخفاض فائض الميزان التجاري الياباني تجاه دول جنوب شرق آسيا، بسبب انحسار الصادرات اليابانية إلى دول جنوب شرق آسيا.

3.2.3.2. عدوى الأزمة الأسيوية.

تعبر عدوى الأزمات عن انتقال الصدمات من قطاع إلى آخر، ومن بلد إلى أخرى، ولقد تجلت مظاهر العدوى في الأزمة الأسيوية في العناصر التالية [107] ص ص: 182- 184، [19] ص ص: 176- 177:

- اتساع نطاق الأزمة في دول شرق آسيا ليصل إلى أجهزتها المصرفية. حيث كان الوجه الآخر لانهيار أسعار الصرف وأسعار الأسهم هو تصاعد حجم الديون المعدومة لدى الجهاز المصرفي، وزاد من حدة ذلك الأمر محاولات السلطات النقدية في بعض تلك الدول رفع أسعار الفائدة بهدف وقف التدهور في أسعار الفائدة، الأمر الذي أدى إلى تزايد عبء سداد الديون على وحدات ومؤسسات قطاع الأعمال، ومن ثم تزايد حجم الديون المعدومة لدى الأجهزة المصرفية في تلك الدول؛
- انتقال الأزمة وبشكل عميق إلى القطاع الحقيقي في دول شرق آسيا، إذ واجهت وحدات ومؤسسات قطاع الأعمال صعوبات جمة في الحصول على الائتمان لتشغيل طاقاتها الإنتاجية وسداد التزاماتها ، ومرد ذلك هو انهيار أسعار صرف العملات الوطنية في دول شرق آسيا، وانهيار قيم الأصول المالية بها والتي كانت تستخدم كضمانات للحصول على الائتمان، ومن جانب آخر وكنتيجة لارتفاع نسبة الديون المعدومة، ترددت البنوك في منح الائتمان بشكل خلق أزمة تمويل أدت إلى تراجع معدلات الإنتاج في جميع القطاعات الإنتاجية والخدمية؛
- أدى تراجع أسعار الأصول المالية إلى تزايد نسبة المديونية إلى حقوق الملكية في مؤسسات قطاع الأعمال بشكل أثر سلبا على ثروة المجتمع، وبفعل أثر العدوى هذا إلى جانب عوامل أخرى تراجع كل من الإنفاق الاستثماري والإنفاق الاستهلاكي ومن ثم أرباح الشركات وقيم أسهمها، الأمر الذي انعكس سلبا على أسعارها في أسواق الأوراق المالية؛
- اتساع نطاق الأزمة، وفي ظل وجود ارتباط بين أسواق دول شرق آسيا والأسواق العالمية، كان لا بد أن تنتقل آثار الأزمة إلى خارج نطاق المنطقة الآسيوية، وقد ساعد على ذلك ما سمي بأثر العدوى، والذي ينشأ نتيجة لاقتناع المستثمرين بسحب أموالهم في عدد من الأسواق التي يعتقدون بتشابهها في الظروف أو السياسات الاقتصادية، الأمر الذي ترتب عليه تصفية الاستثمارات ليس في دول شرق آسيا فقط، بل في العديد من الأسواق الناشئة الأخرى التي تتماثل ظروفها -وفقا لرؤية المستثمرين- مع ظروف دول شرق آسيا؛
- امتداد أثر الأزمة إلى أسواق الأوراق المالية في الولايات المتحدة الأمريكية، حيث انخفض مؤشر داو جونز في الولايات المتحدة الأمريكية في 27 أكتوبر 1997 بنسبة 7.3 %؛

❋ خلال عام 1997 بدأ انتقال الأزمة إلى دول أوروبا، فمع نهاية الربع الأول من ذلك العام انتقلت الأزمة إلى روسيا بمعدلات متباطئة ثم بمعدلات سريعة بلغت أوجها خلال جويلية وأوت من نفس العام، حيث تدهورت سوق الأوراق المالية بها كما انخفض سعر صرف "الروبل" بشكل سريع، الأمر الذي دفع الحكومة الروسية إلى وقف التعامل في "الروبل" وإيقاف قابليته للتحويل، كما تأثرت قدرة روسيا على الوفاء بالتزاماتها ، حيث أعلنت عن وقف سداد الدين الخارجي لمدة 90 يوما.

3.3.2. إدارة الأزمة.

تضاربت الآراء حول طبيعة الأزمة في دول شرق آسيا، وهذا للتحول المفاجئ من تجربة تنموية رائدة إلى أزمة مالية خانقة، وهذا ما ولد اختلاف كبير في تفسير وتحليل هذه الأزمة. سعت الدول المتأثرة بالأزمة إلى جانب مساعدات صندوق النقد الدولي، ودول أجرى إلى احتواء الأزمة.

1.3.3.2. تفسير الأزمة.

هناك عدة تفسيرات للأزمة المالية التي حدثت في جنوب شرق آسيا، ومن أهم هذه التفسيرات، ما يلي:

1.1.3.3.2. التفسير الأول.

يؤكد هذا الاتجاه بأن الأزمة حصلت بفعل رأسمالية المحسوبية Crony Capitalism وتمثل نوع من الرأسمالية تؤدي فيها شبكات الأقرباء والأصدقاء والمعارف دورا أساسياً في العلاقات الاقتصادية، ويؤمن أصحاب هذا الاتجاه بنظرية كفاءة سوق رأس المال، إذ ينظرون إلى الأزمة بأنها ليست بسبب سلوك رأس المال الأجنبي، بل تعود إلى نقاط الضعف في مؤسسات وسياسات البلد المتلقي، فهي تلقي باللائمة على عدم كفاءة أسواق المال. وذكرت دراسة لصندوق النقد الدولي بأن المستثمرين المحليين هم المسؤولون عن أزمة ماليزيا، ويلقى هذا التبرير قبولاً في الأوساط الغربية [108] ص ص: 202، 203.

2.1.3.3.2. التفسير الثاني.

هذا التفسير للأزمة الآسيوية هو الصورة المقلوبة للتفسير الأول فالأزمة الأسيوية، حسب هذا التصور، تثبت كلا من وجود اقتصاد دولي جديد ووجود نزعة تدميرية متأصلة فيه، وإن الأزمة ترجع إلى السحب الفجائي للأرصدة قصيرة الأجل من جانب المستثمرين الغربيين، والبيع المبكر واسع النطاق في البورصات الأجنبية وأسواق الأسهم من جانب المضاربين، وقد أدى ذلك إلى إيقاع اضطرابات حادة في مختلف الاقتصاديات الآسيوية دونما وجود ضرورة محلية فعلية، أي أنها صنعتها

الأسواق الدولية المتقلبة، إذ منابع الأزمة هنا، خارجية من حيث الجوهر، وأن المشكلات الفاشية هي نواتج عرضية للهروب المفرط، غير العقلاني إلى حد كبير للرساميل وتأثير العدوى التي عممت الأزمة [18] ص ص: 95- 102.

هذا التحليل يغفل الأبعاد والمنابع الداخلية للأزمة، ذلك أن مختلف البلدان تعرضت لدرجات مختلفة تبدأ من الحال التي تصارع الانهيار المالي في أندونيسيا، ومرورا بما يرجح أن يكون نكوصا كبير ولكنه مفيد، وانتهاء بغليان الاقتصاد، كما هو الحال في ماليزيا. ثم إذا كانت تأثيرات العدوى على هذه الدرجة من القوة وكانت الأسواق فالته من أي سيطرة، فلماذا استطاعت بلدان معينة مثل تايوان، أن تبقى بمنأى عن أي تأثر، وتمكنت بلدان أخرى مثل سنغافورة من أن تحتوي ضغط المضاربة في الأسواق.

3.1.3.3.2. التفسير الثالث.

يرى أصحاب هذا الاتجاه، أن الأزمة نشأت عن الإغراءات المتأصلة عند الوسطاء الماليين، في ظل ضعف الضوابط المقيدة لهم للقيام باستثمارات غزيرة، فحين يكون المستثمرون في إطار معين يحملهم على الاعتقاد بأن الحكومة تحميهم من خطر المجازفة (حتى ولو كان هذا الاعتقاد زائفا)، فإنهم سوف يقرضون للوسطاء الماليين بفائدة في استثمارات مضاربية تنطوي على مجازفة عالية ولكنها بمكافئة عالية، فاختار الوسطاء الماليين الإفراط في التفاؤل لأنهم يؤمنون بأنه بإمكانهم تحقيق أرباح طائلة وأن المستثمرين محميون من أي خسائر [109] ص ص: 95، 96.

ومن هنا فإن تدفق الاستثمارات الأجنبية يهدد الاقتصاد الوهمي في العقارات وقيم أصول الأسهم، ويدفعه إلى الصعود إلى مستويات تتعذر إدامتها، حيث تبدأ النتائج السيئة والخسائر بالتراكم. هذا التحليل يساعد على تفسير جانب من جوانب الأزمة، وأن الأزمة انطوت فعلا على عنصر مهم من هذا الإقراض المتصور في عدد من بلدان جنوب شرق آسيا مثل تايلاند وأندونيسيا، الذي أشعل الأزمة، لكن هذا التحليل لا يفسر الأزمة بالكامل.

2.3.3.2. السياسات المحلية في إدارة الأزمة.

اتبعت الدول التي تعرضت إلى الأزمة عدة إجراءات لاحتواءها، والحد من آثارها السلبية، والتي يمكن إيجاز أهمها فيما يلي:

1.2.3.3.2. إعادة تنظيم القطاع المالي.

لجأت الحكومة في تايلاند إلى إغلاق 57 شركة تمويل ما نسبته 11% و 11مصرفا تجاريا ما نسبته 02%، ووضعت اليد على 7 مصارف تجارية و12 شركة تمويل، وأدمجت 5 مصارف تجارية و3 شركات تمويل وتحولت إلى 3 مصارف. أما كوريا الجنوبية فقد اختارت إغلاق بعض الشركات المالية والمصارف التجارية وكذلك المصارف الصغيرة، فأغلقت 22 مصرفا تجاريا و100 مؤسسة مالية غير مصرفية أي ما نسبته 15%، كما أدمجت 11 مصرفا وشكلت 4 مصارف تجارية. في اندونيسيا أغلقت المصارف لعدة أسابيع عقب الأزمة، فأغلقت 64 مصرفا بنسبة 18%، ووضعت اليد على 12 مصرفا تجاريا وهو ما يمثل 20% من إجمالي المصارف التجارية، وقامت بإدماج 7 مصارف حكومية وتحولت إلى مصرف واحد. أما ماليزيا فقد عمدت إلى تكثيف عمليات دمج المؤسسات المالية والمصارف خاصة تلك التي اتسم أداؤها بالضعف مع مصارف ومؤسسات أداؤها أقوى، فتم تقسيم القطاع المالي إلى ست مجموعات الذي جعل التعامل معها أكثر مرونة، كما وضعت اليد على مصرفان تجاريان و3 مؤسسات مالية [110] ص: 85.

2.2.3.3.2. إعادة تمويل المصارف.

لجأت حكومات الدول المتضررة من الأزمة إلى حقن النظام المصرفي برؤوس الأموال اللازمة لاستعادة نشاطها، ولقد اختلفت تكاليف إعادة التمويل من بلد إلى آخر، بحيث أنفقت اندونيسيا 550 تريليون "روبية"، وهو ما يعادل 11% من الناتج المحلي الإجمالي، كما خصصت لذات الغرض كوريا الجنوبية 72 تريليون "وون"، 13% من الناتج المحلي الإجمالي، أما ماليزيا فقد خصصت 31 مليار "رينجت" بنسبة 4% من الناتج المحلي الإجمالي، في حين خصصت تايلاند 1.121 مليار "بات"، وهو ما يمثل 16% من الناتج المحلي الإجمالي. وإلى جانب هذا عملت هذه الدول على إصلاح النظم المؤسسية لديها من خلال توفير نظم وظيفية ذات كفاءة لتسهيل تسوية المنازعات المالية، وإعادة تخصيص الأصول [93] ص ص: 58، 59.

3.2.3.3.2. تصفية الأصول.

أقامت دول شرق أسيا المتأثرة بالأزمة هيئات حكومية لتقوم بشراء الأصول وإعادة هيكلتها ثم بيعها، فقامت كوريا الجنوبية بنقل 26% من الديون المعدومة (37 مليار دولار)، وأندونيسيا 66% (28 مليار دولار)، ماليزيا 50% (11 مليار دولار)، وفي تايلاند أكثر من 20 مليار دولار، إلى الهيئات المسؤولة عن إعادة هيكلة القطاع المالي [101] ص ص: 24- 28.

4.2.3.3.2. السياسة النقدية.

لجأت الدول التي تعرضت إلى الأزمة، للتأثير على الكتلة النقدية المتداولة في السوق وما ينجر عنها من تبعات أخرى، إلى استعمال أدوات السياسة النقدية. للحد من الآثار السلبية للأزمة والتي أدت إلى تدهور استقرار النقود والائتمان. لجأت السلطات النقدية للبلدان المتأزمة إلى تغيير المستويات المعتادة لسعر إعادة الخصم، وبشكل متفاوت من بين هذه الدول، بين الرفع والتخفيض، وفق رؤية كل فرد على انفراد، وهذا للتأثير على حجم الائتمان، وعلى الكتلة النقدية المتداولة، ولجذب المستثمرين الأجانب من جهة أخرى. كما عمدت السلطات النقدية إلى رفع نسبة الاحتياطي النقدي القانوني، لتقييد الائتمان، وتأمين السيولة المصرفية لمواجهة طلبات سحب الودائع. بالإضافة إلى استعمال المخزون من الأوراق المالية للحد من المعروض النقدي، وذلك بالموازاة مع رفع أسعار الفائدة [95] ص ص: 164] 167.

5.2.3.3.2. السياسات الاجتماعية.

انتهجت الدول الأكثر تضررا من الأزمة عدة اجراءات ذات الطابع الاجتماعي لتوفير الحد الادنى من الاحتياجات، في ظل الظروف الاقتصادية الحرجة، وارتفاع معدلات البطالة ومعدلات الفقر، ففي كوريا الجنوبية زادت الحكومة صافي الإنفاق على التأمينات الاجتماعية من 0,4 % إلى 1,7% ما بين 1997 و1999، كما قامت أيضا بتوفير التمويل اللازم لنحو نصف مليون فرصة عمل في الحكومة وغيرها من المؤسسات (تم شغل 150.000 منها بحول الربع الأخير من عام 1998)، أما تايلاند فقد وفرت فرص عمل مؤقتة في مجالات الإنشاء وتطوير البنية التحتية، كما وسعت كل من كوريا الجنوبية واندونيسيا في منح الائتمان للمشروعات الصغيرة. كما سهمت شعوب هذه الدول في تجاوز الأزمة، بحيث قام الجيش في تايلاند بحملة لجمع الذهب والحلي والأموال من المتبرعين لسداد الديون. وأعلنت جاكرتا عن حملة "أحبوا الروبية"، باستبدال الدولار بالعملة المحلية، والقيام بحملة تبرعات لدعم "الروبية". إلى جانب المساهمة في تخفيض النفقات العمومية، فترك رجال الشرطة سياراتهم وأصبحوا يؤدون الدوريات ويقومون بأعماله باستعمال الدراجات الهوائية، وفي الشركات أوقف العمال المصاعد وصاروا يستخدمون السلالم، وقبلوا بتخفيض الرواتب، وأغلقت بعض السفارات، وتدخل الخطباء بالمساجد والكنائس من أجل الصلاة والدعاء [97] ص: .110

3.3.3.2. المساعي الدولية لإدارة الأزمة.

إدراكا منها بالآثار السلبية للأزمة الأسيوية على اقتصاديات البلدان المتأزمة والاقتصاد العالمي من حيث حركة التجارة والمال الدولي، بادرت بعض المؤسسات الدولية ومنظمات إقليمية إلى

معالجة الأزمة لتضييق نطاقها وانتقالها إلى الدول الأخرى، حيث قام صندوق النقد الدولي باعتباره الملجأ الأخير للإقراض الدولي مع حالات الدول النامية وخاصة الأزمات المالية. وهذا بعد إصدار نداء استغاثة من طرف الدول المتضررة بالأزمة إلى شركائها التجاريين الكبار، وإلى صندوق النقد الدولي، لتثبيت النظام المالي، ودعم سوق الأوراق المالية، وسعر الصرف. وكانت برامج الإنقاذ والمساعدات الممنوحة لهذه الدول كما يلي [111] ص: 212، [93] ص ص: 48، 49:

في 5 أوت 1997 وبعد فترة وجيزة من تعويم "البات"، أعلنت الحكومة التايلاندية تبنيها لبرنامج إصلاح بالتعاون مع صندوق النقد الدولي تصل مدته 43 شهرا بقيمة 17,2 مليار دولار أمريكي، ساهم صندوق النقد الدولي فيه بـ 4 مليار دولار، البنك الدولي بـ 1,5 مليار دولار، البنك الأسيوي للتنمية 1,2 مليار دولار، والباقي 10,5 مليار دولار ساهمت به مجموعة دول من جنوب شرق آسيا دفعت منها اليابان 4 مليار دولار.

وقعت اندونيسيا على برنامج إصلاح مع صندوق النقد الدولي في 31 أكتوبر 1997 بقيمة 40 مليار دولار، مدته 36 شهرا، ساهم فيه الصندوق بـ 10 مليار دولار، والبنك الدولي بـ 4,5 مليار دولار، والبنك الأسيوي للتنمية بـ 3,5 مليار دولار، والباقي 17 مليار دولار ساهمت فيه حكومات أخرى مثل اليابان بـ 5 مليار دولار، والولايات المتحدة الأمريكية بـ 3 مليار دولار، والحكومة الاندونيسية بـ 5 مليار دولار من احتياطاتها الخاصة.

أما كوريا الجنوبية فقد وقعت على برنامج إنقاذ بـ 57 مليار دولار، لمدة 36 شهر، ساهم صندوق النقد الدولي فيه بـ 21 مليار دولار، والبنك الدولي بـ 10 مليار دولار، البنك الأسيوي للتنمية بـ 4 مليار دولار، وانضمت عشرة دول إلى برنامج إنقاذها (الولايات المتحدة الأمريكية (5 مليار دولار)، ألمانيا، اليابان (10 مليار دولار)، بريطانيا، فرنسا، هولندا، بلجيكا، السويد وإيطاليا)، التي ستقدم مجتمعة نجو 22 مليار دولار، وإذا دعت الحاجة يتقدم اليابان والولايات المتحدة الأمريكية مساعدات ثنائية إضافية بقيمة 21 مليار دولار.

كانت الفلبين أقل تضررا من الأزمة نتيجة استمرارها في سياستها الرامية لتحقيق الاستقرار النقدي وتدعيم القطاع المالي خلال السنوات الماضية، لذلك كان دور صندوق النقد الدولي متمثلا في الإشراف على الاقتصاد لتفادي أي تداعيات سلبية في المستقبل.

فشلت البرامج الثلاثة التي طرحها صندوق النقد الدولي وتبنتها دول جنوب شرق آسيا في تحقيق أهدافها، ولم يستمر أي منها سوى بضعة أسابيع، فوقعت تايلاند، اندونيسيا وكوريا الجنوبية في

25 نوفمبر، 1997، و24 ديسمبر 1997، و15 جانفي 1998 على التوالي تعديلات على البرامج السابقة [93] ص ص: 51، 52.

تهدف برامج الإصلاح الاقتصادي التي اقترحها صندوق النقد الدولي، لخروج دول جنوب شرق آسيا من أزمتها، إلى تخفيض الآثار السلبية للأزمة بأكبر قدر ممكن وفي أسرع وقت ممكن، وتحقيق الاستقرار والنمو الاقتصادي خلال فترة أطول. ولتحقيق هذا الهدف فإن ذلك يلتزم سياسات تقييدية بالإضافة إلى مبالغ تمويلية خارجية كبيرة لتنفيذ برامج الإصلاح، ومن أجل إعادة الثقة إلى الأسواق في هذه الدول. وتعتمد برامج الإصلاح على المحاور التالية [20] ص ص: 228، 229:

- إعادة هيكلة القطاع المالي باتخاذ بعض الإجراءات التي تؤدي إلى تمتع البنوك المركزية بدرجة أكبر من الاستقلالية؛
- تقوية ودعم الرقابة والإشراف على المؤسسات المالية؛
- عدم السماح للمؤسسات المالية المتعثرة بالاستمرار، نظرا لأنها تشكل عبئا كبيرا على الاقتصاد بصفة عامة والقطاع المالي بصفة خاصة؛
- الاسراع في تحرير حساب رأس المال من خلال السماح للأجانب بامتلاك جزء أكبر من الأسهم المحلية، وإلغاء العوائق التي تقف في طريق الاستثمار الأجنبي المباشر؛
- المحافظة على سياسة سعر الصرف المرنة، مع السماح بتدخل محدود من جانب السلطات النقدية لضمان سلامة الأداء الاقتصادي والمالي.

الخلاصة.

بدأت الأزمة المالية 1929- 1933 ببورصة وول ستريت الأمريكية في أكتوبر 1929، بانخفاض أسعار الأوراق المالية، وتدهور مؤشرات الأسواق المالية، ثم انتقلت إلى باقي الأسواق الدولية بفعل العدوى الناتج عن الترابط بين الأسواق الدولية، وبفعل قناة التجارة الدولية. من أهم الأسباب التي أدت إلى هذه الأزمة البيع على المكشوف، البيع الصوري والمضاربات في الأسواق المالية. انجر عن هذه الأزمة الكثير من الآثار المالية والنقدية، الاقتصادية، السياسية والاجتماعية. فشلت المدرسة النيو كلاسيكية في تفسير الأزمة، فظهرت النظرية الكنزية بآليات جديدة لإدارة الأزمة وعلى رأسها تدخل الدول في النشاط الاقتصادي.

عرفت السوق المالية الأمريكية في 19 أكتوبر 1987 سيل متدفق من أوامر البيع فاق الحجم المعتاد مرات عدة، فانهارت الأسعار وبذلك مؤشرات الأسواق المالية، مؤدية إلى أزمة مالية بدأت من الولايات المتحدة الأمريكية ثم انتقلت إلى باقي الأسواق المالية الدولية بفعل العدوى. يعتبر النشاط المضاربي في الأسواق المالية من أكبر أسباب هذه الأزمة بفعل ارتفاع أسعار الأوراق المالية، بالإضافة إلى ارتفاع أسعار الفائدة، العجز في الميزان التجاري الأمريكي. أدت الأزمة إلى انهيار أسعار الأوراق المالية ومؤشرات الأسواق المالية، وخسائر كبيرة في ثروات المستثمرين وتراجع الاستهلاك العائلي. فسرت النظرية النقدية الأزمة على أساس نقدي ونادت بزيادة المعروض النقدي في حالة الأزمات كآلية لإدارتها.

عرفت دول شرق آسيا تجربة تنموية رائدة، فزادت من تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية إليها، خاصة تلك التي كانت في شكل قروض قصيرة الأجل، فاستعملت في النشاط المضاربي. فأدت سنة 1997 إلى انهيار عملة تايلاند ثم تلتها البلدان المجاورة لها لتتحول إلى أزمة مالية، انتقلت بعد ذلك إلى القطاعات الأخرى والأسواق المالية الدولية. لاحتواء الأزمة تطلب الأمر تدخل صندوق النقد الدولي بمعية دول صناعية كبرى بمساعدات مالية وبرامج إصلاح صارمة.

لم تتوقف الأزمات المالية في القرن العشرين، بل عرف الاقتصاد العالمي العديد من الأزمات في القرن الحالي، وهذا ما سنتعرف عليه في الفصل الثالث.

الفصـــــل 3:

الأزمـــــــة المـــاليـــــــــة العـــالميـــــــــة 2008

تمهيد.

استمرت الأزمات المالية في القرن الواحد والعشرين، في الاقتصاديات المتقدمة تارة في شكل فقاعات تنتقل من قطاع إلى آخر، وفي الدول المتخلفة تارة أخرى في شكل أزمة ديون خارجية كما كان الحال بالنسبة للاقتصاد الأرجنتيني، أو أزمة في النظام المصرفي كالأزمة التركية.

تعرّض الاقتصاد الأمريكي بداية من صيف 2007 إلى أزمة الرهن العقاري، الّتي كانت نتيجة تعثر القروض العقّارية الممنوحة للعائلات، ثم تحولت بعد ذلك إلى أزمة مالية حقيقيّة في سبتمبر 2008، تعد الأسوأ منذ أزمة الكساد الكبير الّذي عرفه العالم في ثلاثينيات القرن الماضي.

بدأت الأزمة من الأسواق المالية الأمريكية، ثم انتقلت بعدها إلى باقي دول العالم سواء المتقدمة أو السائرة في طريق النمو، بفعل العدوى التي غذتها العولمة المالية، والترابط الكبير والتكامل بين الأسواق المالية والاقتصاديات الدولية، بالإضافة إلى جملة من الأسباب والعوامل والتي تراكمت عبر الزمن فكانت وراء حدوث هذه الأزمة، وشدة عمقها.

أدت الأزمة الراهنة إلى آثار سلبية وخيمة على كل مناحي الحياة، ومازالت الانهيارات تتوالى، ولهذا ومنذ بداية الأزمة في 2008 أقرت عدة برامج إصلاح وخطط إنقاذ من أجل إدارة هذه الأزمة، بعضها على مستوى الدول، والبعض الآخر على مستوى المجموعات والمنضمات الدولية.

نحاول في هذا الفصل الوقوف على أهم ما يتعلق بالأزمة، من خلال:

- تقديم الأزمة المالية 2008؛
- تشخيص الأزمة الماليّة العالمية الراهنة؛
- إدارة الأزمة المالية 2008.

1.3. تقديم الأزمة المالية 2008.

عرف بداية القرن الحالي ظهور العديد من الأزمات المالية، خاصة في الولايات المتحدة الأمريكية، والتي كانت خلال هذه الفترة عبارة فقاعات، تظهر في كل مرة في قطاع معين، لتتحول في 2008 إلى أزمة مالية عالمية، بدأت في الولايات المتحدة الأمريكية، ثم انتشرت باقي دول العالم بفعل العدوى.

1.1.3. الجذور التاريخية للأزمة.

سبقت الأزمة المالية الراهنة عدة أزمات في بداية القرن الحالي، سواء في الاقتصاد الأمريكي، الذي كان يتعرض بصورة دورية إلى أزمات مالية، والتي كانت في شكل فقاعات تنتقل من قطاع إلى آخر. وبعضها الآخر في الاقتصاديات الناشئة، وعلى رأسها الأزمة التركية والأرجنتينية.

1.1.1.3. أزمات 2000 و2001 بأمريكا.

عرف الاقتصاد الأمريكي عدة أزمات في بداية القرن الحالي، والتي كانت استمرارا للاختلالات والأزمات التي عاشها الاقتصاد الأمريكي في القرن الماضي.

1.1.1.1.3. انهيار أسعار الأسهم الأمريكية في أفريل 2000.

شهدت أسعار الأسهم الأمريكية تدهوراً شديداً لم تشهده منذ أزمة 1987، حيث تركز الهبوط الحاد في أسهم ما يسمى بالاقتصاد الجديد "أسهم شركات الحاسوب، الانترنت والاتصالات اللّاسلكية"، حيث بدأ الخلل يصيب الأسواق الماليّة الأمريكية بشكل ملموس منذ مارس 2000، في شكل موجة بيع متصاعدة تركزت على أسهم شركات التكنولوجيا والمعلوماتية[112] ص ص: 39، 40.

في نهاية شهر مارس، نشرت نتائج مخيِّبة لبعض الشركات الرّائدة في هذا الميدان، فبدأت مخاوف صغار المستثمرين تتصاعد من الخسائر المحتملة، وأضطر بعض المستثمرين إلى بيع أسهمهم لتسديد ديون شراء هذه الأسهم، ففي بورصة "وول ستريت" انخفض مؤشر "نسداك"، الّذي يضم أسهم القطاع التكنولوجي بـ355,49 نقطة، في نهاية التعامل يوم 14 أفريل 2000 أي بنسبة 97%، وبلغ مجموع الانخفاض خلال أسبوع 1125,16 نقطة، وشكل هذا انخفاضاً في أسعار الأسهم بنسبة 25,3%، كما عرف مؤشر "داوجنز" الصناعي انخفاضاً بنسبة 57%. لقد بلغت خسائر الأسهم الأمريكية أكثر من 2000 مليون دولار خلال أسبوع من التعاملات (10- 14 أفريل 2000)، ثم انتقلت العدوى إلى البورصات الأوروبية، ففي لندن انخفض مؤشر "فينا نشيال تايمز" بـ

3,4%، وفي فرانكفورت تراجع مؤشر "داكس" بـ 2,7%، وفي فرنسا تراجع مؤشر "كاك" بنسبة 2,5% [20] ص ص: 336، 337.

وتعود أسباب هذه الأزمة إلى [78] ص: 84:

- المضاربة المفرطة والمبالغة الشديدة في التعامل بأسهم شركات التكنولوجيا، مما أدى إلى ارتفاع أسعار أسهم هذه الشركات؛
- الأخبار غير السَّارة عن بعض الشركات الكبيرة الرائدة في القطاع، أين بدأت أرباح هذه المؤسسات في الانخفاض؛
- صدور قرار إحدى المحاكم الفيدرالية بإدانة شركة "ميكروسوفت"، كبرى شركات برمجيات الكمبيوتر في العالم.

2.1.1.1.3. انهيار الأسهم الأمريكية في مارس 2001.

إن تزايد عدد شركات الكمبيوتر الّتي أعلنت انخفاض أرباحها، بالإضافة إلى الارتفاع في مستوى الاستهلاك، أدى إلى انخفاض مؤشر "ناسداك" إلى أدنى مستوى له خلال عامين، نتيجة تدهور أسعار أسهم شركات التكنولوجيا في مارس 2001، الّتي بدأت فيه تحذيرات واسعة النِّطاق لشركات الكمبيوتر، بإعلان "كومباك" أكبر شركات تصنيع الكمبيوتر استغناءها عن 5000 عامل، وقد أوضحت "كومباك" أن زيادة حدة المنافسة بين شركات الكمبيوتر، وتباطؤ الاقتصاد أدى إلى تراجع أرباح الشركة [113] ص: 02.

فقد انخفض مؤشر "ناسداك" بـ159,8 نقطة خلال أسبوع من التعاملات (12]16 مارس 2001)، ويشكل هذا التّراجع نسبة 7,8% من أسعار أسهم شركات التكنولوجيا، وعموما فإن عدد الشركات الخاسرة أكثر بكثير من تلك الرَّابحة ببورصة "وول ستريت"، وقد خسر المستثمرون في هذه البورصة 900 مليار دولار خلال أسبوع من التعاملات (12]16 مارس 2001) [20] ص ص: 341، 342.

3.1.1.1.3. انهيار أسعار الأسهم الأمريكية في سبتمبر 2001.

أدت الهجمات على الولايات المتحدة الأمريكية في 11 سبتمبر 2001، إلى خسائر كبيرة في الأسواق الماليّة، وخاصة فيما يتعلق بانهيار برج التجارة العالمية الّذي كان يحوي على 400 شركة من 26 دولة لها علاقة مباشرة ببورصة "وول ستريت"، وتوقف العمل بأسواق المال الأمريكية حتى

17 سبتمبر 2001، ليفقد مؤشر "داوجنز" في ذلك اليوم 684,81 نقطة. وتشير التقديرات إلى أن خسائر أسعار الأسهم في "وول ستريت"، من جراء تراجع القيمة السوقية تقدر بـ1,4 تريليون دولار أمريكي، ولم يقتصر التراجع على بورصة "وول ستريت"، بل شمل معظم البورصات العالمية، فمؤشر البورصة الألمانية فقد 19,8% من قيمته، وانخفض مؤشر "كاك" للأسهم الممتازة الفرنسية بـ16,7%، كما تراجع مؤشر "فينانشال تايمز" بنسبة 12,1%، وخسر مؤشر "نيكاي" 7,1% [20] ص: .343

2.1.1.3. الأزمة التركية 2000-2001.

ساهم برنامج الإصلاح الذي أمضته تركيا مع صندوق النقد الدولي في 5 أفريل 1994 في استقرار الأسواق المالية في الأجل القصير، ولكن لم يستطع البرنامج تصحيح الاختلالات الموجود في الاقتصاد التركي في الأمد المتوسط، بحيث عرف مرحلة انكماش جديدة خلال عامي 1998 و1999 متأثرا بعدوى الأزمات المالية في آسيا، فبدأت هجرت رؤوس الأموال (خروج 10 مليار دولار)، فانخفض مؤشر السوق المالية، وخسرت البورصة حوالي 5 مليار دولار حتى أوت 1998، وأثر ذلك على الاقتصاد الحقيقي بسبب ارتفاع معدلات الفائدة، وتراجع المؤسسات المالية عن تمويل المشاريع الإنتاجية وقطاع العائلات، فانخفض الناتج المحلي الخام بـ 7,3% في نهاية 1999، وعرف الاقتصاد التركي ارتفاع كبير في معدلات التضخم، وارتفع الدين الحكومي إلى 70% من الناتج المحلي الخام. وهذا ما دفع بالحكومة التركية إلى إمضاء على برنامج إصلاح جديد مع صندوق النقد الدولي في ديسمبر 1999، مبني على تثبيت سعر الصرف. استجاب الاقتصاد التركي للإصلاحات في الشهور الأولى ثم انهار بعد ذلك [114] ص ص: 122، 123.

تحققت خلال الـ 11 شهرا الأولى الأهداف الخاصة بسعر الصرف الاسمي وصافي الأصول المحلية والعجز الأولي في الميزانية، لكن الأسعار أظهرت ثباتا أكثر من المتوقع، ولم ينخفض التضخم السنوي إلى زهاء 40% في نهاية عام 2000، بعد أن بلغ متوسط 65 % في عام 1999، وترتب على ذلك ارتفاع حقيقي في قيمة العملة، وهبطت أسعار الفائدة هبوطا أسرع بكثير من هبوط معدل التضخم، حتى وإن اتسمت بدرجة عالية من التقلب، فقد بلغ المتوسط السنوي لأسعار السندات الإذنية التي مدتها 3 أشهر أقل من 40 % في الفترة من جانفي إلى نوفمبر 2000، مقارنة بما يزيد عن 100 % في عام 1999، ونما الاقتصاد بأكثر من 6 % في عام 2000 ككل، وأدى ارتفاع قيمة العملة وارتفاع فاتورة واردات النفط إلى مضاعفة العجز التجاري إلى ما يقدر بـ 20 مليار دولار،

ودفع بمعدل عجز الحساب الجاري إلى 5 % من الناتج المحلي الإجمالي، وهي نسبة غير مسبوقة [19] 304.

بدأت الأزمة المالية التركية في نوفمبر 2000 إثر التحقيقات الموسعة في الجرائم المالية التي ارتبكت في 10 بنوك عامة، وعجزها عن الوفاء بالتزاماتها المالية وارتفاع مديونية البنوك، وتراجع الثقة في الجهاز المصرفي وهذا ما يعد جوهر الأزمة. وقد فاقم من هذه الأزمة ما صاحبها من همس في الأروقة الرسمية عن انتشار الفساد في الجهاز المصرفي وتستر الحكومة على المفسدين في هذا الجهاز. إلى جانب ذلك فإن الزلزال الذي ضرب تركيا في 17 أوت من نفس السنة أدى الى إرهاق الاقتصاد وزعزعة استقراره. وتتمثل أهم أسباب الأزمة فيما يلي [109] ص ص: 106] 114:

- الظروف السياسية، بحيث أدى الصراع العلني بين الرئيس التركي "نجدت سيزر" ورئيس الوزراء إلى تفجير الأزمة، بحيث أظهر اختلافا كبيرا في سياسة الأتراك في إصلاح الاقتصاد، والتغلب على الفساد في الجهاز المصرفي، وهذا ما أدى إلى زعزعة الاستقرار في أسواق المال التركية؛
- تدهور معدلات النمو الاقتصادي، بحيث انخفض من 8% سنة 1995 إلى (-6,1%) سنة 1999، وهذا راجع إلى تأثر الاقتصاد التركي بعدوى الأزمات المالية التي تعرضت لها آسيا، وإلى الزلزال الذي ضرب المنطقة الصناعية في تركيا التي تضم 30% من المنشآت الصناعية، فقدت خسائره ما بين 150 مليار دولار و200 مليار دولار، بالإضافة إلى السياسة الاقتصادية التركية الخاطئة؛
- ارتفاع معدل التضخم، الذي بلغ 64,9% سنة 1999، ورغم برنامج صندوق النقد الدولي الرامي إلى تخفيضه إلا أنه بقي عند مستوى 54,9% سنة 2000، و54,4% سنة 2001؛
- نقص السيولة لدى الجهاز المصرفي، بسبب القيود التي وضعها صندوق النقد الدولي على تركيا لمنحها حزمة المساعدات الثانية؛
- تعويم العملة المحلية "الليرة"، وهذا ما أدى الى فقدان نقطة ارتكاز الاقتصاد التركي، وفقدت "الليرة" أكثر من 45% من قيمتها؛
- تفاقم الدين الخارجي، بحيث بلغ سنة 1999 حوالي 101,8 مليار دولار، وارتفع إلى 116 مليار دولار سنة 2000.

للخروج من الأزمة تم توقيع برنامج إصلاح جديد مع صندوق النقد الدولي بقيمة 12,8 مليار دولار، بداية من فيفري 2002 إلى نهاية سنة 2004، بشرط عودة تدفق الائتمان إلى القطاع

العقاري، ارساء شفافية أكثر للعمليات الحكومية، التوسع في الخوصصة، تشجيع الاستثمارات الأجنبية المباشرة وتخفيض التضخم في إطار الخطة الهادفة إلى تخفيض التضخم [115] ص: .08

3.1.1.3. الأزمة الأرجنتينية.

بلغ الناتج المحلي الاجمالي سنة 2001 حوالي 284 مليار دولار، أي أن متوسط نصيب الفرد من الناتج يصل إلى نحو 7.500 دولار، وكل هذه المؤشرات تعد ايجابية بكل المعايير، ولكن المشكلة تكمن في الدين الخارجي، والذي بلغ 137.132 مليار دولار، بحيث ضغطت خدمات الدين على الاقتصاد الأرجنتيني حتى وصل إلى حافة الإفلاس، ويعتبر انفجار الأزمة المالية والاقتصادية الأرجنتينية، محصلة طبيعية لانتشار الفساد، وهروب رؤوس الأموال بسبب السياسة النقدية غير الملائمة، ومحصلة أيضا للركود العميق الذي تعاني منه الأرجنتين منذ ثلاثة أعوام، بحيث انتقل معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي من]0,8% سنة 2000 إلى -16% سنة 2002 [116] ص: Html.

قدم وزير الاقتصاد الأرجنتيني " كافالو" خطة يتم بمقتضاها خفض النفقات بمقدار3 مليار دولار، فضلا عن المقرر مسبقاً في مشروع الميزانية والذي يصل إلى 9,7 مليار دولار، من أجل دفع اقساط خدمة الدين، والتي تصل إلى أكثر من 2,5 مليار دولار (وكان يجب دفع 750 مليون دولار قبل نهاية 2001 بالإضافة إلى 2 مليار دولار قبل نهاية ديسمبر 2002). لذلك قررت الحكومة الارجنتينية تأجيل المعاشات والأجور، وتقييد عمليات سحب الودائع من البنوك، وقصره على مبلغ 250 دولار في الأسبوع، وقد تم كل هذا بعد أن استطاع المضاربون المحليون والدوليون من تهريب 15 مليار دولار خارج البلاد. واتجهت الحكومة الأرجنتينية نحو خفض الانفاق العام بنسبة 20%. أي بمقدار 15 مليار دولار، من خلال عدد من الاجراءات على رأسها تخفيض أجور العاملين بالحكومة بنسبة 13% وذلك لدعم مسعى الحكومة لدى صندوق النقد الدولي، من أجل الافراج عن قرض لها قيمته 1,3 مليار دولار، ونظراً للرفض الاجتماعي لهذا القرار الذي كان مطلباً للصندوق، فإن المظاهرات الضخمة اندلعت ضد هذا القرار وانفراط عقد الاستقرار الهش. وظهر واضحاً أن الحكومة الأرجنتينية عاجزة عن مواجهة الأزمة المالية [109] ص ص: 122، 123.

من بين أهم الأسباب التي أدت إلى الأزمة المالية في الأرجنتين [117] ص ص: 17- 29:

- ارتفاع الدين الخارجي، الذي وصل إلى 146,2 مليار دولار عام 2000، بما يوازي 56% من الناتج القومي الإجمالي للأرجنتين في العام نفسه، وتستهلك خدمة هذه الديون نحو 75,7% من إجمالي حصيلة الصادرات الأرجنتينية من السلع والخدمات؛

- ضعف معدل الادخار المحلي في الأرجنتين الذي بلغ 15 % عام 2000، والذي يعد واحدا من أدنى معدلات الادخار في العالم؛
- العجز الكبير والمتراكم في ميزان الحساب الجاري والذي بلغ نحو 3,1% و2,1% من الناتج المحلي الإجمالي للأرجنتين في عامي 2000] 2001 على التوالي؛
- ارتفاع معدل البطالة الذي بلغ 18,3% من قوة العمل الأرجنتينية عام 2001؛
- تراكم ضغوط هائلة على الاقتصاد الأرجنتيني، الذي وصل إلى نقطة العجز عن الوفاء بخدمة ديونه الخارجية، ولم يجد من يمد له يد المساعدة بشكل فوري على غرار ما حدث في الأزمة المكسيكية عام 1995، أو في الأزمات المالية في كوريا الجنوبية وتايلندا عامي 1997، 1998، وذلك نتيجة اختلاف طبيعة الارتباطات بينه وبين الدول الكبرى المهيمنة على صناعة القرار في المؤسسات المالية الدولية وبالذات الولايات المتحدة الأمريكية، التي تعد الأرجنتين شريكا اقتصاديا هامشيا لها، فضلا على أنها منافس للولايات المتحدة الأمريكية في تصدير العديد من السلع الزراعية.

2.1.3. أزمة الرهن العقاري.

بعد فقاعة التكنولوجيا التي عرفتها الولايات المتحدة الأمريكية في بداية القرن الحالي، وجه أصحاب المستثمرون رؤوس أموالهم إلى قطاع العقارات التي يتميز بالثبات النسبي، ولقد شجعت عدة ظروف على نمو هذا القطاع، ولكن ما فتئ أن أصبح فقاعة كبيرة، أدى انفجارها إلى أزمة مالية عالمية.

1.2.1.3. تقديم الأزمة.

ظهرت أزمة الرّهن العقّاري "Mortgage Crisis" في الولايات المتحدة الأمريكية، في بداية عام 2007 حيث كان هناك ندرة في السّيولة، بأسواق الائتمان والأجهزة المصرفية العالمية، إلى جانب بداية الانكماش في قطاع العقارات بالولايات المتحدة، نتيجة الممّارسات المرتفعة المخاطرة في الإقراض والاقتراض [118] ص: 07.

اتّسمت ملامح الاقتصاد الأمريكي منذ أوائل العقد الحالي بدخوله في مرحلة الانكماش الاقتصادي، كإحدى تداعيات الألفية الجديدة وما رافقها من إنفاق ضخم على قطاع تكنولوجيا المعلومات، بالإضافة إلى أحداث 11 سبتمبر2001، وتداعياتها السياسية والعسكرية، لتضع أولويات جديدة للإدارة الأمريكية، الأمر الّذي أثر سلباً على توقعات المستثمرين، مما أدى إلى حصول تباطؤ كبير في النّمو الاقتصادي الأمريكي، حيث انخفض من3,8% عام 2000 إلى أقل من0,8% خلال

عام 2001، وتبعاً لذلك عمل البنك الاحتياطي الاتحادي الأمريكي على تخفيض معدل سعر الفائدة ما بين البنوك أكثر من10 مرات خلال سنة 2001 وحدها، وذلك بأن تم تخفيضها من 6% إلى 1,75% مع نهاية عام 2001، وهي أدني قيمة لهذا المعدل منذ عام 1961، الأمر الّذي أدى إلى انخفاض كبير في مستوى أسعار الفائدة على التمويل العقاري، ممّا انجَرَّ عنه زيادة مستوى الطلب على التمويل العقاري، وبالتالي زيادة في ربحية البنوك [119] ص ص: 346- 347.

تزامن ذلك كله مع انتعاش سوق العقار بسبب طلب الحكومة الأمريكية من البنوك والمؤسسات الماليّة تقديم قروض للعائلات الأمريكية من أجل شراء المساكن، فأخذت قيمة المساكن ترتفع حيث سجلت أسعار العقارات في الولايات المتحدة الأمريكية ارتفاعاً بحوالي 85% خلال الفترة 1997 إلى 2006 دون تغير في المتغيرات الأخرى المرتبطة بها مثل تكاليف البناء...[120] ص: 235 ، وارتفعت معها أسهم الشركات العقّارية، وقابلها انخفاض في أسهم الشركات الأخرى، ممّا أدى إلى إقبال الأمريكيين على الاستثمار في مجال المساكن والعقارات [121] ص ص: 17-29.

معظم هذه القروض قدمت لعائلات محدودة الدخل، وبدون ضمان حقيقي _العقار المشترى بالقرض هو الضمان_، والمقترض في السّنوات الثّلاث الأولى لا يدفع إلا قسط الفائدة. تبدوا هذه الشروط سهلة أول الأمر، ولكنها كانت بعقود معقدة فهي بمثابة فخ لمحدودي الدخل، إذْ تُعَدُّ في مجملها التفاف على قوانين الدولة. حيث تضمنت العقود نصوصاً تجعل القسط يرتفع مع طول المدة، وعند عدم السداد لمرة واحده تؤخذ فوائد القسط ثلاثة أضعاف عن الشّهر الّذي لم يتم سداده. فضلاً عن وجد بنود في العقود تنص على ارتفاع الفائدة عند رفعها من البنك الفيدرالي الأمريكي، فيما يسمى بالرّهن العقّاري ذي الفائدة القابلة للتغيير "Rate Mortgages ARM Adjustable". فزادت وفقا لذلك القروض العقّارية الممنوحة للأفراد من ذوي الدخول المنخفضة وغير القادرين على السداد [122] ص ص: 5، 6.

اِشترى المواطنون عقارات بهذه القروض، وعندما ارتفعت قيمتها أعادوا تقييمها وحصلوا على قروض جديدة بفارق إعادة التقييم، واستعملوا تلك القروض في شراء أشياء أخرى (سيارات، أثاث،..)، وبذلك فهي قروض من الدّرجة الثانية، ومن هنا جاءت تسمية هذه القروض بـ "القروض متدنية الجودة" "subprime" [123] ص: 05.

لقد أدت المردودية المحققة من هذه القروض إلى تنافس البنوك في تقديم التّسهيلات على القروض العقّارية وتوسيعها، حيث ارتفعت من 118% من الناتج المحلي الإجمالي الأمريكي خلال

عام 1994، إلى أكثر من 173% سنة 2007، وانتقلت نسبة القروض العقّارية إلى إجمالي القروض من 8% إلى 20% خلال الفترة الممتدة ما بين 2000 إلى 2007، ووصلت هذه الديون إلى حوالي 11 تريليون دولار [119] ص: 351.

ومع نهاية سنة 2005 وبداية 2006، وصل الاقتصاد إلى حالة التَّشبع التَّمويلي العقَّاري، وصاحبه رفع البنك الفدرالي الأمريكي لأسعار الفائدة من 4% في 2005 إلى 10% في سبتمبر 2007، وهذا ما أدى إلى ارتفاع الأقساط الّتي تدفعها العائلات محدودة الدخل، والّتي استفادت من القروض العقّارية، بالإضافة إلى انتهاء السنوات الأولى من سعر الفائدة المثبّتة المنخفضة، ممّا جعل العائلات الأمريكية عاجزةً عن تسديد هذه الأقساط، فلجأت البنوك إلى حجز العقارات، حيث وصلت نسبة العقارات المحجوزة حوالي 93%، وعَرَضَتْهَا للبيع في المزاد العلني، لكن انخفاض سعرها حال دون ذلك، وفي خطوة لمعالجة الوضع لجأت البنوك إلى بيع هذه القروض لمؤسسات مالية وعقارية أخرى، ممّا أدى إلى اتساع رقعة الأزمة وانتشار عدواها، ومن أجل الحدِّ لهذا الوضع قامت هذه المؤسسات بشطب حوالي 500 مليار دولار من أصولها [121، ص: .27

2.2.1.3. أسباب الأزمة.

هناك عدة أسباب أدت إلى حدوث الأزمة، على رأسها [124] ص ص: 02، 03، [125] ص ص: 96] 98:

- انكماش سوق العقار في أمريكا، بحيث وصل السوق إلى ذروته في عام 2004 بـ 69,2%، وارتفعت أسعار المساكن بين عامي 1997 و2006 بمقدار 124%، ولكن مع نهاية 2006 وبداية 2007 ارتفعت نسبة المنازل الخالية والمعروضة للبيع؛
- تقلب معدلات الفائدة، بحيث يرجع ارتفاع قيم العقارات خلال الفترة (2001-2006)، إلى تخفيض سعر الفائدة عند الاتحاد الفدرالي، لتشجيع الاستثمار، ومع رفع أسعار الفائدة من طرف الاحتياطي الفدرالي ارتفعت أقساط القروض، مما سبب عجز للمقترضين؛
- توريق الديون، بحيث تم تحويل الديون العقارية إلى أوراق مالية قابلة للتداول في الأسواق المالية، كما قام حاملوا هذه الأوراق المالية، برهنها للحصول على قروض جديدة، بضمان العقار المثقل بالديون، والذي عجز صاحبه أصل عن الوفاء بدينه؛
- دور سماسرة الرهن العقاري، بحيث استحوذوا على 68% من جميع القروض العقارية في الولايات المتحدة الأمريكية سنة 2004، و42,7% من الرهون الثانوية، أي أن السماسرة استفادوا

من ازدهار قروض وأسعار المنازل، ولكنهم لم يفعلوا ما يكفي لبحث ما إذا كان سيسدد المقترضون أم لا؛

❋ وكالات التصنيف الائتماني، تستحوذ وكالات التصنيف على 95% من السوق الأمريكي، ويكمن دورها في تقييم الجدارة الائتمانية للقروض، وقياس مخاطر عدم السداد، وبناءا على تصنيفها يتم اتخاذ القرارات حول التعامل في ورقة مالية معينة، غير أنها عجزت عن التنبؤ برداءة القروض العقارية، بل صنفتها على أنها مضمونة وعالية السيولة؛

❋ التأمين على القروض العقارية، بحيث يتم تحويل مخاطر عدم السداد إلى أطراف أخرى (مؤسسات التأمين وصناديق التحوط)، وهذا ما شجع على توريق القروض والتأمين عليها، فمن يشتري هذه السندات يشتري ديونا مؤمن عليها، فلا يهمه الجدارة الائتمانية للمقترض؛

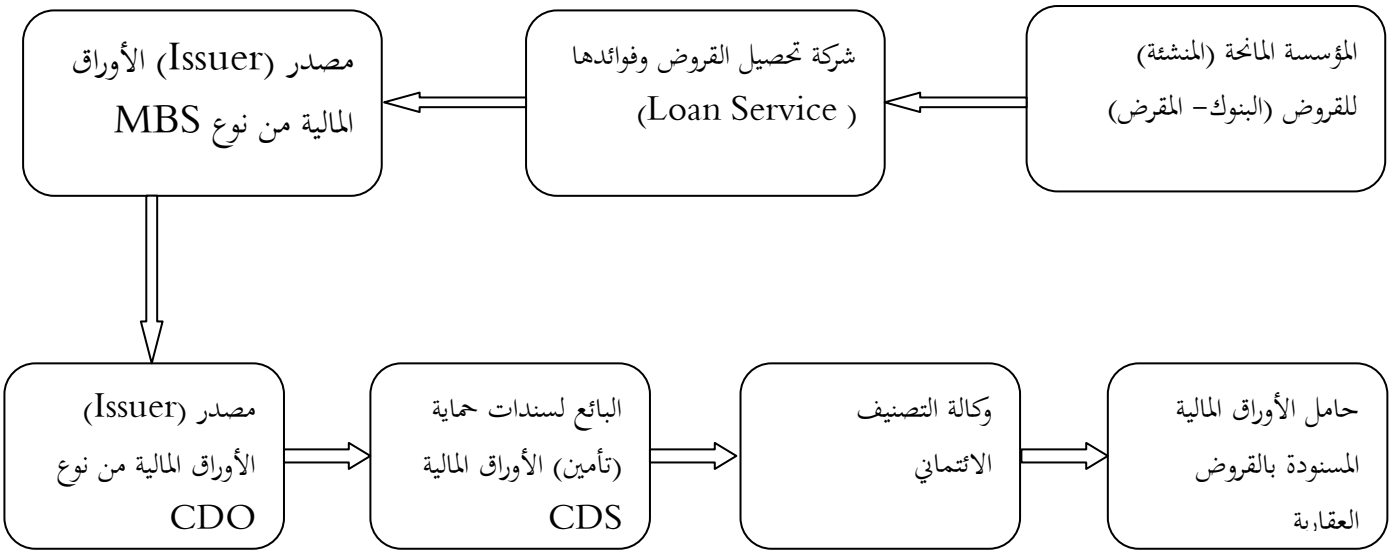
❋ دور الحكومة الأمريكية، بسبب الهاجس الأمني والحرب في العراق وأفغانستان، والتي وصلت تكلفتها إلى 3 تريليون دولار أمريكي، وهو ما رفع الدين الحكومي إلى مستويات قياسية، والعجز في الميزانية الأمريكية، والانخفاض المستمر لسعر صرف الدولار، وهذا كله جعل الحكومة تغفل عن الشؤون الداخلية، وعلى رأسها انهيار أسعار العقارات الأمريكية سنة 2006.

3.2.1.3. عدوى الأزمة.

تداخلت عدة عناصر وساهمت في توسيع نطاق الأزمة وانتشارها على المستوى العالمي، فزيادة المخاطر وتضاعف الخسائر في أسواق العقارات عالية المخاطرة لا تفسر بمفردها انهيار الأسواق المالية وتدهور أصول المستثمرين، فقد ساهم توسع وطغيان نموذج إنشاء القروض لتوزيعها، وكذا تضاعف عدد المتدخلين، مع إمكانية إعادة التمويل من خلال إصدار RMBS و CDO[1]، بالإضافة إلى تعقد الابتكارات المالية في إنشاء قنوات جديدة لتحويل ونقل المخاطر. والشكل الموالي يبين نموذج لإنشاء القروض لتوزيعها.

[1]- RMBS: Residential Mortgage]Backed Securities وهي الأوراق المالية المضمونة برهن عقار سكني؛

- CMO: Collateralized Mortgage Obligation هو سند مضمون بمجموعة سندات مضمونة برهن عقاري أو بقروض مضمونة برهن عقاري.



الشكل رقم (3-1): نموذج إنشاء القروض لتوزيعها [126] ص: 80.

سمح الانتقال من النموذج التقليدي للإقراض أو ما يعرف بنموذج "الإنشاء للاحتفاظ" إلى نموذج "الإنشاء للتوزيع"، أي توزيع القروض والتخلص منها من خلال عمليات التوريق واشتقاقها بدل الاحتفاظ بها ضمن بنود الميزانية للمؤسسات المنشئة (البنوك)، ومن ثم توزيعها على عدد كبير من المستثمرين. وكذا التأمين عليها وتصنيفها، دفع بالكثيرين إلى الإقبال عليها دون الإدراك التام بالمخاطر التي يتحملها، وعليه فهذا النموذج المعقد سمح بانتقال القروض من قطاع الرهن العقاري في أمريكا إلى باقي دول العالم، وهو ما يفسر إلى حد كبير كيف انتقلت الأزمة إلى خارج أمريكا وعلى نطاق واسع. كما أن شركات التأمين ووكالات التصنيف الائتماني كان لها دورا كبيرا وأساسيا في الإقبال على هذه المنتجات على الرغم من عدم إدراك العديد من المستثمرين على وجه الدقة والتحديد لحقيقة المخاطر التي تحملها هذه المنتجات لأنها مؤمنة وتحمل تصنيفا ائتمانيا "AAA" [127] ص ص: 93، 94.

3.1.3. حدوث الأزمة المالية 2008.

بدأت الأزمة في شركات الرهن العقاري، ثم انتقلت إلى الأسواق الماليّة وباقي المؤسسات الأخرى في أمريكا، لتنتقل بعد ذلك إلى أوروبا والعالم بأسره، وفي هذا العنصر سنحاول التعرف على المراحل الّتي مرت بها هذه الأزمة.

1.3.1.3. ظهور الأزمة في الولايات المتحدة الأمريكية.

بدأت بوادر الأزمة تظهر للعيان منذ صيف 2007، عندما انفجرت فقاعة الرّهن العقاري، الّتي اِنجرت عن عجز العائلة الأمريكية عن سداد أقساط القروض العقّارية متدنية الجودة والّتي بلغت قيمتها 2,5 تريليون دولار، وهذا ما أدى إلى خسائر لأكبر مؤسستين في الرهن العقاري "فريدريك ماك" و"فاني ماي"، ولقد خصص البنك الفيدرالي 200 مليار دولار لمساعدتهما [128] ص: 12.

قامت المؤسسات الماليّة بتقديم قروض هائلة للتّمويل العقّاري بلغت حوالي 11 تريليون دولار لشراء المنازل، ثم قامت ببيع هذه القروض لشركات التوريق واستعملت المبالغ المحصل عليها في تقديم قروض عقارية جديدة مرات عديدة، كما قامت شركات التوريق بإصدار سندات بقيمة هذه القروض وطرحتها للتداول في الأسواق الماليّة، فانتقلت من شخص إلى آخر في تيارات متتالية، وذلك بأسعار أكثر من قيمتها الاسمية اعتماداً على ما تدرُّه من فوائد، وفى نفس الوقت قام المقترضون بإعادة تقييم منازلهم بقيمة أكبر من قيمتها الاسمية، وأعادوا رهنها لدى مؤسسات أخرى للحصول على قروض جديدة بقيمة فارق إعادة التقييم، وأخذت هذه القروض نفس منحى القروض الأولى، وفى خطوة ثالثة تم إصدار أدوات مالية "مشتقات" للمضاربة على فروق أسعار هذه السندات، وتم طرحها للتداول في الأسواق الماليّة منفصلة عن السندات، وبالتالي حُمِّلت المنازل بعدد كبير من القروض الّتي تفوق قيمة هذه المنازل وانقطعت الصلة بين حملة السندات وبين المقترضين بضمان العقارات [129] ص ص: 02، 03.

ولما تشبّع السوق العقّاري وقلَّ الطلب انخفضت أسعار العقارات وفى ظِّل تزايد الفوائد وعدم قدرة أصحابها على إعادة بيعها أو رهنها والحصول على قروض جديدة توقفوا عن سداد أقساط القروض وفوائدها، وهذا ما دفع بالبنوك إلى الحجز عن هذه العقَّارات، الّذي وصل إلى حوالي 93% من حجم العقَّارات المموَّلة بالقروض العقّارية، ففقد أكثر من 2 مليون أمريكي ملكيتهم لهذه العقارات [122] ص: 235 ، وأصبحت قيمة هذه العقارات أقل بكثير من قيمة القروض، فضلا عن عدم إمكان هذه المؤسسات بيعها للركود الحاصل في سوق العقّارات وبالتّالي أصبحت هذه القروض رديئة لا يمكن تحصيلها، والمموّلة أصلا من ودائع عملاء آخرين فبدأ العملاء في سحب جماعي لأموالهم، عجزت معه المؤسسات الماليّة عن مواجهة السّحب، فأعلنت إفلاسها، وفى المقابل انخفضت أسهمها وأسهم شركات الاستثمار العقاري الّتي تقدم قروضا أيضا فأدى ذلك إلى انهيار الأسواق الماليّة [130] ص ص: 4، 5.

من أجل احتواء الوضع، قامت البنوك بالاتفاق مع المقترضين بالتأمين على هذه العقارات عند شركات التأمين، الّتي وجدت من الأزمة فرصة للربح، بضمان العقارات فيما لو امتنع محدودي الدخل عن السَّداد، فقامت بتصنيف سندات الديون لفئتين: "أ" قابلة للسداد، "ب" لا يمكن سدادها، وبدأت شركات التأمين بأخذ أقساط التأمين على السّندات من هؤلاء المستثمرين. بتفاقم الأزمة وتوقف محدودي الدخل عن السداد، طالب المستثمرون بحقوقهم عند شركات التأمين، فأعلنت أكبر شركة تأمين في العالم "أيه آي جي" "AIG" عن عدم قدرتها على الوفاء بالتزاماتها تجاه 64 مليون عميل، ممّا دفع بالحكومة الأمريكية إلى منحها مساعدة بقيمة 85 مليار دولار، مقابل امتلاك 79,9% من رأسمالها، ولحق بها كثير من المؤسسات الماليّة الأمريكية مثل "مورجان ستانلي" و"جولدمان ساكس" [118] ص: 08.

بداية الأزمة الحقيقية كانت يوم الاثنين 17 سبتمبر 2008، عندما أعلن بنك "ليمان براذرز" إفلاسه، وهو رابع أكبر بنك استثماري أمريكي، حيث تقدر أصوله بـ 639 مليار دولار، وديونه بـ 613 مليار دولار، وكان إفلاسه نتيجة الخسائر الكبيرة الّتي تعرض لها في الربع الثالث من 2008، حيث بلغت 3,93 مليار دولار، وعدم نجاح المفاوضات مع البنك البريطاني "باركليز" لشراء معظم أسهمه [131] ص: 06.

ولقد كان لإعلان إفلاس بنك الإخوة "براذرز"، أثراً مدوياً على أسواق المال الأمريكية والعالمية، وتراجعت مؤشراتها بشكل رهيب، ممّا دفع بالمستثمرين للتهافت على بيع الأوراق الماليّة ولو بأسعار متدنية، فأدى هذا إلى انخفاض كبير في أسعار هذه الأوراق الماليّة وفقا لقانون العرض والطلب، فلجأت البنوك الّتي تعاني من عجز في السّيولة إلى بنوك أخرى، لطلب القروض فيما يعرف بالسوق ما بين البنوك، ولكن بسبب جهل كل بنك وضعية البنك الآخر، أحجمت تلك البنوك عن تقديم القروض، وارتفعت أسعار الفائدة بين البنوك، فبدأت الانهيارات في البنوك والمؤسسات الماليّة وشركات التأمين تتوالى الواحدة تلوى الأخرى، وانخفضت مؤشرات الأسواق الماليّة، بحيث انخفض مؤشر "داو جونز" بحوالي 400 نقطة، وتراجع مؤشر "ستاندر آند بورز" بواقع 150 نقطة [132] ص: 02.

فبعد بنك "براذرز"، أعلن بنك "Bank of America" شراء بنك "Merrill Lynch" بأربعة مليار دولار، وفي 22 سبتمبر 2008 تحولا بنكا "مورجان ستانلي" و"جولد مان ساش" إلى شركتين بنكيتين قابضتين بعدما كانا بنكا استثمار، وفي 26 سبتمبر من نفس السنة، اشترى بنك "J.P.Morgan" منافسه "Washington Mutual" بمساعدة البنك الفدرالي، وفي 27 سبتمبر

2008 أعلن مصرف "جي بي مورغين تشايس" عن شرائه لمصرف "لميوتشوال" بـ1,9 مليار دولار، بلغ الشلل في الأسواق الماليّة ذروته في 29 سبتمبر بسبب رفض مجلس النواب الأمريكي خطة الإنقاذ المقترحة، حيث سجل مؤشر "داو جونز" انخفاض بمقدار 778 نقطة [133] ص: 11.

في الفاتح من أكتوبر 2008 وافق مجلس الشيوخ على خطة إنقاذ بقيمة 700 مليار، وهو ما أدى إلى ارتفاع مؤشرات الأسواق الماليّة، بحيث سجل مؤشر "دو جونزن" ارتفاعاً بنسبة 3,35%. في 3 أكتوبر 2008 أعلن بنك "ويلز فارجو" اندماجه مع بنك "واتشوفيا كورب"، في 29 أكتوبر من نفس السنة خفض البنك الفدرالي سعر الفائدة إلى 1% وهو أدنى معدل منذ 2004، في 10 نوفمبر استثمرت الحكومة الأمريكية 40 مليار دولار إضافية في "إيه آي جي" مقابل الحصول على أسهم تفضيلية في المجموعة التأمينية، في 16 ديسمبر خفض البنك الفيدرالي سعر الفائدة إلى نطاق قياسي بمعدل يتراوح بين 0% و0,25% [134] ص: 18.

الخسائر الّتي تكبدتها البنوك جراء تعثر ديون الرّهن العقّاري جعلتها تخفض بشكل كبير في عمليات الإقراض، ممّا جعل المؤسّسات الأخرى الطّالبة للقروض تتأثّر بالأزمة، بسبب تعطل مشاريعها لعدم تمكنها من الحصول على القروض من البنوك الّتي أصبحت تعاني من نقص في السّيولة، فعرف الاقتصاد الأمريكي انكماشا ملحوظا، وارتفع معدل البطالة إلى 7,6% في نهاية شهر جانفي 2009 [118] ص: 08.

2.3.1.3. انتشار العدوى.

عرفت أسعار الفائدة في بداية القرن الحالي مستويات متدنية في أمريكا، لكنها كانت في حدود 11% في أوروبا، ممّا دفع البنوك الأوروبية إلى شراء السندات من الأسواق الماليّة الأمريكية للاستفادة من أسعار الفائدة المتدنية، زد إلى ذلك الترابط الكبير بين الأسواق الماليّة، كلها أسباب ساهمت في سرعة انتقال الأزمة إلى الأسواق الماليّة الأوروبية، فقدْ فقد مؤشر سوق لندن 2,09% من قيمته، ومؤشر سوق باريس انخفض بـ 1,5%، كما قامت الحكومة البريطانية بتأميم بنك "نورذرن روك"، بسبب الخسائر الّتي تكبدها، وفي سبتمبر 2008 أنشأت مجموعة من المصارف صندوق للسيولة بـ 70 مليار دولار لمواجهة أكثر احتياجاتها، وبنك "لويد تي أس بي" يشتري منافسه "اتش بي أو أس" المهدد بالإفلاس، إضافة إلى انهيار أسعار أسهم المجموعة المصرفية والتأمين البلجكية الهولندية "فورتيس" في البورصة لعدم قدرتها على الوفاء بالتزاماتها [135] ص: 02.

في نهاية سبتمبر تم الإعلان عن خطط إنقاذ حكومية للبنوك الرئيسية في بريطانيا، واتحاد دول بنيلوكس الّذي يضم بلجيكا، هولوندا، لوكسمبورغ، وألمانيا، في 15 أكتوبر أعلن زعماء الاتحاد الأوروبي عن ضمان عمليات الإقراض بين البنوك، فارتفعت على اثر ذلك مؤشرات الأسواق الماليّة، حيث سجل مؤشر سوق باريس ارتفاعاً بـ 9,27%، ومؤشر سوق لندن ارتفع بنسبة 8,84%، وفي 4 ديسمبر خفض البنك المركزي الأوروبي سعر الفائدة ليصل إلى 2,5% [136] ص ص: 05 - 09.

أفريل 2010 دخلت اليونان في أزمة مالية خانقة إثر تفاقم مديونيتها التي وصلت إلى 300مليار يورو، حوالي 129% من الناتج المحلي الإجمالي، استنجادها بمساعدات الدول الأوروبية وصندوق النقد الدولي تقدر بحوالي 110مليار يورو، وفي 28 أفريل 2010 Standard & Poor's تخفض التصنيف الائتماني للقروض الحكومية الإسبانية من AAA إلى AA^-، وفي سبتمبر 2010 أزمة الديون الحكومية تصل إلى أيرلندا، وفي أفريل 2011 عدوى أزمة الديون الحكومية تصل إلى البرتغال الذي وصلت ديونه السيادية حوالي 100% من الناتج المحلي الخام، وخفض التصنيف الائتماني لديونها إلى A^-، وفي سبتمبر 2012 أزمة الديون السيادية تصل إلى إسبانيا [136] ص ص: 297- 303.

تأثرت الدّول الآسيوية تأثراً بالغ الخطورة بما حدث في الأسواق الأمريكية، فعلى سبيل المثال تراجعت مؤشرات البورصة اليابانية لأقل من معدلاتها منذ 20 عاما، وامتدت عدوى الانهيار الاقتصادي إلى كل من البورصات الآسيوية الكبرى مثل "هونج كونج" و"شنغهاي" وغيرها، وهناك توقعات انخفاض نمو الاقتصاد الصيني إلى أقل من10%، وبدأت التعاملات في أسواق المال الصينية في الانخفاض المستمر، وفي 30 أكتوبر 2008 أعلنت اليابان عن خطة إنقاذ بقيمة 276,33 مليار دولار، لتشجيع الأسر على الاستهلاك، وخفض الضرائب على القروض العقّارية لمدة عشر سنوات، وفي 20 نوفمبر من نفس السنة أعلنت الصين عن ضخ 588 مليار دولار لتحفيز الاقتصاد، كما ضخت الهند في 7 سبتمبر 2008 أربع مليارات دولار في إطار خطة إنفاق بتكلفة 61 مليار دولار، وفي 19 ديسمبر من نفس السنة قام بنك اليابان المركزي بخفض سعر الفائدة الرئيسي إلى 0,1% [135] ص: 03.

في نوفمبر 2009 أعلنت إمارة دبي عجزها عن سداد ديون شركة "دبي العالمية" التابعة لها، وطالبت بتجميد أو تأجيل تواريخ استحقاق الديون حتى 30مايو 2010 على الأقل، الأمر الذي أثار ذعرا وتدهورًا في العديد من الأسواق المالية العالمية وتراجعت الكثير من السندات الإسلامية.

3.3.1.3. مظاهر الأزمة.

من مظاهر الأزمة الماليّة العالمية الراهنة ما يلي [138] ص: 67:

- الهرولة إلى سحب الإيداعات من البنوك؛
- قيام العديد من المؤسسات الماليّة بتجميد منح القروض للشركات والأفراد خوفاً على صعوبة استردادها؛
- نقص السّيولة المتداولة لدى الأفراد والشركات والمؤسسات الماليّة، وهذا ما أدى إلى انكماش حاد في النشاط الاقتصادي وفى كافة نواحي الحياة، ممّا تسبب في توقف المقترضين عن سداد دينهم؛
- انخفاض مستوى التّداولات في أسواق النقد والمال وهذا ما أحدث ارتباكاً وخللاً في مؤشرات الأسواق الماليّة؛
- انخفاض مستوى الطاقة المستغّلة في الشركّات بسبب نقص السّيولة وتجميد الحصول على القروض من المؤسّسات الماليّة إلاّ بأسعار فائدة عالية جدًّا وضمانات كبيرة؛
- انخفاض المبيعات ولاسيما في قطاع العقّارات والسيّارات وغيرها بسبب ضعف السّيولة؛
- انخفاض معدلات الاستهلاك والإنفاق وهذا أدى إلى مزيد من الكساد والبطالة والتعثر والتوقف والتصفية والإفلاس.

2.3. تشخيص الأزمة الماليّة العالمية الراهنة.

تعتبر الأزمة المالية العالمية الراهنة، من أكبر الأزمات التي عرفها تاريخ الاقتصاد العالمي، وهذا راجع إلى عدة ظروف وأسباب كانت وراء انفجارها، وتفاقمها فيما بعد، ويتجلى ذلك من خلال الآثار التي انجرت عنها، والتي لم يسلم منها أي قطاع ولا أي دولة.

1.2.3. أسباب الأزمة.

بدأت الأزمة المالية من قطاع الرهن العقاري، ولكن شدتها وعمقها يدلان على وجود اختلالات كبيرة في عمل الأسواق، وعلى المستوى الاقتصادي ككل، فكونت ظروفا ملائمة لحدوث وانتشار هذه الأزمة.

1.1.2.3. الأسباب المباشرة.

هناك عدة أسباب كان لها الأثر المباشر على انفجار الأزمة، من أهمها:

1.1.1.2.3. القروض العقارية الرديئة.

توسعت المؤسسات المالية في تقديم القروض حتى بدون ضمانات حقيقية نتيجة تنافسها على تحقيق أكبر ربح ممكن، فأقبل النَّاس بشكل كبير للحصول على القروض العقّارية ذات معدلات فائدة متغيّرة بضمان العقار، ولقد بالغت البنوك في تقديم هذه القروض حتى على حساب احتياطاتها القانونية، وبعد عجز العائلات الأمريكية عن دفع أقساط القروض الّتي زادت قيمتها بسبب ارتفاع سعر الفائدة، وفي المقابل تراجعت قيمة العقارات بسبب حدوث تشّبع في السوق، نتج عنه نقص في السّيولة لدى البنوك، وبالتالي عجزت عن دفع أموال المودعين الّذين تهافتوا على طلبها من البنوك [139] ص: 05.

وامتدّت الأزمة إلى الأسواق الماليّة، حيث كانت البنوك قد أصدرت أوراقًا مالية بضمان هذه الوحدات السكنية، وروّجتها في الأسواق الماليّة، وأمام انخفاض أسعار العقّارات انخفضت الأوراق الماليّة المصدرة باسمها، وشملت أيضا شركات التأمين الّتي أمنت على هذه الأوراق [140] ص: 02.

2.1.1.2.3. غياب الرقابة.

للمؤسّسات الماليّة دورٌ هامٌ وخطيرٌ في اقتصاد أي دولة، وعلى الرغم من ذلك فإن هذه المؤسسات لم تكن تخضع في الولايات المتحدة وبعض الدول الأوروبية لرقابة كافية من الجهات الرقابية، وليس أدلّ على ذلك من أن الأزمة الماليّة الحالية قد بدأت من القطاع المالي، ومن جهة أخرى فإن إزالة الحدود والحواجز التقليدية بين الأسواق والمؤسسات الماليّة اِنجر عنه في حالة تعرض أحد أنشطة القطاع المالي لأزمة معينة، فإن هذه الأزمة تنتقل سريعاً إلى بقية أنشطة القطاع المالي، وممّا زاد الأمر سوءًا تعدد الأجهزة الرقابية على أنشطة القطاع المالي، دون وجود تنسيق بينها، ولذلك فحينما بدأت أزمة التّمويل العقّارى في الولايات المتحدة، سرعان ما انتقلت إلى باقى أنشطة القطاع المالي [141] ص: 09.

أدى غياب الرقابة على أعمال المؤسّسات الماليّة إلى عدم تقديم المعلومات الحقيقة عن هذه المؤسسات، بالإضافة إلى قيامها بتعاملات انعكست سلبًا على أدائها، ومنه الأسواق الماليّة بصفة عامة، ولقد أدى نقص أو غياب الرقابة.

3.1.1.2.3. استخدام أدوات مالية عالية الخطورة.

يقوم نظام البورصات والأسواق الماليّة، على بيع وشراء الأدوات الماليّة والبضائع دونما شرط التقابض، بل تشترى وتباع مرّات عدّة من خلال البيع على المكشوف، وعقود المشتقات المختلفة دون انتقالها من بائعها الأصلي، وهي تعتمد على معاملات وهمية ورقية شكلية تقوم على الاحتمالات، حيث يزيد التّداول وينخفض دون تقابض بل دون وجود السّلع أصلاً (دون المساهمة في تحقيق مفهوم تنمية الاقتصاد الإنتاجي)، كل ذلك شجّع المضاربات والهزّات في الأسواق الماليّة عبر العالم، وتحقّقت الخسائر والأرباح بطرق شتّى لتصبح هذه الأسواق أشبة ما تكون بأسواق مقامرة، بدلا من أن تكون مؤسسات مالية وسيطة تحقق هدف تسهيل تدفق الأموال الفائضة من المدخرين إلى من هم بحاجة إلى هذه الأموال لاستعمالها في استثمارات مباشرة تزيد الإنتاجية وتوفر فرص العمل وبالتَّالي رفع مستوى معيشة الأفراد وهي تشكِّل عنصر أساس في حدوث الأزمات الماليّة، وهذا كون 75% من العمليات الّتي تتم في الأسواق المشتقة الغرض منها المضاربة، وهو ما أدى إلى تحوّل الأزمة الحالية من أزمة رهن عقاري إلى أزمة مالية، بعدما قامت البنوك بإصدار أوراق مالية بضمان تلك القروض [142] ص: .02

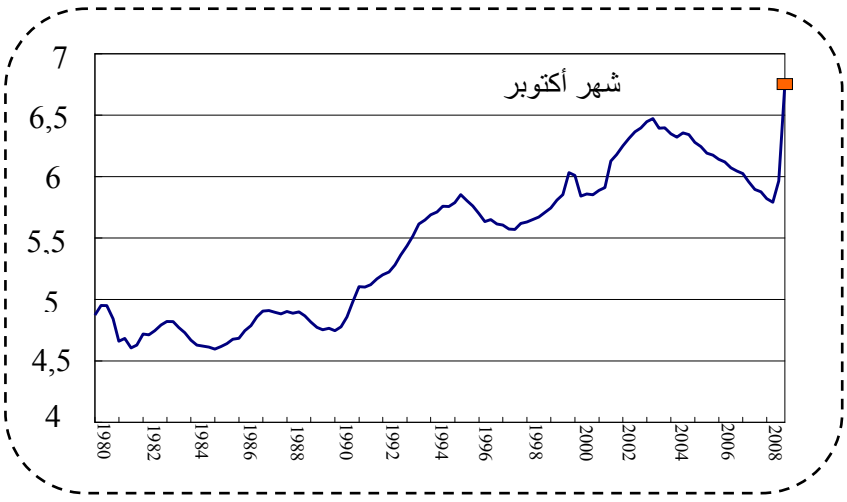
2.1.2.3. اختلالات على مستوى الاقتصاد الكلي.

كشفت الأزمة الحالية عن مدى هشاشة النّظام الاقتصادي، هذه الهشاشة الّتي أخفتها العولمة الماليّة، وما نتج عنها من تكامل اقتصاديّ، وتحرير للأسواق الماليّة، وتتمثَّل هذه الاختلالات فيما يلي:

1.2.1.2.3. ارتفاع حجم السّيولة العالمية.

لقد تضاعف حجم السّيولة على المستوى العالمي، فإذا ما قورنت مع الناتج المحلي الخام في الدول الكبرى (الولايات المتحدة الأمريكية، منطقة الأورو، اليابان، الصين، بريطانيا)، نجد أنها انتقلت من 26%، سنة 2002 إلى 30% سنة 2007. ويعود ذلك إلى ارتفاع حجم احتياطات الصرف بالدّول النّاشئة، وخاصة منها المصدرة للمواد الأولية، ممّا دفع بها إلى البحث عن أسواق لاستثمار هذه الفوائض، بالإضافة إلى زيادة حجم النّفقات التِّجارية، زيادة انتشار القروض، وهذا بسبب انخفاض أسعار الفائدة الحقيقة، وزيادة الابتكارات الماليّة مع ارتفاع الإنفاق الحكومي، وتزايد معدلات سرعة دوران النقود [143] ص: 01.

لقد نتج عن هذه السّيولة زيادة المضاربة، واتساع الهوَّة بين الاقتصاد الحقيقي والاقتصاد المالي، بحيث التّبادلات الماليّة في الاقتصاد الحقيقي لا يمثل سوى 2,2% من حجم التّبادلات العالمية، بقيمة 44.800 مليار دولار من مجموع 2.069.300 مليار دولار، ولقد انتقلت قيمة رؤوس الأموال المستخدمة في المشتقات الماليّة من 1.000 مليار دولار سنة 1980 إلى 1.406.900 مليار دولار سنة 2008 [134] ص: 04، والشكل التالي يبين تطور نسبة السّيولة إلى الناتج الداخلي الخام (PIB) لدى البنوك المركزية.



الشكل (3)2): تطور نسبة السّيولة إلى PIB لدى البنوك المركزية العالمية [113] ص: 04.

2.2.1.2.3. مستويات التَّضخم.

لقد نجحت البنوك المركزية في بداية القرن الحالي، في التّحكم في مستويات التّضخم ولم تأثّر عليه حجم السّيولة العالمية المتداولة في الاقتصاد، حيث نجحت في تخفيض مستوياته من 12% إلى حدود 2%، ولكن ما لبثت أن عادت معدَّلاته إلى الارتفاع حيث بلغت نحو 4%، وكان السّبب فيها ارتفاع أسعار المواد الأولية وعلى رأسها أسعار البترول، وارتفاع الإنفاق الأمني والعسكري في الدَّاخل والخارج [143] ص: 01.

3.2.1.2.3. أسعار الفائدة.

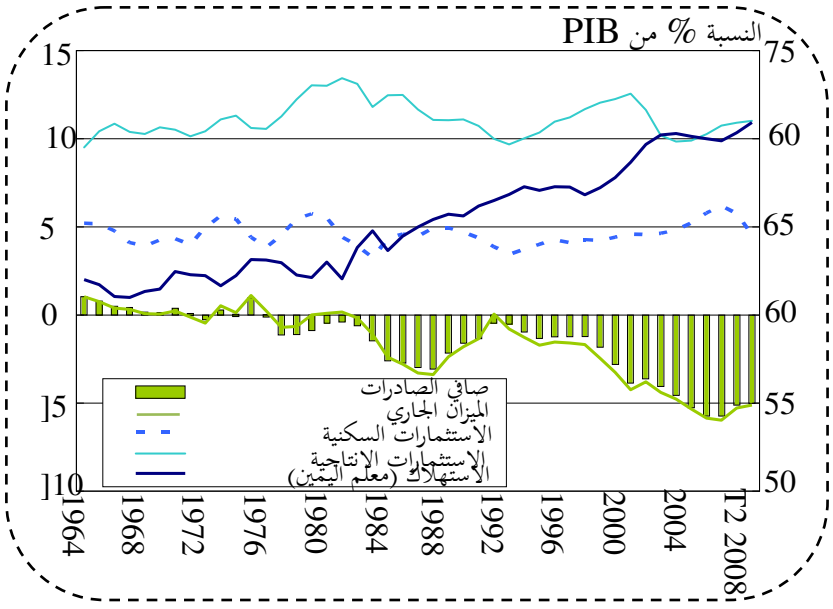
لقد أدَّى انخفاض معدل التَّضخم وتغيّراته، وأقساط التّأمين على المخاطر الماليّة، إلى انخفاض أسعار الفائدة على المدى الطويل، وهي السِّياسة الّتي اتبعها البنك الفيدرالي الأمريكي في أعقاب أزمة 2001، حيث عمد إلى إحداث تخفيضات متتالية لأسعار الفائدة حتى وصلت إلى أدنى حدٍّ لها، ولكن بحلول عام 2004 ومع اتجاه معدلات التّضخم للارتفاع ومع التغيُّر في سياسة البنك

الفيدرالي على خلفية تغيّر مديره العام، اتجهت أسعار الفائدة نحو الارتفاع حتى وصلت إلى أعلى معدَّلاتها في سنة 2007، وهذا ما أدَّى إلى زيادة خدمات الدَّين وخاصة تلك الّتي كانت بمعدلات فائدة متغيرة، كما عرفت أسعار الفائدة بين البنوك ارتفاعًا كبيرًا بعد أزمة الرّهن العقاري، ممّا أدى إلى تفاقم وضع الكثير من البنوك [128] ص: 19؛

4.2.1.2.3. تراجع أداء الاقتصاد الأمريكي.

لقد حصلت تراجعات مهمة في أداء الأنشطة الإنتاجية للاقتصاد الأمريكي، وتتمثل مظاهر هذا التراجع في العوامل التالية [144] ص: 04، [139] ص ص: 07، 08:

- العجز في الميزان التجاري، وذلك يعود إلى عجز الجهاز الإنتاجي عن تلبية الطَّلب المتزايد للسّوق الدّاخلية الأمريكية وخاصة الطّلب الاستهلاكي في ظل شيوع النزعة الاستهلاكية المفرطة؛
- العجز في الموازنة الحكومية والّذي بلغ 410 مليار دولار في عام 2008 وهو ما يمثل حوالي 2.9% من الناتج القومي الأمريكي؛
- تباطؤ معدلات نمو الناتج القومي الأمريكي، والّتي وصلت حسب إحصائيات الخزانة الأمريكية في الأشهر الثلاثة(السابع والثامن والتاسع) من عام 2008 إلى الصفر؛
- تزايد أعباء المديونية الّتي ارتفقت من 5 تريليون دولار عام 2000 إلى أكثر من 10 تريليون دولار عام 2008.



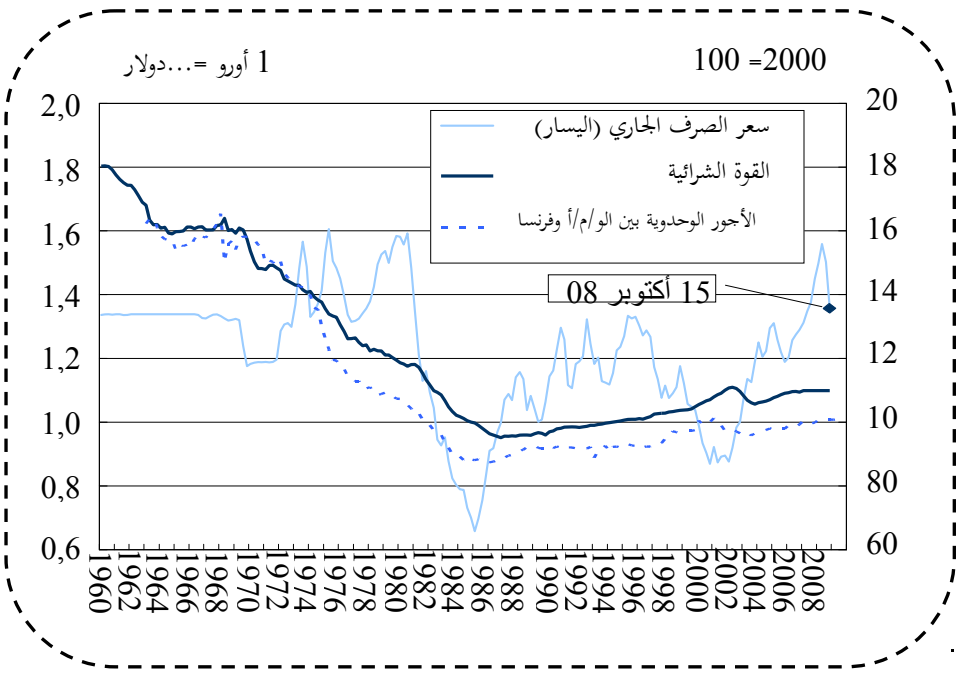
الشكل رقم (3-3): نصيب مختلف نفقات الناتج المحلي الخام الأمريكي [113] ص: 04

5.2.1.2.3. ارتفاع أسعار المواد الأولية.

إن موجة الارتفاع في أسعار المواد الأولية الّتي عرفها العالم في الآونة الأخيرة، ساهمت مساهمةً كبيرة فيما وصلنا إليه من استنفاذ للسّيولة والمدخَّرات، كما أدى ارتفاع أسعار المواد الأولية وعلى رأسها أسعار المحروقات الّتي وصلت إلى حدود 148 دولار للبرميل لأول مرة إلى ارتفاع فاتورة العائلات، وهو ما ساهم في عجز العائلات عن تسديد أقساط القروض العقّارية الّتي أدت إلى انفجار الأزمة [145] ص: 11 ؛

6.2.1.2.3. اختلال في سعر الصرف.

تميزت بداية القرن الحالي بتقلبات كبيرة في أسعار صرف العملات، وعلى رأس هذه العملات الدولار الأمريكي، حيث اتجه سعر صرف الدولار مقابل العملات الأخرى إلى الانخفاض نتيجة انخفاض أسعار الفائدة في الأسواق الأمريكية، والعجز المستمر في الميزان التجاري، ولقد شهدت قيمة الدولار تراجعًا مستمرًا من حيث القيمة الشرائية له مقابل الأورو، ومن ثَمَّ ارتفع الاتجاه العام للتغيّر بين القوة الشرائية للدولار مقابل الأورو من 0,012 سنت إلى 0,062 سنت [133] ص: 18 ، والشكل التّالي يبين تغيرات القيمة الشرائية للدولار مقابل الأورو.



الشكل (3-4): تغيرات سعر صرف الدولار مقابل الأورو باعتماد القدرة الشرائية [113] ص: 05.

3.1.2.3. اضطراب النّظام المالي.

إن الحديث عن استقرار النّظام المالي، يعني ضمنيًا غياب أسباب الأزمات الماليّة، أو تقليص ظهورها، وتقليل أثارها إلى أدني حد ممكن، مما يؤكد أن الحفاظ على الثّقة بكفاءة النّظام المالي وقدرته على الاستمرار، يعد أمرًا أساسيًا من عناصر الاستقرار المالي، وذلك من خلال توفر الشفافية، المصداقية، الإشراف والرقابة، وهي العناصر الّتي يفتقر إليها النّظام المالي العالمي القائم.

1.3.1.2.3. اختلال النّظام المصرفي.

وتتمثل مظاهر هذا الاختلال في طبيعة هذا النّظام المصرفي، وتتجلى هذه المظاهر فيما يلي [146] ص ص: 04- 08، [147] ص: 06:

❋ طبيعة النّظام المصرفي المولد للنقود والائتمان المصرفي، بحيث تستطيع البنوك أن تولِّد من كل وديعة أصلية عشرات الودائع المصرفية، وقد بلغ تداول الدولار إلى ستين مرة، أي كل دولار يولد حوالي ستين دولار؛

❋ غياب الإشراف والرّقابة على البنوك، أو ضعفها في الولايات المتحدة الأمريكية، رغم أنّها أحد الدول المشاركة في اتفاقية بازل للرّقابة المصرفية، إلاّ أنّها لا تطبق مبادئها بصرامة على بنوكها، كما أن بنوك الاستثمار غير خاضعة لرقابة البنك الفيدرالي؛

❋ التوسع في الائتمان بضمانات من الدرجة الثانية والثالثة وبدون ضمانات حقيقة، وقد ظهر هذا جليًّا في الرهونات العقّارية من الدرجة الثانية، ودون الاستناد إلى قدرة المدين على السداد؛

❋ ربط مكافآت مدراء البنوك وأعضاء مجلس الإدارة بنسبة معيّنة من الأرباح، وهذا ما شجعها على التوسّع في منح القروض، والبحث عن الرِّبح في الأجل القصير، بدون الأخذ في الاعتبار المخاطر المحتملة؛

❋ السَّماح بالاقتراض من أجل المضاربة في الأسواق الماليّة، ممّا شجع على زيادة الاقتراض، وكثرة المضاربة.

2.3.1.2.3. نمو نشاط المضاربة.

من بين أكبر الأسباب وراء تهاوي الأسواق الماليّة، هو المضاربات الهائلة الّتي تتم فيها، فترى سعر الورقة الماليّة يتضاعف عشرات المرات دون أي مبرر، فالأصل أنَّ أيَّ زيادة في سعر الورقة الماليّة، يقابلها زيادة فعلية في قيمة الأصول الّتي تمثلها في الاقتصاد الحقيقي، ولكن هذا لم

يحدث. إنَّما الارتفاع والانخفاض في أسعار الأوراق الماليّة غالبًا ما يعود إلى المضاربة [148] ص: 52.

إن تعاظم حجم القطاع المالي، لم يقابله نمو القيمة الاقتصادية للمؤسسات المصدِّرة للأوراق الماليّة المتداولة في الأسواق الماليّة، إنما حصل هذا نتيجة للمضاربة الّتي تفشت في الأسواق الماليّة الدولية بأسس غير سليمة، وهذا ما أدى إلى هروب رؤوس الأموال من الاستثمار في القطاعات المنتجة، إلى الاستثمار في قطاعات غير المنتجة [144] ص ص: 05، 06 ؛

3.3.1.2.3. التوسع في الدّين.

توسّعت المؤسسات الماليّة في تقديم القروض بكل أشكالها؛ للعائلات، للمؤسسات وللدول، وتنافست فيما بينها في تقديم التّسهيلات الائتمانية، حيث بلغ مجموع الديون 39 تريليون دولار ما يعادل ثلاثة أضعاف الناتج المحلِّي الإجمالي، منها 9,6 تريليون دولار ديون فردية منها نحو 6,6 تريليون دولار متعلِّقة بالرَّهن العقَّاري، كما بلغت ديون الشركات قرابة 18,4 تريليون دولار، والدُّيون الحكومية حوالي 12 تريليون دولار، ويقدَّر حجم الطلب على الديون بحوالي 380 ألف دولار في الدقيقة [136] ص ص: 03، 04. ولقد استعملت في ذلك عدة آليات نذكر منها:

1.3.3.1.2.3. توريق الدّيون.

بحيث تقوم بنوك متخصصة بشراء الدّيون المتعثِّرة لبنك ما، ثم يحولها إلى سندات مديونية مضمونة بحقوق رهن أو ملكية لدى البنك، وبعدها تصدر في شكل أوراق مالية تتداول في الأسواق الماليّة [149] ص: 44 ؛

2.3.3.1.2.3. بطاقات الائتمان.

وهي بطاقات تمنحها المؤسّسات الماليّة للعائلات وطلبة الجامعات...الخ، لدفع أثمان المشتريات والخدمات حتى بدون رصيد، ويتحمل صاحبها تكاليف عالية، وهي الّتي أدت إلى إفلاس الكثير من البنوك، وتقدر مجموع هذه الديون بـ 940 مليار دولار، كما تقدر ديون الطلبة بـ 85 مليار دولار [145] ص: 04؛

3.3.3.1.2.3. التسهيلات الائتمانية.

وهي خدمة مصرفية ملحقة بالحسابات الجارية، يمنح المصرف بموجبها صاحب الحساب رصيدًا بحدود معينة يستطيع سحبه مقابل فائدة محددة [149] ص: 46.

4.3.3.1.2.3. تنامي حجم القطاع الخاص.

ارتفع نصيب القطاع الخاص من التدفقات الماليّة، حيث أصبحت حصته تضاهي خمسة أضعاف التدفقات الرسمية، فمع الرّأسمالية المتعولمة ساد الاحتكار وانعدم التنافس، بعد أن سيطر القطاع الخاص -الّذي لا يمثل أربابه سوى 5% من المجتمع- على 95% من ثروة المجتمع، وتتجلَّى بعض مظاهر هذه السيطرة في [77] ص: 22:

- خمس شركات عملاقة تُسيطر على 50% من الأسواق العالمية في مجالات صناعات الفضاء، المكونات الإلكترونية، السيّارات، الطّائرات المدنية، الفولاذ والالكترونيات؛
- خمس شركات أخرى تسيطر على 70% من السِّلع الاستهلاكية؛
- خمس شركات أخرى تهيمن على 40% من النفط والعقول الإلكترونية الخاصة والإعلام، و51% من أكبر الاقتصاديات في العالم اليوم، هي شركات لا دول؛
- مبيعات 200 شركة، تمثِّل 28,3% من الإنتاج الخام العالمي.

5.3.3.1.2.3. صناديق التَّحوط.

هي عبارة عن مؤسّسات مالية، ظهرت بعد أزمة 2000 والتحول من الاستثمار في مجال التكنولوجيا، إلى الاستثمار في مجال الائتمان والقروض، وهي مفتوحة للأثرياء فقط، بحيث تستوعب 500 مستثمر كأقصى حد، يدفع كل منهم رسوم اشتراك بقيمة مليون دولار كأدنى حد، وهي غير خاضعة للرقابة مثل صناديق الاستثمار الأخرى، لقد أدت المكاسب الهائلة الّتي تحققها إلى انتشارها في العالم وأصبحت تسيطر على ثلث مداولات الأسهم، وبحوزتها أصول بقيمة 2.250 مليار دولار، تعمل هذه الصناديق على الاقتراض من المؤسّسات الماليّة بأسعار فائدة منخفضة، ثم تستثمر تلك الأموال في بلدان تكون فيها أسعار الفائدة مرتفعة لتربح الفرق بين القيمتين، وهو ما يسمى بالرفع المالي، كما تقوم بالاستثمار في الأوراق الماليّة، وهذا ما فعلته مع سندات سوق القروض العقّارية الثانوية، ممّا أدى إلى إفلاس الكثير منها وضياع أموال المستثمرين، وهي تساعد على تداول واستثمار مبالغ مالية ضخمة خارج الدَّائرة الرّسمية الخاضعة للرقابة [77] ص ص: 11-13.

2.2.3. تداعيات الأزمة المالية 2008.

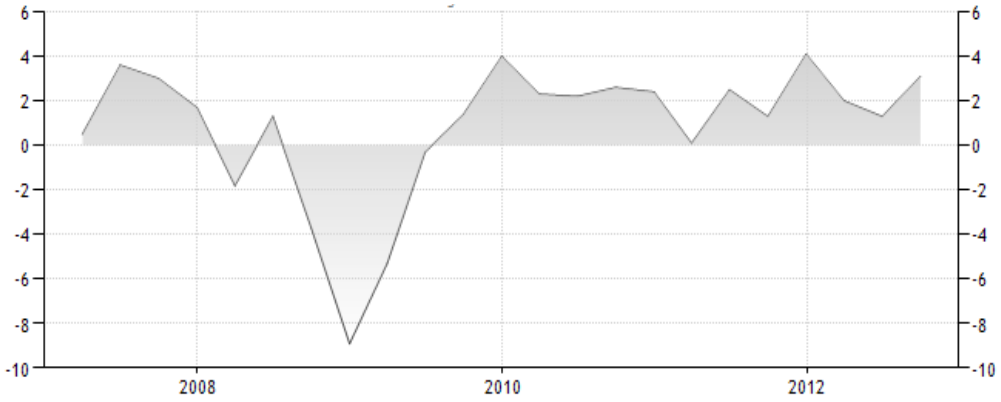
اختلفت شدّة تأثرّ الدّول بهذه الأزمة، باختلاف ارتباط اقتصادها بالاقتصاد الأمريكي من جهة، واختلاف جاهزية اقتصادياتها لتحمّل الصدمات، وتصحيح الاختلالات، ويمكن إبراز أهم آثار الأزمة الحالية فيما يلي:

1.2.2.3. تداعياتها على الاقتصاد الأمريكي.

تأثّر الاقتصاد الأمريكي بشكل مباشر بالأزمة الماليّة الحالية، كونه منشأ الأزمة، ومن بين آثار الأزمة على الاقتصاد الأمريكي ما يلي:

1.1.2.2.3. دخول الاقتصاد في حالة ركود.

يعتبر اقتصاد ما في حالة ركود إذا عرف تراجعاً مستمرًا في معدل النمو، لمدّة سداسيّيْن متتاليّين عمّا كان عليه في السداسي الّذي قبلهما، وهذا ما حدث بالفعل بالنسبة للاقتصاد الأمريكي الّذي عرف تراجعا بمعدل 0,3%، في السداسيّين الثّاني والثّالث من سنة 2008 مقارنة بالسّداسي الأول من نفس السّنة، وهذا بسب تراجع استهلاك العائلات وإنفاق الشركات، نتيجة ارتفاع أسعار المواد والسّلع والطّاقة من جهة، وتضييق البنوك على منح القروض بسبب نقص السّيولة من جهة أخرى [120] ص: 238 ، والشكل الموالي يبين معدل نمو الناتج المحلي الخام ما بين 2007 - 2012.



الشكل رقم (3-5): معدل نمو الناتج المحلي الخام في الو/م/أ 2007 -2008. [من إعداد الباحث بالاعتماد على معطيات من Datasteam].

2.1.2.2.3. تراجع تحويل رؤوس الأموال إلى أمريكا.

حيث قدّر هذا التراجع بحوالي 50%، إلى درجة أنّه لا يكفي لسدِّ العجز في الميزان التِّجاري الّذي بلغ حوالي 60 مليار دولار، وهذا بسبب ارتفاع أسعار صرف العملات الأخرى أمام الدولار خاصة الين الياباني، حيث وصل الدولار إلى مستوى 100 ين، وهو أدنى سعر له منذ التسعينات، كما وصل الأورو إلى أكثر من دولار ونصف لأول مرة منذ صدوره [150] ص: 05 ؛

3.1.2.2.3. خسائر قطاع العقارات.

تراجعت أسعار المساكن بحوالي 10%، وهذا لزيادة حجم المعروض من العقارات للبيع في المزاد العلني الّذي بلغ حدود 1,2 تريليون دولار، كما تراجعت نسبة بناء المساكن بنسبة 600%، نتيجة إفلاس العديد من شركات القرض العقاري مثل "نيو سينتشري فايننشال كوربويشن" و"أمريكان هوم مورغيج انفستمنت"، بالإضافة إلى إلغاء الشّركات العقّارية 12 ألف وظيفة لمواجهة نحو 1,2 مليار دولار من خسائرها، كما يواجه من 1 إلى 3 مليون أمريكي خطر فقدان منازلهم، و14 مليون أمريكي مدانون لشركات الرهن العقاري بقروض تفوق قيمة منازلهم [134] ص: 02 ؛

4.1.2.2.3. آثارها على المؤسّسات الماليّة.

تراجعت أرباح البنوك الأمريكية بعد حذف مبالغ كبيرة من ميزانياتها، تتعلَّق بالدّيون العقّارية، الّتي لم تتمكن من تحصيلها، زيادة على تراجع أسعار أسهمها في الأسواق الماليّة، حيث تراجعت أسهم "المجموعة الأمريكية العالمية" بحوالي 61%، وبنك "واشنطن ميوتوال" خسر 27% من قيمة أسهمه، كما تراجعت أسهم "سيتي جروب" بنسبة 15% حيث وصل سعر السَّهم إلى 15,24 دولار وهو أدنى مستوى له منذ 2002، وانخفضت أسهم "بنك أوف أمريكا" بنسبة 21%، ليصل سعر السَّهم إلى أدنى مستوى له منذ 1982 وهو 26,55 دولار [151] ص: 225.

كما خسرت أسهم أكبر شركات بطاقات الائتمان الأمريكية "أمريكان اكسبرس" 8,9% من قيمتها، وبيعَ سهمها بحوالي 48,35 دولار، وانخفضت أسهم "مورغان ستانلي" بنسبة 14%، وهي أكبر شركة تتعامل في سندات الخزانة الأمريكية. هذا واختف 11 بنكًا من التعاملات وعلى رأسها "ليمان براذرز" [123] ص: 10 ، وتحوّل كل من "مورغان ستانلي" و"غولدمان ساكس" إلى شركتين قابضتين، وهما آخر بنكين استثماريّين، وهذا إقرار بنوع من الخطورة في أنماط التّمويل والاستثمار في هذا النوع من البنوك، كما أدتّ الأزمة كذلك إلى اندماج عدة بنوك من بينها، "بنك أوف أمريكا" وبنك "كنتري وايد"، واندماج "جي بي مورغن تشايس" و "واشنطن ميوتشوال"، كما

قام البنك الفيدرالي بتأميم عدة شركات وعلى رأسها "فاني ماي" و"فريدي ماك"، وشركة التّأمين "أيه آي جي" [149] ص ص: 65] 68 ؛

5.1.2.2.3. ارتفاع معدلات البطالة.

عرفت معدلات البطالة ارتفاعا كبيرا بسبب إفلاس الكثير من الشركات، سواء في القطاع المالي أو الحقيقي، بالإضافة إلى التخفيض من حجم العمالة في شركات أخرى بفعل الكساد، بحيث ارتفعت نسبة البطالة من 4,4% في أوت 2007 إلى 10% في نوفمبر 2009، لتتراجع بعد ذلك بفعل الإصلاحات لتصل إلى 7,8% في ديسمبر 2012؛

6.1.2.2.3. تفاقم عجز الميزان التجاري.

عرف الميزان التجاري الأمريكي عجزا مستمرا حتى قبل الأزمة، ولكن هذا العجز تفاقم خلال الأزمة بحيث انتقل العجز من 55.600 مليون دولار في أكتوبر 2007 إلى 65.743 مليون دولار في أوت 2008، ثم تراجع العجز نوعا ما ليصل إلى 48.228 مليون دولار أمريكي في نهاية 2012.

2.2.2.3. تداعيات الأزمة على الاقتصاديات المتقدمة.

لم تقتصر تداعيات الأزمة الماليّة على الاقتصاد الأمريكي فحسب، بل تأثرت جميع اقتصاديات العالم بها، ويمكن حصر أو تحديد أهم هذه التأثيرات في العناصر التالية:

1.2.2.2.3. تباطؤ النّمو الاقتصادي.

راجع صندوق النّقد الدّولي توقّعاته بالنّسبة لنموّ الاقتصاد العالمي مع بداية الأزمة، حيث قدر أن يبلغ معدل نمو النّاتج الإجمالي الدولي نسبة 1% في 2009، وهو أضعف من معدل النّمو الّذي وضعه لسنة 2008 الّذي بلغ 2,5%، وهو أقل بكثير من معدّلات النّمو المحققة في السّنوات الماضية، هذا وقد بلغ معدل النمو خلال سنة 2010 تحسنا بحيث بلغ 3,2% ثم انخفض إلى 1,6% ويتوقع أن ينخفض النمو في الدول المتقدمة إلى 1,5% خلال 2013، وهذا تأثرًا بأزمة الديون في دول الاتحاد الأوروبي [152] ص: 17 ؛

2.2.2.2.3. تفاقم مشكلة الديون السيادية دول الاتحاد الأوروبي.

أدى تحمس الدول الأعضاء في الاتحاد الأوروبي إلى استيفاء شروط الانضمام إلى الأورو إلى الإفراط في الاقتراض من أجل رفع معدلات النمو وتحسين الأداء الاقتصادي، وكذلك تعمد تجميل بعض مؤشرات الأداء الاقتصادي، خاصة ما يتعلق بمؤشر عجز الموازنة العامة، وهو ما جعل بعض هذه الدول تعلن في وقت متأخر حقيقة وضعها المالي، وحقيقة نسبة عجز الموازنة ونسبة الدين العام للناتج المحلي الإجمالي، وكانت المؤشرات الحقيقية مفاجئة في كثير من هذه البلدان، خاصة في اليونان والبرتغال وإسبانيا وإيطاليا. بحيث بلغت الديون السيادية في اليونان 300 مليار أورو بنهاية 2009، وهو ما يمثل 127% من الناتج المحلي الخام، وانتقلت إلى 350 مليار أورو أي 158% من الناتج المحلي الخام مع نهاية 2011.

3.2.2.2.3. ارتفاع معدَّلات البطالة.

نتيجة لإفلاس بعض المؤسسات الماليّة والشركات العقّارية، وتراجع أداء البعض الآخر، عرفت نسبة البطالة ارتفاعا كبيرا حيث وصلت إلى حدود 7,6% في بداية 2009، وبلغت نسبة نمو التشغيل خلال الفترة 2008]2011 حوالي]0,3%، ثم ارتفعت النسبة في سنة 2012 لتبلغ 0,4%، بالإضافة إلى انخفاض الأجور الّذي قابله ارتفاع في التضخم، وهذا ما انعكس سلبًا على استهلاك وادِّخار العائلات، ممّا ولّد تخوّفات من انتقالها إلى أزمة اجتماعية [153] ص: 02 ؛

4.2.2.2.3. خسائر المؤسسات الماليّة.

تعرضت العديد من المؤسّسات الماليّة، وخاصة في أوروبا وآسيا إلى خسائر جّراء هذه الأزمة، على غرار البنك البريطاني "نورثن روك" المتخصِّص في التّمويل العقّاري، الّذي انخفضت قيمة أسهمه بأكثر من 30%، واندماج بنك "سانتاندر" الإسباني والبنك البريطاني "أليانس آنذر لايسستر"، كما انهارت مجموعة "فورتيس" البلجيكية الهولندية، في حين قامت الحكومة الأيسلندية بشراء 75% من بنك "غليتنير"، وتراجعت قيمة أسهم "كريدي سويس" السويسرية بنسبة 28,78%، كما تأَثرت البورصات بشكل مباشر بالأزمة نتيجة تزايد مخاوف حدوث ركود اقتصاديٍّ، وسحب المستثمرين لأموالهم لتغطية مراكزهم الماليّة في مناطق أخرى [149] ص ص: 65- 71 ؛

5.2.2.2.3. انخفاض السّيولة.

يعتبر انخفاض السّيولة من بين أكبر الانعكاسات السّلبية الّتي تولدت عن الأزمة الحالية، حيث انخفضت السّيولة في سوق المعاملات بين البنوك، وارتفعت أسعار الفائدة بينها إلى مستويات خيالية، هذا بسبب محاولة احتفاظ كل بنك بما لديه من سيولة لمواجهة تقلبات المستقبل المجهول، وزاد التشديد على شروط تقديم القروض للمؤسسات الإنتاجية وللعائلات من أجل الاستهلاك، وهذا من شأنه أن يعمِّق من حدّة الأزمة، فرغم الأموال الضخمة الّتي ضخّتها البنوك المركزية عبر العالم، إلاّ أنّه مازالت العديد من المؤسّسات والأسواق الماليّة تعاني من نقص أو انعدام في السّيولة [128] ص: 65 ؛

6.2.2.2.3. الّتأثير على التجارة الخارجية.

أثّرت الأزمة بصورة حادّة على أسواق المواد الأوّلية الدّولية، حيث عرفت أسعار المواد الأولية مستويات قياسية خلال النصف الأول من عام 2008، وهذا في إطار الارتفاع المستمر الّذي عرفته منذ 2003، ولكن ما لبثت أن بدأت في الانخفاض وبشكل كبير، إذْ انخفضت أسعار البترول من حدود 148 دولار للبرميل في 2008 إلى حوالي 38 دولار للبرميل، كما عرفت أسعار المواد الغذائية كذلك انخفاضا في أسعارها خاصة المواد الغذائية ذات الثّمن المرتفع، هذا وعرفت سوق السّيارات وأجهزة الإعلام الآلي تراجعًا كبيرًا في المبيعات، حيث انخفضت مبيعات السّيارات بنسبة 21% في سبتمبر 2008، ونفس الشيء بالنسبة لقطاعي الكهربائيات والبصريات الّلذين عرفا تراجعًا بنسبة 3,1% [149] ص: 74.

3.2.2.3. تداعيات الأزمة على الدّول النامية.

لم تسلم اقتصاديات الدول النامية من تداعيات الأزمة المالية، وهذا راجع إلى ارتباط الاقتصاد والأسواق الماليّة العالمية، وانتقال الأزمة إلى الدول النامية يمكن أن يكون عبر قناتين، إحداهما التّجارة الخارجية والأخرى الاستثمار الأجنبي المباشر، غير أنّ تأثيرات الأزمة على اقتصاديات الدّول النامية ليست في مجملها سلبية.

1.3.2.2.3. الآثار السلبية.

من بين الانعكاسات السّلبية الّتي انجرَّت عن الأزمة الماليّة، بالنِّسبة لاقتصاديات الدّول النامية نذكر ما يلي:

1.1.3.2.2.3. تدهور أسعار المحروقات.

تعتمد معظم الاقتصاديات النامية على إنتاج وتصدير المحروقات، وبذلك فإن تنميتها مرهونة بحجم الطّلب عليها، ومستويات أسعارها، وكان من الطبيعي أن ينخفض الطّلب العالمي على المواد الأولية وعلى رأسها المحروقات، حيث أدت الأزمة إلى انخفاض كبير في أسعارها، إذ تراجعت من 148 دولار للبرميل إلى حوالي 38 دولار للبرميل في أواخر 2008 والسّداسي الأول من 2009، ممّا دفع بالدّول المنتجة له إلى تخفيض إنتاجها عدّة مرات، وعليه ستنعكس سلبا على موازناتها الحكومية المستقبلية، وسينخفض الإنفاق الحكومي الّذي يُعدُّ المحرك الأساس للاقتصاد، وبالتَّالي انخفاض مستوى نموّ الاقتصاد [154] ص: 04، [155] ص: 08 ؛

2.1.3.2.2.3. تراجع عمليات مكافحة الفقر.

ستؤثِّر الأزمة بصورة ملموسة على تحقيق الأهداف الإنمائية في الدول النامية، إذ ستؤدي عملية التَّضييق في الحصول على الائتمان، والنّمو الضَّعيف في الاقتصاد، إلى تراجع الإيرادات العامّة، وستضع قيودا على قدرة حكومات الدّول النامية في تمويل الاستثمارات اللازمة للتعليم والصحة والأهداف الإنسانية التّنموية الأخرى [156] ص: 08 ؛

3.1.3.2.2.3. تأثير الأزمة على الأسواق الماليّة.

تعتبر الأسواق الماليّة أكثر المتضررين من الأزمة، إذ تعكس مختلف التَّفَاعلات معها؛ من ضعف أوضاع المؤسّسات الماليّة، تراجع أداء الاقتصاد، وارتفاع تكاليف التمويل [157] ص ص: 196، 197، [145] ص: 04 ؛

4.1.3.2.2.3. خسائر الصناديق السِّيادية.

يتم وضع عائدات الدومان، وبصفة أخص عائدات البترول في صناديق سيادية، حيث أصبحت دول الخليج تمتلك ثروات هائلة في الصناديق السِّيادية، الّتي تمَّ استثمارها في الخارج، وخاصة في الولايات المتّحدة الأمريكية، هذا بالإضافة إلى حجم الاستثمارات الأخرى، سواءً كانت للأفراد أو للشركات الّتي توجد بالأسواق العالمية والّتي تقدَّر بحوالي 2,2 تريليون دولار، وبذلك فقد تأثرت سلبًا بالأزمة، وحققت خسائر معتبرة وصلت إلى حوالي 400 مليار دولار[158] ص: 11، [159] ص: 08 ؛

5.1.3.2.2.3. تراجع الاستثمارات الأجنبية.

عرفت الاستثمارات الأجنبية الوافدة إلى الدّول النامية تزايدا ملحوظا، حتى وصلت إلى حوالي 1.306 مليار دولار في 2006 بزيادة قدرها 38%، ومع بداية الأزمة تراجع حجم هذه الاستثمارات بسبب اتجاه المستثمرين إلى تعويض خسائرهم في الداخل، والحاجة إلى زيادة استثماراتها الداخلية لتعويض النّقص الحاصل فيها بسبب الأزمة، ومحاولة التَّخفيف من البطالة الّتي تفاقمت بسبب إفلاس العديد من البنوك والمؤسسات الأخرى [139] ص ص: 17، 18 ؛

6.1.3.2.2.3. نقص المعونات المقدمة للدول النامية.

أدت الأزمة إلى تركيز الحكومات على إنقاذ المؤسّسات المتعثِّرة من جراء الأزمة، وكذلك ضخ السّيولة اللاّزمة من أجل أن يسترجع الاقتصاد نشاطه العادي، وكان هذا على حساب مستوى المساعدات الإنسانية المقدّمة للدّول الفقيرة، حيث لم تتجاوز 150 مليار دولار في 2008 بعدما كانت في حدود 900 مليار دولار سنة 2007، ممّا سينعكس سلبًا على مشاريعها التنموية [132] ص: 11.

2.3.2.2.3. الآثار الإيجابية.

إلى جانب الآثار السلبية للأزمة على الاقتصاديات النامية، هناك تأثيرات أخرى يمكن اعتبارها إيجابية على اقتصادياتها وعلى مستقبل التّنمية فيها، ومن بين هذه الآثار يمكن ذكر ما يلي [160] ص: 08، [161] ص ص: 14، 15:

- مراجعة استثماراتها بالخارج: فهي تحتاج إلى مراجعة سياسات واستراتيجيات استثماراتها في الخارج، على صعيد نوع الأصول المستثمر فيها، وكذلك القطاعات، وحتى جغرافية هذه الاستثمارات؛
- إعادة النّظر في تصنيف مخاطر الاستثمار: فالأزمة بيّنت أن مخاطر الاستثمار لا تقاس على أساس تقدم أو تخلف الدول، إنما يجب إعادة صياغة معايير أخرى قد تستفيد منها الدول النامية، كما يمكن لهذه الأزمة أن تكسب الدول النامية خبرة في التّعامل مع الخروج المفاجئ لرؤوس الأموال الأجنبية المستثمرة بالمنطقة؛
- انخفاض مستويات السّيولة على المستوى العالمي، ستؤدي إلى انخفاض التضخم وبالتالي انخفاض الأسعار، كما أدت الأزمة إلى تراجع الاستثمار في العقار، ممّا سينجم عنه انخفاض أسعار مواد البناء؛

- ستؤدي الأزمة إلى تحسين إدارة المخاطر، وزيادة الحرص والحذر في منح الائتمان، وذلك حماية للمؤسسات المقرضة بشكل خاص والاقتصاد بشكل عام.

3.3. إدارة الأزمة المالية 2008.

منذ بداية ظهور تداعيات الأزمة الماليّة، عكفت الحكومات والبنوك المركزية للّدول المتأثرة بالأزمة أو المحتمل إصابتها بالعدوى إلى وضع خطط إنقاذ، وبرامج لتنشيط اقتصادياتها، وشراء الدّيون المتعثِّرة في محاولة منها لتجنب الأزمة أو الحد من تأثيراتها السلبية، وسنحاول من خلال هذا المبحث، التّعرف على أهم الإجراءات المتبعة سواء على مستوى الولايات المتحدة الأمريكية، أو المستوى العالمي ككل.

1.3.3. تعامل الولايات المتحدة الأمريكية مع الأزمة.

بدأت الأزمة الماليّة من الاقتصاد الأمريكي، وكانت الولايات المتحدة الأمريكية أكبر الدّول تأثرًا بها، ولذلك عملت منذ بداية ظهور الأزمة على التّعامل مع انعكاساتها، إلى جانب رصد مبالغ ضخمة في شكل خطط إنقاذ، سعيًا منها لوضع حد لتداعيات الأزمة.

1.1.3.3. خطة الإنقاذ الأولى.

أقرت الحكومة الأمريكية في 27 سبتمبر 2008 خطة إنقاذ بقيمة 700 مليار دولار، لشراء أصول الشركات المتعثِّرة المتعلقة بالرّهن العقّاري، شرط أن يكون مقر هذه الشركات في الولايات المتحدة الأمريكية، بهدف تأمين حماية أفضل للمدَّخرات والأملاك العقارية الّتي تعود إلى دافعي الضرائب، وحماية الملكية وتشجيع النمو الاقتصادي وزيادة عائدات الاستثمار، وتمتد هذه الّخطة إلى غاية 31 ديسمبر 2009.

1.1.1.3.3. الضمانات لدافعي الضرائب.

قدمت الحكومة عدة ضمانات لدافعي الضرائب لحماية أموالهم، وعدم إسرافها في إنقاذ المؤسسات المفلسة، ومن بين هذه الضمانات [162] ص: Html:

- تطبق الّخطة على مراحل، بإعطاء الخزينة إمكانية شراء أصول متعثرة بقيمة تصل إلى 250 مليار دولار في المرحلة الأولى، مع إمكانية رفع المبلغ إلى 350 مليار بطلب من الرئيس، ولأعضاء الكونجرس حق الفيتو على عمليات الشِّراء الّتي تتعدَّى هذا المبلغ؛

- تساهم الدّولة في رؤوس أموال وأرباح الشركات المستفيدة من هذه الّخطة، ممّا يسمح بتحقيق أرباح إذا تحسنت ظروف السوق؛
- يكلَّف وزير الخزانة بالتنسيق مع السلطات النقدية والبنوك المركزية لدول أخرى لإقرار خطط ممّاثلة؛
- رفع سقف الضمانات للمودعين من 100 إلى 250 ألف دولار لمدة عام واحد؛
- منح إعفاءات ضريبية تبلغ حوالي 100 مليار دولار للطَّبقة الوسطى والشركات.

2.1.1.3.3. التعامل مع التَّعويضات والعلاوات المقدَّمة لرؤساء الشركات.

أقرت الّخطة جملة من الشروط المتعلقة بمكافئات، وتعويضات رؤساء ومدراء الشركات منها [163] ص: Html:

- منع دفع تعويضات كبيرة لرؤساء أو مدراء الشَّركات الّذين يتمّ تسريحهم أو يستقيلون، بعد أن عملوا في شركات باعت أصولاً إلى وزارة الخزانة طالما تساهم الخزانة فيها؛
- منع دفع تعويضات تشجِّع على مجازفات لا فائدة منها؛
- استعادة العلاوات الّتي تمَّ تقديمها على أرباح متوقعة لم تتحقَّق.

3.1.1.3.3. المراقبة والشفافية.

تضمّنت الّخطة برنامج للإشراف على تنفيذ الّخطة، ومراقبة صرفها، حتى تحقق الأهداف الّتي وضعت من أجلها، ومن بين هذه الأهداف [163] ص: Html:

- إشراف مجلس الرقابة على تطبيق الّخطة، والّذي يضم رئيس الاحتياطي الاتحادي، ووزير الخزانة، ورئيس الهيئة المنظمة للبورصة؛
- يحافظ مكتب المحاسبة العامة التابع للكونجرس على الحضور في الخزانة لمراقبة عمليات شراء الأصول والتدقيق في الحسابات؛
- تعيين مفتش عام مستقل لمراقبة قرارات وزير الخزانة؛
- تكفل القضاء بدراسة القرارات الّتي يتخذها وزير الخزانة؛
- اتّخاذ إجراءات ضد عمليات وضع اليد على الممتلكات؛
- إجراء حماية للمالكين المهددين بمصادرة مساكنهم؛
- السّماح للدّولة بمراجعة شروط منح القروض العقارية للمدنيين الّذين يواجهون صعوبات؛
- مساعدة المصارف المحلية الصَّغيرة الّتي تضررت بأزمة الرهن العقاري.

2.1.3.3. خطة الإنقاذ الثانية.

وضعت الإدارة الجديدة للحكومة الأمريكية "برئاسة أوباما"، مجموعة من التحفيزات لإنعاش الاقتصاد، تتمثل في ضخ 787 مليار دولار تمتد على 18 شهر، ابتدءًا من شهر فيفري 2009، وتهدف إلى استحداث من ثلاثة إلى أربعة ملايين منصب شغل، وتحقيق الاستقرار المالي، وإنقاذ الاقتصاد الأمريكي من شبح الركود، وتتضمن الّخطة تخصيص 310 مليار دولار لزيادة الإنفاق العام، و212 مليار دولار كتخفيضات ضريبية، والباقي يوجه لدعم البنية التحتية للاقتصاد الأمريكي [164] ص: 02.

1.2.1.3.3. عناصر الّخطة.

تتوزَّع الأموال الّتي رصدتها الحكومة الأمريكية في إطار هذه الّخطة على عدة مجالات، نذكرها فيما يلي:

1.1.2.1.3.3. البنية التحتية.

تتمثل في زيادة الإنفاق الحكومي في البنية التّحتية لتحفيز الاقتصاد الأمريكي، وتوفير فرص عمل جديدة وذلك عن طريق [165] ص ص: 1، 2:

- تخصيص 27,5 مليار دولار لبناء الجسور، ومد الطرقات السّريعة، والسكك الحديدية؛
- دعم النقل العام بحوالي 18 مليار دولار؛
- تحديث 75% من المباني الفدرالية وغيرها من الهياكل الأساسية العامة، بتكلفة في حدود 31 مليار دولار؛
- تخصيص 7 مليارات لزيادة وتحسين خدمات الإنترنت، و11 مليار لإدخال تحسينات على شبكة الكهرباء؛
- رصد 116 مليار دولار للرِّعاية الصحية، بما فيها 87 مليار دولار لدعم ميزانية الصحة، كما تخصّص 19 مليار دولار لتقنية المعلومات الصحية، و10 مليار دولار لأبحاث الطب الحيوي، وتحديث منشآت الرعاية الصحية الحكومية؛
- تحسين وتحديث التعليم بتكلفة 141 مليار دولار، بما في ذلك تطوير التعليم في المقاطعات، ومنع تقليصه، وتوسيع البرنامج الفدرالي "بيل غرانت" " Pell Grant program"، كما تخصص منها 6 مليار لتحديث برامج التعليم العالي؛
- مضاعفة إنتاج الطاقة البديلة على مدى ثلاثة سنوات، بتكلفة تصل إلى 54 مليار دولار.

2.1.2.1.3.3. التخفيضات الضريبية.

وضعت الّخطة تخفيضات ضريبية كبيرة لحوالي 95% من المواطنين الأمريكيين من الطبقة الوسطى والفقيرة، كما تمس التخفيضات الشركات الّتي توفر فرص عمل جديدة، وتعتمد بصفة أساسية على العمالة الأمريكية، كما تتضمن تخفيضات للمشروعات الصغيرة لتشجيعها على الاستمرار وتوفير مناصب الشغل، ويمكن إيجاز أهم هذه التخفيضات فيما يلي[156] ص: 03:

- تخصيص حوالي 116 مليار دولار لخفض ضرائب العمل، بحيث يستفيد الأفراد من تخفيض بقيمة 400 دولار سنوياً، والعائلات من 800 دولار؛
- رصد 14 مليار دولار للعمال المتقاعدين والمعاقين، حيث يدفع لهم مبلغ 250 دولار دفعة واحدة، كما تخصص 15 مليار دولار للتوسع في ائتمان ضريبة الأطفال؛
- توجيه 70 مليار دولار لمواجهة أعباء توسيع الإعفاءات الضريبية؛
- 20 مليار دولار تخصص لخفض ضرائب الشركات.

2.2.1.3.3. تحقيق الاستقرار في النظام المالي.

تعتزم الإدارة الأمريكية تشديد الرَّقابة الماليّة في البلاد، واستحداث تغييرات واسعة النطاق في النظام المالي الأمريكي، ووضع قواعد أكثر صرامة لصناديق التحوط، ووكالات التصنيف الائتماني، وسماسرة الرهن العقاري، وزيادة الرقابة على الأدوات الماليّة المعقدة الّتي كانت سببًا من أسباب الأزمة الاقتصادية، وهذا عن طريق ما يلي [165] ص: 04:

- إنشاء لجنة لمراقبة عمليات البورصة والإشراف على صناديق التحوط ومراقبة عمليات التسجيل، مع وضع خطة تنظيمية شاملة لتوحيد آليات عمل الوكالات المصرفية والماليّة، ممّا سيحقق تحسنًا كبيرًا في عنصري الشفافية والإشراف على النِّظام المالي؛
- إنشاء صندوق لمساعدة المتضرِّرين من تعثر سوق الرّهن العقّاري، بمساعدتهم على إعادة جدولة ديونهم، وتوفير الدعم الشامل لأصحاب المنازل، إلى جانب ضرورة وضع نظام يسمح بالتأكد من تقديم المعلومات الكاملة عن خيارات التمويل العقاري أمام مشتري المساكن؛
- التّدقيق ومراجعة حسابات الشركات المتعثرة الّتي تحصلت على دعم مالي في إطار خطة الإنقاذ الأولى، وتحديد أيٍّ من الشركات الّتي تستحق الدعم خلال الفترة المقبلة.

3.2.1.3.3. إجراءات أخرى لإدارة الأزمة.

إلى جانب خطط الإنقاذ المقترحة لحل الأزمة الماليّة الحالية، قامت الحكومة الأمريكية بعدة إجراءات لإنقاذ الاقتصاد الأمريكي من الدخول في مرحلة الكساد، وحماية بعض المؤسسات الماليّة من الإفلاس، ومن أهم هذه الإجراءات نذكر ما يلي:

- تخفيض سعر الفائدة، حيث عمد البنك الفدرالي الأمريكي إلى تخفيض معدلات الفائدة على القروض الممنوحة عدة مرات، وهذا ليُقبل الناس على تسديد تلك القروض، وبالتالي تتوفر السيولة لدى البنوك لتقابل سحوبات المودعين، حيث تم تخفيض معدل الفائدة إلى 3,5%، ثم إلى 2%، وبعدها إلى 1% في نهاية أكتوبر 2008، وفي ديسمبر خفض البنك الفيدرالي سعر الفائدة إلى معدل يتراوح بين 0% و0,25% [128] ص: 110 ؛
- تقديم مساعدات مالية للمؤسسات الماليّة والعقارية لتجنب إفلاسها، وما ينجر عن ذلك من انعكاسات سلبية على الاقتصاد، حيث قامت بكفالة ديون مجموعتي القروض العقارية "فريدي ماك" و"فاني ماي" في حدود 200 مليار دولار [166] ص: 05 ، كما قدم البنك الفدرالي مساعدة لشركة التأمين "أي آي جي" بقيمة 85 مليار دولار مقابل امتلاك 79,9% من رأسمالها، ثم أضافت لها 40 مليار دولار مقابل أسهم تفضيلية في الشركة [167] ص: 02؛
- تقديم مساعدة بقيمة 50 مليار دولار لصناديق الاستثمار الّتي تتعامل في سوق النقد وتراجعت قيمة أسهمها بشكل كبير، وهذا لاسترجاع الثِّقة في الأسواق الماليّة والنقدية [123] ص: 14؛
- لجأت لجنة الأوراق الماليّة والبورصات الأمريكية، إلى حظر بيع الأوراق المستأجرة لـ799 سهم بالقطاع المالي، بهدف استعادة قيمة الأسهم المتدنية.

2.3.3. الإجراءات المتّبعة على المستوى العالمي.

رأينا في المبحث السابق، كيف أن الأزمة انتقلت لتشمل كل الأسواق العالمية، وبذلك فلقد سعت هذه الدّول إلى إقرار خطط مماثلة لتلك الّتي وضعتها الحكومة الأمريكية، أو إيجاد صيغ أخرى أكثر جدارة في محاولة منها لوضع حد لانتشار الأزمة، والحد من تداعياتها المستقبلية.

1.2.3.3. الإجراءات المتبعة على مستوى المجموعات الاقتصادية.

جنحت دول العالم إلى تشكيل مجموعات تعاون اقتصادية من أجل حفظ مصالحها، والتعاون فيما بينها في وقت الأزمات، وهو ما حدث بالفعل، حيث اتخذت هذه المجموعات عدة إجراءات مشتركة بين الدّول المنتمية إليها، لمواجهة تداعيات الأزمة الماليّة الحالية.

1.1.2.3.3. خطة مجموعة البلدان الصناعية السبعة الكبرى G7.

اتفق وزراء الماليّة ومدراء البنوك المركزية في مجموعة G7، الّتي تضم البلدان الصناعية الكبرى وهي: (ألمانيا، كندا، الولايات المتحدة الأمريكية، فرنسا، بريطانيا، إيطاليا، اليابان)، على صياغة خطة إنقاذ لإعادة الثقة إلى الأسواق الماليّة العالمية [140] ص: 09، ويمكن تلخيص بنود هذه الاتفاقية في النقاط التالية [168] ص ص: 1-3:

- اتخاذ إجراءات حاسمة، واستعمال جميع الوسائل، لدعم المؤسسات الماليّة الكبرى الّتي يتسبب إفلاسها في إفلاس مؤسسات أخرى، وذلك بتملك حصص من رأسمالها؛
- اتخاذ جميع الإجراءات الضرورية لتحريك القروض والأسواق النقدية، كي تتمكن المؤسسات الماليّة من الحصول على السيولة ورؤوس الأموال؛
- استعادة ثقة المودعين من خلال تأمين ودائعهم، عن طريق ضمانات قوية من قبل السلطات العامة، لاستعادة ثقة المودعين في سلامة ودائعهم، وتمكين البنوك من جمع رؤوس الأموال الكافية من القطاعيين العام والخاص، لتتمكن من مواصلة عملية إقراض العائلات والشركات؛
- الشفافية ونشر معلومات دقيقة حول الأصول الماليّة، واتخاذ قرارات فعالة في الوقت المناسب لإنعاش أسواق الرهن العقاري، وإجراء عملية تقييم للأصول؛
- القيام بكل ما هو ضروري من أجل تحريك سوق قروض الرهن العقاري، الّذي كان سبباً للأزمة الماليّة الحالية؛
- مواصلة التحرك معًا، من أجل إحلال الاستقرار في أسواق المال وضمان تدفق رؤوس الأموال لدعم النمو الاقتصادي العالمي.

2.1.2.3.3. خطة مجموعة العشرين.

تظم مجموعة العشرين أكبر اقتصاديات العالم إلى جانب بعض الدّول النّاشئة وهي تمثل حوالي 85% من النَّشاط الاقتصادي العالمي [169] ص: 01 ، وبذلك كان من الضرورة أن يكون لقراراتها أثر كبير على تداعيات الأزمة الماليّة العالمية، حيث أقرت المجموعة في دورتها المنعقدة بلندن في أفريل 2009، خطة إنقاذ تتضمن العناصر التالية [170] ص ص: 2-6:

- ضخ 1,1 تريليون دولار في الاقتصاد للتصدي لتداعيات الأزمة، مع الالتزام بتقديم 5 تريليون دولار مع نهاية 2010، والتّعهد بتشديد القواعد الماليّة لمنع تكرار الأزمة؛

- زيادة موارد صندوق النّقد الدّولي بمقدار 500 مليار دولار، وتقديم 250 مليار دولار للبنك الدّولي، و250 مليار دولار لتنشيط التجارة العالمية، و100 مليار لمساعدة بنوك التنمية في العالم لإقراض الدّول الفقيرة؛
- فرض رقابة صارمة على المرتبات والحوافز والمكافآت الّتي يتقاضاها كبار المديرين في القطاع المصرفي والمالي، وإقامة مجلس عالمي للاستقرار المالي يعمل بجانب صندوق النقد الدّولي، يكون مسؤولاً عن سلامة العمليات الماليّة عبر الحدود بين الدّول، تشديد الرقابة على الصناديق السيادية ومؤسسات الائتمان؛
- العمل على عودة تدفق القروض إلى طبيعته في النظام المالي، وعودة النمو الاقتصادي، وضمان حماية المؤسسات الكبرى الّتي تكتسي أهمية كبرى في استقرار النظام المالي من الإفلاس؛
- عدم اللجوء إلى تخفيض أسعار العملات من أجل المحافظة على المنافسة؛
- العمل على إضفاء المزيد من الملائمة بين قوانينها الماليّة الوطنية والمعايير الماليّة الدّولية، ولاسيما من أجل "تفادي المخاطرة المفرطة" في مجال الاستثمار والتوظيفات الماليّة؛
- فرض عقوبات شديدة على الجنات الضريبية، وعدم القبول بالسّرية المصرفية وممارسة رقابة صارمة على المؤسسات الماليّة في العالم؛
- تحسين قواعد المحاسبة، وتشديد معايير التقييم في وكالات التصنيف الائتماني، بهدف تجنب حصول "تضارب غير مقبول في المصالح" على وجه الخصوص.

وكانت هذه القرارات تهدف إلى تحقيق العديد من الأهداف، نذكر منها [170] ص: 01:

- إعادة إرساء الثقة مع رفع معدلات النمو وإيجاد فرص العمل؛
- إصلاح النظام المالي لإعادة إطلاق سوق القروض؛
- تشديد ضوابط النظام المالي لتعزيز الثقة؛
- تمويل وإصلاح المؤسسات الماليّة لتجاوز هذه الأزمة، والحيلولة دون حصول أزمات أخرى؛
- تعزيز التجارة العالمية والاستثمار ورفض الحمائية؛
- إرساء نهوض اقتصادي دائم مع الحفاظ على البيئة.

2.2.3.3. الإجراءات المتبعة على مستوى الدّول الأوروبية.

تعتبر الدّول الأوروبية الأكثر تضرراً من الأزمة الماليّة الحالية بعد الولايات المتحدة الأمريكية، ولهذا فقد سعت هذه الدّول سواءً في شكل فردي أو جماعي لصياغة اقتراحات للخروج من هذه الأزمة.

1.2.2.3.3. بريطانيا.

قام البنك المركزي البريطاني بتوسيع كبير في نطاق الضمانات الإضافية المقبولة، ونطاق المقترضين المسموح لهم بالوصول إلى أموال البنك المركزي، كما قام مع البنك الفيدرالي الأمريكي بتخفيض نسب الفائدة إلى مستويات دنيا، وقدمت السلطات البريطانية ضماناً كاملاً للودائع كي تساعد على استرداد ثقة المودعين بعد إفلاس شركات الرهن العقاري [171] ص: Html. هذا إلى جانب إقرار خطة من طرف الحكومة البريطانية، يمكن تلخيصها في النقاط التالية [149] ص: 85:

- ضخ 250 مليار جنيه إسترليني، أي ما يعادل 450 مليار دولار أمريكي لإنقاذ البنوك من تداعيات الأزمة الماليّة؛
- عرض سيولة قصيرة الأجل على البنوك وإتاحة رؤوس أموال جديدة لها، إضافة إلى توفير أرصدة كافية للنظام المصرفي من أجل مواصلة تقديم قروض متوسطة الأجل.

2.2.2.3.3. الاتحاد الأوروبي.

قام البنك المركزي الأوروبي بتخفيض سعر الفائدة وضمان عملية الإقراض بين البنوك، من أجل تجنب دخول الاقتصاد في حالة ركود، كما أقرت الدّول الأوربية خطة إنقاذ تتضمن تقديم مبلغ 1.7 تريليون أورو (2.3 تريليون دولار) لمساعدة القطاع المالي ومساعدة البنوك على مواجهة الأزمة الماليّة، بحيث تعهدت فرنسا بضخ مبلغ 491 مليار أورو، أسبانيا 135 مليار أورو، هولندا 272 مليار أورو، والبرتغال 27 مليار أورو. كما تعهدت ألمانيا على توفير 670 مليار أورو، بهدف إنقاذ الاقتصاد ومساعدة القطاع المالي ودعم البنوك المتعثرة [172] ص: Html. وتقوم هذه الّخطة على توصيات نوجزها فيما يلي [173] ص ص: 3]9:

- تذليل العقبات أمام التعاملات الماليّة بين البنوك من أجل الحد من الارتفاع المستمر لأسعار الفائدة في التعاملات ما بين البنوك، وذلك بالتزام الحكومات بتوفير الضمانات الضرورية لتلك القروض على امتداد خمس سنوات ابتداءً من 2009؛

- التزام الحكومات بدعم رؤوس أموال البنوك، حتى تقوم بدورها في تمويل الاقتصاد بتقديم القروض للعائلات والشركات، وهذا بشراء الأصول المتعثرة لهذه البنوك أو امتلاك أسهم في رؤوس أموالها؛
- العمل على منع إفلاس المؤسسات الماليّة الّتي يؤدي إفلاسها إلى إفلاس مؤسسات أخرى، بتقديم المساعدات لهذه المؤسسات؛
- التخلي عن التعامل بالقيمة العادلة في إطار المعايير المحاسبية الدّولية، والتقييم بالقيمة التاريخية باعتبار أن التعامل بالقيمة العادلة كانت من أسباب الأزمة؛
- تعزيز علاقات التعاون بين بلدان الاتحاد الأوروبي في مجال معالجة تداعيات الأزمة الماليّة الرّاهنة.

في 07 ماي 2010 قادة منطقة الأورو يوافقون على خطة لمساعدة اليونان، والتي تتمثل في مساعدات ثنائية بقيمة 110 مليار أورو (80 مليار من بلدان الاتحاد الأوروبي، و30 مليار من صندوق النقد الدولي)، وتنص على تخفيض العجز الحكومي في اليونان إلى 2,6% في سنة 2014.

في 10 ماي 2010 تم انشاء مرفق الاستقرار المالي الأوروبي "EFSF"، بـ 750 مليار أورو، لتمويل أي عمليات إنقاذ أخرى لمنع وصول عدوى الأزمة اليونانية إلى إسبانيا، البرتغال وإيطاليا.

في 21 فيفري 2012 إقرار حزمة من المساعدات الجديدة لليونان بقيمة 130 مليار أورو من بلدان الاتحاد الأوروبي وصندوق النقد الدولي، بشرط إصلاح جديدة.

3.2.3.3. إجراءات على مستوى الدّول الأسيوية.

انتقلت عدوى الأزمة الماليّة إلى الدّول الأسيوية، بسبب العولمة الماليّة والترابط بين الأسواق الماليّة، ممّا دفع بها إلى وضع برامج إنقاذ، بضخ الأموال في الأسواق الماليّة من أجل استرجاع الثقة فيها، والحد من انتشار تداعيات الأزمة.

1.3.2.3.3. اليابان.

أقرت الحكومة اليابانية خطة إنقاذ بقيمة 27 تريليون ين في أكتوبر 2008، استهدفت تقديم القروض للشركات الصغيرة وتقديم مساعدات مالية للأسر لتحفيز الإنفاق. إلى جانب إقرارها خطة تحفيز اقتصادية قوامها 23 تريليون ين (255 مليار دولار) في بداية السنة الحالية لإنعاش الاقتصاد

الياباني، تتضمن حزمة من الإجراءات لزيادة فرص العمل وتشجيع الإقراض، مع ضخ الأموال في النظام المصرفي، بهدف تحقيق استقرار النظام الاقتصادي الياباني، وتتضمن هذه الّخطة ما يلي [174] ص ص: 2- 4:

- عشرة تريليون ين (111 مليار دولار) على شكل إعفاءات ضريبية، وتمويلات حكومية؛
- 13 تريليون ين (144 مليار دولار) لمعالجة مشكلة الائتمان بما في ذلك ضخ الأموال في البنوك وغيرها من المؤسسات الماليّة.

مع تواصل تداعيات الأزمة على الاقتصاد الياباني، أقرت الحكومة في 10 أفريل 2009 حزمة تحفيزات جديدة بـ 15,4 تريليون ين، ليصل مجموع الإنفاق إلى حوالي 56,8 تريليون ين، من أجل زيادة الناتج المحلي الإجمالي بنسبة 2% وتوفير من 0,4 إلى 0,5 مليون وظيفة [175] ص ص: 3].12

2.3.2.3.3. روسيا.

أقرت الحكومة الروسية جملة من الإجراءات لتحفيز الاقتصاد، وتجاوز تداعيات الأزمة الماليّة الّتي تأثرت بها الأسواق الماليّة الروسية بشكل كبير، وتتمثل هذه الّخطة في ضخ حوالي 10 تريليون روبل (حوالي 340 مليار دولار أمريكي)، وهو ما يعادل الميزانية السنوية للبلاد، لدعم الأسواق الماليّة الروسية، وتشمل الّخطة تقديم 92 مليار روبل (3مليار دولار أمريكي) كمساعدات للمؤسسات الأساسية، و200 مليار روبل (7مليار دولار أمريكي) كضمانات حكومية.

حيث يتحصل على هذه المساعدات 295 شركة تنشط في قطاعات الطاقة، النقل، البترول والغاز، الاتصالات والإعلام. بالإضافة إلى استخدام نحو عُشر احتياطيات روسيا من الذهب والنقد الأجنبي، وهو ما يعادل 33 مليار دولار للمحافظة على قيمة "الروبل". إضافة إلى الموافقة على إصدار البنك المركزي قروضًا بلا ضمانات لصالح البنوك الكبيرة في روسيا [176] ص: Html.

3.3.2.3.3. الصين.

قامت الصين بعدة إجراءات تهدف للحد من آثار الأزمة الاقتصادية العالمية على الاقتصاد الوطني، ومن بين هذه الإجراءات نذكر ما يلي [177] ص: Html:

- طرح برنامج تحفيزي قيمته 586 مليار دولار يركز على مشروعات البنية الأساسية، لتعزيز الطلب المحلي وخفض اعتماد الاقتصاد على الصادرات المتهاوية؛

- قام البنك المركزي بتخفيض سعر الفائدة عدة مرات؛
- تقديم تسهيلات من طرف البنوك للشركات الصغيرة، كما قامت بزيادة المعروض النقدي بنسبة 17%، بهدف تحفيز إنفاق المستهلكين؛
- زيادة القروض إلى البنوك بمقدار مائة مليار يوان (14,6 مليار دولار)، مع تعليق وخفض مبيعات بعض سندات الحكومة؛
- إصلاح طريقة حساب ضريبة القيمة المضافة، ويؤدي هذا الإجراء إلى خفض إجمالي ضرائب الشركات بمقدار 120 مليار يوان سنويًا.

تهدف هذه الإجراءات إلى تحفيز النشاط الاقتصادي المحلي، عن طريق توفير القروض وتشجيع المستهلكين والشركات على الاقتراض.

3.3.3. تقييم خطط الإنقاذ المقترحة لإدارة الأزمة.

تركزت معظم خطط الإنقاذ المقترحة من طرف مختلف الدّول للحدِّ من تداعيات الأزمة الماليّة الرّاهنة على ضخ السيولة في الأسواق الماليّة، في محاولة لاستعادة الثقة إليها ومنع إفلاس المؤسسات المتضررة من تداعيات الأزمة، وإن كان هذا لابد منه كمرحلة أولى في إدارة الأزمة إلا أنه غير كافي، ولهذا فقد قدِّمت لهذه الخطط العديد من الانتقادات، وهذا ما سنتطرق إليه في هذا المطلب.

1.3.3.3. طريقة تشخيص الأزمة.

يتبين من خلال الخطط المقترحة لإدارة الأزمة أنها أزمة سيولة في الأسواق الماليّة، بسبب تعثر بعض الأصول في المؤسسات الماليّة الّتي تأثرت بالأزمة، ولهذا فهي تعاني من نقص في الثقة وما انجر عنه من نقص في التعاملات وسحبٍ للودائع وبيعٍ للأوراق الماليّة والإحجام عن الاستثمار فيها، ولهذا فهي ترى أنه من الضروري لاستعادة الثقة إلى الأسواق الماليّة ضخ السّيولة فيها، ولكن في حقيقة الأمر الأزمة أكبر من أنها أزمة سيولة، وأكبر من أن تكون أسبابها تتعلق فقط بنقص السيولة لدى البنوك والأسواق الماليّة، وبذلك فهذه الخطط يمكن أن تمنع حالات الإفلاس، وتحول دون ضياع الرهون العقارية الّتي كانت سببًا في الأزمة، ولكنها لن تحقق التوازن المطلوب في الأسواق الماليّة [178] ص: 26.

لقد أظهرت الأزمة أن من أهم أسبابها السلوكيات غير السّوية من جانب المتعاملين في المجال المالي مثل الطمع والجشع والفزع والهلع، إلى جانب الممارسات غير الأخلاقية الّتي استشرّت في

المؤسسات والأسواق الماليّة مثل الفساد والمعلومات المضللة والكذب والاحتيال.

ويظهر ذلك في أن الدافع الرئيسي للمتعاملين في البورصات أو الأسواق الماليّة، هو المضاربة للحصول على فروق الأسعار وليس الاستثمار في الشركات، وأن البنوك تسعى إلى حصد مزيد من الفوائد بتدوير القروض مرة بعد أخرى، ويدفعهم إلى ذلك الطمع والجشع لتحقيق مزيد من الأرباح لأنفسهم على حساب الآخرين، كما أن غالبية المضاربين في الأسواق الماليّة يسلكون أسلوب القطيع، وبالتالي فسلوكهم لا يبنى على أساس معلومات وتحليلات، وإنما على مجرد الإشاعات، وهذا ما جعلهم يسارعون إلى بيع ما لديهم من أوراق مالية وبكميات كبيرة جداً، فزاد العرض وتوالى انخفاض الأسعار في البورصات وتراجعت مؤشراتها إلى حد كبير، ولو كانوا مستثمرين حقيقيين لنظروا إلى الشركات الّتي أصدرت هذه الأوراق، وحتى كبار المتعاملين في البورصات أصابهم الفزع، وهرعوا لبيع ما لديهم من أدوات مالية، فتزايد انهيار الأسواق. ولو كان هدف الجميع الاستثمار الحقيقي والحصول على نصيب من الأرباح الّتي تحققها الشركات المُسَاهَمِ فيها، لما كانت ردّة فعلهم بتلك الدّرجة اِتّجاه الانخفاضات في أسعار الأسهم، طالما الشركات باقية محقّقة للأرباح [179] ص: 06.

ومن جانب آخر فإن السوق الحرة وعدم التدخل فيها، جعلت الكثيرين وبدافع الطمع يحاولون الحصول على أكبر قدر ممكن من الأرباح والعوائد، وفي سبيل ذلك وجدت ممارسات غير أخلاقية؛ منها فساد أعضاء مجالس إدارة البنوك والشركات الكبرى، والاستيلاء على الأموال بمعلومات مضلَّلَة من أجل تحقيق أرباح عالية والحصول على جزء منها بصفة مكافآت، واستخدام المعلومات المتاحة لديهم عن أحوال الشركات والاستفادة من هذه المعلومات في تداول ما يملكونه، ويشاركهم في ذلك مراقبي الحسابات الّذين يشهدون بصحة حسابات مزورة، إلى جانب تقديم بعض الأساليب الاحتيالية مثل الاعتماد على ما يسمى بالقيمة العادلة عند تقويم العقارات المقدمة بصفة ضمانات للقروض، أو تقويم الاستثمارات في الشركات والبنوك. فمن المعروف أن أي أصل له قيمة أو تكلفة تاريخية وهى ما دفعه الشخص لحيازته، وله قيمة سوقية وهى ما يباع بها ويشترى في الأسواق عند التقويم، ولكنهم تركوا ذلك وابتكروا مصطلح القيمة العادلة الّتي تعنى ما يوافق عليه طرفي المعاملة دون النظر إلى القيمة السوقية، وبالتالي كانوا يقوّمون العقارات عند الاقتراض بقيمة أعلى من حقيقتها ليزيد القرض الممنوح، كما كانوا يظهرون الاستثمارات في الميزانيات بهذه القيمة العادلة، ويعتبرون الفرق بين القيمة الدفترية والقيمة العادلة أرباحاً توزع [129] ص: 13.

بالإضافة إلى قيام البنوك الّتي لديها قروض رديئة بإنشاء فروع لها وهذه الفروع غير خاضعة للرقابة، فتبيع لها هذه القروض، وبذلك لا تظهر في ميزانياتها وتبدو في حالة جيدة. وهذا الفساد والممارسات غير الأخلاقية الّتي استشرت في الأسواق والشركات حدثت قبل الأزمة بكثير، عندما ظهر ما يطلق عليه الفضائح الماليّة الكبرى، إثر انهيار كبريات الشركات، مثل انهيار مؤسسة الادخار والإقراض الأمريكية عام 1994 بخسارة بلغت 179 مليار دولار، وانهيار شركة "إنرون" الأمريكية للطاقة بخسارة 60 مليار دولار، وانهيار شركة "وورلد كوم" للاتصالات الأمريكية بخسارة بلغت 50 مليار دولار [180] ص: .11

2.3.3.3. الأموال المخصصة لهذه الخطط.

خصصت لهذه الخطط مبالغ ضخمة ضخت في الأسواق الماليّة، فهي في حدود ثلاثة ألاف مليار دولار، ولقد كانت لهذه الأموال عدة سلبيات من جوانب مختلفة، نذكر منها:

1.2.3.3.3. الجهة الّتي تمولُ منها.

هناك عدة خيارات أمام الحكومات لتمويل خطط الإنقاذ المقترحة، ولكن نظرًا لضخامة المبالغ الّتي تحتاج إليها، فإن أي من هذه الحلول سوف ينعكس سلبًا على الاقتصاد فيما بعد، فإذا مولت هذه الخطط عن طريق الاستدانة بإصدار سندات حكومية فهذا من شأنه أن يزيد من مديونية هذه الدّول، بالإضافة إلى أن إصدار سندات حكومية جديدة وطرحها للتَّداول في الأسواق الماليّة سيؤدي إلى زيادة انهيار الأسواق الماليّة، الّتي تعاني من نقص التّعاملات والّتي ستؤدي إلى زيادة الاختلال في التوازن بين العرض والطلب.

كما سيؤدي زيادة الإنفاق الحكومي إلى زيادة العجز في الموازنات العمومية لهذه الدّول، فقد تصل في الولايات المتحدة الأمريكية إلى 1,2 تريليون دولار، إلى جانب ارتفاع أعبائها على الأجيال القادمة. أما إذا لجأت الحكومات لتوفير الأموال المخصصة لتمويل هذه الخطط إلى الإصدار النقدي، فهذا من شأنه أن يؤدي إلى ارتفاع مستويات التضخم، وإذا ما اعتمدت الحكومات على الضرائب لتمويل هذه الخطط فهذا سيؤدي إلى تعميق الأزمة، كونه يزيد من تكاليف المؤسسات الإنتاجية، ممّا سيؤدي إلى تعطيل عملية الإنتاج وبذلك تراجع الاستثمار والاستهلاك [181] ص: 04.

2.2.3.3.3. الجهة الّتي تصرف فيها.

تتجه هذه الخطط إلى شراء الأصول المتعثّرة في المؤسسات الّتي تعاني من عدم الملاءة، وتأثرت نشاطاتها بالأزمة الماليّة، فهذه المساعدات تعتبر بمثابة مكافئة لهذه المؤسسات الّتي كانت سببًا في الأزمة على سوء التسيير، في حين كان من الضروري ترك هذه المؤسسات تفلس، وتقدم المساعدات للمؤسسات الّتي تعاني من عدم الملاءة بسبب تأثرها بالأزمة الماليّة ولم تكن سببا في حدوثها، إلى جانب إغفال هذه الخطط دافعي الضرائب، المتمثلة في العائلات الّتي عجزت عن تسديد أقساط القروض العقارية، والطبقة الشغيلة الّتي فقدت مناصب شغلها بسبب هذه الأزمة [182] ص ص: 8، 9.

3.2.3.3.3. كيفية تنفيذ بنود الّخطة.

أثارت هذه الخطط عدة تساؤلات من بينها مدى تأثير الخطط المقترحة على معالجة الخلل الحاصل في الأنشطة الاقتصادية المرافقة للأزمة، مثل حالة الانكماش والكساد والبطالة، كذلك كيفية تنفيذ المقترحات الّتي جاءت بها الّخطة، وكيفية تطبيق الأولويات، كما تطرح هذه الخطط مشكلة عدم كفاية المبالغ الماليّة المخصصة لبعض البنود، وكذلك في حالة ظهور بنود جديدة، مثل زيادة تعثر المؤسسات أو زيادة تمديد التأمين ضد البطالة [182] ص: 04.

3.3.3.3. طبيعة الخطط المقترحة لإدارة الأزمة.

تقوم هذه الخطط في الغالب على شراء الأصول المتعثرة من الشركات الّتي كانت سببًا في الأزمة أو تأثرت بها، كما قامت الحكومات بتأميم شركات أخرى أو وضعها تحت رقابة البنوك المركزية لهذه الدّول، بالإضافة إلى قيامها بضخ السّيولة في الأسواق الماليّة من أجل استعادة الثقة إليها، وهذا كله تناقض مع مبادئ الرأسمالية الّتي تنادي بعدم تدخل الدّولة في الاقتصاد، وهو تفنيد للمبدأ القائل بأن السوق يصحح نفسه بنفسه، حيث لم يتمكن من تصحيح أوضاعه في هذه الأزمة، بل تطلب ذلك تدخل الحكومات، وهذا من شأنه أن يثبت عدم صلاحية المبادئ الأساسية للنظام المالي الرأسمالي الّذي أصبح يدعوا إلى تدخل الدّول لمساعدة المؤسسات المتضررة من الأزمة، واستعادت استقرار النظام المالي [129] ص: 15.

أما تقييم صندوق النقد الدّولي لهذه الخطط، فأكد بأنها إجراءات من شأنها أن تقلل من انتشار عدوى هذه الأزمة، وتساهم في استعادة استقرار الأسواق، وبموقفه هذا يكون قد ناقض مبادئه القائمة على رفض تدخل الدّولة في الاقتصاد، وأصبح يكيل بمكيالين، حيث أنه إذا تعلق الأمر بتدخل الدّول

النامية في الاقتصاد سارع إلى فرض عقوبات عليها، ولما تعلق الأمر بالاقتصاديات الكبرى في العالم سارع إلى مباركتها والمطالبة بدعمها، وهذا دليل على فشل صندوق النقد الدّولي كمؤسسة دولية مسؤولة عن المحافظة على استقرار النظام المالي والنقدي الدّولي، وأصبح من الضروري إعادة النظر في المبادئ الّتي يقوم عليها [178] ص ص: 26، 27.

الخلاصة.

عرف الاقتصاد الأمريكي في بداية الألفية الحالية عدة انهيارات، وكانت هذه الانهيارات في شكل فقاعات، تكبر في قطاع معين لتنفجر بعدها، ولتتشكل من جديد في قطاع آخر، لتصل في النهاية إلى قطاع الرهن العقاري، الذي تشكلت فيه من 2001 إلى 2006 لتنفجر في صيف 2007، وكانت الممهد الرئيس للأزمة المالية الراهنة.

بدأت الأزمة المالية الراهنة في خريف 2008، عندما انتقلت عدوى الأزمة العقارية إلى قطاع البنوك والمؤسسات المالية الأخرى، فعرفت انهيارات متتالية في المؤسسات المالية بالولايات المتحدة الأمريكية، وفي وقت وجيز انتقلت عدواها إلى باقي النشاطات الاقتصادية، وإلى كل اقتصاديات العالم.

تعتبر أزمة الرهن العقاري من بين أهم الأسباب المباشرة التي أدت إلى الأزمة المالية الراهنة، إلى جانب العديد من الأسباب التي تراكمت منذ زمن، دون أن تجد لها حلولا جذرية وواقعية، فأدت إلى انفجار هذه الأزمة التي أثرت على كل مناحي النشاط الاقتصادي، وانتقلت تأثيراتها إلى الحياة الاجتماعية والسياسية، وتأثرت بها كل دول العالم بشكل مباشر أو غير مباشر.

هذه الآثار السلبية دفعت بالدول المتأثرة بالأزمة إلى تبني العديد من برامج الإصلاح وخطط الإنقاذ، وهذا منذ بداية الإرهاصات الأولى للأزمة، ولازالت جهودها إلى اليوم خاصة فيما تعلق بالديون السيادية في دول الاتحاد الأوروبي. تمثلت خطط الانقاذ أساسا في ضخ السيولة في الأسواق المالية وتخفيض أسعار الفائدة، إلى جانب العديد من الإصلاحات في النظام المالي.

يعتبر التشخيص الموضوعي للأزمة المنطلق الأساس لإدارتها، إدارة حقيقية تضمن عدم تكرارها في المستقبل، وعليه فإن تكرار الأزمات المالي في الأنظمة الاقتصادية، يطرح عدة استفهامات حول طبيعة هذا التشخيص ونجاعته. وعليه سنحاول في الفصل الرابع تحليل الأسباب الحقيقية لتكرار هذه الأزمات.

الـفصـــــــل 4:
عوامـــــــــل تكـــــــــرار الأزمـــــات الماليـــــــة

تمهيد.

اهتم الكثير من الباحثين الاقتصاديين بظاهرة الأزمات المالية، وقدموا تشخيصا لها، اختلف باختلاف انتماءاتهم وتوجهاتهم الفكرية، فاختلفت بذلك الأسباب الحقيقية التي يرونها وراء حدوث الأزمات المالية، وبناءا على تشخيصهم كانت تدخلات أصحاب القرار لإدارة الأزمات.

لقد آثار تكرار الأزمات المالية العديد من التساؤلات حول فعالية هذه الآليات، ونجاعة التشخيص المقدم لهذه الأزمات، وقد بقيت العديد من الأسباب التي تعتبر من أهم ما يؤدي إلى الأزمات، وكانت مشتركة بين أغلب الأزمات التي عرفها التاريخ، بل في كثير من الأحيان كانت آليات الإدارة المنتهجة لتصحيح اختلال ما في قطاع معين، سببا مباشرا في ظهور أزمات جديدة، أو سببا في تشكل فقاعات مضاربية في قطاعات أخرى يؤدي انفجارها إلى أزمات مالية.

هناك العديد من الأسباب التي تؤدي إلى تكرار الأزمات المالية، نحاول في هذا المبحث اختبار أهمها، وذلك من خلال:

- عدوى الأزمات المالية؛
- الفقاعات المضاربية؛
- السياسة النقدية.

1.4. عدوى الأزمات المالية.

المتتبع لمسار الأزمات المالية عبر التاريخ، يجد أن معظم الأزمات تبدأ من اقتصاد ما يعاني من اختلالات، وسرعان ما تنتقل الصدمات إلى الاقتصاديات الأخرى، فتنتقل من أزمة بسيطة في منطقة جغرافية محصورة، إلى أزمة عالمية أكثر شدة، وهذا بفعل العدوى بين هذه الاقتصاديات.

1.1.4. الجوانب النظرية لعدوى الأزمات المالية.

نتعرف من خلال هذا العنصر على بعض المفاهيم الأساسية المتعلقة بعدوى الأزمات المالية، وتكون بمثابة السند النظري للدراسة التطبيقية.

1.1.1.4. تعريف عدوى الأزمات المالية.

هناك عدة تعاريف للعدوى، نقدم بعضها فيما يلي:

العدوى تعبر عن انتقال الصدمات من بلد إلى آخر، وهي امتداد لعدم التوازن من سوق مالية إلى أخرى، لتساهم في حركية الأسعار وكميات التداول، كنتيجة طبيعية لترابط الأسواق المالية الدولية [183] ص ص: 162، 163.

هي انتقال أثر التقلبات في أسعار الأصول في دولة ما بسبب أزمة مالية إلى دولة أخرى، تمهيدا لحصول العدوى، بحيث تزداد حالة عدم التأكد، وبذلك حصول تقلبات مماثلة في أسعار أصول هذه الدولة [184] ص: 71.

انتقال الصدمات بين الأسواق المالية هي عملية مستمرة، ولكن حدتها تزداد في مراحل الأزمات المالية، والصدمات تصبح أكبر وآثارها أشد حدة مقارنة بفترات الاستقرار المالي. ويكون حجم انتقال الصدمات أكبر من المتوقع عند المشاركين في السوق [185] ص: 730.

هي حالة من زيادة الترابط بين الأسواق المالية، وزيادة التماثل في مردوديتها، عند تعرض أحد الأسواق المالية إلى أزمة، على مستوى أسعار صرف العملات، أسعار الأصول، معدلات الفائدة على السندات، وتدفق رؤوس الأموال [186] ص: 169.

2.1.1.4. أسباب عدوى الأزمات المالية.

يمكن تقسيم الأسباب التي قد تؤدي إلى حدوث العدوى خلال الأزمات المالية، وتساهم في انتقال الصدمات من سوق مالي إلى أخرى، إلى ثلاث مجموعات رئيسية:

1.2.1.1.4. أسباب متعلقة بالاقتصاد الدولي.

تعود هذه الأسباب إلى الترابط الموجود بين اقتصاديات الدول نتيجة العولمة الاقتصادية والمالية، ويمكن تلخيص هذه الأسباب فيما يلي [187] ص ص: 53، 54.

1.1.2.1.1.4. العلاقات التجارية الدولية.

تعتبر التجارة من بين أهم ما يربط الدول فيما بينها، وبذلك فتعرض أي دولة إلى أزمة سيؤثر على البلدان الأخرى في صادراتها وارداتها تجاه هذا البلد مما يؤدي إلى اختلالات في ميزانها التجاري، مما يؤدي إلى تدهور القيمة التنافسية للصادرات نتيجة الضغوطات التي تعرض لها عملتها. يكون دور التجارة الدولية أهم في نقل صدمات الأزمات من بلد إلى آخر في حالة التبعية التجارية أو الاقتصادية؛

2.1.2.1.1.4. الروابط المالية.

يؤدي تعرض بلد ما إلى أزمة إلى خروج رؤوس الأموال منه لأن المستثمرين يعتبرون أصولهم في هذه الدولة عالية المخاطر، لنقلها إلى بلد آخر لينقل معها الأزمة، كما أن نقص السيولة في أحد الأسواق يمكن أن يدفع الوسطاء الماليين في الأسواق الأخرى إلى تسييل أصولهم لإدارة مخاطر السيولة، ومن أمثلة ذلك أزمة آلية أسعار الصرف الأوربية 1992-1993، حينما أدى تخفيض قيمة بعض العملات الأوربية إلى ضعف بقية العملات، وكذلك أزمة بلدان جنوب شرق آسيا في منتصف عام 1998.

3.1.2.1.1.4. التوافق في السياسات الاقتصادية.

الترابط بين الاقتصاديات الدولية، تجعل الدول مطالبة باتخاذ سياسات مشابهة لتلك المتخذة من طرف الدول الأخرى، خاصة في الاتحادات الاقتصادية الدولية (الاتحاد الأوروبي مثلا) وداخل مناطق التبادل الحر، فأي اختلال في إحدى الدول المشكلة للاتحاد أو داخل المنطقة الحرة تصدّر

الصدمات إلى باقي الدول، فمثلا رفع معدل الفائدة في دولة ما من أجل رفع القدرة الشرائية لعملتها، يؤدي إلى التأثير على المؤسسات الناشطة في مجال التجارة الخارجية في دول أخرى؛

4.1.2.1.1.4. الصدمات المشتركة والعشوائية.

الصدمات العشوائية تضرب عددا من الاقتصاديات في نفس الوقت، هذه الاختلالات ستؤدي إلى تعطيل التنمية في هذه الدول بسبب ارتفاع أسعار الفائدة الخارجية والدولية، انخفاض تدفقات رؤوس الأموال الخارجية، انخفاض السيولة الخارجية...، كما يمكن للصدمات المشتركة أن تصيب عددا من الدول في نفس الوقت كانخفاض الطلب العالمي على أحد المواد الأولية، كما حصل للدول المصدرة للبترول.

2.2.1.1.4. أسباب متعلقة بالأزمة.

هذه الأسباب مرتبطة بإفرازات فترة الأزمة، ويمكن إيجازها فيما يلي [188] ص ص: 15-25:

1.2.2.1.1.4. صدمات السيولة الداخلية.

حدوث أزمة مالية في بلد ما وتعرض المستثمرين إلى خسائر، تدفعهم إلى سحب ودائعهم في بلد آخر من أجل إعادة التوازن لمحافظهم المالية، وهذا ما يجعل هذا البلد عرضة لعدوى الأزمة الآتية من البلد الأول عن طريق نقص السيولة؛

2.2.2.1.1.4. العدوى السياسية.

تظهر العدوى في حالة أسعار الصرف الثابتة، وخاصة لما يكون هناك اقتصاد مركزي يُعتمد عليه في تحديد سعر صرف العملات الأخرى التابعة له، فتعرض الاقتصاد المركزي إلى أزمة تدفعه إلى رفع معدل الفائدة، وتكون الدول الأخرى التابعة له مجبرة على اتباع نفس السياسة النقدية مما يمهد لنقل الصدمات إليها؛

3.2.1.1.4. أسباب متعلقة بالمستثمرين.

تنتج هذه الأسباب عن ردود فعل المستثمرين خلال حدوث الأزمات، وغالبا ما يكون هذا السلوك ناتج عن تأثير عوامل نفسية وعن نقص في المعلومات والشفافية، وإتباع سلوك القطيع، فيميل الدائنون إلى محاكاة بعضهم البعض. إن عدوى الأزمة تنتقل في هذه الحالة عبر الآلية المعروفة "بنداء

الاستيقاظ"، بمعنى إن اندلاع الأزمة في بلد ما يؤدي إلى تنبيه المقرضين بضرورة إعادة تقييم جدارتهم الائتمانية، ومن هنا يبدؤون في اتخاذ ما يلزم من الإجراءات والتدبير لحماية أموالهم مما يؤدي إلى انتشار الأزمة [187] ص: 54.

3.1.1.4. قياس عدوى الأزمات المالية، ومظاهرها.

1.3.1.1.4. قياس عدوى الأزمات المالية.

اتفق الاقتصاديون على أسلوب مباشر لقياس عدوى الأزمات من سوق إلى سوق ومن دولة إلى دولة. ويستند هذا الأسلوب على مقارنة معاملات الارتباط بين سوقين خلال فترة الاستقرار والهدوء، وهي الفترة المعتادة، وبينها خلال فترة الاضطراب والأزمة. أي مقارنة معامل الاضطراب بين السوقين في فترة الهدوء والاضطراب .وتعرف العدوى بأنها الزيادة الكبيرة والمعنوية في معامل الارتباط خلال فترة الاضطراب أو الأزمة. وطبقا لهذا المنهج إذا كان معامل الارتباط بين سوقين معتدلا ومعقولا، بحيث يترتب على حدوث أزمة في سوق كل منهما زيادة معنوية في الحركة الموحدة للسوقين فإن ذلك ينطوي على العدوى بالمفهوم السابق. وطبقا لهذا المفهوم يمكن التفرقة بين العدوى ومجرد ردود الأفعال الناجمة عن الارتباط المتبادل بين الأسواق. فإذا كان معامل الارتباط قوي بين سوقين في الفترة المعتادة، أي فترة الاستقرار والهدوء وظل هذا المعامل بين السوقين قويا دون زيادة معنوية يعتد بها بعد حدوث الأزمة أو الاضطراب المالي فإن ذلك لا ينطوي على عدوى بل لا يعدو أن يكون مجرد ارتباط متبادل بين سوقين [127] ص: 27.

2.3.1.1.4. مظاهر عدوى الأزمات المالية.

هناك مظهرين أساسين يدلان على أن الأزمة في بلد ما هي ناتجة عن انتقالها من بلد آخر يعاني من أزمة، وهما:

1.2.3.1.1.4. زيادة الترابط بين الأسواق المالية.

يدل ارتفاع معامل الارتباط بين سوقين ماليين على ما كان عليه قبل الأزمة وعلى ما كان متوقعا عند المتعاملين في السوقين، على وجود عدوى مالية لهذه الأزمة انتقلت من خلالها الصدمات من سوق إلى آخرى؛

2.2.3.1.1.4. زيادة العلاقة بين عوائد المؤشرات المالية.

تؤدي عدوى الأزمات المالية إلى التقارب في عوائد المؤشرات المالية بحيث تتجه إلى النقصان وربما إلى السلبية وتكون بنسب متقاربة بين الدول التي تعاني من أزمات.

2.1.4. الجوانب المنهجية للدراسة.

قبل دراسة ظاهرة العدوى في الأزمات المالية، كأحد أكبر مسببات تكرار الأزمات المالية، يتم في هذا المطلب تقديم الجوانب المنهجية المتبعة في هذه الدراسة.

1.2.1.4. منهج الدراسة.

تختبر هذه الدراسة دور العدوى المالية في انتقال الأزمات المالية من سوق إلى أخرى، ولإجراء هذه الدراسة أخذنا الأزمة المالية الحالية كعينة من الأزمات المالية التي عرفها الاقتصاد العالمي، وذلك بدراسة مؤشرات أسواق مالية قبل وأثناء الأزمة لاختبار ظاهرة العدوى كإحدى أسباب الأزمات المالية، فقمنا باختيار 6 مؤشرات لأسواق مالية مختلفة تعرضت للأزمة المالية الحالية، باستعمال العينة غير العشوائية بحيث اخترنا أهم المؤشرات ومن مناطق جغرافية مختلفة وكذلك من الأسواق المتقدمة والناشئة، بمشاهدات يومية خلال الفترة من جانفي 2007 إلى نوفمبر 2012.

ولاختبار العدوى قمنا باستعمال عدة نماذج قياسية، قمنا بتحديد فترة الأمة بيانيا ثم باستخدام اختبار Chow، ثم دراسة الترابط بين الأسواق قبل وخلال الأزمة، وبعدها قمنا باختبار استقرارية السلاسل المدروسة عبر الزمن باستخدام اختبار ADF، ومن ثم قمنا باختبار الترابط المشترك بين الأسواق في الأمد البعيد باستخدام نموذج VCEM، وبعدها قمنا باختبار السببية من السوق الأمريكية إلى الأسواق الأخرى باستخدام اختبار جرانجر (T Granger)، وفي الأخير اختبار انتقال التأثيرات ومن ثم العدوى خلال الأزمة على مستوى المتوسطات والتغيرات باستخدام نموذج GARCH. وهذا بالاستناد على حزمة (E-Views 7).

لدراسة انتقال الصدمات من السوق الأمريكية إلى الأسواق المالية الأخرى خلال الأزمة المالية 2008. اعتمدت الدراسة على ست مؤشرات من مناطق جغرافية مختلفة، هي:

1.1.2.1.4. مؤشر داو جونز (Dow Jons).

هو أقدم مؤشر في بورصة نيويورك والعالم ككل، أسس سنة 1884 من طرف تشارلز داو "Charles Dow" يشتمل على 30 مؤسسة هي من أهم المؤسسات في السوق الأمريكية، معظمها تتغير باستمرار؛

2.1.2.1.4. مؤشر كاك CAC 40.

أشهر مؤشر في بورصة باريس، أنشأ في 31 ديسمبر 1987 بألف نقطة، يظم أهم 40 شركة مدرجة في بورصة باريس ويتم مراجعتها بانتظام؛

3.1.2.1.4. مؤشر فاينانشال تايمز FTSE 100.

هو المؤشر الأكثر استخداما في إنجلترا، أنشأ في 03 جانفي 1984 على 1000 نقطة، يظم أحسن 100 مؤسسة مدرجة في بورصة لندن؛

4.1.2.1.4. مؤشر داكس DAX.

هو من أهم المؤشرات في بورصة فرانكفورت الألمانية، يظم أهم 30 شركة مدرجة في البورصة، أنشأ في 30 ديسمبر 1987 بـ 1000نقطة؛

5.1.2.1.4. مؤشر نيكاي 225 (Nikkei 225).

هو مؤشر رئيسي لسوق الأسهم اليابانية في بورصة طوكيو لتبادل الأسهم. يتم احتسابه يوميا من قبل صحيفة "نيهون كيزاي شيمبون" منذ عام 1971. وهو يقيس السوق بشكل عام ولا يركز على قطاع معين. يتكون من 25 مؤسسة، أنشأ في 16 ماي 1949؛

6.1.2.1.4. مؤشر MSCI للأسواق الناشئة.

يقيس أداء أسواق الأسهم في الاقتصاديات الناشئة يظم 21 دولة ثلاثة من إفريقيا (جنوب إفريقيا، مصر، المغرب)، خمس من أمريكا اللاتينية (البرازيل، الشيلي، كلومبيا، المكسيك، البيرو)، تسعة من آسيا (الصين، كوريا الجنوبية، الهند، اندونيسيا، ماليزيا، الفيليبين، تايوان، تايلاند، تركيا)، أربعة من أوروبا (هنغاريا، بولونيا، جمهورية التشيك، روسيا).

2.2.1.4. تقديم عينة الدراسة.

استعملت في الدراسة ستة من أهم مؤشرات البورصات الدولية التي تمثل 26 دولة متقدمة وناشئة، من القارات الخمس، وذلك من 05 جانفي 2007 إلى 12 أكتوبر 2012 (تاريخ إعداد الدراسة)، وهذا من أجل المقارنة بين المؤشرات في مرحلة الاستقرار ومرحلة الأزمة، البيانات تم الحصول عليها من قاعدة Datastream، بمشاهدات يومية لينتج عنها 1.516 مشاهدة لكل مؤشر، بمجموع 9.096 مشاهدة. بحيث تم تصحيح السلاسل بعدما كان حجمها يختلف بسبب أيام العطل الوطنية التي تختلف من سوق إلى آخر، يتم استعمال مردودية المؤشرات في الدراسة بدلا من قيمها، يمكن تقديم الخصائص الإحصائية الوصفية المتعلقة بالسلسلة محل الدراسة في الجدول التالي:

	CAC40	DAX	DOWJONES	FTSE100	MSCIEM	NIKKEI225
Moyenne	-0.03172	0.005525	0.002184	-0.004989	0.013379	-0.044751
Médiane	0.000000	0.040962	0.035698	0.000000	0.053662	0.000000
maximum	10.59459	10.79747	10.50835	9.384244	20.48596	13.23458
Minimum	-9.47153	-7.433464	-8.200513	-9.264555	-17.60067	-12.11103
Ecart type	1.716731	1.631448	1.431829	1.454664	2.510383	1.700692
Skewness	0.124852	0.107586	-0.025281	-0.091718	0.233995	-0.542441
Kurtosis	8.080140	8.515694	10.70640	9.190924	13.41969	12.18705
Jarque-Bera*	1633.054	1923.367	3749.069	2421.550	6867.298	5402.166
Probabilité*	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
Ljung-Box (20)*	52.170	34.440	75.064	63.406	97.494	26.270
Observations	1515	1515	1515	1515	1515	1515

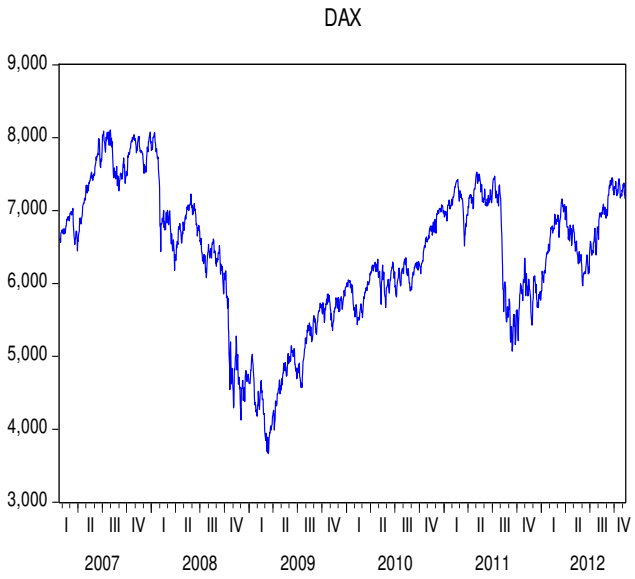
* ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 5%

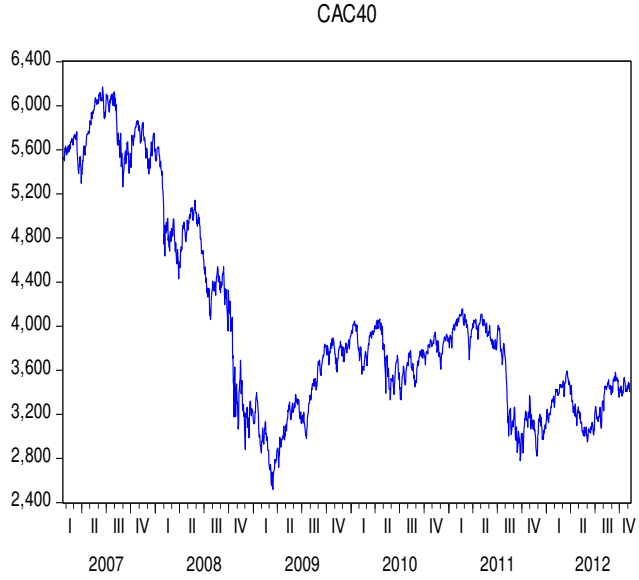
الجدول رقم (4-1): الخصائص الإحصائية الوصفية لعينة الدراسة. [من إعداد الباحث بالاعتماد على برنامج E-Views 7

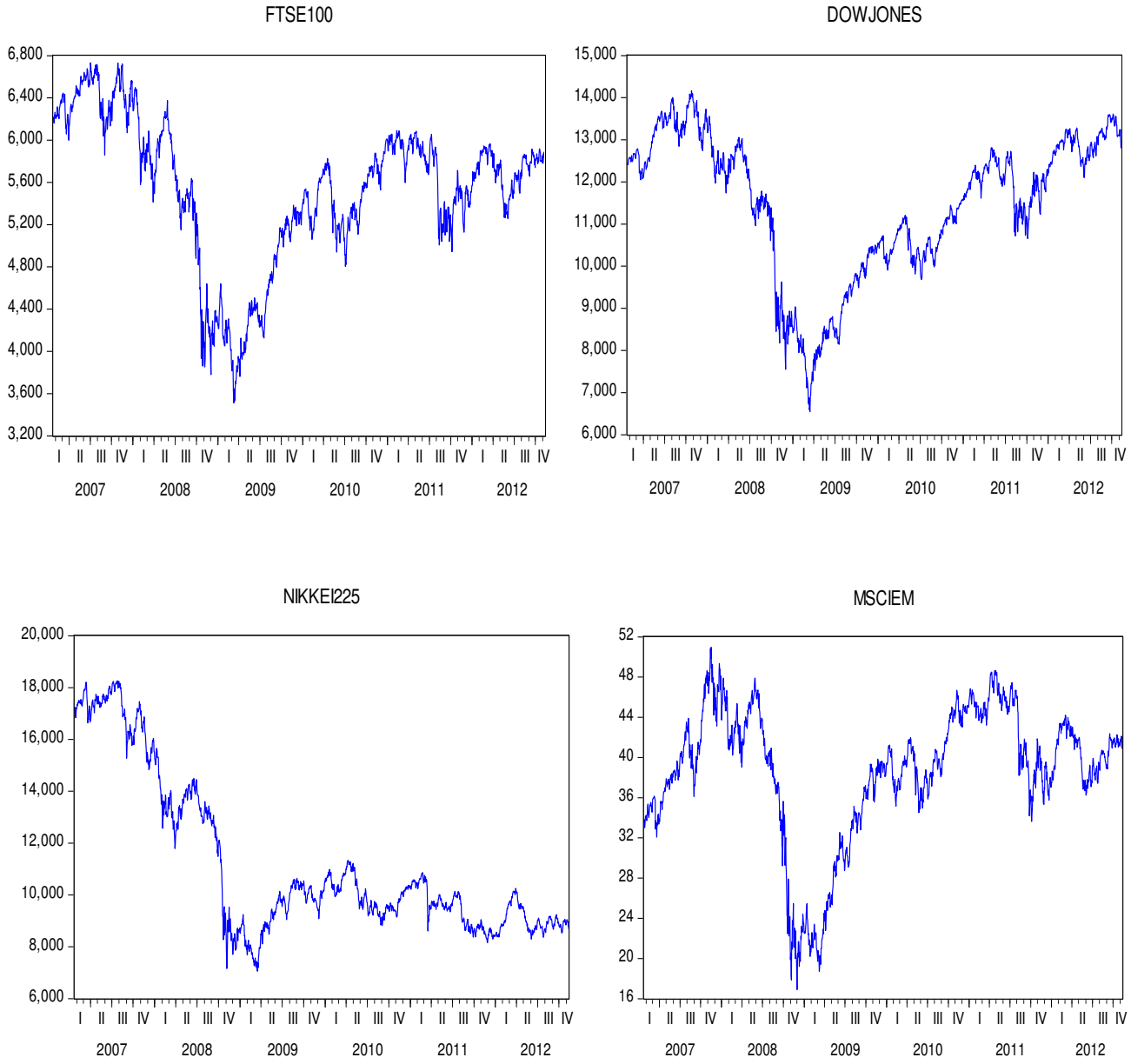
يبين الجدول الخصائص الاحصائية الوصفية المتعلقة بكل مؤشر على حدى، بحيث يبين المتوسط، الوسيط، الانحراف المعياري، معامل الالتواء، معامل التفلطح، اختبار التوزيع الطبيعي (J.B)، واختبار التكامل الذاتي (LB).

من خلال هذا الجدول يتبين لنا أن متوسط العوائد تقريبا معدوم، كما نلاحظ أن الانحراف المعياري لمؤشر الأسواق الناشئة هو الأكبر مما يعني وجود تقلبات أكثر من المؤشرات الأخرى، في حين هناك تقارب بين الانحرافات المعيارية لباقي المؤشرات مما قد يفسر تغيرات في نفس الاتجاه وبمستويات متقاربة بين المؤشرات، معاملات التفلطح لهذه السلاسل مرتفع وأكبر من 3، وهو دليل على وجود كثير من القيم المتطرفة، كما أن معاملات الالتواء سالبة أو صغيرة جدا وهي غير معدومة مما يعزز عدم التوازن في العودة بعد الصدمة، ويدل على أن الصدمات السلبية أكبر من الصدمات الإيجابية في هذه السلاسل. اختبارات (J.B) عند مستوى معنوية 5% تدل على أن السلاسل لا تتبع التوزيع الطبيعي وهي حالة أغلب السلاسل المالية، معامل اختبارات (B.L) المرتفعة دليل على الارتباط الذاتي لكل السلاسل.

هذه النتائج تدل على صلاحية هذه السلاسل للدراسة باستعمال النماذج غير الخطية.







الشكل رقم (4-1): التمثيل البياني للعينة [من إعداد الباحث بالاعتماد على برنامج (E-Views 7)]

تمثل الأشكال السابقة تقلبات قيم المؤشرات الستة محل الدراسة، خلال الفترة المدروسة والتي تشمل فترات الاستقرار والأزمة، بحيث نلاحظ من خلالها النقصان الذي مسها كلها في أواخر سنة 2008 حيث وصلت إلى أدنى مستوياتها في السداسي الأول من سنة 2009، كما نلاحظ اختلاف استجابات المؤشرات لسياسات إدارة الأزمة المتبعة من قبل الدول.

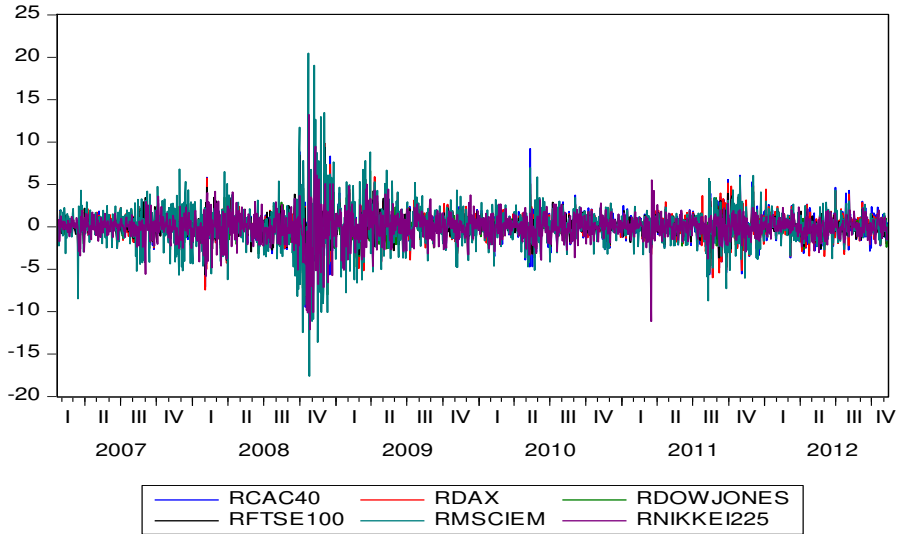
3.1.4. اختبار انتقال العدوى خلال الأزمة المالية الحالية.

اختبار العدوى بين السوق الأمريكية والأسواق المالية الأخرى التي شملتها عينة الدراسة، يكون بإجراء عدة اختبارات، ونتائج هذه الاختبارات، نقدمها في هذا المطلب.

1.3.1.4. تحديد فترة الأزمة.

1.1.3.1.4. بيانيا.

يكون عن طريق التمثيل البياني لعوائد المؤشرات خلال الفترة المدروسة.



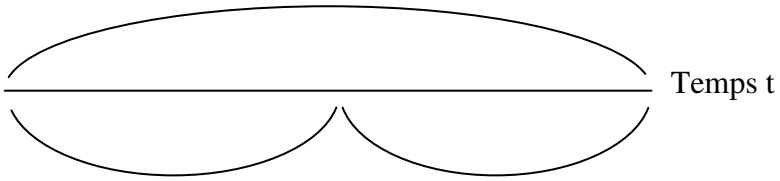
الشكل رقم (4-2): التمثيل البياني لعوائد المؤشرات [من إعداد الباحث بالاعتماد على برنامج E-Views 7)]

الأزمة يعبر عنها بالتذبذبات الكبيرة في العوائد، والتي تتعدى المجال [-5، 5]، بحيث يتبين لنا أن بداية تأثر المؤشرات بالأزمة المالية كانت في أكتوبر 2008 وبذلك تكون فترة من جانفي 2007 إلى سبتمبر 2008 تمثل فترة الاستقرار بالنسبة لهذه المؤشرات والفترة التي تليها تعبر عن فترة الأزمة.

2.1.3.1.4. اختبار Chow.

بعد تحديد فترة الأزمة بيانيا، نتأكد من ذلك عن طريق اختبار Chow، هذا الاختبار يدرس استقرارية نموذج معين لسلسلة من المعطيات، وهذا الاختبار يتبع اختبار فيشر، فرضيات هذا الاختبار هي كما يلي:

$$y_t = a_1 + a_2 x_{2t} + a_3 x_{3t} \rightarrow SCR_0$$



$$y_t = a_1^{'} + a_2^{'} x_{2t} + a_3^{'} x_{3t} \rightarrow SCR_1 \qquad y_t = a_1^{"} + a_2^{"} x_{2t} + a_3^{"} x_{3t} \rightarrow SCR_2$$

$$\begin{cases} H_0 : a_1 = a_1^{'} = a_1^{"} \\ \quad a_2 = a_2^{'} = a_2^{"} \\ \quad a_3 = a_3^{'} = a_3^{"} \\ H_1 : a_1 \neq a_1^{'} \neq a_1^{"} \\ \quad a_2 \neq a_2^{'} \neq a_2^{"} \\ \quad a_3 \neq a_3^{'} \neq a_3^{"} \end{cases}$$

$$H_0 \rightarrow le\ modèle\ est\ stable\ avec\ SCR_c = SCR_0$$

$$H_1 \rightarrow le\ modèle\ non\ stable\ avec\ SCR_{nc} = SCR_1 + SCR_2$$

$$F = \frac{\left(SCR_c - (SCR_1 + SCR_2)\right)/(k)}{(SCR_1 + SCR_2)/(N_1 + N_2 - 2k)}$$

مع: N_1 و N_2 عدد الملاحظات في كل مجموعة؛

k عدد المعلمات المقدرة.

الاختبار يتبع قانون فيشر ودرجة الحرية هي: $N_1 + N_2 + 2k$

إذا كانت F المحسوبة أكبر من المجدولة نقبل H_1 ونرفض H_0،

أخذنا 01 أكتوبر 2008 هو الفاصل بين فترتي الاستقرار والأزمة حسب نتائج التمثيل البياني، ونتائج الاختبار مبينة في الجدول التالي:

	F-Statistic	Prob*
CAC40	0.116395	0.7330
DAX	0.108414	0.7420
DOWJONES	0.139454	0.7089
FTSE100	0.279245	0.5973
MSCIEM	5.91E-09	0.9994
NIKKEI225	0.293495	0.5881

*ذات دلالة إجصائية عند مستوى معنوية 5%.

الجدول رقم (4-2): نتائج اختبار Test Chow [من إعداد الباحث بالاعتماد على برنامج E-Views 7)]

من خلال الجدول يتبين أن كل الاحتمالات أكبر من 5% منه نقبل H_1 وبذلك النموذج غير مستقر في الزمن وأكتوبر 2008 يمثل أكبر الاحتمالات فهو بداية الأزمة المشترك لكل الأسواق محل الدراسة.

2.3.1.4. اختبار الترابط بين المؤشرات.

إحصائيا معاملات الارتباط تسمح بدراسة درجة الارتباط بين متغيرين أو أكثر، وهي تقيس في هذه الحالة الحركات المشتركة لمؤشرات الأسواق المالية. العدوى تعبر عن زيادة الترابط بين الأسواق في مرحلة الأزمة عما كانت عليه في مرحلة الاستقرار وعما كان متوقعا عند المتعاملين في السوق، مما يسمح بارتفاع إمكانية انتقال الصدمات بين السوقين أو الأسواق.

إذا كانت لدينا سلسلتين ماليتين لسوقين X_i و Y_i ، اختبار الترابط بينهما مبني على استقرار معامل $\hat{a}$ في معادلة الانحدار الخطي التالية:

$$y_t = a + \beta x_t + \varepsilon$$

ومعامل الارتباط يحسب كما يلي:

$$P(x_t y_t) = \frac{cov(x_t, y_t)}{\sigma_{x_t}\sigma_{y_t}}$$

ومعامل الارتباط المعدل P* يمكن حسابه كما يلي:

$$P^* = \frac{p}{\sqrt{1+\delta[1-(p)^2}} \quad \text{avec } \delta = \frac{V^c(x_t)}{V^t(x_t)} - 1$$

مع: c: مرحلة الأزمة؛

t: مرحلة الاستقرار؛

δ: يمثل الزيادة النسبية في $V(x_t)$ بين فترتي الأزمة والاستقرار.

لاختبار ارتفاع معامل الارتباط بين الفترتين، نضع الفرضيتين التاليتين:

$$\begin{cases} H_0: P_1^* = P_2^* \\ H_1: P_1^* > P_2^* \end{cases}$$

مع: P_1^* معامل الارتباط خلال الأزمة

P_2^* معامل الارتباط خلال فترة الاستقرار

لاختبار هاتين الفرضيتين نستعمل اختبار Student بحيث:

$$t = (P_1^* - P_2^*)\sqrt{\frac{n_1 + n_2 - 4}{1 - (P_1^* - P_2^*)^2}}$$

مع t يتبع Student بدرجة حرية n_1+n_2-4

إذا تم قبول الفرضية H_1 معناه ارتفاع معاملات الارتباط بين الفترتين، وبذلك الارتباط يكون بسبب العدوى، أما في الحالة العكسية أي استقرار معاملات الارتباط فإن الارتباط يعود إلى العلاقات الموجودة بين الأسواق المالية، نتائج الاختبار موضحة في الجدول التالي:

		CAC40	DAX	DOWJONES	FTSE100	MSCIEM	NIKKEI225
Période de tranquillité	CAC40	1	0.834433	0.869212	0.964866	0.111435	0.934009
	DAX		1	0.924766	0.867193	0.535148	0.662347
	DOWJONES			1	0.913220	0.499243	0.061450
	FTSE100				1	0.305237	0.340026
	MSCIEM					1	0.118755
	NIKKEI225						1
Période de crise	CAC40	1	0.902478	0.938695	0.934367	0.854541	0.846239
	DAX		1	0.966920	0.960678	0.938610	0.764181
	DOWJONES			1	0.972319	0.905718	0.779632
	FTSE100				1	0.939558	0.782293
	MSCIEM					1	0.790879
	NIKKEI225						1

الجدول رقم (4-3): معاملات الارتباط [من إعداد الباحث بالاعتماد على برنامج (E-Views 7)]

من خلال الجدول يتبين ارتفاع معظم معاملات الارتباط خلال الأزمة على ما كانت عليه في مرحلة الاستقرار، إلا في حالة CAC40 مع FTSE100 وNIKKEI225 وكذلك حالة FTSE100 مع NIKKEI225، كما نلاحظ ارتفاع كبير في بعض المعاملات أي زيادة الارتباط بشكل كبير خاصة في حالة الأسواق الناشئة، إذا نقبل الفرضية H_1 وبذلك الارتباط بين الأسواق المالية خلال الأزمة ناتج عن وجود عدوى بين الأسواق محل الدراسة.

3.3.1.4. اختبار العدوى بين الأسواق المالية.

1.3.3.1.4. اختبار استقرار السلسلة(ADF).

قبل اختبار انتقال العدوى من السوق الأمريكية إلى باقي الأسواق المدروسة يحب اجراء اختبار جذر الوحدة، فهناك بعض السلاسل الزمنية تتسم بالاستقرار لعدم احتوائها على جذر الوحدة، وهذا ما يؤدي إلى عدم استقلال متوسط وتباين المتغير عن الزمن، لهذا تكون العلاقة بين المتغيرات زائفة، وعليه نقوم باختبار وجود جذر الوحدة باستخدام اختبار (ADF).

اختبار ADF هو تطوير لاختبار DF الذي كان يهمل الترابط بين الأخطاء، ويتبع النموذج التالي:

$$\Delta y_t = a + \beta y_{t-j} + \sum \delta i \Delta y_{t-i} + \varepsilon_t$$

بحيث δ، β، α ترمز للمعالم المراد تقديرها، يتم تقدير النموذج وفق الفرضيتين التاليتين:

H_0: $\beta < 0$ السلسلة غير مستقرة؛

H_1: $\beta = 0$ السلسلة مستقرة؛

نتائج الاختبار موضحة في الجدول التالي:

	Test ADF		Test critical values		
	t-Statistic	Prob.*	1% Level	5% Level	10% Level
RCAC40	-1.6850	0.438	-3.4344	-2.8632	-2.5677
RDAX	-1.66	0.45	-3.4344	-2.8632	-2.5677
RDowjones	-1.4034	0.58	-3.4345	-2.8632	-2.5677
RFTSE100	-1.8557	0.35	-3.4344	-2.8632	-2.5677
RMSCIEM	-2.009	0.28	-3.4344	-2.8632	-2.5677
RNIKKEI225	-1.8266	0.36	-3.4344	-2.8632	-2.5677

*ذات دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 5%

الجدول رقم(4-4): نتائج اختبار ADF [من إعداد الباحث بالاعتماد على برنامج (E-Views 7)]

من خلال الجدول نلاحظ أن اختبارات ADF لكل المؤشرات أكبر من اختبار القيم الحرجة عند مستويات المعنوية 1% و5% و10%. كما أن احتمالات مقدرات النموذج كلها أكبر من 5% لكل المؤشرات، إذا نقبل الفرضية H_0 وكل السلاسل غير مستقرة.

2.3.3.1.4. اختبار السببية لجرانجر (T Granger).

يدرس هذا الاختبار إمكانية أن يكون التغير في سوق معين سببه سوق آخر، وهو يتبع النموذج التالي:

$$x_t = a_0 + \sum_{i=1}^{\infty} a_i X_{t-i} + \sum_{j=1}^{\infty} \beta_j y_{t-i} + \varepsilon_t$$

النموذج يختبر الفرضيتين التاليتين:

H_0: Y لا يتسبب في X إذا كان $\beta_j = 0$

H_1: Y يتسبب في X إذا كان $\beta_j \neq 0$

هذا الاختبار يتبع قانون فيشر، وفي هذه الحالة ندرس ما إذا كانت السوق الأمريكية ممثلة في مؤشر داو جونز (Dowjones)، هي السبب في الصدمات التي تعرضت لها باقي الأسواق خلال الأزمة المالية الأخيرة.

	F-Statistic	Prob*
DOWJONES does not Granger Cause CAC40	300.944	1E-110
DOWJONES does not Granger Cause DAX	3.74136	0.0239
DOWJONES does not Granger Cause FTSE100	80.1944	8.E-34
DOWJONES does not Granger Cause MSCIEM	51.4591	2.E-22
DOWJONES does not Granger Cause NIKKEI225	93.3998	6.E-39

* ذات دلالة احصائية عند مستوى معنوية 5%

الجدول رقم (4-5): نتائج اختبار السببية لجرانجر [من إعداد الباحث بالاعتماد على برنامج E-Views 7)]

من خلال الجدول يتبين أن كل الاحتمالات أصغر من 5% إذا نقبل الفرضية H_1، أي أن السوق الأمريكية كان سببا في الصدمات التي تعرضت لها الأسواق المالية الأخرى المدروسة.

3.3.3.1.4. اختبار التكامل المشترك نموذج VECM.

يستخدم هذا النموذج بدلا من VAR في حالة السلاسل غير المستقرة في الزمن، وهي حالة السلاسل المدروسة، يسمح بدراسة التكامل المشترك بين المؤشرات في الأمد الطويل، نموذج VECM يمكن كتابته على الشكل التالي:

$$\Delta Y_t = \sum_{i=1}^{P-1} D_i \Delta Y_{t-i} + \alpha \beta' Y_{t-1} \varepsilon_t$$

هذا نموذج للتكامل المشترك بين المؤشرات، بحيث β تمثل العلاقة الخطية بين المتغير الأول والمتغيرات الأخرى، t المتغيرات المدروسة وهي 6 في هذه الحالة، ΔY_t هو مردودية المؤشرات، النتائج مبينة في الجدول التالي:

Condition	CAC40	DAX	DOWJONES	FTSE100	MSCIEM	NIKKEI225
Significativit*	-2.239	-1.100	-1.044	-0 .992	-1.934	-0.439
Force de rappel (<0)	négative	négative	négative	négative	négative	Négative

ذات دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 5%

جدول رقم (4-6): نتائج اختبار التكامل المشترك [من إعداد الباحث بالاعتماد على برنامج E-Views 7)]

من خلال الجدول يتبن أن كل المعاملات أصغر من 5% وذات قوة سالبة، إذا هذا يعني وجود علاقة متبادلة في الأمد البعيد بين الأسواق المالية المدروسة، أي وجود تكامل مشترك بين الأسواق.

4.3.3.1.4. اختبار انتقال التأثيرات بين الأسواق المالية:

1.4.3.3.1.4. قبل الأزمة.

بعد التأكد من وجود العلاقة بين الأسواق في الأمد البعيد وعليه انتقال الصدمات من سوق إلى أخرى، وخاصة من السوق الأمريكية إلى باقي الأسواق المدروسة ننتقل إلى اختبار انتقال التأثيرات بين الأسواق والتي نقسمها إلى مستويين على مستوى المردودية (المتوسطات)، وعلى مستوى الصدمات (الفروقات).

هذه الدراسة لانتقال التأثيرات بين الأسواق المالية بالمتوسطات والمتغيرات، تسمح بالتعرف على تأثير السوق الأمريكية على باقي الأسواق.

انتقال التأثيرات على مستوى المتوسطات والتغيرات يتبعان على الترتيب النموذجين التاليين:

$$r_{yt} = \mu + d_1 r_{x_{t-1}} + \varepsilon_{y_t}$$

$$\sigma_t^2 = \alpha_0 + \alpha_1 \left(\frac{\varepsilon_{t-j}}{\sigma_{t-j}}\right) + \gamma \frac{|\varepsilon_{t-1}|}{\sigma_{t-1}} - E \frac{|\varepsilon_{t-1}|}{\varepsilon_{t-1}} + \beta_1 log\sigma_{t-1}^2 + d_2 \varepsilon_{x_{t-1}}^2$$

من خلال هذين النموذجين نختبر معامل d للتأكد من تنقل التأثيرات من سوق إلى أخرى وبالأخص من السوق الأمريكية إلى الأسواق الأخرى، باختبار الفرضيتين التاليتين:

H_0: $d_1=0$ et $d_2=0$ (التأثيرات لا تنتقل)

H_1: $d_1>0$ et $d_2>0$ (التأثيرات تنتقل)

نتائج الاختبار موضحة في الجدول التالي:

		d_1	d_2
Cac40	Prob*	0.000	0.000
	Coeff	0.6065	0.9463
DAX	Prob*	0.000	0.000
	Coeff	0.4857	0.9245
FTSE100	Prob*	0.000	0.000
	Coeff	0.5608	0.9510
MSCIEM	Prob*	0.000	0.000
	Coeff	1.5512	0.9451
NIKKEI225	Prob*	0. 1942	0.000
	Coeff	0.0733	0.9841

ذات دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 5%

الجدول رقم (4-7): نتائج اختبار انتقال التأثيرات بالمتوسطات والتغيرات [من إعداد الباحث بالاعتماد على برنامج (E-Views 7)]

من خلال الجدول يتبين لنا أن كل معاملات d_1 تختلف عن الصفر وكل الاحتمالات المتعلقة بها أصغير من 5%، لكل المؤشرات هذا يعني وجود انتقال التأثيرات على مستوى المتوسطات بين كل المتوسطات، إلا حالة مؤشر السوق اليابانية بحيث احتماله أكبر من 5% وهذا يعني مردودية مؤشر NIKKEI225 لا يتأثر بتغير مردودية مؤشر DOWJONES، كما أن تأثر مردود السوق الأمريكية بـ1% يؤثر في مردود السوق الفرنسية بـ 0.60% والسوق الألمانية بـ 0.48%، والسوق البريطانية 0.56%، والأسواق الناشئة بـ 1.55%، وبعلاقة طردية، في نفس الوقت كل معاملات d_2 تختلف عن الصفر مما يدل على وجود انتقال للتأثيرات على مستوى التغيرات من السوق الأمريكية إلى باقي الأسواق.

يمكن القول أن السوق الأمريكية تؤثر في باقي الأسواق المالية على كل المستويات وأي ارتفاع في مردوديتها يؤدي إلى ارتفاع مردودية باقي الأسواق ولكن بنسب متفاوتة. وحدوث تقلبات في السوق الأمريكية يتبعها تقلبات في باقي الأسواق المالية.

2.4.3.3.1.4. انتقال التأثيرات خلال الأزمة (انتقال العدوى).

نقوم بدراسة انتقال العدوى من السوق الأمريكية إلى باقي الأسواق المالية المدروسة من خلال المردودية على مستوى المتوسطات، وانتقال العدوى من خلال الصدمات على مستوى التغيرات. بحيث نقوم بإدخال متغير ثاني "dumy" إلى النموذجين السابقين، ليصبحا كما يلي:

$$r_{yt} = \mu + d_1 r_{x_{t-1}} + c_1 r_{xt} Dumy_{t-1} + \varepsilon_{y_t}$$

$$\sigma_t^2 = \alpha_0 + \alpha_1 \left(\frac{\varepsilon_{t-j}}{\sigma_{t-j}}\right) + \gamma \frac{|\varepsilon_{t-1}|}{\sigma_{t-1}} - E \frac{|\varepsilon_{t-1}|}{\varepsilon_{t-1}} + \beta_1 log\sigma_{t-1}^2 + d_2 \varepsilon_{x_{t-1}}^2 + c_2 \varepsilon_{x_{t-1}}^2 Dumy_{y-1}$$

نختبر انتقال العدوى من السوق الأمريكية إلى الأسواق المالية الأخرى المدروس بالبحث عن معاملات c_1 وc_2 في نفس الوقت من خلال الفرضيتين التاليتين:

H_0: $c_1=0$ et $c_2=0$ (العدوى لا تنتقل)

H_1: $c_1>0$ et $c_2>0$ (العدوى تنتقل)

نتائج الاختبار موضحة في الجدول التالي:

		C_1	Contagion	C_2	contagion
Cac40	Prob*	0.000	Oui	0.000	Oui
	Coeff	0.6584		0.9748	
DAX	Prob*	0.000	Oui	0.000	Oui
	Coeff	0.7060		0.9899	
FTSE100	Prob*	0.000	Oui	0.000	Oui
	Coeff	0.5641		0.9824	
MSCIEM	Prob*	0.000	Oui	0.000	Oui
	Coeff	1.5732		0.9415	
NIKKEI225	Prob*	0.000	Oui	0.000	Oui
	Coeff	0.1982		0.9921	

ذات دلالة إحصائية عند درجة معنوية 5%

الجدول رقم (4-8): نتائج اختبار العدوى [من إعداد الباحث بالاعتماد على برنامج (E-Views 7)]

نتائج الاختبار تؤكد وجود عدوى من السوق الأمريكية إلى كل الأسواق المالية المدروسة على مستوى المردودية والصدمات، بحيث كل معاملات C_1 وC_2 تختلف عن الصفر واحتمالاتها المقابلة أقل من 5%، كما أن معاملات C أكبر من معاملات d هذا يعني شدة التأثير زادت في فترة الأزمة على ما كانت عليه في فترة الاستقرار.

2.4. الفقاعات المضاربية.

عند دراسة الأزمات المالية في التاريخ، نجد معظمها تشترك في سبب رئيس، يتمثل في السلوك المضاربي الذي يظهره المتعاملين في السوق بقطاع معين أو حول أصل ما، بحيث يعمدون إلى التعامل في هذا الأصل من أجل الاستفادة من التغيرات قصيرة الأجل في سعره، مما يزيد من الطلب عليه، وعبر الزمن يشكل فقاعة مضاربية يؤدي انفجارها إلى أزمة تنتقل آثارها إلى باقي القطاعات.

1.2.4. الأسس النظرية للفقاعات المضاربية.

يعتبر تقديم المصطلح محل الدراسة، والتعرف على جوانبه النظرية، مفتاح الدراسة التطبيقية، بحيث يسمح ذلك بالتعرف على كل ما يحط بهذا المصطلح من معنى، قبل إجراء الاختبارات القياسية عليه كظاهرة.

1.1.2.4. مفهوم الفقاعات المضاربية.

هناك عدة تعاريف يمكن تقديمها للفقاعات المضاربية، وكذلك عدة أنواع من الفقاعات المضاربية نتعرف عليها في هذا الفرع:

1.1.1.2.4. تعريف المضاربة.

يعرفها الكلاسيك على أنها: "شراء/بيع الأصول من أجل إعادة بيعها/شرائها في وقت لاحق، على فرضية تغير أسعارها في المستقبل، ويكون الدافع وراء العملية الاستفادة من تغيرات أسعارها وليس الايرادات المرتبطة باستغلال الأصل" [189] ص: 11.

"هي بيع أو شراء صوريين ليس بغرض الاستثمار، ولكن للاستفادة من التغيرات التي تحدث في القيمة السوقية للأوراق المالية في الأجل القصير جدا، حيث ينخفض بشدة معدل الارتباط بين القيمة

السوقية للأوراق المالية من ناحية، وبين القيمة الاسمية والدفترية الحقيقية من ناحية أخرى" [190] ص: 06.

بناءا على هذه التعاريف فإن للسلوك المضاربي عدة خصائص، منها:

- مبنية على عامل المخاطرة، فهي تتوقف على تغيرات أسعار الفائدة، أسعار الأصول، أسعار صرف العملات...؛
- عملية ليس لها علاقة بالاقتصاد الحقيقي ولا تعود عليه بالفائدة؛
- المضارب يقوم بهذا السلوك رغبة في الاستفادة من تغيرات الأسعار بناءا على توقعات مستقبلية؛
- يستعمل المضارب في غالب الأحيان الأموال المقترضة.

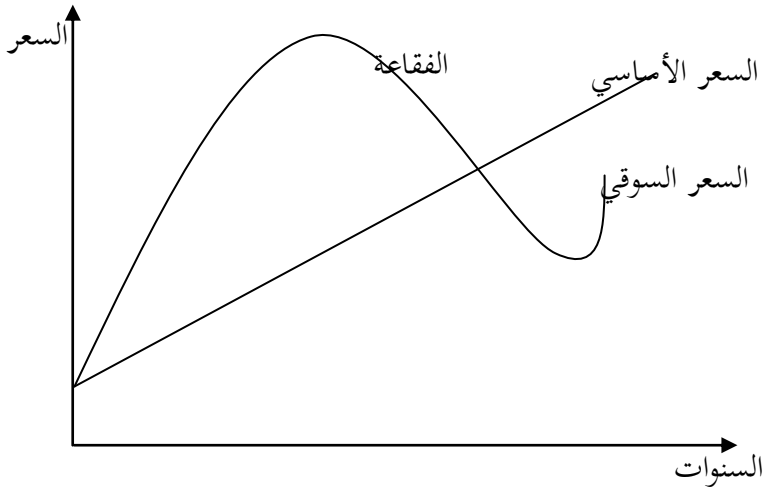
وهي نوعان [190- ص: 12:

- مضاربة على الصعود: بحيث يقوم المضارب بشراء عندما يتوقع ارتفاع الأسعار؛
- مضاربة على الهبوط: وصورتها قيام المضارب بالبيع الآجل على أمل هبوط الأسعار ثم يقوم بشراء ما باعه سابقا بالآجل.

2.1.1.2.4. الفقاعة المضاربية.

يمكن تعريفها على أنها: "وجود فجوة كبيرة ومستمرة في أسعار أصل ما مقارنة بقيمته الأساسية"، أو هي: "زيادة سريعة ومطردة في أسعار أصل ما، لتنتج في المستقبل حالة من اللاستقرار بسبب انفجارها" [191] ص: 98.

تعبر الفقاعة المضاربية التي تسما أيضا "الفقاعة البورصية" أو "الفقاعة المالية" عن: "الارتفاع المفرط في أسعار الأصول المالية (أسهم، سندات، أسعار الصرف...)، أسعار العقارات أو المواد الأولية...، عن قيمها الطبيعية والمعتادة" [192] ص: 04. إذا يختفي التقييم الاقتصادي لقيم هذه الأصول القائم على أساس رقم أعمال الشركة أو نموها، نتائجها المحققة... ليقوم مقامها توقعات المضاربين في الأسواق المالية. يمكن تمثيل الفقاعة المضاربية في الشكل التالي:



الشكل رقم (4-3): الفقاعة المضاربية [من إعداد الباحث اعتمادا على التعاريف السابقة].

3.1.1.2.4. أنواع الفقاعات المضاربية.

هناك عدة أنواع للفقاعات المضاربية نذكر منها [191] ص ص: 98- :102

1.3.1.1.2.4. الفقاعة العقلانية.

يحدث هذا النوع من الفقاعات في الأسواق المالية التي يمتاز المتعاملون فيه بالعقلانية، وهي ظهور فجوة بين أسعار أصل ما وقيمته الحقيقية نتيجة كثرة الطلب عليه، بسبب توقعات منطقية للمتعاملين بارتفاع قيمته في المستقبل؛

2.3.1.1.2.4. الفقاعة غير العقلانية.

هي الفقاعات الناتجة عن التصرفات غير العقلانية للمستثمرين، والتعامل في أصل ما يكون نتيجة توقعهم ارتفاع سعره في المستقبل القريب والاستفادة من هذا التغير دون بناء هذا التوقع على أسس منطقية ولكن بنائها على عنصر المخاطرة.

2.1.2.4. أسباب وآثار الفقاعات المضاربية.

كأي ظاهرة فإن للفقاعات المضاربية أسباب تؤدي إلى ظهورها، ولها آثار تنجر عليها، في المجالين المالي والحقيقي.

1.2.1.2.4. أسباب الفقاعات المضاربية.

هناك عدة أسباب تساهم بشكل مباشر أو غير مباشر في اتباع السلوك المضاربي وظهور الفقاعات، نذكر منها:

1.1.2.1.2.4. التسهيلات الائتمانية.

يعمد المتعاملين في الأسواق المالية إلى استعمال الأموال المقترضة في النشاط المضاربي، وكلما كانت هناك تسهيلات في الحصول على القروض كلما كثرة السيولة المستعملة في هذا المجال، ولقد عمدت السلطات النقدية إلى تقديم التسهيلات للأفراد والمؤسسات للحصول على القروض، وغالبا ما تستعمل في نشاطات عالية المخاطرة، وكانت هذه التسهيلات نتيجة انخفاض معدلات الفائدة وزيادة حجم السيولة العالمية [193] ص: 239 ؛

2.1.2.1.2.4. سلوكات غير عقلانية عند المتعاملين في السوق.

هناك عدة أنواع من المتعاملون في الأسواق المالية، وفي كثيرا من الأحيان نجد متعاملين غير عقلانيين وليس لديهم الخبرة الكافية في هذا المجال، مما يجعلهم يتبعون تصرفات متعاملين آخرين (سلوك القطيع)، ويبنون توقعاتهم على أساس معلومات زائفة، مما يجعل أسعار الأصول تتجه إلى التضخم مشكلة فقاعات مضاربية [194] ص: 04 ؛

3.1.2.1.2.4. الإفراط في المخاطرة.

إعطاء الحرية للبنوك في العمل، وربط مكافئات المسيرين بالمردودية فقط، وغياب الأخلاق الاقتصادية عندهم، جعلتهم يجازفون ويشاركون في مشاريع عالية المخاطرة، سواء بشرائهم للأصول بغرض المضاربة على تغيرات أسعارها أو تقديمها لقروض لمتعاملين ملاءتهم الائتمانية ضعيفة، وهذا ما يضاعف من النشاط المضاربي، ومنه ظهور الفقاعات المضاربية [189] ص ص: 09-11؛

4.1.2.1.2.4. اختلال التوازن بين العرض والطلب.

عدم كفاية عرض أصل ما للطلب المتزايد عليه، يؤدي إلى ارتفاع أسعاره، وهذا ما يشجع المضاربين على شراءه وتوجيه استثماراتهم إليه، مما يضاعف من حجم الطلب عليه فيزداد انحراف سعره عن قيمته الحقيقية مشكلا فقاعة مضاربية [194] ص: 06.

2.2.1.2.4. آثار الفقاعات المضاربية.

ينجر عن الفقاعات المضاربية عدة آثار سلبية على نواحي عدة، تختلف حدتها من قطاع إلى آخر، نذكر منها [195] ص ص: 164- 165:

- يُنظر عامة إلى الفقاعات الاقتصادية على أنها ذات تأثير سلبي على حالة الاقتصاد، لأنها تسبب حدوث حالة التوزيع غير العادل للموارد، في اتجاه استخدامات غير مثلى؛
- التأثير السلبي على معدلات انفاق المستهلكين، إذ ينفقون المزيد من الأموال لشراء سلع بأسعار مغالاً فيها، مثل حالة الفقاعة العقارية؛
- تؤدي الفقاعات المضاربية إلى انحراف كبير لسعر أصل ما عن قيمته الأصلية مما يجعل السوق غير كفء، باعتبار أن الأسعار فيه لا تعكس القيمة الحقيقية للأصول؛
- الانهيار الذي يلي الفقاعة الاقتصادية يمكن له أن يدمر ويفني مقداراً كبيراً من الثروات وإفلاس الكثير من المتعاملين، ويتسبب في حالة من اللاستقرار الاقتصادي؛
- انفجار فقاعة مضاربية يعني انهيار أسعار أسهم هذا القطاع، خاصة في حالة الفقاعات الائتمانية يدفع بالمؤسسات المعنية إلى البحث عن وسيلة تمويل جديدة تتلاءم مع هذه البيئة، وهذه الوسائل دائما هي عالية المخاطرة نظرا لحالة هذه المؤسسات، وهذا من شأنه أن يزيد في هشاشة النظام المالي؛
- انفجار فقاعة مضاربية يؤدي إلى تشديد القيود على منح القروض مما يؤثر على القطاع الحقيقي، نظرا للصعوبة التي تجدها المؤسسات الانتاجية في الحصول على التمويل اللازم لنشاطها؛
- غالبا ما يؤدي انفجار فقاعة مضاربية إلى انهيارات متتالية ومتسلسلة في قطاعات مختلفة، مما يؤدي إلى أزمات تنتقل من قطاع إلى آخر .

3.1.2.4. تحليل الفقاعات المضاربية.

المضاربة هي تضخم كبير في أسعار أصل ما، وقد فسر هذا السلوك على عدة أوجه، وتناولت عدة نظريات هذه الظاهرة.

1.3.1.2.4. تفسير السلوك المضاربي.

هناك عدة تفسيرات للمضاربة، نذكر منها:

1.1.3.1.2.4. المضاربة كناقل للخطر.

المضاربة مبنية على تكهنات بتغيرات الأسعار نحو الأحسن، وهي تنطوي على درجة كبيرة من المخاطرة، وفي هذه الحالة يسعى المتعاملين الأكثر كفاءة لنقل المخاطر التي تنطوي عليها هذه العملية إلى المتعاملين الأقل خبرة وتحوط، إذا المضاربة بقدر ما هي مبنية على التكهنات بالقيم المستقبلية للأصول بقدر ما هي مبينة على استعداد المضارب لقبول الخطر، وسعيه للتقليل منه بنقله لمتعاملين آخرين، وهذا ما تحدث عنه آدم سميث (1776) في كتابه "ثروة الأمم"، وكذلك كينز (1960) في كتابه "القيمة ورأس المال" [196] ص: 04؛

2.1.3.1.2.4. المضاربة كعامل للكفاءة.

المضاربة على هذا الأساس تزيد من كفاءة الأسواق سواء بالنسبة للمضاربين أو المنتجين أو المستهلكين، فالمضاربة مبنية على تقبل الخطر ولكن يقابلها إيراد أكبر، باعتبار أن قيمة المردودية مرتبطة بدرجة المخاطرة، ففريدمان يري أن المضارب يحقق أكبر عائد إذا اشترى عند أقل سعر وباع عند أعلى سعر ممكن، يمكن للمضاربة أن يكون لها دورا مهما في استقرار الأسعار باعتبار أنها تدفعها تارة للارتفاع وتارة أخرى للانخفاض وهذا ما يعود بالفائدة على كل الفئات (مضارب، منتج، مستهلك)، وكل فئة تستفيد من المضاربة على أساس سلامة نظام المعلومات، وكيفية استعمالها والاستفادة منها عند كل طرف [197] ص: 04 ؛

3.1.3.1.2.4. المضاربة كمرجعية ذاتية.

يعتبر كينز أول من تطرق إلى المضاربة من هذه الزاوية في كتابه "النظرية العامة للعمالة، الفائدة والمال"، حيث اعتبر أن تصرفات المتعاملين وخاصة المضاربين منهم تبنى على أساس محاكاة تصرفات وقرارات الآخرين، بحيث تعتبر النفس الجماعية للمتعاملين في السوق المحرك الأساس له، باعتبار أن أسعار الأصول المتداولة فيه تحكمها مصالحهم المشتركة. فالمضارب يختار العملية الأحسن بالنسبة إليه، ويعتقد أنها ستحظى بنفس الرأي عند أغلبية المتعاملين الآخرين، وعليه فإن الرأي السائد في السوق وهو متوسط آراء الأفراد [198] ص ص: 235 -238.

2.3.1.2.4. النظريات المفسرة للفقاعات المضاربية.

عرفت الفقاعات المضاربية منذ القدم، وحظيت بالكثير من الاهتمام والدراسة والتحليل من طرف الكثير من النظريات الاقتصادية. من أهمها [199] ص: 04.

1.2.3.1.2.4. النظرية التقليدية.

تعتبر فقاعة "أزهار التوليب" الهولندية 1637 أول فقاعة مضاربية بهذا المفهوم، ثم توالت الفقاعات في الظهور عبر التاريخ كفقاعة شركة "البحر الجنوبي" 1720، وسوق البناء في فلوريدا 1926...، ورافقت هذه الفقاعات تفسيرات اقتصادية من طرف المهتمين، وفسروها على أساس أنها ارتفاع سريع في أسعار الأصول في الأسواق المالية بصورة مصطنعة، لتعود بعد ذلك إلى مستواها الحقيقي أو تقترب منه بعد انفجار الفقاعة. يعود هذا الارتفاع إلى السلوك غير العقلاني للمتعاملين في السوق الذين بالغوا في تقدير قيمة الأصل، أو تلاعب المتمرسين بسلوكات المتعاملين الهواة، والفقاعة لا تعود فقط إلى خطأ في تقييم الأصول وإنما إلى أخطاء في محاكاة المتعاملين لسلوك بعضهم البعض. وهذا ما عبر عنه 'كينز' في نظريته "النظرية العامة للعمالة، النقود والفائدة" بـ "نظرية الحماقة الكبرى"؛

2.2.3.1.2.4. النظرية الحديثة.

من أهم الفقاعات التي ظهرت في العقود الأخيرة، الفقاعة اليابانية، وفقاعة الانترنت وفقاعة الرهن العقاري، عودة الفقاعات في الأسواق المالية رافقه ظهورها وبقوة في الأدبيات الاقتصادية، بحيث يرى المحدثون أن النماذج العشوائية في التوقع لم تعد موجودة، بحيث يمكن قياس التوقعات واختبارها ميدانيا، بحيث تقيم الأصول على أساس قيمها الحالية وإيراداتها المتوقعة بقيمتها الحالية، ويمكن التعبير عنها رياضيا في نماذج قياسية نختار من بين النماذج الممكنة الأكثرا استقرار، والأقرب إلى التوقعات العقلانية للمتعاملين. ولكن الفقاعات التي ظهرت في الأسواق المالية يمكن إرجاعها إلى النقائص التي يمكن أن تنطوي عليها النماذج القياسية المستعملة في التوقعات، ومن بينها درجة الحرية، وأخطاء القياس بالإضافة إلى عوامل خارجة عن النموذج أو لا يمكن قياسها، أو متغيرات عشوائية لا يمكن التنبؤ بها، وهذا ما يظهر في نظرية الأسواق غير العقلانية.

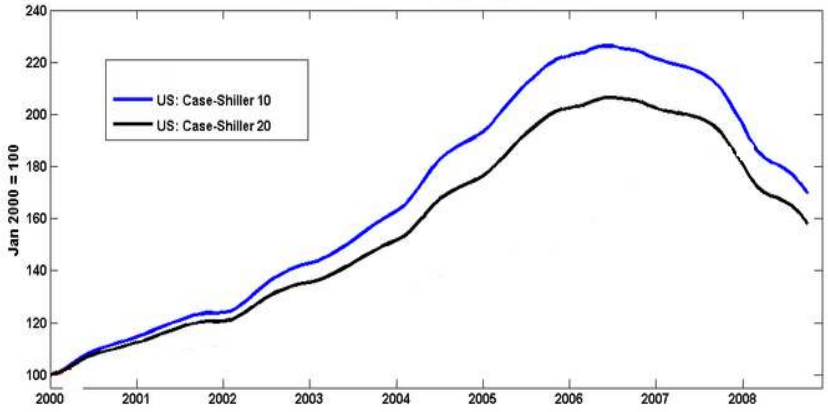
2.2.4. الجوانب المنهجية للدراسة.

تقوم هذه الدراسة باختبار ظاهرة الفقاعات المضاربية كأحد الأسباب وراء تكرار الأزمات المالية، وعليه نقدم في هذا المطلب الجوانب المنهجية المتبعة في إنجاز هذه الدراسة.

1.2.2.4. تقديم الدراسة.

لدراسة دور الفقاعات المضاربية في نشوء الأزمات، اخترنا السوق العقاري الأمريكي لذلك باعتبار أنه عرف أزمة خلال سنة 2007، وعليه فإننا ندرس إمكانية وجود فقاعة مضاربية في هذا السوق.

لقد عرفت أسعار المنازل في الولايات المتحدة الأمريكية ارتفاعا متسارعا منذ أواخر تسعينات القرن الماضي، وزادت حدتها مع توجه الاستثمارات إليه كملاذ آمن بعد أزمة الانترنت مع بداية القرن الحالي، حيث وصلت نسبة ارتفاع الأسعار الحقيقية حوالي 75%، فتضاعفت الأسعار عدة مرات ما بين 1995 و2006، وازدادت الهوة بين نسبة ارتفاع الأسعار والدخل. هذا الارتفاع السريع في أسعار المنازل ونسبة الأسعار في الدخل يزيد من فرضية وجود فقاعة مضاربية في سوق العقار الأمريكي. والشكل التالي يبين ذلك.



الشكل رقم (4-4): نسبة أسعار المنازل إلى الدخل (2000-2008) [200]

تعبر الفقاعات المضاربية عن انحراف سعر أصل ما عن قيمته الأساسية، وعليه فإن هذه الدراسة ستحاول دراسة فرضية وجود فقاعة مضاربية في سوق العقار الأمريكي بمقارنة أسعار المنازل بقيمتها النظرية المحسوبة على أساس التوقعات العقلانية لدفعات الإيجار المستقبلية بقيمتها الحالية، باستخدام معدل الفائدة. وتظهر الفقاعة في السوق العقاري باعتبار أن ارتفاع أسعار المنازل لا يقابله ارتفاع في أسعار الايجار بنفس النسبة مما يؤثر على العائدات الايجارية.

الفقاعة المضاربية في السوق العقارية يمكن أن تتبع النموذج التالي [196] ص: 27:

$$P_t = p_t^* + \beta_t$$

بحيث: P_t السعر الحالي للأصل العقاري؛

p_t^* السعر التوازني للسعر المحسوب على أساس دفعات الايجار المستقبلية بقيمتها الحالية؛

β_t مركب التوازن بين القيمتين.

إذا كانت قيمة β_t معدومة أو تقترب من ذلك هذا يعني غياب الفقاعة المضاربية، أما إذا كان موجب وقيمته تزداد بسرعة فهذا يثب فرضية وجود فقاعة مضاربية.

ولاختبار الفقاعة المضاربية قمنا باستعمال عدة نماذج قياسية، قمنا باختبار استقرار السلسلة ADF، اختبار التكامل المشترك، اختبار كفاء السوق الأمريكية عند المستوى الضعيف. وهذا بالاستناد على حزمة (Eviews 7).

2.2.2.4. تقديم عينة الدراسة.

للتأكد من فرضية وجود فقاعة مضاربية في السوق العقارية خلال الأزمة التي تعرض لها مع نهاية سنة 2006 وسنة 2007، استعملنا مؤشر أسعار المنازل المعدل (بعد استبعاد أثر التضخم) والذي رمزنا له بـ "AHPI" (Adjusted Home Price Index)، مؤشر إيجار المنازل المعدل والذي رمزنا له بـ "ARI" (Adjusted Rent Index)، خلال الفترة من 1990 إلى نهاية 2011 لنتتبع جذور الفقاعة إن وجدت ومقارنة الأسعار قبل وأثناء وبعد الفقاعة، على أساس ثلاثيات والمحصل عليها من قاعدة "BLS" التي تهتم بنشر أسعار السلع والخدمات الاستهلاكية في الولايات المتحدة الأمريكية.

الخصائص الإحصائية للعينة مبينة في الجدول التالي:

	AHPI	ARI
Moyenne	125.0889	106.7307
Médiane	117.9246	105.6194
maximum	206.2663	136.6979
Minimum	79.74587	73.75849
Ecart type	40.76746	19.51030
Skewness	0.547915	0.018161
Kurtosis	2.037690	1.679352
Jarque-Bera*	7.798575	6.399907
Probabilité*	0.020256	0.040764
Observations	88	88

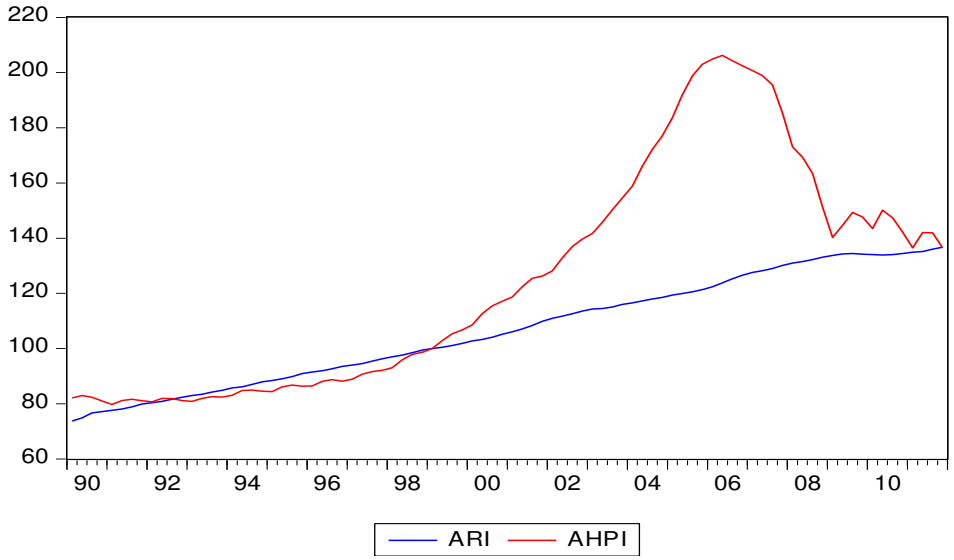
* ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 5%

الجدول رقم (4-9): الخصائص الاحصائية لعينة الدراسة. [من إعداد الباحث بالاعتماد على برنامج E-Views 7]

يبين الجدول الخصائص الاحصائية الوصفية لكل من مؤشر أسعار المنازل ومؤشر الايجارات خلال الفترة المدروسة، بحيث يبين المتوسط الحسابي، الوسيط، الانحراف المعياري، معامل الالتواء، معامل التفلطح، اختبار التوزيع الطبيعي (J.B).

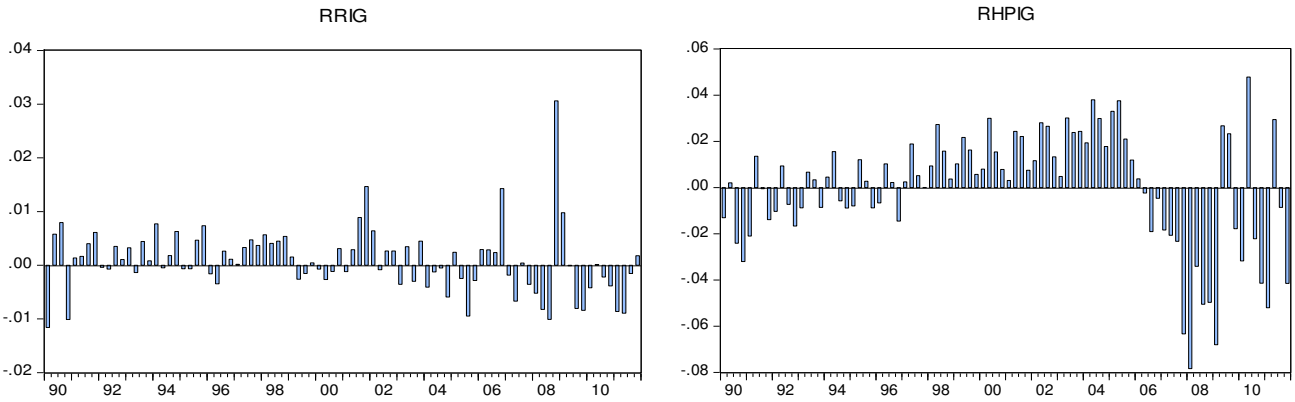
من خلال هذا الجدول يتبين لنا أنه يوجد فارق كبير بين أصغر وأكبر قيمة فيما يخص مؤشر أسعار المنازل عكس مؤشر الإيجارات مما يعطي ملاحظة أولية بوجود فقاعة في أسعار المنازل، كما نلاحظ أن الانحراف المعياري لمؤشر أسعار المنازل كبير مقارنة بانحراف مؤشر الإيجارات، مما يدل على التغيرات الكبيرة التي عرفتها أسعار المنازل خلال الفترة المدروسة، معامل التفلطح لمؤشر أسعار المنازل أكبر من مؤشر الإيجارات وهذا يعني أن القيم المتطرفة في مؤشر أسعار المنازل أكبر من مؤشر الإيجارات ولكن في الحالتين هي ليست كثيرة باعتبار أنه أقل من 3، معامل التواء مؤشر أسعار المنازل موجب فإذا السلسة ملتوية إلى اليمين وهناك التواء كبير، في حين التواء مؤشر

الايجارات صغير جدا ويميل إلى التماثل، اختبارات (J.B) عند مستوى معنوية 5% تدل على أن السلاسل لا تتبع التوزيع الطبيعي وهي حالة أغلب السلاسل المالية.



الشكل رقم (4-5): التمثيل البياني لعينة الدراسة. [من إعداد الباحث بالاعتماد على برنامج E-Views 7].

يبين الشكل التغيرات في مؤشرات المدروسة بعد التعديل، حيث يتبين أن قيم مؤشر أسعار المنازل وبداية من سنة 2000 بدأت في الابتعاد عن قيم مؤشر الايجارات لتزيد حدتها مع حلول سنة 2002 وهو بداية تشكل الفقاعة، إلى غاية نهاية الثلاثي الثالث من سنة 2006 أين عرفت قيمه انهيارا كبيرا ولم تعد إلى الارتفاع إلا في سنة 2009 ولكن ليس بحجم ارتفاع ما قبل الأزمة. في حين نلاحظ استقرار في ارتفاع قيم مؤشر الايجارات خلال كل الفترة المدروسة.



الشكل رقم (4-6): التغيرات الحقيقة في قيم المؤشرات المدروسة. [من إعداد الباحث بالاعتماد على برنامج E-Views 7].

يبين الشكلين التغيرات الحقيقية في المؤشرين، ومن خلالهما يتبين أن تغيرات مؤشر أسعار المنازل كبيرة وتتراوح بين [-0,8 ، 0,6]، في حين التغيرات في مؤشر الإيجارات هو في المجال [-0,1، 0,1]، وهذا ما يدل على انحراف أسعار المنازل عن قيم الايجارات، وهو يدل مبدئيا على وجود فقاعة مضاربية في سوق العقارات.

3.2.4. عرض وتحليل نتائج الاختبارات.

لدراسة دور الفقاعات المضاربية في تكرار الأزمات المالية، اختبارنا وجود فقاعة مضاربية في أزمة الرهن العقاري الأمريكي، ونتائج الاختبارات التي قمنا بها سيتم عرضها في هذا المطلب.

1.3.2.4. اختبار جذر الوحدة ADF.

يعمل هذا الاختبار على التأكد من استقرار السلسلة المدروسة من عدمه، وذلك باختبار وجود جذر الوحدة في السلسلة أم لا، وفي هذه الحالة نقارن بين السلسلتين والتأكد من أنهما متشابهتين أم لا ويعتبر ذلك إحدى أدلة وجود الفقاعة أم لا، حسب نتائج الاختبار. وهو في هذه الحالة يتبع النموذج التالي:

$$\Delta(d-p)_t^d = \mu + \gamma(d-p)_{t-1}^d + \delta_t \Delta(d-p)_{t-1}^d$$

Où $(d-p)_t^d = (d-p)_t - x_t'\delta(\alpha)$

Et $\alpha = \begin{cases} 1 - \frac{7}{T} & si\ x_t = \{1\} \\ 1 - \frac{13,5}{T} & si\ x_t = \{1, t\} \end{cases}$

بحيث: T يعبر عن حجم العينة؛

X_t متغير خارجي.

نتائج الاختبار موضحة في الجدول التالي:

	LAHPI		LARI	
	Test ADF	Critical values	Test ADF	Critical values
Intercept	-2,6877	-2,8972	-5,3218	-2,8955
Trend and Intercept	-2,8599	-3,4655	-6,1379	-3,4629
None	-2,5817	-1,9448	-1,3440	-1,9447

الجدول رقم (4-10): نتائج اختبار ADF [من إعداد الباحث اعتمادا على برنامج E-views7]

تبين نتائج اختبار ADF عند الفرق الأول (السلسلتين متكاملتين من الدرجة الأولى) وعند مستوى معنوية 5% والمبوبة في الجدول السابق، أن سلسلة مؤشر أسعار المنازل في الولايات المتحدة الأمريكية يحتوي على جذر الوحدة في حالة ثابت أو في حالة ثابت واتجاه عام باعتبار أن القيم المحسوبة أكبر من المجدولة، فهي سلسلة غير مستقرة، في حين لا تحتوي السلسة على جذر الوحدة في حالة عدم وجود ثابت ولا اتجاه عام، باعتبار أن المحسوبة أقل من المجدولة وبذلك فهي مستقرة في هذه الحالة، وعند مقارنتها بسلسلة مؤشر الايجارات فهي العكس تماما بحيث السلسلة مستقرة في حالة ثابت أو في حالة ثابت واتجاه عام وغير مستقرة في حالة عدم وجود لا ثابت ولا اتجاه عام. ومنه نستنتج أن سلسلة مؤشر أسعار المنازل في الولايات المتحدة الأمريكية وحسب نتائج اختبار ADF فإنها تحتوي على جذر الوحدة.

2.3.2.4. اختبار التكامل المشترك (طريقة جوهانس).

تستعمل هذه الطريقة لاختبار العلاقة طويلة الأجل بين السلسلتين المدروستين (غير المستقرتين عند المستوى)، وهو يعتمد على اختبار VAR الذي يمكن التعبير عنه بالنموذج التالي:

$$y_t = \mu_t + A_1 y_{t-1} + A_2 y_{t-2} + \cdots A_p y_{t-p} + B x_t + \varepsilon_t$$

بحيث: y_t المتغيرات الداخلية؛

x_t المتغيرات الخارجية؛

A_i و B يمثلان على التوالي معاملات y_t و x_t

باعتبار أن:

$$y_{t-1} \equiv y_t - \Delta y_t \text{ et } \quad y_{t-1} \equiv y_{t-1} - (\Delta y_{t-1} + \Delta y_{t-2} + \cdots + \Delta y_{t-i-1}$$

إذا يمكن كتابة النموذج على الشكل التالي:

$$\Delta y_t = \mu_t + \Pi y_{t-1} + \sum_{i=1}^{p-1} \Gamma_i \Delta y_{t-i} + B x_t + \varepsilon_t$$

بحيث:

$\Pi = \sum_{i=1}^{p} A_i - I$ et $\Gamma_k = -\sum_{i=k}^{p} A_i$

إذا كانت r رتبة المصفوفة Π، فإن السلسلتين متكاملتين إذا كانت 0<r<n. في هذه الحالة وباعتبار أن السلسلتين متكاملتين من الدرجة الأولى يمكن تعويض Π بـ $\alpha\beta'$ يمكن كتابة النموذج في شكل اختبار VECM، كما يلي:

$$\Delta y_t = \mu_t + \alpha\beta' y_{t-1} + \sum_{i=1}^{p-1} \Gamma_i \Delta y_{t-i} + B x_t + \varepsilon_t$$

بحيث α تمثل شعاع المعاملات المعدلة، و β شعاع معاملات التكامل المشترك.

نتائج الاختبار مبوبة في الجدول التالي:

		Eigen-value	Trace Statistic	Critical Value*	Prob*
Intercept (no trend)	None	0,1142	11,3480	15,4947	0,1910
	At most 1	0,0121	1,0369	3,8414	0,3085
		Eigen-value	Max-Eigen Statistic	Critical Value*	Prob*
	None	0,1142	10,3111	14,2646	0,1923
	At most 1	0,0121	1,0369	3,8414	0,3085
Intercept and trend		Eigen-value	Trace Statistic	Critical Value*	Prob*
	None	0,1396	16,6919	25,8721	0,4383
	At most 1	0,0449	3,9099	12,5179	0,7551
		Eigen-value	Max-Eigen Statistic	Critical Value*	Prob*
	None	0,1396	12,7819	19,3870	0,3460
	At most 1	0,0449	3,9099	12,5179	0,7551

* ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 5%.

الجدول رقم (4-11): نتائج اختبار التكامل المشترك. [من إعداد الباحث اعتمادا على برنامج E-views7]

النتائج الموبة في الجدول تبين أن القيم الحرجة لاختبارات الأثر أكبر من اختبارات الأثر في كل الحالات، مما يعني عدم وجود تكامل مشترك بين السلسلتين في الأمد الطويل، وهذا يعني أن السلسلتين تبتعدان عن بعضهما ولا تبديان سلوكا مشابها، وبذلك نستنتج وجود فقاعة مضاربية فيها.

3.3.2.4. اختبار كفاءة السوق العقاري الأمريكي عند المستوى الضعيف.

كفاء السوق عند المستوى الضعيف تعني أن الأسعار في السوق تعكس تماما كل المعلومات الخاصة بالتتابع التاريخي للتغيرات في الأسعار، ولذلك فإن تطبيق أي قاعدة للتعامل أو التحليل التي تعتمد على المعلومات السوقية التاريخية لن تعطي أي عائد إظافي [201] ص: 36 ، وعليه فإن سعر الأصل في الزمن t هي التوقع العقلاني للقيمة الأساسية للأصل "V^*" بناءا على المعلومات المتاحة في الزمن t، والتي يمكن كتابتها كما يلي:

$$P_t = E[V^*/I_t] \equiv E_t V^*$$

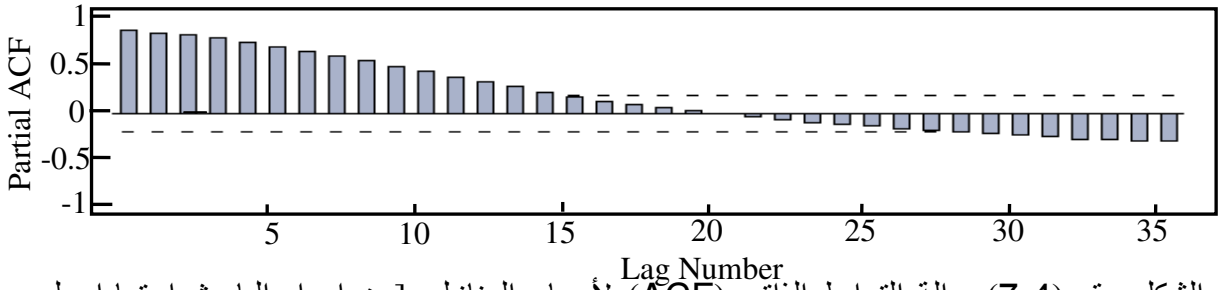
وهي نفسها في t+1، وعليه يمكن كتابة توقعات تغيرات الأسعار كما يلي:

$$E_t[P_{t+1} - P_t] = E_t\big[E_{t+1}[V^*] - E_t[V^*]\big] = E_t[V^*] - E_t[V^*] = 0$$

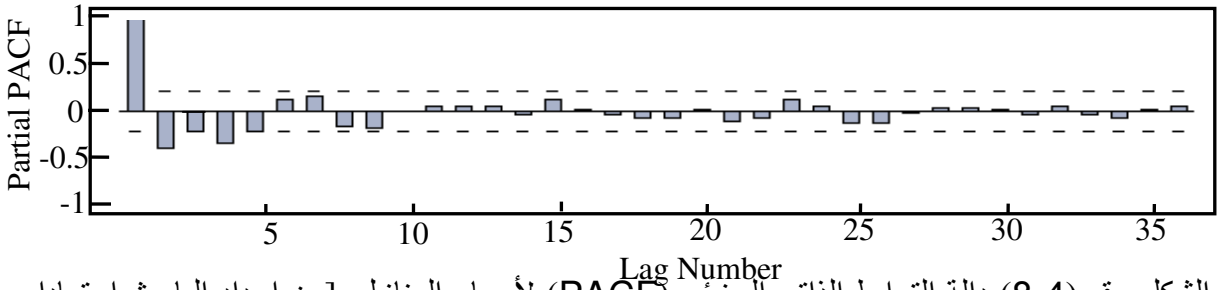
وعليه فإن أحسن توقعات اليوم لتوقعات الغد لأسعار أصل ما، هي ببساطة أحسن توقعات اليوم لمتغير عشوائي [202- ص: 07. وإذا اعتبرنا أن القيمة الأساسية للأصل مستقلة عن الزمن فالتوقع يكون:

$$E_t[P_{t+1} - P_t] = E_t\big[E_{t+1}[V^*_{t+1}] - E_t[V^*]\big] = E_t[V^*_{t+1}] - E_t[V^*]$$

لاختبار كفاء السوق العقاري الأمريكي عند المستوى الضعيف نتأكد من أن الأسعار الحالية للمنازل تعكس الأسعار التاريخية لها، لأن أسعار اليوم هي أحسن توقع لأسعار الغد، عن طريق دراسة الترابط الذاتي "ACF" والترابط الذاتي الجزئي "PACF"، لعوائد السلسلة خلال فترة الدراسة، نتائج الاختبار كانت كما يلي:



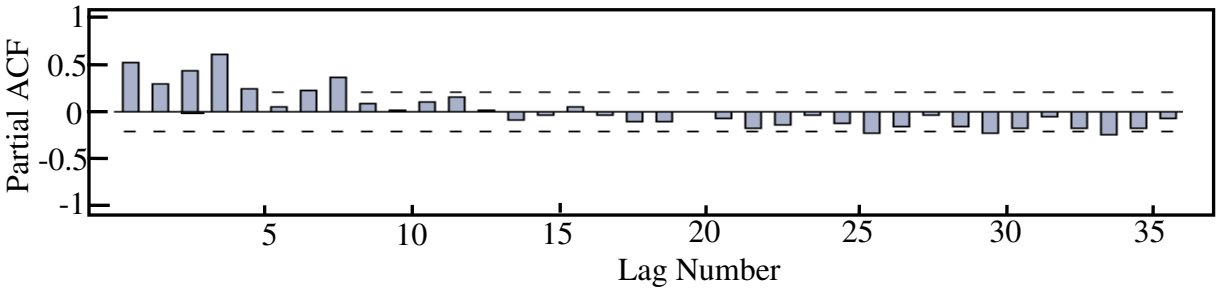
الشكل رقم (4-7): دالة الترابط الذاتي (ACF) لأسعار المنازل. [من إعداد الباحث اعتمادا على برنامج E-views7]



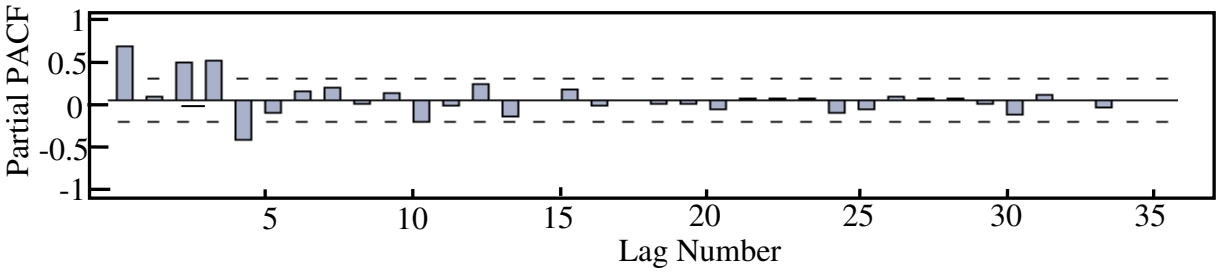
الشكل رقم (4-8):دالة الترابط الذاتي الجزئي (PACF) لأسعار المنازل. [من إعداد الباحث اعتمادا على برنامج E-views7]

يقيس معامل الارتباط الذاتي درجة الارتباط بين التغير في سعر المنازل خلال فترة زمنية معينة، كما يبين درجة العلاقة بين التغير الحالي والتغيرات في فترات سابقة، وتشير النتائج إلى وجود ارتباط ذاتي ايحابي بين تغيرات أسعار المنازل فهو يدل على إمكانية استعمال أسعار المنازل الحالية للتنبؤ بأسعارها المستقبيلة، وهذا يتنافى مع الصيغة الضعيفة لكفاءة السوق.

وتتأكد عدم كفاءة السوق الأمريكية للعقارات في المستوى الضعيف في حالة لوغريتم عوائد المنازل، والموضحة في الأشكال التالية:



الشكل رقم (4-9): دالة الترابط الذاتي (ACF) لعوائد أسعار المنازل [من إعداد الباحث اعتمادا على برنامج E-views7]



الشكل رقم (4-10):دالة الترابط الذاتي الجزئي (PACF) لعوائد أسعار المنازل. [من إعداد الباحث اعتمادا على برنامج E-views7]

تبين نتائج الاختبار أن السوق العقاري الأمريكي غير كفء في المستوى الضعيف، فالمتعاملين فيه يستعملون توقعاتهم في تحديد الأسعار المستقبلية وبما أن الارتباط إيجابي فهم يتوقعون ارتفاع الأسعار في المستقبل مما يجعلهم يشترون العقارات، من أجل بيعها في المستقبل باعتبار أنهم يتوقعون ارتفاع أسعارها. وهذا ما أدى إلى ظهور الفقاعة المضاربية، وهو الدليل على وجودها في هذا السوق.

3.4. السياسة النقدية.

تعتبر أدوات السياسة النقدية من بين أهم الآليات المتبعة في إدارة الأزمات المالية، وذلك منذ ظهور وتطور النظرية النقدية لفريدمان، وهذه الأدوات كثيرا من يكون لها أثر إيجابي وسريع، ولكن على المدى المتوسط والبعيد تقل فعاليتها، بل تؤدي في أحيان أخرى إلى تشكل فقاعات مضاربية في قطاعات أخرى تؤدي إلى أزمات مالية جديدة.

1.3.4. الجوانب النظرية للسياسة النقدية.

قبل التعرف على الانعكاسات السلبية لأدوات السياسة النقدية المنتهجة في إدارة أزمة مالية ما على الأسواق المالية، نتعرف على بعض المفاهيم المتعلقة بهذا المصطلح.

1.1.3.4. ماهية السياسة النقدية.

1.1.1.3.4. تعريف السياسة النقدية.

ظهر مصطلح السياسة النقدية في مطلع القرن التاسع عشر، وتطور الاهتمام به تماشيا مع تطور النظرية الكمية للنقود، فانتقلت من المفهوم الحيادي إلى غير الحيادي لتصل الآن إلى تعظيم دور النقود والسياسة النقدية في النشاط الاقتصادي [203] ص: 231.

السياسة النقدية هي واحدة من السياسات التي تنتهجها الدول لمعالجة الاختلالات التي تتعرض لها أنظمتها الاقتصادية. يقصد بالسياسة النقدية: "مجموعة الاجراءات التي تطبقها السلطات النقدية والتي تسيطر من خلالها على شؤون النقد والائتمان، وتتم من خلال احداث تأثيرات على كمية النقود بما يتلائم مع ظروف البلد الاقتصادية، وتسعى السلطات النقدية من خلال هذه الاجراءات إلى إدارة التوسع والانكماش في حجم النقد لغرض الحصول على أهداف معينة، إما بضخ النقود في الاقتصاد أو امتصاص السيولة الزائدة [204] ص: 207.

السياسة النقدية بمعناها الضيق تعني مراقبة وتنظيم عرض النقود (العملة والائتمان المصرفي) لتحقيق أهداف اقتصادية محددة، وهي عبارة عن اجراءات تهدف بها السلطات النقدية إلى التأثير على مستوى الانفاق الكلي بمعنى أنها تسعى إلى تقليص عرض النقود برفع معدلات الفائدة. قصد كبح نمو الناتج المحلى الخام، خفض التضخم ورفع سعر صرف العملة. أو زيادة عرض النقود بتخفيض معدلات الفائدة، قصد تشجيع الاستثمار، رفع نمو الناتج المحلى الخام. أما السياسة النقدية في مفهومها الواسع فتعبر عن تلك الاجراءات التي يتخذها البنك المركزي والخزينة العامة أو الحكومة بهدف التأثير على النقد والائتمان وحجم وتركيب الدين الحكومي [205] ص: .584

2.1.1.3.4. أنواع السياسة النقدية.

يمكن تقسيم السياسة النقدية حسب الهدف منها إلى نوعين:

1.2.1.1.3.4. سياسة نقدية توسعية.

يهدف هذا النوع إلى زيادة الكتلة النقدية المتداولة في السوق، وهذا لمعالجة الركود الذي يعرفه الاقتصاد أين يكون التدفق الحقيقي من السلع والخدمات أكبر من التدفق النقدي، الذي يؤدي إلى زيادة العرض على الطلب، ولإحداث التوازن تزيد السلطات النقدية من المعروض النقدي، بالسماح للبنوك التجارية بالتوسع في الائتمان لتحفيز الطلب على السلع الاستهلاكية والاستثمارية؛

2.2.1.1.3.4. السياسة النقدية الانكماشية.

يعبر هذا النوع عن رغبة السلطات النقدية في تقليص الكتلة النقدية المتداولة في السوق، وهذا في حالة التضخم أين يكون المعروض النقدي أكبر من المعروض السلعي، ويكون عن طريق الحد من خلق أدوات نقدية، بإجبار البنوك التجارية على تقليص منح الائتمان، للحد من انفاق الأفراد والمؤسسات على السلع والخدمات، لإعادة التوازن.

3.1.1.3.4. أهداف السياسة النقدية.

تهدف السلطات النقدية في أي بلد إلى تحقيق عدة أهداف منها [206] ص: 95:

- تحقيق الاستقرار في المستوى العام للأسعار، باستهداف حالتي التضخم أو الكساد التي يعرفها الاقتصاد؛
- العمالة الكاملة، عن طريق تقوية الطلب الفعال، فانخفاض أسعار الفائدة يدفع رجال الأعمال إلى الاستثمار وبذلك انخفاض البطالة، ومنه زيادة الدخل والاستهلاك؛
- تحقيق معدل عال من النمو للاقتصاد الوطني؛
- توازن ميزان المدفوعات وتحسين قيمة العملة، بوضع قيود على الائتمان وبذلك انخفاض المعروض النقدي الذي يؤدي إلى انخفاض الأسعار المحلية وبالتالي تشجيع الصادرات وتخفيض الواردات، بالإضافة إلى زيادة تدفق رؤوس الأموال الخارجية بسبب ارتفاع أسعار الفائدة.

4.1.1.3.4. فعالية السياسة النقدية.

تتوقف فعالية السياسة النقدية على التعاون والثقة المتبادلة بين البنوك التجارية والبنوك المركزية، وعلى وجود أسواق نقدية ومالية منتظمة ومتقدمة. والتفاعل الإيجابي بين هذه الأطراف هو الذي يؤدي إلى تحقيق الأهداف المرسومة للسياسة النقدية. مما يؤدي إلى زيادة فعالية السياسة النقدية في التأثير على النشاط الاقتصادي.

تستخدم السلطات النقدية في الاقتصاديات الرأسمالية مزيج من الأدوات الكمية والكيفية للتأثير على عرض النقود، وبالتالي على الائتمان، ففي ظل سوق نقدية منتظمة تتعامل في قبول وخصم الأوراق التجارية يؤدي إلى زيادة فعالية سعر إعادة الخصم في التأثير على الائتمان، عن طريق ما يحدثه من أثر على تكلفة خصم الأوراق التجارية. كذلك يؤدي وجود سوق مالية كبيرة مرنة تتعامل بالأوراق المالية إلى زيادة فعالية عمليات السوق المفتوحة في التأثير على الائتمان.

ينصب الاهتمام في الدول النامية على نسبة الاحتياطي القانوني والأدوات الكيفية في سياساتها النقدية باعتبار أن الأدوات الأخرى ضعيفة أو عديمة الفعالية، بسبب الاختلالات التي تعاني منها اقتصادياتها، بالإضافة إلى عدم كفاءة ومرونة أسواقها النقدية والمالية إن وجدت [207] ص ص: 164- 177.

2.1.3.4. أدوات السياسة النقدية.

تعبر أدوات السياسة النقدية عن الآليات التي تستخدمها السلطات النقدية، وهي تختلف من دولة إلى أخرى تبعا لتفاوت النظم السياسية، الهياكل الاقتصادية، القانونية ودرجة تطور الأسواق المالية والنقدية، وتتمثل هذه الأدوات فيما يلي:

1.2.1.3.4. سعر إعادة الخصم.

يعبر عن سعر الفائدة الذي يتقاضاه البنك المركزي مقابل إعادة خصم الأوراق التجارية، أوذونات الخزينة وتقديم القروض للبنوك التجارية، فهو يعتبر كوسيلة للتحكم في التمويل، وبالتالي حجم نمو الأرصدة النقدية، ففي حالة التضخم يرفع البنك المركزي سعر إعادة الخصم فترتفع أسعار الفائدة في السوق النقدي فينكمش الائتمان، وفي حالة الكساد يخفض البنك المركزي سعر إعادة الخصم فتنخفض أسعار الفائدة ويزيد الائتمان ومنه الاستهلاك، تتوقف فعالية هذه الأداة على موافقة البنوك التجارية لأسعار الفائدة التي تفرضها مع سعر إعادة الخصم، وكذا عدم وجود ملجأ آخر للتمويل عند البنوك التجارية إلا البنوك المركزية، بالإضافة إلى تحكم أسعار الفائدة في حجم الطلب على الائتمان [208] ص: 641 ؛

2.2.1.3.4. الاحتياطي الإجباري.

هي نسبة من الأصول النقدية وودائع البنوك التجارية، تجمد لدى البنوك المركزية، كضمان للمودعين وكآلية للتأثير على حجم الائتمان، ففي أوقات التضخم تزيد البنوك المركزية من نسبة الاحتياطي القانوني، فتنخفض قدرة البنوك التجارية على منح الائتمان، فيقل الاستثمار والاستهلاك، أما في حالة الكساد تخفض البنوك المركزية من نسبة الاحتياطي القانوني فتزيد مقدرة البنوك التجارية على منح الائتمان، فيرتفع الاستثمار والاستهلاك. فعالية هذه الأداة مرتبطة بعدم وجود مصادر لتمويل البنوك التجارية خارج البنوك المركزية، مع ضرورة شمولية الاحتياطي الإجباري لكل ودائع البنوك [209] ص: 17؛

3.2.1.3.4. السوق المفتوحة.

يقصد بها تدخل السلطات النقدية في السوق المالية والنقدية لشراء أو بيع الأوراق المالية أو النقدية أو السندات الحكومية للتحكم في حجم الكتلة النقدية والتمويل المصرفي المتاح، عن طريق تأثيرها على حجم الأرصدة النقدية الموجودة بحيازة القطاع المصرفي أو خارجه (الأفراد). تأثر

السلطات النقدية في حجم الائتمان باستعمال هذه الآلية عن طريق التغيير في كمية وسائل الدفع وفي سعر الفائدة، ففي حالة الكساد يشتري البنك المركزي الأوراق المالية من السوق فتزيد سيولة القطاع المصرفي وغير المصرفي، وفي حالة التضخم يبيع البنك المركزي الأوراق المالية لامتصاص السيولة الزائدة. تتوقف فعالية هذه الآلية على وجود سوق مالية متطورة، ووجود كمية كافية من الأوراق المالية والتجارية وأذونات الخزينة تسمح بالتحكم في سيولة السوق [210] ص: 23؛

4.2.1.3.4. تنظيم القروض الاستهلاكية.

تكون بوضع قواعد وإجراءات لكيفية الحصول على القروض الاستهلاكية، نوع السلع الممولة بهذه القروض، كيفية دفع الأقساط ومدة القرض، ففي حالة الكساد تسهل السلطات النقدية من شروط الحصول على هذه القروض لزيادة الاستهلاك، أما في حالة التضخم فتضع قيودا للتقليل من تمويل البنوك التجارية للسلع الاستهلاكية لتخفيض الاستهلاك. تعتبر من أهم الأدوات النوعية للسياسة النقدية وفعاليتها تتوقف على أهمية هذه القروض بالنسبة للاستهلاك العام؛

5.2.1.3.4. السقوف التمويلية.

تفرض السلطات النقدية على البنوك التجارية نسبة معينة على تمويل المشاريع لا يمكن تجاوزها وفي حالة تجاوزها يلتزم البنك بتقديم مقابل هذه الزيادة احتياطي لدى البنك المركزي أو تفرض عليه غرامة. فعندما ترغب السلطات النقدية في زيادة الكتلة النقدية وتشجيع الاستثمار والاستهلاك ترفع من نسبة السقوف التمويلية، وتخفضها في حالة العكس؛

6.2.1.3.4. تخصيص التمويل.

تضع السلطات النقدية قائمة بالمشاريع ذات الأولوية التي يجب على البنوك التجارية توجيه استثماراتها إليها، وتختلف هذه المشاريع حسب سياسة كل دولة، وأي نوع من القطاعات التي تريد تطويرها، ومجال القطاعات التي تحقق أكبر رفاهية اقتصادية للمجتمع، ويمكن للبنوك المركزية أن تقدم دعما للبنوك التجارية عند تمويلها لهذه المشاريع، وتضع قيودا لتمويل المشاريع الأخرى بهدف توجيه السياسة الائتمانية للبنوك التجارية؛

7.2.1.3.4. الاقناع الأدبي.

تتمثل هذه الأداة في لجوء السلطات النقدية إلى اقناع البنوك التجارية باتباع سياسة تمويلية معينة تتماشى مع الحالة التي يمر بها الاقتصاد الوطني والأهداف التي تسعى إلى بلوغها، دون الحاجة

إلى إصدار قوانين أو تعليمات إلزامية، وتتوقف فعالية هذه الأداة على خبرة السلطات النقدية للبلد، ودرجة الثقة التي تمتاز بها إجراءاتها عند البنوك التجارية، وعلى مساهمة البنوك التجارية في تنفيذ سياسة السلطات النقدية.

3.1.3.4. السياسة النقدية والأزمات المالية.

تتدخل حكومات الدول التي تتعرض اقتصاديتها إلى أزمات للحد من الآثار السلبية لها، بإتباع عدة سياسات تختلف من بلد إلى آخر وحسب نوع الصدمات، من بين هذه السياسات المنتهجة، السياسة النقدية التي تستعمل لقدرتها على معالجة الاختلالات وباعتبارها من بين آليات انتقال هذه الصدمات، وتأثيرها على النشاط الاقتصادي والنمو من خلال عدة أدوات.

تختلف تدخلات السلطات النقدية حسب نوع الصدمات التي يتعرض لها اقتصاد البلد، بحيث في حالة صدمات أسعار الأصول تكون تدخلاتها كما يلي [211] ص ص: 317- 355:

- في حالة الصدمات الناتجة عن زيادة الطلب، التي تدفع إلى ارتفاع الأسعار، فتدخل السلطات النقدية برفع أسعار الفائدة الاسمية للحد من انحراف معدل التضخم. ارتفاع أسعار الفائدة يؤدي إلى انخفاض أسعار الأصول، الذي يؤدي بدوره إلى انخفاض الطلب عليها من خلال آثار الثروة. إن زيادة أسعار الفائدة يزيد من تكلفة رأس المال ويقلل من الانفاق الاستثماري. يكون تدخل السلطات النقدية أكثر فعالية من استهداف الأسعار الاستهلاكية، وهذا بفضل الدور الذي يؤديه استقرار أسعار الأصول؛
- في حالة صدمات ناتجة عن زيادة العرض، السلطات النقدية عليها البحث في أصل الصدمة، وتتخذ الاجراءات الكفيلة بزيادة العرض، وهي عكس الحالة الأولى؛
- في حالة الصدمات المالية، زيادة علاوة المخاطرة تؤدي إلى انخفاض أسعار الأصول. وهذا يؤثر سلبا على الطلب الكلي، دون التغير في حجم الانتاج مما يؤدي إلى التأثير سلبا على أسعار السلع والخدمات. لتفادي الانخفاض في الأسعار تتدخل السلطات النقدية بتخفيض أسعار الفائدة لرفع الطلب الكلي على الأصول المالية، نظرا لحساسية أسعار الأصول المالية لتغيرات أسعار الفائدة في السوق النقدية؛
- في حالة عدم فعالية الآليات التقليدية للسياسة النقدية، تلجأ السلطات النقدية إلى شراء الأصول المتعثرة.

تستجيب السلطات النقدية للصدمات التي يتعرض لها اقتصادها بإتباع عدة آليات من أجل استرجاع الاستقرار في أحسن وقت ممكن. لكن قد تشكل تلك الاجراءات التي يتم اتخاذها من قبل تلك المؤسسات والتي تكون متناقضة وفاقدة إلى التنسيق فيما بينها إلى تعميق الأزمة وزيادة انتشارها، أو تكون سببا في أزمة جديدة، وذلك للعوامل التالية [95] ص ص: 63، 64:

- تطبيق سياسة نقدية انكماشية برفع أسعار الفائدة، سيؤدي إلى انخفاض مستوى الائتمان وبذلك التأثير على ميزانيات المؤسسات والعائلات، وعليه عجزها عن تسديد ديونها، وبذلك زيادة الديون المعدومة، بالإضافة إلى تراجع الاستثمار وبذلك انخفاض الناتج المحلي وارتفاع معدلات البطالة، زيادة إلى ارتفاع نسبة الشركات المفلسة وما ينتج عن ذلك من آثار على كل المستويات؛
- اتباع سياسة تعويم العملة سيؤدي إلى انخفاض قيمة العملة، وانخفاض الاحتياطات الأجنبية، وما ينتج عنه من تفاقم أعباء الديون الخارجية، وزيادة الطلب على الودائع بالعملة الأجنبية مما يؤدي إلى عجز إضافي لدى البنوك في الوفاء بالتزاماتها .

2.3.4. الجوانب المنهجية للدراسة.

لدراسة أثر السياسة النقدية على تجدد وتكرار الأزمات المالية، أنجزنا هذه الدراسة والتي نقدم الجوانب المنهجية المتبعة في ذلك، من خلال هذا المطلب.

1.2.3.4. تقديم الدراسة.

1.1.2.3.4. إشكالية الدراسة.

تتدخل السلطات النقدية في أي بلد يتعرض اقتصادها إلى صدمات، للحد من آثارها السلبية، متبعة في ذلك عدة آليات بنوعيها الكمي والكيفي، للتأثير في كمية النقود المتداولة في السوق، سواء بسياسة توسعية في حالة الكساد أو سياسة انكماشية في حالة التضخم.

تعتبر آلية سعر إعادة الخصم من بين أهم السياسات التي يتبعها البنك المركزي للتأثير في مقدرة البنوك على تقديم القروض، وكهدف وسطي التأثير على أسعار الفائدة في السوق النقدي، الذي يعبر عن العائد من توظيف الأموال، وله دور كبير في توجيه رؤوس الأموال بين السوق النقدي والمالي.

إضافة إلى الآلية الأولى تتدخل السلطات النقدية لتصحيح الاختلالات بإتباع سياسة السوق المفتوحة، بحيث تستعمل الأوراق المالية الموجودة عندها والمتمثلة بالخصوص في أوذونات الخزينة، وذلك بالتأثير على معدل العائد عليها.

تبقى فعالية هذه الآليات مرهون بتوفر عدة شروط كما رأينا ذلك سابقا، وفي الغالب ما تؤدي هذه الآليات إلى معالجات ظرفية للصدمات، ولكنها تكون لها تدعيات أخرى في المستقبل. بحيث كثيرا ما يؤدي تخفيض أسعار الفائدة إلى ظهور فقاعات مضاربية في السوق المالي، بسبب تشجيع المؤسسات والأسر على الاقراض لانخفاض تكلفته، واستعمالها في المضاربة في الأسواق المالية، وبمجرد رجوع معدلات الفائدة إلى مستواها الحقيقي، يعجز المقترضون على الوفاء بالتزاماتهم فتنفجر الفقاعة المضاربية، وهذا ما حدث في أزمة الانترنت والرهن العقاري.

لاختبار نجاعة السياسة النقدية في معالجة الأزمات المالية، وبالأخص دورها في ظهور الفقاعات المضاربية وبذلك تكون السبب في تكرار الأزمات المالية، اخترنا السوق الأمريكية باعتبارها مهد الأزمات المالية، والسوق الفرنسية لدعم الرأي أكثر وذلك لتوفر البيانات اللازمة للدراسة.

لدراسة العلاقة بين أدوات السياسة النقدية المتبعة من طرف السلطات النقدية وأسعار الأوراق المالية المتداولة في الأسواق المالية، استخدمنا عدة اختبارات: الانحدار المتعدد، الارتباط، التكامل المشترك، السببية، ثم دراسة الترابط بين المتغيرات، وبعدها قمنا باختبار استقرارية السلاسل المدروسة عبر الزمن باستخدام اختبار ADF، وبعدها قمنا باختبار السببية باستخدام اختبار جرانجر (T Granger). وهذا بالاستناد على حزمة (E-Views 7).

2.1.2.3.4. تقديم متغيرات الدراسة.

يتم التعرف في هذا العنصر على المتغيرات التي لم يسبق تعريفها من قبل، وهذه التعاريف تم الحصول عليها من المواقع الرسمية للمتغير أو من موقع Wikipédia:

1.2.1.2.3.4. سعر الفائدة الفدرالي Federal Funds Rate.

هو معدل الفائدة الذي تقرض بها البنوك فيما بينها في السوق الأمريكية، وسعر الودائع تحت الطلب المودعة عند البنك الفدرالي، وهو المعدل الذي يقرض به البنك الفدرالي الأمريكي البنوك التجارية الأخرى، وعلى أساسه تبنى باقي المعاملات في السوق النقدي الأمريكي.

يحدد كل ستة أسابيع من طرف الاحتياطي الفدرالي الأمريكي، عند اجتماع المؤسسات المسؤولة عن السياسة النقدية، واللجنة الفدرالية للسوق المفتوحة.

2.2.1.2.3.4. سندات الخزينة الأمريكية T-BILL :TREASURY BILL

مصطلح أنجلو سكسوني، والذي يطلق على سندات الدين التي تصدرها الحكومة الأمريكية، لتمويل جزء من مديونيتها.

هي سندات الخزينة الأمريكية لأقل من سنة، تصدر بقيمة 1.000$ إلى 5 مليون$ كحد أقصى، وهي تصدر بقيم أقل من قيمها الاسمية، وحاملها لا يتحصل على الفائدة إلا عند تاريخ الاستحقاق، والذي يكون في الغالب، 28 يوم (أربع أسابيع، شهر)، أو 91 يوم (13 أسبوع، ثلاثة أشهر)، أو 182 يوم (26 أسبوع، ستة أشهر).

تعرف عند المستثمرين على أنها الأقل مخاطرة في الولايات المتحدة الأمريكية، تتداول في السوق الثانوية، أكثر حملتها البنوك والمؤسسات المالية.

.EURIBOR .3.2.1.2.3.4

هو اختصار لـ "Euro Interbank Offered Rate"، يعبر عن المعدل اليومي للإقراض بين البنوك الدولية في منطقة الأورو، وهو متوسط سعر الفائدة بين أكبر 43 بنك من حيث الاقراض في منطقة الأورو.

يعتبر إلى جانب Eonia أهم المؤشرات التي يعتمد عليها في السوق النقدية في منطقة الأورو، يعتمد عليه في تحديد أسعار ومعدلات الفائدة على كل المنتجات المالية، كالعقود الآجلة، عقود التبادل، الرهون العقارية...

يحسب EURIBOR على أساس السنة التجارية (360 يوم) على أساس دالة خطية في الزمن، بحيث 1 € اليوم يساوي $(1 + R *)$ في تاريخ الاستحقاق T.

4.2.1.2.3.4. سندات الخزينة الفرنسية BTF.

هي سندات دين قصيرة الأجل، تصدرها الخزينة العمومية للحكومة الفرنسية، بدأ العمل بها في فرنسا منذ 1985 إلى جانب OAT وBTAN بعد إعادة عقلنة ديونها.

تصدر لمدة أقل من سنة عن طريق المزاد العلني كل أسبوع (كل يوم اثنين)، تاريخ استحقاقها شهر، ثلاثة أشهر، ستة أشهر و12 شهر. وتحسب الفائدة عليها على أساس السنة التجارية (360 يوم) تستعملها الدولة في تسيير خزينتها في الأجل القصير. تعتبر من الأدوات الأكثر تداولا في السوق المالية الفرنسية الثانوية، لقلة درجة مخاطرتها.

2.2.3.4. تقديم عينة الدراسة.

استخدمنا في هذه الدراسة سعر الفائدة الفدرالي "Federal Funds Rate"، معدلات الفائدة على سندات الخزينة الأمريكية "TREASURY BILL" لثلاثة أشهر، ومؤشر "dowjones". ومن السوق الفرنسية اخترنا معدل الفائدة ما بين البنوك المحسوب على أساس "EURIBOR" لثلاثة أشهر، معدلات الفائدة على سندات الخزينة الفرنسية " Bons du Trésor à taux fixe et à intérêt précompté" (BTF) لثلاثة أشهر، ومؤشر "CAC40". ببيانات شهرية خلال الفترة من جانفي 1999 وهو تاريخ بداية اعتماد "EURIBOR"، وهذا حتى تتوازن البيانات، إلى غاية ديسمبر 2012 الحدود الزمنية للرسالة. وذلك بـ 168 مشاهدة لكل مؤشر، بمجموع 1008 مشاهدة. والمحصل عليها من قاعدة datastream.

1.2.2.3.4. الخصائص الوصفية للعينة.

الخصائص الاحصائية الوصفية لعينة الدراسة مبينة في الجدول التالي:

	DOWJONES	FFRATE	TBILL3M	CAC40	EURIBOR3M	BTF3M
Moyenne	10774.17	2.495536	2.274762	4288.019	2.684232	2.359580
Médiane	10645.92	1.755000	1.695000	4049.940	2.590100	2.473700
maximum	13930.01	6.540000	6.170000	6625.420	5.128000	5.001700
Minimum	7062.930	0.070000	0.010000	2618.460	0.186000	-0.012300
Ecart type	1461.900	2.161189	2.002911	1003.931	1.382354	1.449671
Skewness	0.038146	0.382309	0.403992	0.549216	0.056496	-0.119509
Kurtosis	2.623676	1.642303	1.682629	2.290363	1.937171	1.896706
Jarque-Bera*	1.032082	16.99587	16.71813	11.97096	7.996616	8.920705
Probabilité*	0.596879	0.000204	0.000234	0.002515	0.018347	0.011558
Observations	168	168	168	168	168	168

* ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 5%.

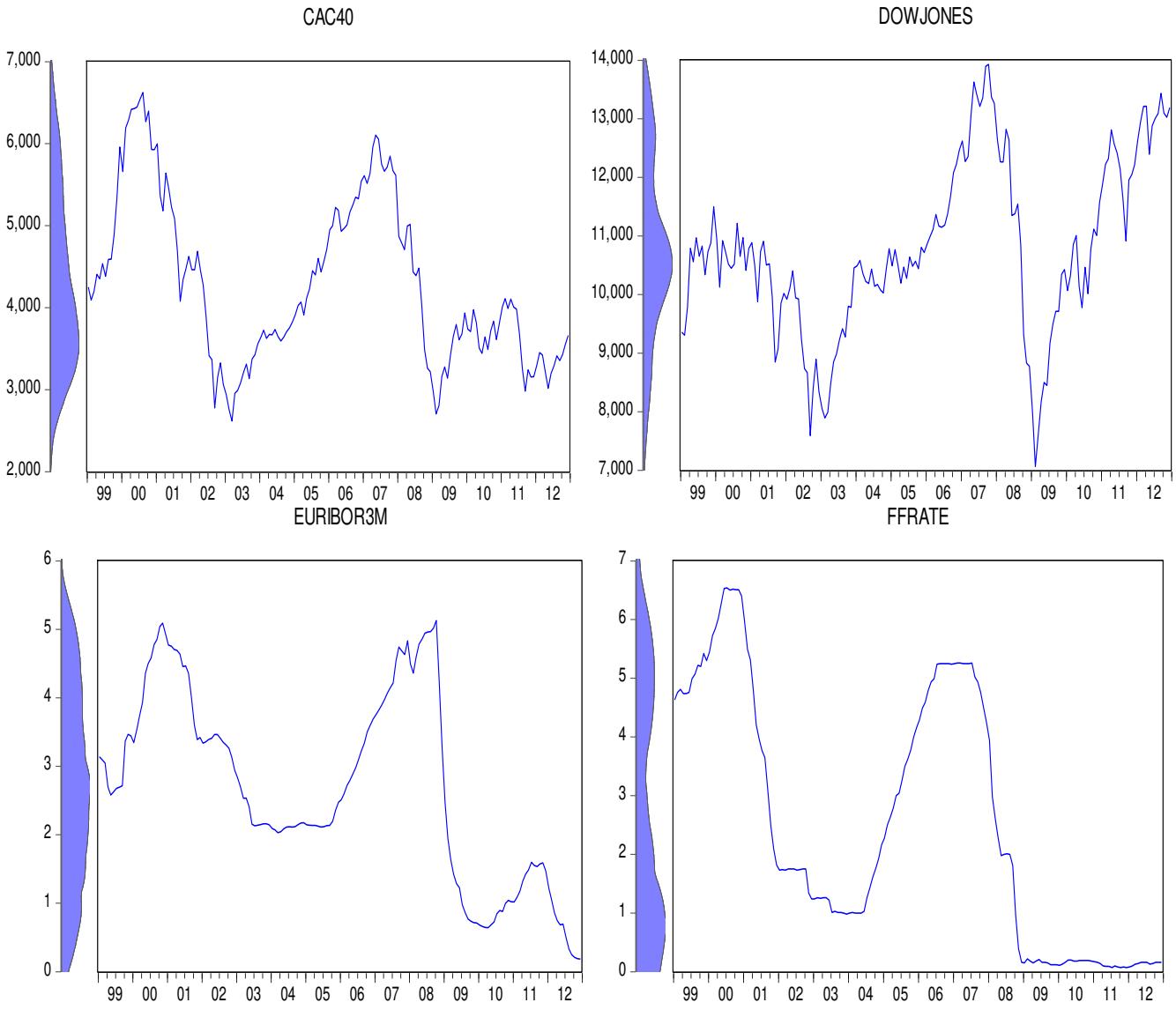
جدول رقم (4-12): الخصائص الإحصائية الوصفية لعينة الدراسة. [من إعداد الباحث بالاعتماد على برنامج E-Views 7]

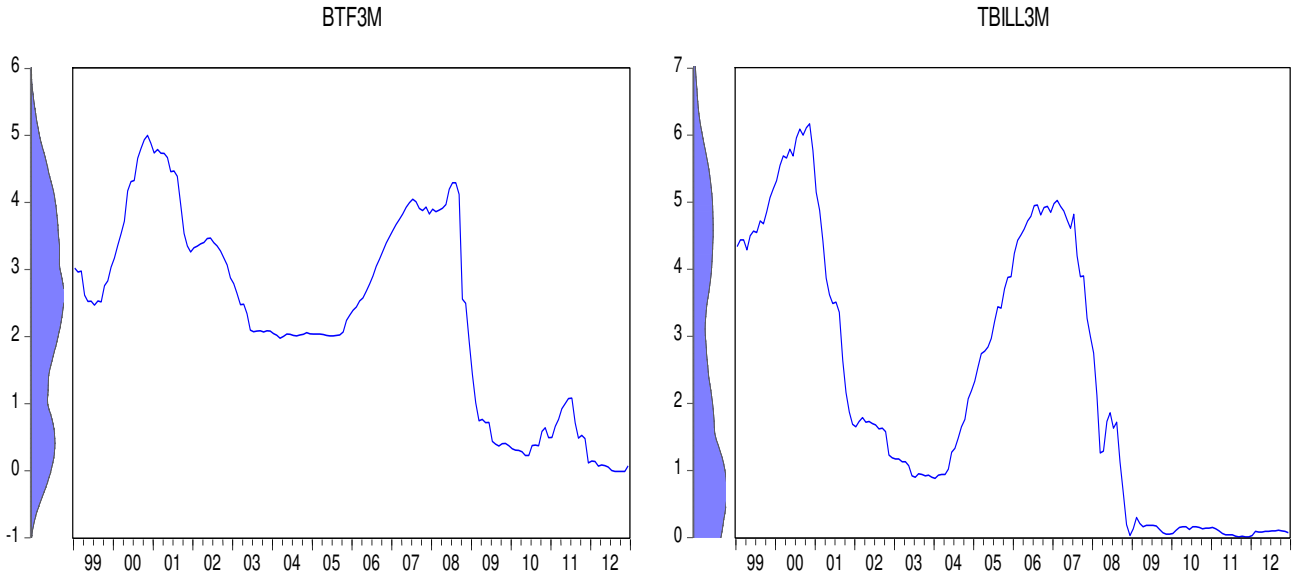
يبين الجدول الخصائص الاحصائية الوصفية لكل متغيرات الدراسة خلال الفترة المدروسة، بحيث يبين المتوسط الحسابي، الوسيط، الانحراف المعياري، معامل الالتواء، معامل التفلطح، اختبار التوزيع الطبيعي (J.B).

من خلال هذا الجدول يتبين وجود تقارب كبير بين متوسط معدل الفائدة في السوقين، وأن حجم التغير كبير نوعا ما خاصة في حالة السوق الأمريكية، وهذا ما يبينه الفارق الموجود بين المتوسط والمنوال، ويظهر أكثر وضحا باستخدام الانحراف المعياري، معامل التفلطح بالنسبة لمؤشرات السوق المالية في البلدين أقل من 3 ولكن تقترب منه مما يعني وجود قيم متطرف في السلسلتين ولكنها ليست كثيرة، أما بالنسبة لأسعار الفائدة فالقيم المتطرفة موجودة ولكنها قليلة جدا، كل المؤشرات ملتوية إلى اليمين باعتبار أن معامل الالتواء أكبر من الصفر، إلا في حالة سندات الخزينة الفرنسية بحيث معامل الالتواء يختلف عن الصفر وسالب فهي ملتوية إلى اليسار. اختبارات (J.B) عند مستوى معنوية 5% تدل على أن السلاسل لا تتبع التوزيع الطبيعي وهي حالة أغلب السلاسل المالية.

2.2.2.3.4. تمثيل عينة الدراسة.

يمكن تمثيل عينة الدراسة في الأشكال التالية:





الشكل رقم (4-11): التمثيل البياني لمتغيرات الدراسة. [من إعداد الباحث بالاعتماد على برنامج E-Views 7]

تبين الأشكال السابقة متغيرات الدراسة، ومن خلالها يظهر تشابه كبير بين المتغيرات المتشابهة مثنى مثنى، كما يظهر جليا تأثير السياسة النقدية على أسعار الأوراق المالية، بحيث كلما عرف السوق المالي صدمة والتي تظهر في انخفاض مؤشر السوقين وهي في مرحلتين (2001 و2007) إلا صاحبها تخفيض في أسعار الفائدة، فيؤدي ذلك إلى ارتفاع المؤشرات، ولكن بمجرد رجوع أسعار الفائدة إلى مستواها إلا وتنهار مؤشرات البورصة من جديد وهو الظاهر في نهاية سنة 2000 ونهاية 2006.

3.3.4. عرض وتحليل نتائج الاختبارات.

تقوم هذه الدراسة على دراسة أثر بعض أدوات السياسة النقدية المستعملة في معالجة الأزمات المالية، على تشكل أزمات مالية جديدة في المستقبل، وذلك بإجراء عدة اختبارات نتائجها نستعرضها في هذا المطلب.

1.3.3.4. الارتباط بين مؤشرات السوق وأدوات السياسة المالية.

ندرس في هذا الفرع نوع ودرجة ارتباط أدوات السياسة النقدية، ومؤشرات الأسواق المالية، للتعرف على استجابة مؤشرات الأسواق المالية للسياسة النقدية التي تتبعها السلطات النقدية في حالة الأزمات.

نموذج الارتباط بين المتغيرات هو نفسه الذي رأيناه في المبحث الأول، نتائج الاختبار موضحة في الجدول التالي:

USA	1999-2012		RDOWJONES	FFRATE	TBILL3M
		RDOWJONES	1	-0.005267	0.003078
		FFRATE		1	0.993233
		TBILL3M			1
	2004-2007		RDOWJONES	FFRATE	TBILL3M
		RDOWJONES	1	0.724453	0.581367
		FFRATE		1	0.972877
		TBILL3M			1
	2009-2012		RDOWJONES	FFRATE	TBILL3M
		RDOWJONES	1	-0.438370	-0.630595
		FFRATE		1	0.8733697
		TBILL3M			1
France	1999-2012		RCAC40	EURIBOR3M	BTF3M
		RCAC40	1	-0.205398	-0.1585088
		EURIBOR3M		1	0.9668480
		BTF3M			1
	2004-2007		RCAC40	EURIBOR3M	BTF3M
		RCAC40	1	0.898011	0.840297
		EURIBOR3M		1	0.584115
		BTF3M			1
	2009-2012		RCAC40	EURIBOR3M	BTF3M
		RCAC40	1	-0.332870	0.054992
		EURIBOR3M		1	0.823744
		BTF3M			1

الجدول رقم(4-13): نتائج اختبار الارتباط بين المتغيرات. [من إعداد الباحث بالاعتماد على برنامج E-Views 7].

يبين الجدول الارتباط بين أدوات السياسة النقدية ومؤشرات الأسواق المالية في الولايات المتحدة الأمريكية وفرنسا، ولقد اختبرنا الارتباط في ثلاث فترات، وتبين النتائج أن:

الارتباط بين المتغيرات خلال فترة الدراسة كلها، ضعيف جدا في السوق الأمريكية وسالب بالنسبة لمعدل الفائدة أي العلاقة عكسية، في حين نجدها أكثر قوة في السوق الفرنسية ولكنها في كل الحالات هي ضعيفة، مما يعني أن فعالية أدوات السياسة النقدية المدروسة في كل الفترة ليست فعالة بالشكل المطلوب.

نتائج الارتباط خلال الفترة 2009 إلى 2012 وهي مرحلة تدخل السلطات النقدية لمواجهة الأزمة المالية الحالية، تبين أن الارتباط قوي جدا وفي الاتجاه المعاكس، خاصة ما تعلق بالسوق الأمريكية، مما يعني أن أدوات السياسة النقدية المدروسة ذات فعالية قوية على مؤشرات الأسواق المالية.

اختبار الارتباط في الفترة ما بين 2004 و2007 وهي الفترة التي تلت أزمة الانترنت، وما قبل الأزمة المالية الحالية، والتي فيها عادت معدلات الفوائد إلى حالتها الطبيعية، يبين أن الارتباط قوي لكن في هذه الحالة موجب، أي أن الارتفاع في معدلات الفائدة صاحبه ارتفاع في مؤشرات الأسواق المالية، وهذا ما يتعاكس مع مبادئ النظرية الاقتصادية.

من خلال هذه الاختبارات يمكن القول أن فعالية السياسة النقدية تكون فقط في مرحلة الأزمات، بل ولها تأثير سلبي فيما بعد الأزمة، بحيث أدت إلى ارتفاع كبير في مؤشرات الأسواق المالية مشكلة بذلك فقاعة انفجرت عندما وصلت أسعار الفائدة إلى أعلى مستوى لها.

2.3.3.4. اختبار استقرارية السلسلة.

نختبر وجود جذر الوحدة من عدمه في هذه السلاسل، الذي من خلاله نتبين إن كانت السلاسل مستقرة في الزمن أم لا، نموذج هذا الاختبار سبق تقديمه في المبحث الأول، نتائج الاختبار موضحة في الجدول التالي:

	Test ADF		Test critical values		
	t-Statistic	Prob.*	1% Level	5% Level	10% Level
RDOWJONES	-1.7695	0.3946	-3.4696	-2.8787	-2.5760
FFRATE	-1.4428	0.5601	-3.4699	-2.8788	-2.5760
TBILL3M	-1.5758	0.4927	-3.4704	-2.8790	-2.5761
RCAC40	-1.4006	0.5810	-3.4696	-2.8787	-2.5760
EURIBOR3M	-1.4412	0.5609	-3.4699	-2.8788	-2.5760
BTF3M	-1.2788	0.6389	-3.4701	-2.8789	-2.5761

الجدول رقم (4-14): نتائج اختبار ADF [من إعداد الباحث بالاعتماد على برنامج E-Views 7].

من خلال الجدول نلاحظ أن اختبارات ADF لكل المؤشرات أكبر من اختبار القيم الحرجة عند مستويات المعنوية 1% و5% و10%. كما أن احتمالات مقدرات النموذج كلها أكبر من 5% لكل المؤشرات، إذا كل السلاسل تحتوي على جذر الوحدة، وبذلك فهي غير مستقرة.

3.3.3.4. اختبار السببية.

رأينا سابقا أن هناك علاقة ارتباط بين المتغيرات المدروسة، مما يعني أن هناك تغيرات متزامنة بينها في أي اتجاه كانت، ومن خلال هذا العنصر نختبر إذا كان تغير أحد المتغيرات هو سبب في تغير الآخر. بحيث نستعمل نموذج لجرانجر، والذي تم التطرق إليه في المبحث الأول. نتائج اختبار السببية لجرانجر موضحة في الجدول التالي:

			F-Statistic	Prob*	Causality
USA	1999-2012	FFRATE does not Granger Cause DOWJONES	1.86065	0.1589	Non
		DOWJONES does not Granger Cause FFRATE	1.83862	0.1624	Non
		TBILL3M does not Granger Cause DOWJONES	0.03651	0.9642	Yes
		DOWJONES does not Granger Cause TBILL3M	2.38636	0.0952	Non
	2004-2007	FFRATE does not Granger Cause DOWJONES	5.51620	0.0081	Yes
		DOWJONES does not Granger Cause FFRATE	12.4912	8.E-05	Yes
		TBILL3M does not Granger Cause DOWJONES	4.15807	0.0237	Yes
		DOWJONES does not Granger Cause TBILL3M	12.7179	7.E-05	Yes
	2009-2012	FFRATE does not Granger Cause DOWJONES	1.36910	0.2657	Non
		DOWJONES does not Granger Cause FFRATE	2.50947	0.0937	Non
		TBILL3M does not Granger Cause DOWJONES	0.03574	0.9649	Yes
		DOWJONES does not Granger Cause TBILL3M	0.98276	0.3829	Non
France	1999-2012	EURIBOR3M does not Granger Cause CAC40	2.90165	0.0578	Non
		CAC40 does not Granger Cause EURIBOR3M	12.3620	1.E-05	Yes
		BTF3M does not Granger Cause CAC40	1.98372	0.1409	Non
		CAC40 does not Granger Cause BTF3M	17.7932	1.E-07	Yes
	2004-2007	EURIBOR3M does not Granger Cause CAC40	1.91820	0.1616	Non
		CAC40 does not Granger Cause EURIBOR3M	9.35919	0.0005	Yes
		BTF3M does not Granger Cause CAC40	0.98150	0.3846	Non
		CAC40 does not Granger Cause BTF3M	2.55065	0.0921	Non
	2009-2012	EURIBOR3M does not Granger Cause CAC40	0.52281	0.5968	Yes
		CAC40 does not Granger Cause EURIBOR3M	4.15005	0.0228	Yes
		BTF3M does not Granger Cause CAC40	0.26513	0.7684	Yes
		CAC40 does not Granger Cause BTF3M	5.56623	0.0073	Yes

* ذات دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 5%.

الجدول رقم (4-15): نتائج اختبار السببية لجرانجر. [من إعداد الباحث بالاعتماد على برنامج E-Views 7].

يتم رفض فرضية العدم القائلة بعدم وجود سببية بين متغيرين وبذلك قبول الفرضية البديلة التي تعني وجود سببية بين متغيرين إذا كان احتمال "F-Statistic" أصغر من 5%، أو احتمال "F-

Statistic" أصغر من قيمة "F-Statistic". اختبار السببية يكون حسب المراحل التي اختبرنا عليها الارتباط.

خلال فترة الدراسة ككل، تبين نتائج الاختبار أنه لا توجد سببية بين المتغيرات في السوق الأمريكية إلا في تسبب سندات الخزينة في مؤشر الأسواق المالية، باعتبار أن سندات الخزينة تعتبر بديلا آمن بالنسبة للمستثمرين فأي ارتفاع في أسعار الفائدة عليه سيؤدي إلى توجيه الطلب إليها على حساب الأوراق المالية التي يحسب على أساسها المؤشر المدروس. أما في السوق الفرنسية فإن السببية تكون من مؤشر السوق المالي اتجاه أدوات السياسة النقدية، أي أن انخفاض في مؤشر السوق المالي هو الذي يفرض رد فعل من قبل السلطات النقدية.

اختبار السببية في فترة ما قبل الأزمة المالية الحالية، تبين وجود سببية بين كل المتغيرات (كل متغير يتسبب في الآخر) بالنسبة لحالة الولايات المتحدة الأمريكية. أما في حالة السوق الفرنسية فلا توجد سببية إلا من قبل مؤشر السوق المالي على معدل EURIBOR. ومنه نستنتج أن ارتفاع أسعار الفائدة هو الذي أدى إلى انفجار الفقاعة المضاربية في السوق المالية، وعليه انهيار مؤشر السوق المالي DOWJONES، وبالمقابل انهيار السوق المالي أدى إلى تدخل السلطات النقدية بتخفيض أسعار الفائدة. في حين لم تؤثر أدوات السوق النقدية في مؤشر السوق المالي الفرنسي CAC40 باعتبار أن الأزمة انتقلت إليها من الاقتصاد الأمريكي ولم تكن أدوات السياسة النقدية هي التي أدت إليها، وبعد وصول الأزمة إليها وانخفاض قيمة مؤشر السوق المالي، تدخلت السلطات النقدية بتخفيض أسعار الفائدة.

اختبار السببية في فترة الأزمة يبين غياب السببية بين متغيرات السوق الأمريكية إلا فحالة سندات الخزينة على مؤشر السوق المالية، مع وجودها بين كل المتغيرات في السوق الفرنسية. ومنه يتبين محدودية فعالية السياسة النقدية في الاقتصاد الأمريكي ربما لعمق الأزمة، وفعاليتها في السوق الفرنسية.

من خلال اختبارات السببية السابقة، نستنتج أن فعالية السياسة النقدية محدودة في حالة الأزمات، وإن كانت فعالة فهي في الأمد القريب فقط، كما أن السياسة النقدية التوسعية المتبعة لمعالجة الصدمات، تتولد عليها صدمات مستقبلية ربما أعمق من الحالية.

الخلاصة.

أخذت الأزمات المالية التي عرفها التاريخ طابع العالمية في غالبها، وفي العادة تظهر الأزمات المالية في اقتصاد ما، ثم تتحول إلى دول أخرى ترتبط معها في الأسواق المالية أو النشاطات التجارية أو صرف العملات...، وذلك بفعل انتقال العدوى، التي تعني انتقال الصدمات من اقتصاد يتعرض إلى أزمة إلى اقتصاديات أخرى مجاورة أو مرتبطة بها.

يسعى المتدخلون في الأسواق المالية إلى تعظيم أرباحهم، لذى يعملون على استغلال الفرص التي يمنحها السوق، وكثيرا ما يستثمرون في فوارق الأسعار فيضاربون على ورقة ما أو في قطاع معين، فيؤثرون على أسعار الأصول دون أن يكون لها سند حقيقي في نشاط المؤسسة المصدرة للورقة، وهذا ما يؤدي إلى تشكل الفقاعات المضاربية، التي تعني تضخم أسعار أصل ما عبر الزمن بفعل كثرة الطلب عليه، وعند وصوله إلى مرحلة التشبع تنفجر الفقاعة مشكلة أزمة مالية.

تؤدي الأزمات المالية إلى تعطيل مشاريع التنمية، وتؤثر على النشاط الاقتصادي لتمتد إلى نواحي الحياة الأخرى، لذى يسعى متخذي القرار إلى صياغة آليات لإدرتها، وعلى رأسها أدوات السياسة النقدية، التي تستعملها السلطات النقدية للتأثير على الكتلة النقدية المتداولة في السوق، ومنه على النشاطات الأخرى، ولكن هذه الأدوات كثيرا ما تؤدي إلى أعراض جانبية في الأمد المتوسط والطويل، لتكون سببا في أزمة مالية أخرى.

تعتبر عدوى الأزمات المالية، من بين أكبر الأسباب التي تجعل الأزمات تنتقل من قطاع أو منطقة جغرافية محدودة لتأخذ صفة العالمية، إلى جانب النشاطات المضاربية التي تؤدي إلى تشكل الفقاعات الاقتصادية، والتي يؤدي انفجارها إلى أزمات مالية، كما أن أدوات السياسة النقدية التي تستعمل بدون قيد أو دراسة لإدارة أزمة ما يمكن أن تمهد لأزمة مالية في المستقبل. وعليه وجب البحث عن آليات إدارة حقيقية، لتجنب تكرار الأزمات المالية في المستقبل، ولعل أهم هذه الآليات هو بناء نظام للإنذار المبكر بالأزمات المالية، وهو موضوع الفصل الخامس.

الفصـــل 5:

نظـام الإنـذار المبكـر كآليـــة للحـد من تكـرار الأزمـات الماليـة

تمهيد.

تساهم العديد من الأسباب في ظهور الأزمات المالية، وهذه الأخيرة تؤدي إلى آثار سلبية على الاستقرار الاقتصادي وعلى برامج التنمية. وتبقى جهود الإنقاذ مكلفة ومحدودة، والدليل تكرارها في الأنظمة الاقتصادية، لذى وجب البحث عن آليات جادة لإدارة هذه الأزمات.

نظرا لصعوبة التحكم في الأزمات الماليّة في حالة ظهورها، كان من الضروري دراسة القوى الّتي تسهم في وقوعها بنظرة جديدة، وذلك في محاولة لوضع نظام للإنذار المبكر، يكون من شأنه إصدار إشارة عندما تظهر بوادر الاضطرابات في الأسواق الماليّة.

تعتبر أساليب بناء نظام الإنذار المبكر والمتغيرات التي تدرج فيه ذات أهمية كبيرة في جودة النظام، ودقة الإشارات التي يرسلها، وإمكانيته للتنبؤ بالأزمات وفي الوقت المناسب، ولذلك وجب اتخاذ عدة إجراءات ودراسات نظرية وقياسية حول نظام الإنذار المبكر قبل وضعه.

نحاول في هذا الفصل دراسة نظم الإنذار المبكر من جوانبها النظرية، واختبارها باستعمال الأساليب الاحصائية وذلك من خلال:

- الجوانب النظرية لنظم الإنذار المبكر؛
- مؤشرات الأزمات المالية؛
- نموذج الانحدار غير الخطي اللوغاريتمي الاحتمالي للتنبؤ بأزمات العملة.

1.5. الجوانب النظرية لنظام الإنذار المبكر.

اهتم الكثير من الاقتصاديين بالجوانب النظرية لنظم الإنذار المبكر، نظرا ما للتعريف بماهية نظام ما من أهمية في حسن بنائه، جودة الإشارات التي يرسلها وحسن استقبالها وتحليلها، ولقد اختلف الباحثين في تقديم نماذج عن نظم الإنذار المبكر، فمنهم من يهتم بالنظم الكيفية التي تركز على متغيرات معينة للتنبؤ بالتغيرات التي تطرأ عليها من فترة إلى أخرى، وفي حالة تعدت عتبة معينة تكون أما أزمة، وهناك من اهتم بالأساليب القياسية غير الخطية، والتي تعتمد على دراسة عدة متغيرات في آن وتدرس التفاعلات التي تطرأ فيما بينها وأثر كل متغير على ظهور الاختلالات في النشاط الاقتصادي.

1.1.5. ماهية نظام الإنذار المبكر.

اكتسى مفهوم نظم الإنذار المبكر أهمية بالغة عند الباحثين، فاختلفوا في تعريفه حسب زاوية نظرهم إليها، كما تكتسي أهمية بالغة والتي تستمدها من دورها في تجنب الأزمات المالية، وتتوقف فعاليتها على دقة التصميم، وأهمية المتغيرات المستعملة فيه.

1.1.1.5. مفهوم نظام الإنذار المبكر.

1.1.1.1.5. نظرة تاريخية.

بدأ الاهتمام المبكر باستخدام مؤشرات مالية لدعم البنوك والمؤسسات المالية من قبل لجنة بازل، تحت رعاية بنك التسويات الدولي لوضع معايير لملاءة رأس المال في 1992، ومنذ ذلك الوقت توالت الجهود والدراسات لوضع نظم أو مؤشرات للحد من المخاطر وقياس صحة الجهاز المصرفى، وقد تم اقتراح نظام الـ "CAMEL"، (والذى يغطى ملاءة رأس المال C، جودة الأصول A، الإدارة M، الربحية E، والسيولة L) ويتم التعبير عن كل عنصر من هذه العناصر بعدد من المؤشرات المالية، ثم تعددت نظم الإنذار المبكر وقامت البنوك المركزية المختلفة بتطوير هذا النظام بما يتفق وظروفها [212] ص: 06.

2.1.1.1.5. تعريفه.

هو تلك الأداة القادرة على توقع حدوث الأزمات، من خلال تقييم ملف المخاطر الاقتصادية، الاجتماعية، السياسية، البيئية والضغوط السكانية وغيرها لبلد ما، حيث أنه يشمل أسس نظرية، ومجموعة من الإجراءات العلمية المتسلسلة والمتناسقة، الّتي يتم من خلالها تحديد المخاطر الإجمالية

في مجال ما لبلد ما، لتوفير المعلومات المناسبة لمتخذي القرارات، والّتي تفيد مسبقًا في توقع حدوث الأزمة في البلد المعني [213] ص: 14.

يعرفه صندوق النقد الدولي على أنه الإطار المنهجي العلمي التجريبي للنظام يعتمد على توليفة من المتغيرات والمؤشرات القيادية الممثلة لحالة التغير (التي تظهر تغيرا غير طبيعي في سلوكها في حالة الأزمات)، بينما ترتكز دقة نتائجه على نوعية ودرجة تردد البيانات حول حالة المخاطرة.

يشير مفهوم نظم الانذار المبكر إلى مجموعة مؤشرات تتسم بالقدرة على التنبؤ بالأزمات قبل وقوعها وتوجيه النظر للمخاطر العديدة المصاحبة لأنشطة البنوك، والاكتشاف المبكر لها لكي يساعد متخذي القرارات وواضعي السياسات في اتخاذ إجراءات وقائية لمنع حدوثها أو الحد من الآثار المترتبة عليها بتقليل الخسائر لأدنى حد ممكن إذا لم تكن هناك إمكانية لتجنب هذه المخاطر، إلى جانب ذلك منع تكرار حدوث المخاطر [95] ص: 28.

يقوم نظام الإنذار المبكر بإرسال إشارات عن حالة الاختلال التي يمكن أن يتعرض لها اقتصاد ما، وهذا بناءا على منهجية واضحة المعالم، مبنية على معلومات مسبقة عن مؤشرات الأداء الاقتصادي لهذا البلد. كما يمكن أن يكون أداة مهمة لتقييم نقاط الضعف النسبي لمجموعة من البلدان، وهذا التقييم يكون أكثر صعوبة إذا أخذنا كل بلد على حدى [214] ص: .02

2.1.1.5. أهداف نظام الإنذار المبكر وأهميته.

1.2.1.1.5. أهداف نظام الإنذار المبكر.

يهدف نظام الإنذار المبكر إلى تدارك أو تجنب الأزمات بفضل وضع سياسات الاستجابة السريعة، بالإضافة إلى كونه وسيلة لمعالجة الأحداث الطارئة قبل وقوع الأزمة، وبالتالي تجنب التكاليف الناجمة عنها، وهنا يظهر النظام على أنه أداة مفيدة لسياسات الحماية والوقاية، والّتي تمكن الحكومات من تطبيق السياسات في المراحل الأولى قبل تطور الأزمات [215] ص: 05.

2.2.1.1.5. أهمية نظام الإنذار المبكر.

تتجلى أهمية نظام الإنذار المبكر في تقديم أدوات الإنذار، والتحذير من حدوث الأزمات الماليّة، بغرض اتخاذ الإجراءات اللازمة قبل وقوعها، ويمكن تلخيص أهمية نظام الإنذار المبكر في النقاط التالية [215] ص: 05:

- التقييم المستمر لنظم المؤسسات المصرفية، بوضع إطار أو هيكل رسمي للتقييم، سواءً عند الفحص أو بين فترات الفحص؛
- التعرف على المؤسسات، أو المواقع داخل المؤسسات الّتي تكون فيها مشاكل، أو يحتمل وقوعها في المستقبل؛
- المساعدة في تحديد أولويات الفحص والتخصيص الأمثل للموارد الإشرافية، والتخطيط المسبق للفحص؛
- توجيه الاهتمام والتوقيت السليم من قبل المشرفين على البنوك.

3.1.1.5. فعالية نظم الإنذار المبكر.

في الوضع المثالي، يتعين أن يكشف نظام الإنذار المبكر عن أوجه الضعف في أي نظام مقدما وعلى نحو كاف، بحيث يمكن اتخاذ تدابير التصحيح للوقاية حتى من خطر تطور الأزمة. فاكتشاف فقاعات أسعار الأصول الأولية، والحد من التعرض لمخاطر العملة الأجنبية غير المغطاة من قبل البنوك والمقترضين، والحد من الاستدانة لتحقيق الفعالية المالية، والمطالبة بنسب أعلى لرأس المال، كلها أمثلة لطرق تقليل تراكم أوجه التعرض للمعاناة [216] ص: 36.

وضع نظم الإنذار المبكر ليس الهدف منه معالجة الأزمات وآثارها، بل توقع هذه الأزمات قبل وقوعها لتفادي آثارها السلبية، وتفادي دخول اقتصاد البلد في حالة اللاستقرار، فمن خلال الاشارات التي يرسلها هذا النظام يتم تصحيح الاختلالات قبل تفاقمها، وبذلك فإن النظام الفعال سيرسل كل الإشارات عن أي اختلال يمكن أن يتعرض له الاقتصاد وفي الوقت الحقيقي.

وضع العديد من المفكرين الاقتصاديين معايير مختلفة، التي تحاول مساعدة المسؤولين عن السياسات الاقتصادية في بناء نماذج للتنبؤ بالأزمات في المستقبل، ولكن فعالية هذه النماذج تختلف من نظام إلى آخر وفقا لعدة متغيرات.

استخدم الاقتصاديون معايير مختلفة في وضع عدد من النماذج الّتي تهدف إلى مساعدة صانعي القرار على التنبؤ بالأزمات المستقبلية، ولكن هذه النماذج حققت معدلات نجاح متباينة، ومن أهم هذه النماذج [217] ص ص: 6، 7:

- على أساس البيانات والفترة الزمنية الّتي صممت لأجلها (وهو ما يسمى بالأداء داخل العينة)؛
- على أساس البيانات أو الفترة الزمنية الّتي لم تصمم لأجلها بالتحديد (وهو ما يسمى بالأداء خارج العينة).

ويعتبر النموذج الّذي يقدم إشارات خارج العينة، أي خارج الفترة الزمنية الّتي تم تحديدها، هو النموذج الأكثر كفاءة في التنبؤ بالأزمات، وقد أظهرت الدراسات الّتي أجريت على نماذج تجريبية، أن أفضل النماذج هي الّتي تمكن من التنبؤ بنصف الأزمات "داخل العينة" وثلثها "خارج العينة"، وكانت الإنذارات الكاذبة أمرًا شائعًا، ففي أكثر من نصف المرات الّتي تنبأت فيها جميع النماذج بقرب وقوع أزمة لم تقع أية أزمة [218] ص: 27.

نظم الإنذار الفعالة هي التي تكون قادرة على تحديد البلدان التي تكون أكثر عرضة للأزمات المالية في المستقبل، وهي قادرة على جذب انتباه السلطات السياسية والاقتصادية للاختلالات قبل حدوث الأزمة، والتي تتطلب إدخال التعديلات والإصلاحات على مواطن الخلل [214] ص: .08

2.1.5. بناء نظم الإنذار المبكر.

يمر بناء نظام الإنذار المبكر بعدة خطوات حتى يكون صالحا للتنبؤ بالأزمات المالية، فيجب تحديد الأحداث والمؤشرات المستعملة في التنبؤ، ثم تحديد أدوات التحليل المستعملة، وبعدها تقييم كفاءة النظام باستخدام الأساليب القياسية. وتنفيذ النظام يتطلب فريق عمل مدرب، ومعلومات مهمة وفي الوقت المناسب، وحسن التعامل مع النتائج المتوصل إليها.

1.2.1.5. خطوات تصميم نظام للإنذار المبكر.

إن بناء أي نظام للإنذار المبكر بالأزمات يتطلب تحديد المتغيرات واختيار المؤشرات، التي تعتمد بدورها على معرفة أسباب الأزمات ومحدداتها المباشرة، أي العوامل المرتبطة بها، والتي تشكل الظروف التي تنشأ في ظلها تلك الأزمات [219] ص: 92. ويمكن اتباع الخطوات التالية في تصميم النظام [213] ص: 17:

1.1.2.1.5. الخطوة الأولى.

في هذه المرحلة يجب تحديد أي الأحداث ينبغي الإنذار منها. فتصميم النظام يحتاج إلى تحديد المجالات التي سيغطيها، والتي تأخذ أولوية مرتفعة في تركيبة ملف المخاطر، والتي قد تكون مصدرا محتملا للأزمات، بالتركيز على المتغيرات الهيكلية، والتي تتضمن الظروف الموضوعية المحددة لمستوى المخاطرة.

يمثل تحديد الإطار العام للنظام الخطوة الأولى نحو اختيار المؤشرات القائدة، والتي تعكس حالة المخاطرة وتمثلها بشكل مناسب، بحيث تعتمد عملية اختيار المؤشرات على النظرية الاقتصادية والتجارب العملية السابقة للأزمات.

يمكن تصنيف المؤشرات التي يجب تحديدها إلى ثلاثة أصناف، المؤشرات الهيكيلية، المؤشرات المسرعة –تعمل على تسريع تطور الخطر، وهي متغيرات كامنة تتطور بمجرد وجود حدث جديد فتطوره إلى أزمة- والمؤشرات المثيرة –مثيرات خارج النظام تشعل أزمة داخل مجالات النظام-.

تعتبر خطوة اختيار المؤشرات من أهم خطوات بناء نظام الإنذار، ولها دور كبير في فعاليته، وقدرته على إظهار الإشارات وتوقع الخطر.

2.1.2.1.5. الخطوة الثانية.

بعد تحديد الأزمة ونوع المؤشرات القائدة الملائمة، تكون الخطوة الموالية هي استحداث مجموعة من الأدوات التحليلية الملائمة، وينبغي أن تجمع هذه الأدوات بين التحليل الكمي والأساليب الأكثر اعتمادا على التجريب، مثل المشاورات الموسعة والأحكام الانسيابية، ودور الأدوات الكمية تتمثل في [216] ص: 36:

- توفر وسيلة للبحث بصورة نظامية عن أوجه التعرض للخطر؛
- تتقصى الارتباطات التي يمكن أن تسمح للأزمة بأن تتحول وتنتشر عبر القطاعات، الأسواق والبلدان؛
- تحدد كلا من احتمال وانعكاسات تجسد الأزمة، في ضوء التعرض للمعاناة المحددة؛
- تضبط وتوجه استخدام الأحكام.

3.1.2.1.5. الخطوة الثالثة.

تتضمن هذه الخطوة عملية التقييم الإحصائي والتنبؤ بتقديرات رقمية تتم مناقشتها من قبل أصحاب الخبرة وذوي الكفاءة لتحديد مدى واقعية تلك النتائج وترابطها.

2.2.1.5. استخدام نظم الإنذار المبكر.

بعد وضع نظم الإنذار المبكر، يحتاج إلى التفعيل، وهذا يتطلب وجود فريق عمل كفؤ، وتزويد النظام بالمعلومات اللازمة، وبعدها تلقي النتائج وتحليلها. كما يلي [220] ص ص: 23- 25.

1.2.2.1.5. فريق العمل.

تجربة مستخدمي نظم الإنذار المبكر، تدل على أن أغلبية إشارات الإنذار تتمحور حول مؤشر ما مرة إلى مرتين في السنة، وعليه يتم رصد الإشارات التي تتكرر بانتظام. وعليه فإن عملية الرصد والتحليل تتطلب مجموعة من الخبراء للقيام بها، وهي تختلف حسب نوع النظام المستعمل.

إذا كان نظام الإنذار مبني على نموذج واحد ويتكون من القضايا الرئيسية، فيمكن استخدام خبراء خارجيين أو موظفين في الميدان للقيام بالمهمة، بعد تدريبهم على ذلك. الأفراد المكونين لفريق العمل وبشكل جماعي يقومون بجمع الإشارات، مقارنتها وتحليلها. إذا كان هناك اختلاف جوهريا في النتائج الحالية والسابقة يجب البحث عن نوع الاختلافات، أسبابها وآليات الحد من التناقضات الموجود بينها.

النتائج المتوصل إليها عند تحليل الإشارات تجعل فريق العمل يضعون كل بلد في الفئة المناسبة له، وهذا ما سيؤثر على تدفقات رؤوس الأموال والاستثمارات إليه، وعليه فإن فريق العمل مسؤول عن أي تصنيف يقوم به.

في الأخير يقوم فريق العمل باختبار النتائج المتوصل إليها في كل بلد على حدى، لتصنيف البلدان كل في فئته المعنية وذلك على أساس خطر عدم الاستقرار.

بغض النظر عن فريق العمل المختار، فإنه من الضروري أن يتكون من فئات عدة ذوي اختصاصات وتوجهات مختلفة، لتقديم تحليلات مختلفة على أسس منهجية وبكل موضوعية، من خلال الاجتماعات الدورية والمشاورات التي يقومون بها، بالإضافة إلى ضرورة استعمال الطرق القياسية في تحليل الإشارات للحد أو التقليل من الانحرافات، التي قد تنتج عن تحيزات العنصر البشري أو المتعلقة بالإدراك والحدس والمكونات العاطفية لديه.

2.2.2.1.5. المعلومة.

المعلومة قد تأتي من مصادر مفتوحة أو مغلقة، ولكن ليس مصدر المعلومة هو أساس المشكلة، فالمعلومة في أغلب الحالات تكون متوفرة، لوجود هيئات عدة متخصصة في جمع المعلومات، إنما ما يهم هو اختيار المهم من هذه المعلومات، وكيفية الاستفادة منها للاستجابات للإشارات التي ترسلها نظم الإنذار المبكر.

إن اختيار المعلومات ذات الصلة، مرتبط أساسا بنموذج نظام الإنذار الذي تم تصميمه، وعليه فيجب أن يكون النظام مصمم على أساس مكافحة عمليات الإغلاق المعرفية غير الطوعي، وأن تكفل الحصول على المعلومات غير الوطنية، وحسن تجميعها وترحيلها.

أيا كان نظام الإنذار المستعمل فإن أكبر مشكل مرتبط به هو تقييم البيانات الخامة، وإمكانية الحد من التحيز في إرسال الإشارات وتحليلها. إن تقييم البيانات الخامة يجب أن يكون وفق نظام مزدوج، من حيث مصدر البيانات من جهة، ونقل المعلومات من جهة أخرى، وهذا في مصلحة الاستعلامات. ويجب أن تضاف إليها الشائعات، الخطابات السياسية ... بحيث تعتبر مفيدة كونها تكشف عن معتقدات، أهداف واهتمامات ... الجهة التي تقوم بدراسة البيانات. ويكون الحد من المعلومات المزيفة عن طريق استخدام طرق منهجية تحد من التحيز والذاتية، وبإجراء مقارنات بين الدول ودرجة مطابقتها للواقع والمنطق.

3.2.2.1.5. النتائج.

النتائج النهائية تظهر توزيع الوحدات المقدمة لنظام الإنذار، وعادة ما تصنف الدول حسب الهدف من النظام. بحيث إذا كان هدف النظام هو اكتشاف الصدمات فإن البلدان تصنف على أساس إمكانية تعرضها للصدمات، وإن كان الهدف منه هو اكتشاف حالة عدم الاستقرار فإنها تصنف على هذا الأساس، والذي يطلب البعد الزمني أيضا، أي الوقت الذي يمكن أن تتحول فيه حالة اللاستقرار إلى صدمة حقيقية، سنة، شهر، أسبوع...، وهذه الطريقة في تصنيف الدول هي الأكثر شيوعا والأسهل للإدارة والتخطيط، والأكثر فعالية. وفي نفس الوقت هي الأكثر غموضا باعتبار أنها تضع عنصر الزمن كمتغير خارجي، وفي حين أن الزمن يعمل مع تفاعلات الجهات الفاعلة. وللتغلب على هذه المشاكل يجب شرح الآليات المرتبطة بعدم الاستقرار.

3.1.5. نماذج لنظم الإنذار المبكر.

يعتمد في بناء نظام الإنذار المبكر على عدة نماذج، بعضها كيفي والأخر كمي، فالنماذج الكيفية تعتمد على ترقب الإشارات، والتغيرات التي تطرأ على متغيرات يتم تحديدها، وفي الغالب بشكل فردي، ومن أهمها نظام الأحداث، نظام الإشارات ومعيار CAMELS، أما الكمية فتعتمد على دراسة التفاعل بين عدة متغيرات للتبؤ بالتغير الذي يعرفه النشاط الاقتصادي، وهذا النوع هو المستعمل في الدراسة التطبيقية.

1.3.1.5. طريقة الأحداث "Events ".

طريقة الأحداث من الطرق الكيفية، تعتمد على التمثيل البياني للمتغيرات الاقتصادية والمالية، إذا ما ظهر فيها سلوك غير طبيعي قبل فترة الأزمة مقارنة بفترات الاستقرار، هذه الطريقة يمكن أن تستعمل الاختبارات القياسية (اختبار ستيودنت...)، لاختبار حالة المتغيرات قبل الأزمة وخلال فترات الاستقرار من حيث الأسباب أو النتائج. وتنطوي هذه الطريقة على ثلاث خطوات [221] ص: 342.

1.1.3.1.5. الخطوة الأولى.

تحدد فيها مراحل الأزمة، ببناء مؤشرات الأزمة ثنائية الحد (0،1)، بإعطاء القيمة "1" في حالة وجود أزمة، والقيمة "0" في حالة العكس؛

2.1.3.1.5. الخطوة الثانية.

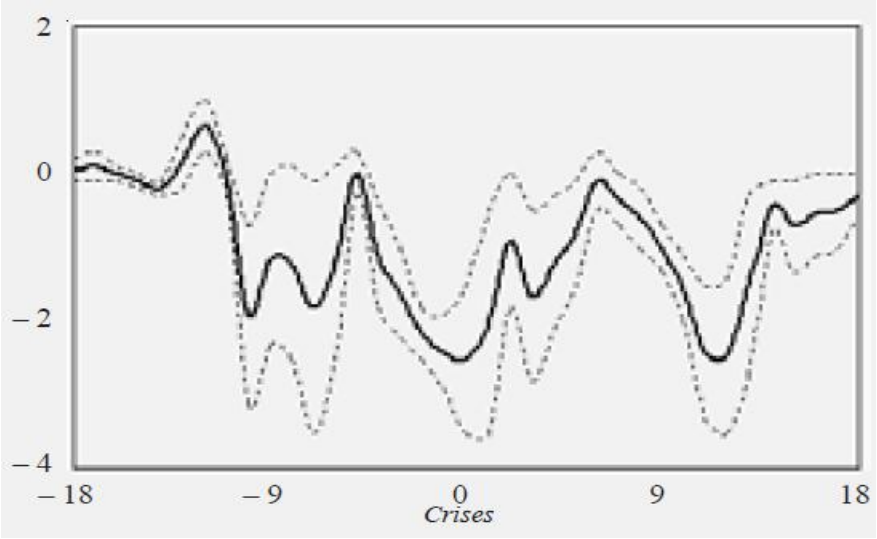
تحدد فيها إطار الأزمة لكل متغير، أي تحديد الزمن "t_c"، قبل وبعد الأزمة، في الغالب تكون ثمانية عشر شهرا أو أربعة وعشرون شهر أو ثلاث سنوات، قبل الأزمة وبعدها؛

3.1.3.1.5. الخطوة الثالثة.

تتم في هذه المرحلة مقارنة سلوك كل متغير خلال الإطار الزمني المحددة للأزمة، مع ما كان عليه خارج الإطار الزمني المحدد للأزمة.

الهدف من ذلك هو الحصول على متوسط القيم لفترات الأزمة وفترات الاستقرار لقياس انحرافها (استعمال مقياس الانحراف المعياري)، تطبيق هذا على كل عينة الدراسة سيؤدي إلى تمثيل بياني لمتوسط قيم المتغيرات خلال فترة الأزمة وخارجها، وانحرافاتها المعيارية خلال فترة الأزمة.

يمكن تقديم المثال التالي الذي يوضح عمل هذه الطريقة، الذي يوضح التغيرات على سعر الفائدة الحقيقية في أزمة العملة.



الشكل رقم (5-1): تغيرات سعر الفائدة الحقيقية خلال أزمة العملة [221] ص: 344.

أعطيت قيم افتراضية لأسعار الفائدة الحقيقية خلال أزمة العملة، والشكل يبين إطار الأزمة "Fenêtre de crise"، [-18، +18] شهر، والقيم تمثل الانحراف المتوسط لكل شهر بين متوسط القيمة خلال إطار الأزمة، وفترة الاستقرار.

تتميز هذه الطريقة بالبساطة، وسهولة الاستخدام، وهي تسمح بمراقبة تغيير وتقييم سلوك كل متغير خلال فترة طويلة. وهي لا تتطلب إجراءات ولا اختبارات قياسية معقدة، بل تتطلب فرضيات قليلة فيما يخص توزيع المتغيرات. ولكن في المقابل هناك عيوب لهذه الطريقة، وتتمثل خاصة في كونها تدرس كل متغير على حدى، في فترة زمنية محددة، دون إمكانية قياس مساهمته في الأزمة مقارنة بالمتغيرات الأخرى، كما هو الحال في طرق الانحدار الخطي وغير الخطي. على عكس الطرق القياسية التي تستعمل اختبارات الحساسية للتأكد من جودة النتائج، فإن في هذه الطريقة لا توجد طريقة لاختبار الملاحظات والنتائج المتوصل إليها، كما لا تدرس العلاقة بين المؤشرات والأزمة [222] ص ص: 11-13.

2.3.1.5. طريقة الإشارات.

أصل هذه الطريقة، طورت من أجل اكتشاف نقاط التحول في دورة الأعمال، وبعدها استعملت في اكتشاف الأزمات المالية. تستعمل أساسا لرصد عدد من المؤشرات الاقتصادية والمالية التي تظهر

سلوكات مختلفة في مرحلة الأزمات. وهي تعتبر كامتداد لطريقة الأحداث، بحيث تستخدم الطريقة ثنائية الحد (0،1)، بحيث تعطى قيمة "1"، في حالة الأزمة، وقيمة "0" في حالة العكس. وهذا بعد تحديد الإطار الزمني للدراسة [223] ص ص: 15، 16.

طريقة المؤشرات تستعمل مراحل الأزمة التي تم تعريفها انطلاقا من التصنيف الثاني للأزمات. المهم في هذه الطريقة هو اختيار المتغيرات المفسرة، التي تؤخذ كمؤشرات للإنذار المبكر، وهي المتغيرات التي تغيرت سلوكاتها في أخر أزمة مقارنة بقيمها في مراحل الاستقرار. اختيار المؤشرات يكون اعتمادا على الفكر النظري وكذلك بالمعطيات المتاحة [224] ص: 11. تقسم المتغيرات إلى ثلاث قطاعات هي:

- مؤشرات القطاع النقدي: المضاعف النقدي، نسبة الائتمان المحلي إلى الناتج المحلي الإجمالي، سعر الفائدة الحقيقي، الكتلة النقدية، ...؛
- مؤشرات القطاع الخارجي: الصادرات، الواردات، معدلات التبادل التجاري، تغيرات سعر الصرف الحقيقي، الاحتيطات من العملات الأجنبية...؛
- مؤشرات القطاع المالي: وتتمثل في مؤشر الإنتاج، الرقم القياسي لأسعار الأسهم، ونسبة العجز الموازني إلى الناتج المحلي الإجمالي.

في هذه الطريقة يتم تحديد لقيمة كل متغير عتبة $\bar{X}_t^j$، أكبر من قيمة المؤشر X_t^j التي يبدأ منها تقديم إشارات الإنذار من طرف النظام، تعلن عن إمكانية حدوث أزمة مالية في فترة زمنية محددة، والتي تسمى أفق الإشارة للتنبؤ بالأزمة والتي تكون عادة من اثني عشر شهرا، أو ثمانية عشر شهرا، أو أربعة وعشرون شهرا. وعلى هذا الأساس فالمؤشر X_t^j يرسل إشارات ثنائية الحد S_t^j، بحيث يأخذ القيمة "1" إذا كانت $\bar{X}_t^j$ أكبر من X_t^j، ويأخذ القيمة "0" في حالة العكس [114- ص ص: 179- 180.

$$S_t^j = \begin{cases} 1\ si\ \left|X_t^j\right| > \left|\overline{X}_t^j\right| \\ 0\ si\ \left|X_t^j\right| \leq \left|\overline{X}_t^j\right| \end{cases}$$

المؤشرات التي يتم الحصول عليها من خلال هذه الطريقة، ملخصة في الجدول التالي:

	الأحداث المنفذة	
	حدوث الأزمة خلال الفترة المحددة	عدم حدوث الأزمة خلال الفترة المحددة
المؤشر يكتشف أزمة	A	B
المؤشر لا يكتشف أزمة	C	D

الجدول رقم (5-1): مصفوفة الإشارات [223] ص: 18

A يدل على وجود أزمة وتم اكتشافها، B المؤشر أرسل إشارة بوجود أزمة وهي غير موجودة، C المؤشر لم يكتشف الأزمة وهي موجودة، D المؤشر أظهر عدم وجود الأزمة وبالطبع هي غير موجودة، إذا بالنسبة لـ A وD الإشارات حقيقية، على عكس B و C التي هي إشارات خاطئة.

3.3.1.5. مؤشر CAMELS.

يعرف على أنه عبارة عن مؤشر سريع للإلمام بحقيقة الموقف المالي لأي مصرف ومعرفة درجة تصنيفه ، ويعد أحد الوسائل الرقابية المباشرة التي تتم عن طريق التفتيش الميداني. وقد بدأ استخدام هذا المؤشر عام 1979 بواسطة خمس جهات رقابية في الولايات المتحدة الأمريكية بما فيها البنك الاحتياطي الفيدرالي. وذلك من خلال ستة مؤشرات تتمثل في [225] ص: 103.

- كفاية رأس المال "Capital Adequacy"؛
- جودة الأصول "Asset Quality"؛
- جودة الإدارة "Management Quality"؛
- إدارة الربحية "Earning Management"؛
- درجة السيولة "Liquidity Position"؛
- الحساسية اتجاه مخاطر السوق "Sensitivity To Market Risk".

معيار "CAMELS" يتركب من الحروف الأولى للمؤشرات الستة السابقة، بحيث يشير الحرف "C" إلى مدى كفاية رأس المال لحماية المودعين وتغطية المخاطر. الحرف "A" يشير إلى جودة المنتجات المالية وما يتوقع تحصيله من قيمتها الصافية داخل وخارج الميزانية، ومدى وجود مخصصات لمقابلة الموجودات المشكوك في تحصيلها. بينما يشير حرف "M" للإدارة ومستوى

كفاءتها وتعمقها والتزامها بالقوانين المنظمة للعمل المصرفي، ومدى كفاءة أجهزة الضبط الداخلي والمؤسسي، ووجود سياسات وتخطيط مستقبلي. بينما يشير حرف "E" لمستوى الربحية ومدى مساهمتها في نمو المصرف وزيادة رأس ماله. في حين يشير "L" لقياس سلامة السيولة ومقدرة المصرف على الإيفاء بالتزاماته الحالية والمستقبلية المتوقعة وغير المتوقعة. أما الحرف "S" فيشير إلى حساسية المصرف اتجاه مخاطر السوق [226] ص: 03.

يتطلب هذا المعيار إجراء تصنيف رقمي لكل مصرف بالاستناد إلى العناصر الست الأساسية، ويتم تحديد التصنيف النهائي للمصرف استنادا إلى تقييمات كل عنصر رئيسي من العناصر المذكورة، والتي تأخذ في الاعتبار جميع العوامل المؤثرة في تقييمات العناصر المكونة لها [227] ص: 208. بحيث تتراوح درجات التصنيف من 01 إلى 05، حسب الجدول التالي:

التصنيف رقم 01	مرتفع جدا
التصنيف رقم 02	مرتفع
التصنيف رقم 03	معتدل
التصنيف رقم 04	محدود
التصنيف رقم 05	غير مرضي

الجدول رقم (5-2): تصنيف البنوك حسب معيار CAMELS [228] ص: 05.

المصارف التي يكون تصنيفها "4" أو "5" تشير إلى وجود مشاكل جدية وهامة فيها، مما يستدعي رقابة جادة وإجراء علاجي خاص، أما التي يكون تصنيفها "3"، فإنها تعاني بعض نقاط الضعف، وتستوجب اتخاذ الإجراءات اللازمة لتصحيحها في إطار زمني معقول. أما المصارف التي يكون تصنيفها "1"أو"2"، فهي سليمة بصورة أساسية في معظم النواحي.

2.5. مؤشرات الأزمات المالية.

وضع الباحثون في مجال التنبؤ بالأزمات المالية عدة مؤشرات وبعتبات محددة، يتم الاعتماد عليها في التنبؤ بالأزمات المالية بكل أنواعها، وتختلف المؤشرات التي تستعمل في عملية التنبؤ حسب نوع الأزمة، فكل أزمة لها مؤشراتها الخاصة. نحاول من خلال هذا المبحث استعراض أهم المؤشرات التي تستعمل في التنبؤ بأزمة العملة، والأزمة المصرفية.

1.2.5. مؤشرات أزمة العملة.

هناك عدة مؤشرات تستعمل في التنبؤ باقتراب حدوث أزمات العملة في اقتصاد ما، فهناك من يستعمل مؤشرات الأزمة الفعالة التي تدل على تدهور كبير في سعر صرف العملة، بحيث يقيس التغيرات في سعر الصرف، وهناك من يستعمل مؤشر الضغط المضاربي، الذي يدل على المضاربة الكبيرة على العملة، وبذلك قياس تغير حجم التعامل حول العملة، ويمكن استعمال مؤشرات الضعف التي تعتمد على دراسة عدة متغيرات تؤثر بشكل أو آخر في قيمة العملة.

1.1.2.5. مؤشرات الأزمة الفعالة.

تعبر أزمة العملة حسب هذا المؤشر، عن التدهور الحاد في سعر الصرف الاسمي السنوي "S_t" الذي يصل إلى نسبة محددة مقارنة بالعملة المرجعية، التي هي في الغالب الدولار الأمريكي. التعريف الأول [229] ص: 352 يحدد النسبة بـ 25%، بحيث:

$$\mathrm{IECt} = \alpha\%\Delta S_t$$

لا تعتبر فترات التضخم الجامح كمرحلة من هذه الأزمات، وعليه تستبعد هذه الفترات من الدراسة. كما يمكن إضافة حد ثاني إلى المؤشر، وهو بالإضافة إلى انخفاض سعر الصرف بـ 25% مقارنة بالعملة المرجعية، يكون الانخفاض في سعر صرف العملة بـ 10% مقارنة مع السنة الماضية. ليكون مؤشر الأزمة "C_t" احتمالي ثنائي الحد، كما يلي:

$$C_t = \begin{cases} 1\ Si\ IEC_t > 25\%\ et\ IEC_t - IEC_{t-1} > 10\% \\ 0\ Si\ non \end{cases}$$

عند تحديد سلسلة بتواريخ أزمات العملة التي مر بها البلاد، نقوم بتحديد إطار زمني للاستبعاد (d'exclusion fenêtre)، والتي تكون ثلاثة سنوات فما أقل، وأي انخفاض لسعر الصرف خلال هذه الفترة حسب الشروط سابقة الذكر، لا يعتبر كأزمة جديدة وإنما كسبب للأزمة الأولى باعتبار القرب الزمني بين الأزمتين. وبذلك يصبح المتغير ثنائي الحد للأزمة C_t كما يلي، مع j يمثل الإطار الزمني للاستبعاد:

$$C_t = \begin{cases} 1\ Si\ IEC_t > 25\%\ et\ IEC_t - IEC_{t-1} > 10\%\ et\ C_{t-j} = 0\ pour\ j = 1,2 \dots j \\ 0\ Si\ non \end{cases}$$

أما التعريف الثاني [230] ص: 10 فيعيد النظر في مراحل التضخم الجامح، ويعتبرها فترة أزمة إذا كان انخفاض العملة المحلية مقارنة بالعملة المرجعية أكبر من 25%، مع مؤشر الأزمة الفعالة لهذه السنة ضعف ما كان عليه السنة الماضية، ويكون هذا الأخير أقل من 40%، كما يلي:

$$C_t = \begin{cases} 1\ Si\ IEC_t > 25\%\ et\ IEC_t > 2IEC_{t-1}\ et\ C_{t-1} < 40\% \\ 0\ Si\ non \end{cases}$$

التعريف الثالث [230] ص: 10 يركز على الفترات التي يستقر فيها سعر الصرف نسبيا قبل حدوث الأزمة، وهو يعرف أزمة العملة على أنها انخفاض سعر الصرف بـ 15% مقارنة بالعمل المرجعية، وانخفاض بنسبة أكبر أو تساوي 10% مقارنة بالسنة الماضية، وهذا الأخير يكون أقل من 10 %، كما يلي:

$$C_t = \begin{cases} 1\ Si\ IEC_t > 15\%\ et\ IEC_t - IEC_{t-1} > 10\%\ etIEC_{t-1} < 10\% \\ 0\ Si\ non \end{cases}$$

التعريف الرابع [231] ص: 11 بحيث تشير الأزمة إلى تغير كبير ومفاجئ في أسعار الصرف الحقيقية $S_{r,t}$. تحدث الأزمة عندما يكون الانهيار في سعر الصرف خلال ثلاثي أكبر من 15%، أو خلال شهر أكبر من 4% مع انحراف معياري بـ 2,5 ($2{,}5\sigma_{IEC}$) مضاف إليه متوسط سعر الصرف الشهري μ_{IEC}، ومنه فإن الشرط الأول يتحدث عن انخفاض في أسعار الصرف عن العتبة، والشرط الثاني انحرافه عن المتوسط، كما يلي:

$$C_t = \begin{cases} 1\ si\ IEC_t^3 > 15\%\ ou\ si\ IEC_t^1 > 2{,}5\sigma_{IEC} + \mu_{IEC}\ et\ IEC_t > 4\% \\ 0\ si\ non \end{cases}$$

2.1.2.5. مؤشرات الضغط المضاربي.

تعرف الأزمة على أساس هذا المؤشر على أنها مرحلة ضغط مضاربي كبير على سوق الصرف، وهناك عدة إسهامات في هذا المجال، بحيث وضعت نموذجا لهذا المؤشر يربط في شكل خطي بين، تغيرات أسعار الصرف، احتياطات الصرف وأسعار الفائدة، مرجحة بمعكوس انحرافتها المعيارية منها، التي تسمح بتوحيد متغيرات المؤشر. يتم قياس مكونات المؤشر بالاعتماد على عملة مرجعية [232] ص ص: 35 -37. النموذج كما يلي:

$$ISP_{i,t} = \frac{1}{\sigma_s}\frac{\Delta S_{i,t}}{S_{i,t}} - \frac{1}{\sigma_r}\left(\frac{\Delta rM_{i,t}}{rM_{i,t}} - \frac{\Delta rM_{d,t}}{rM_{d,t}}\right) + \frac{1}{\sigma_i}\Delta(i_{i,t} - i_{d,t})$$

بحيث:

- $S_{i,t}$ يمثل سعر الصرف الاسمي للبلد i مقابل العملة المرجعية في الزمن t؛
- $rM_{i,t}$ و $rM_{d,t}$ تغيرات الاحتياطات في البلد i أو في البلد صاحب العملة المرجعية d في الومن t؛
- $i_{i,t}$ و$i_{d,t}$ تمثل معدلات الفائدة الاسمية على الترتيب بالبلد i والبلد المرجعي d، في الزمن t؛
- σ_s و σ_r وσ_i تمثل الانحراف المعياري لمتغيرات النموذج.

حسب هذا النموذج تحدث الأزمة عندما يتعدى المؤشر عتبة حرجة معينة، تعرف على أنها ضعف الانحراف المعياري $(2\sigma_{ISP})$ مضاف إليه متوسطها خلال فترة الدراسة، إذا كان μ_{ISP} فترة الاستبعاد في حدود ثلاثة أشهر، الأزمة تكون:

$$C_{i,t} = \begin{cases} 1 \; si \; ISP_{i,t} > 2\sigma_{ISP} + \mu_{ISP} \; et \; C_{i,t-3} = 0 \\ o \; si \; non \end{cases}$$

بالإضافة إلى هذا النموذج، هناك إسهامات كثيرة في هذا المجال، بنماذج تختلف نوعا ما عن هذا النموذج، منها [114] ص ص: 161- 163:

- استبعاد معدل الفائدة، والمتغيرات المتعلقة باقتصاد البلد صاحب العملة المرجعية، وهذا النموذج يستعمل خاصة في حالة نقص البيانات عن البلد المرجعي. وهذا النموذج لا يعتبر فترات التضخم الجامح كأزمة عملة؛
- يعتبر فترة التضخم الجامح كأزمة في حالة تعدى معدله 150% خلال ستة أشهر الأخيرة. مؤشر الأزمة يكون أعلى بكثير من قيمة العملة المحلية، التي انخفضت بشكل حاد، والذي تسبب في خسائر فادحة في قيمة احتياطات الحكومة من العملة الصعبة، تحدث الأزمة لما يكون المؤشر أكبر بثلاثة مرات من انحرافه المعياري زائد متوسطه العام؛
- نماذج أخرى تستعمل سعر الصرف الحقيقي بدلا من الاسمي، بالإضافة إلى المتغيرات السابقة.

3.1.2.5. مؤشرات الضعف.

تحدث أزمة العملة حسب هذا المؤشر، بسبب ضعف في عدة مؤشرات، يمكن من خلال دراستها التنبؤ بوقت حدوث أزمة العملة. والضعف يشمل الجوانب التالية [233] ص ص: 9- :11

1.3.1.2.5. مؤشرات الاقتصاد الكلي.

يعكس هذا المؤشر اختلالات في التوازن الخارجي، أو المغالاة في تقييم العملة المحلية، أو اختلال في الديون الخارجية، والمعبر عنها باختلال سعر الصرف الحقيقي. لأن تقلبات كبيرة في سعر صرف العملة المحلية يعبر عن ارتفاع مؤشر الأزمة. وعليه فإن المغالاة في تقييم العملة الوطنية، يجعل الاقتصاد أكثر عرضة لأزمات العملة.

يتم حساب نسبة عرض النقود إلى الاحتياطات الأجنبية، وتعتبر كمؤشر على التوازن النقدي، وتقيس قدرة البنك المركزي على التعامل مع نقص الاحتياطات الأجنبية، وارتفاع هذه النسبة تعبر عن ضعف الاقتصاد وارتفاع احتمال تعرضه إلى الأزمات.

يتم قياس نسبة الدين الخارجي إلى مجموع الصادرات، ارتفاع هذه النسبة دليل على ارتفاع المديونية الخارجية مقارنة بالدخل التجاري، مما يعرض الاقتصاد إلى مخاطر عدم القدرة على السداد، وبذلك تعرضه إلى أزمات.

2.3.1.2.5. مؤشرات تدفقات رؤوس الأموال.

عقد التحرير المالي من عملية اختيار المؤشرات المفسرة للأزمات، وفي ظله بقيت الكثير من المؤشرات لم تكتشف بعد، وهذا بسبب عدم نضج عملية التحرير المالي، واختلاف أشكاله من بلد إلى آخر. ولقد أدت الأزمات الأخيرة بداية بالأزمة الآسيوية إلى تقديم مجالا جديدا من مجالات دراسة التنبؤ بأزمات العملة، ميزته الأساسية الربط بين أزمات العملة والأزمات المصرفية، فالتحرير المالي مبني أساسا على حركية تدفقات رؤوس الأموال، لهذا تؤخذ نسبة مشاركة رؤوس الأموال الأجنبية في المحفظة الاستثمارية كمؤشر للأزمة. فاتساع رقعة التقلبات في الاستثمارات الأجنبية يؤثر على مؤشر الأزمة، فالتقلبات القوية تزيد من احتمال وقوع أزمة العملة.

3.3.1.2.5. مؤشرات الضعف المالي.

من بين هذه المؤشرات، مؤشر قدرت البنوك على تجنب الأزمات، هذه القدرة تحسب بنسبة احتياطات البنوك إلى مجموع أصولها، وهذه النسبة تبين قدرة البنوك على مواجهة الذعر المحتمل. يتم قياس دور البنوك المركزية في انقاذ النظام المصرفي، وذلك بنسبة قروض البنوك المركزية إلى مجموع أصول البنوك، وارتفاع هذه النسبة دليل على ضعف النظام المصرفي. الضعف المالي يقاس كذلك بنسبة ثقة المستثمرين في النظام المصرفي، والذي يقاس بنسبة الودائع البنكية إلى M2، وضعف هذه النسبة تعني ضعف الثقة، وهذا يزيد من مؤشر الأزمة [223] ص ص: 7- 9.

2.2.5. مؤشرات الأزمة البنكية.

هناك عدة مؤشرات يتم الاهتمام بها ودراستها، كون وصولها إلى عتبة معية دليل على قرب وقوع الأزمات المصرفية، فبعض هذه المؤشرات على المستوى الكلي، والمرتبط أساسا بعوامل الإعسار المالي وملاءة البنوك، بالإضافة إلى حجم السيولة المتداولة في السوق التي تؤثر على النشاط المضاربي أو تمويل النشاط الاقتصادي. وبعضها الأخر مرتبط بمؤشرات الحيطة الجزئية والمتعلقة أساسا بمعيار CAMELS.

1.2.2.5. مؤشرات الحيطة الكلية.

يتأثر الجهاز المالي بمجمل النشاط الاقتصادي، إذ أن بعض التطورات الاقتصادية الكلية التي تسبق الأزمات المصرفية تأثر في النشاط المصرفي، وعليه يجب مراقبة بعض المتغيرات على مستوى الاقتصاد ككل ولاسيما تلك التي تتعلق بهروب رأس المال وأزمات سعر الصرف.

مؤشرات الحيطة الكلية هي مؤشرات تدل على مدى سلامة واستقرار النظام المصرفي، وتساعد على تقييم مدى قابلية هذا الأخير على التأثر بالأزمات المالية والاقتصادية. وهي أيضا تعمل كأداة للإنذار المبكر في حالات تعرض الجهاز المصرفي للخطر. سلوك هذه المؤشرات ذات أهمية كبيرة في التنبؤ بالأزمات المصرفية، وذلك كونها [218] ص: 03:

- تسمح بأن يكون تقييم سلامة النظام المصرفي مبني على مقاييس كمية موضوعية؛
- تساعد على تكريس مبدأ الشفافية والإفصاح وإتاحة كافة المعلومات لعملاء السوق والجمهور؛
- هي مقاييس تسمح بمقارنة الأوضاع (من خلال المؤشرات) عبر الدول؛

- تعمل على معيارية النظم المحاسبية والإحصائية من خلال استخدام نفس المؤشرات التي تسهل المقارنة ليس وطنيا فقط بل عالميا أيضا؛
- تعمل على كشف مخاطر انتقال عدوى الأزمات المالية والعمل على التقليل من حدتها.

تتمثل مؤشرات الحيطة الكلية فيما يلي:

1.1.2.2.5. عوامل الإعسار المالي.

تعتبر دورة الأعمال، السياسات الاقتصادية، الصدمات الدولية، ونظم الصرف من أهم العوامل التي يمكن أن تأثر على ملاءة البنوك:

1.1.1.2.2.5. دورة الأعمال والسياسات الاقتصادية.

يرتبط الاستقرار المالي للبنوك بظروف الاقتصاد الكلي، وهي بذلك تسعى إلى تنظيم العوامل الداخلية والخارجية. على المستوى الداخلي، دورة الأعمال وسياسات الأسعار (سعر الفائدة، التضخم)، سياسة العجز الموازني، تعتبر من أهم العوامل على المستوى الكلي المؤثرة في ملاءة البنوك. يرتبط نشاط البنوك بدورة الأعمال، فأي اختلالات فيها تؤثر على النشاط البنكي، من خلال التأثير على الودائع والقروض، كما يتأثر النشاط البنكي بالنشاط الانتاجي [234] ص ص: 6- 9. تؤدي معدلات الفائدة المرتفعة إلى صعوبة تقييم مخاطر القروض ومخاطر السوق، مما يرفع من مخاطر المحفظة لدى البنوك. وفي نفس الوقت الانخفاض الكبير والسريع في معدلات التضخم تؤدي إلى انخفاض العوائد الاسمية للبنوك وتأثر على حركية الخزينة، مما ينعكس سلبا على السيولة وملاءة البنوك. تؤثر أسعار الفائدة على التكاليف المالية للمقترضين، مما يجعل معظم الأزمات البنكية سبقتها ارتفاع في أسعار الفائدة، خاصة القصيرة الأجل. كما للقروض العائلية تأثير عميق على ملاءة البنوك نظرا لارتفاع درجة المخاطرة فيها. سياسة العجز الموازني كذلك لها أثر على النشاط البنكي باعتبار أنها تؤدي إلى تدهور ثقة المتعاملين الاقتصاديين في الدولة، ومنه تدهور سندات الخزينة العمومية [235] ص: 16.

أما على المستوى الخارجي فيعد ارتفاع عجز الحساب الجاري مؤشرًا على احتمالية حدوث أزمات في سعر الصرف مما يؤثر سلبًا على النظام المالي ولاسيما إذا تم تمويل هذا العجز بتدفقات مالية قصيرة الأجل، فضلا عن أن انخفاض نسبة الاحتياطيات في الجهاز المصرفي إلى الالتزامات قصيرة الأجل تعد هي الأخرى مؤشرًا على عدم الاستقرار في النظام المالي. كما تشير التجارب إلى

أن التدهور الكبير في شروط التبادل التجاري كان سببًا رئيسًا في الأزمات المالية في الكثير من البلدان ولاسيما البلدان التي تتصف صادراتها بالتركز في سلع محدودة [236] ص: 10.

2.1.1.2.2.5. الصدمات الدولية وانتقال العدوى.

للأسواق المالية دورا بارزا في تخصيص المدخرات العالمية، وفي ظل العولمة المالية والترابط الكبير بين الأسواق المالية الدولية، تعتبر قناة مهمة في انتقال الصدمات المصرفية من دولة إلى أخرى، فإذا كان القطاع الحقيقي في بلد "A" يعاني من صدمات، وهناك بنوك دولية تمول مؤسسات هذا البلد ومؤسسات بلدان "B" مثلا، فإن ملاءة هذه البنوك تتأثر بالصدمة التي يتعرض إليها البلد "A"، ولضبط خطوط الائتمان في هذه البلد يسحب أمواله من البلد "B"، وبذلك تنتقل الصدمة إليه عبر هذه القناة.

2.1.2.2.5. عوامل السيولة.

مشكل السيولة في القطاع المصرفي مرتبط بالخصوص بسوق الإقراض ما بين البنوك، سوق الصرف والسوق الدولي لرؤوس الأموال.

1.2.1.2.2.5. سوق الإقراض ما بين البنوك.

يعبر عن الفضاء الذي من خلاله تتبادل البنوك الدولية فيما بينها ودائع بعملات مختلفة. مشكلة السيولة في هذا السوق تتوقف على مقدرة البنوك على جمع الأموال بسرعة من السوق، أو الحصول على إعادة التمويل من البنك المركزي. البنوك تتحمل مقابل السيولة عمولة، كلما ارتفعت هذه العمولة كلما زاد التشديد على منح القروض للمؤسسات الاقتصادية، وارتفاع أسعار الفائدة، فترتفع أسعار الفائدة على أذونات الخزينة مقارنة مع السندات الحكومية، وكذلك بين شهادات الإيداع وسندات الخزينة، هذا الاختلاف في أسعار الفائدة هو من مؤشرات التوتر في السيولة بسوق الاقتراض ما بين البنوك، الذي ينتج عنه ما يسم برحلة المستثمرين نحو الجودة [237] ص: 116.

2.2.1.2.2.5. سوق الصرف.

تعتبر العلاقة السببية بين أزمة العملة والأزمة المصرفية، من أهم التساؤلات المطروحة حول أصل الأزمة التوأم (أزمة مصرفية وأزمة عملة)، والعلاقة بينهما تتجلى في ثلاث مستويات، أولاها التفاعل الموجود بين سوق الصرف والسوق المصرفي. كما تؤثر أزمة العملة على احتياطيات البنوك من العملة الصعبة، بالإضافة إلى ارتفاع أسعار الفائدة. كما تؤدي أزمة العملة إلى تراجع أسعار

الأصول. وبذلك فإن تأثير سوق الصرف على سيولة النظام المصرفي يعود إلى الهجمات المضاربية التي تعرفها العملة المحلية، وما ينجم عنها من تفضيل السيولة لدى المودعين، وبذلك سحب ودائعهم من البنوك [238] ص: 483.

3.2.1.2.2.5. السوق الدولي لرؤوس الأموال والقروض.

من خلال التحليل المشترك لسوق الائتمان المحلي للائتمان والسوق الدولي، تم التوصل إلى إمكانية تأثر النظام المصرفي المفتوح بتدفقات رؤوس الأموال في الاتجاهين. فعملية خروج رؤوس الأموال من الاقتصاد الوطني تؤدي إلى تذبذبات في سيولة النظام المصرفي، ومنه إفلاس البنوك المشكلة له، وانتقال العدوى إلى النظم المصرفية الخارجية المرتبطة به. كما أن التدفق الكبير لرؤوس الأموال إلى الاقتصاد الوطني، خاصة في حالة الاعتماد الكبير على ودائع بالعملات الأجنبية وكذا ارتفاع نسبة الديون قصيرة الأجل إلى الاحتياطات الأجنبية، يؤدي إلى تطوير الائتمان وبذلك فرط الاستثمار. إلى جانب هذا فإن معظم أزمات الأسواق المالية أثرت في النظام المصرفي (تحولت إلى أزمة مصرفية)، عن طريق قناة سيولة المستثمرين [239] ص: 17.

2.2.2.5. مؤشرات الحيطة الجزئية.

تعتمد على مجموعة مؤشرات تجميعية أساسية لتحليل وضع المؤسسات المالية والتعرف بإطار "CAMELS"، والتي سبق الحديث عنه سابقا. وتتكون من:

1.2.2.2.5. ملاءة رأس المال.

برز استخدام ملاءة رأس المال، في منتصف القرن الماضي بمعادلة بسيطة، تعبر عن العلاقة بين رأس المال والودائع، ثم تطور إلى أن توجت بقيام لجنة بازل للإشراف والرقابة المصرفية إعداد معيار "بازل 1"، والذي اشتمل على وضع قواعد وأسس موحدة على مستوى العالم لقياس ملاءة رأس المال، من خلال تحديد العلاقة بين رأس المال المصرفي والموجودات الخطرة المرجحة داخل وخارج الميزانية، وحددت نسبته بـ 08% وطبقته المصارف العاملة في أكثر من 100 دولة [240] ص: 45.

يوضح مفهوم كفاية رأس المال العلاقة بين مصادر رأس مال المصرف والمخاطر المحيطة بموجودات المصرف، وتعتبر نسبة كفاية رأس المال أداة لقياس ملاءة المصرف، حيث يمكن تعريف درجة الملاءة في البنك: "بأنها احتمال اعسار البنك، حيث كلما انخفض احتمال الاعسار ارتفعت درجة

الملاءة"، أما قياس الملاءة فإن الجهات الرقابية اعتمدت بداية نسبة الرافعة المالية التي تقيس نسبة رأس المال إلى الموجودات لقياس الملاءة [226] ص: 07.

تحدد هذه المؤشرات مقدرة المؤسسات المالية على مواجهة الصدمات التي من الممكن أن تصيب بنود الميزانيات العمومية لهذه المؤسسات، وتكمن أهميتها في أنها تأخذ بعين الاعتبار أهم المخاطر المالية مثل مخاطر أسعار الصرف، ومخاطر الائتمان، ومخاطر أسعار الفائدة، فضلا عن احتساب مخاطر البنود خارج الميزانية مثل المتجارة بالمشتقات [236] ص ص: .07

2.2.2.2.5. جودة المنتجات.

بشكل عام تعتمد درجة مصداقية معدلات رأس المال على درجة موثوقية مؤشرات جودة ونوعية الأصول، كما أن مخاطر الاعسار في المؤسسات المالية، تأتي في الغالب من نوعية الأصول وصعوبة تسييلها، ومن هنا تأتي أهمية مراقبة المؤشرات التي تدل على جودة الأصول. إن مؤشرات جودة الأصول يجب أن تأخذ بعين الاعتبار مخاطر الائتمان المتضمنة في العمليات خارج الميزانية مثل الوكالات والرهونات والتجارة بالمشتقات. إن تقييم جودة الأصول عادة ما ينظر إليها من جهتين مختلفتين [227] ص: :208

1.2.2.2.2.5. المؤشرات المتعلقة بالمؤسسات المقترضة.

التركيز الائتماني القطاعي، الاقتراض بالعملة الأجنبية، القروض غير العاملة، القروض للمؤسسات العاملة الخاسرة، مخاطر الأصول، الاقراض المرتبط، مؤشرات الرفع المالي؛

2.2.2.2.2.5. مؤشرات المؤسسة المقرضة.

جودة القروض في محفظة الإقراض بالنسبة للمؤسسة المقرضة، نسبة الدين إلى حقوق الملكية، ربحية قطاع الشركات، المؤشرات الأخرى لظروف الشركات غير المالية، مديونية القطاع العائلي.

3.2.2.2.5. سلامة الإدارة.

يستند تصنيف الإدارة على فهم المخاطر الملازمة للنشاطات المصرفية والبيئية والاقتصادية السائدة. الأداء المالي للمصرف بالنظر إلى نوعية الأصول، كفاءة رأس المال، الأرباح والسيولة. تطوير وتنفيذ الخطط، السياسات، الإجراءات والضوابط في جميع مجالات العمل الرئيسية. قوة،

ملاءمة وظيفة وأعمال التدقيق الداخلي والخارجي. الالتزام بتشريعات وأنظمة البنك المركزي السارية المفعول. الاتجاهات نحو تغليب المصلحة العامة للمصرف. الالتزام بالقوانين ووجود تفاعل بين مجلس الإدارة والهيئة العامة للمساهمين. تطبيق مبادئ اكتساب الخبرة والمهارات الوظيفية مع مراعاة الإحلال الوظيفي. التجاوب مع اهتمامات وتوصيات البنك المركزي ومراعاة الدقة في التقارير والبيانات المالية. توفير برامج تدريبية للموارد البشرية واستقطاب فعال لها وإنها تعمل بدرجة عالية من الجودة.

تصنف الإدارات على هذا الأساس إلى 5 أصناف من 1 إلى 5. فالإدارات التي يتم تصنيفها "1"، تتميز بالفهم الشامل للمخاطر الملازمة للنشاطات المصرفية. قوة معدل الأداء المالي في جميع المجالات. الفهم الملائم والقدرة على الاستجابة للتغيرات في البيئة الاقتصادية. مراعاة الالتزام بعمليات التخطيط، دقة تنفيذ السياسات، الإجراءات والضوابط الرقابية الفعالة في مجالات العمل. دقة وملائمة وظيفة التدقيق الداخلي والخارجي. أما الإدارات المصنفة في الصنف "5"، فهي غير فاعلة على الإطلاق وتتطلب إجراء رقابي فوري حيث تظهر هذه الإدارة عيوب في معظم العوامل المذكورة أعلاه. ويشهد المصرف ضعف شديد في ادائه المالي. مما يستوجب الأمر على البنك المركزي أو الهيئة العامة للمساهمين فرض الوصاية على الموجودات وإجراء التغيير الفوري للإدارة. في حين تتميز الأصناف الأخرى بتوفر بعض المزايا تكثر كلما اقتربنا من الصنف "1" وتنقص عند العكس، وفيها بعض النقائص التي تكبر كلما اقتربنا من الصنف "5" وتنقص عند العكس [241] ص ص:9-11.

4.2.2.2.5. الإرادات والربحية.

يتم تقييم الكفاءة المالية للبنوك من خلال مجموعة من النسب والمؤشرات، ولعل أهم هذه النسب استعمالا، نسب المردودية، من معدل العائد على مجموع الأصول، معدل العائد على الأموال الخاصة. حيث يمكن أن يحدد معيار الربحية هدفين أساسين يتمثلان في مستوى قيمة النتائج وتطوراتها وكذلك نوعية ودقة النتائج. وبالتالي يمكن تقييم نتائج البنك بدلالة الأبعاد التالية [226] ص ص: 09، 10:

- القدرة على توليد الأرباح غير الموزعة؛
- مستوى الاستقرار في النتائج؛
- مستوى تكاليف النشاطات؛
- مستوى فعالية نظام الموازنة التقديرية ونظام الإعلام في المؤسسة؛

- مستوى إدارة نشاطات الصرف والفوائد.

5.2.2.2.5. السيولة والتمويل.

سوء تسيير السيولة قصيرة الأجل، قد تؤدي إلى إفلاس البنوك، خاصة التي كانت تعاني من مشكل نقص الملاءة. المؤشرات التقليدية كانت تركز على مستويين هما: أثر مصدر تغطية مصادر تمويل البنك (الاحتياطات)، وأثر عدم التوزان بين تواريخ الاستحقاق (القروض طويلة الأجل مغطاة بالودائع قصيرة الأجل). باعتبار أن السيولة في البنك يمكن أن تتغير بسرعة كبيرة فمن الضروري حساب وتحليل عدة نسب أخرى، على رأسها نسبة الودائع إلى القروض (باستثناء عمليات ما بين البنوك)، التي تعطي مؤشر على قدرة الجهاز المصرفي على تعبئة الودائع للوفاء بالتزاماتها . بالإضافة إلى نسبة الأصول السائلة إلى إجمالي الأصول، التي تبين هيكل استحقاق محفظة الأصول، التي تبين إن كانت هناك فوارق جوهرية في تواريخ الاستحقاق. إلى جانب هذا فإن ارتفاع حجم تمويل البنك المركزي للبنوك الأخرى دليل على وجود مشاكل كبيرة في السيولة بالجهاز المصرفي الذي يمكن أن يؤدي إلى أزمة مصرفية [242] ص ص: 18- 20.

6.2.2.2.5. درجة الحساسية لمخاطر السوق.

تتعلق هذه المؤشرات بالمحافظ الاستثمارية بالنسبة للمؤسسات المصرفية، إذ أن هذه المحافظ تحتوي على عدد كبير من الأدوات المالية، الأسهم، السندات الحكومية والأجنبية، سندات المؤسسات والمشتقات المالية، وهذه الأدوات تخضع لمخاطر مختلفة [236] ص ص: 08، :09

1.3.2.2.2.5. مخاطر أسعار الصرف.

وهي المخاطر التي يتعرض لها المتعاملون بالعملات الأجنبية ويحاول تجنبها أو تقليل مخاطرها، وتكون في سوق العملات الأجنبية؛

2.3.2.2.2.5. مخاطر أسعار الفائدة.

تشير إلى مدى حساسية التدفقات النقدية الداخلية والخارجية، لتغيرات أسعار الفائدة، ويحصل هذا عادة إذا كان يمكن إعادة التسعير في مدة زمنية معينة؛

3.3.2.2.2.5. مخاطر أسعار الأسهم.

وتنتج عن تذبذب أسعار الأسهم، ويمكن حسابها من خلال نموذج التسعير الرأسمالي للأصول، أو نظرية المضاربة في تسعير الأصول والتي تربط بين سعر السهم وعنصر المخاطرة؛

4.3.2.2.2.5. مخاطر أسعار السلع.

هناك أهمية كبيرة لمخاطر أسعار السلع بالنسبة للمؤسسات المالية المتنوعة، وهذه الأهمية تختلف من بلد إلى آخر على الرغم من أن الاستثمار في أغلب المؤسسات المالية في السلع قليل، إذ أن أسعار السلع تميل إلى التغيير أكثر من أسعار الصرف والفائدة، وأسواقها غالبا ما تكون أقل سيولة.

3.5. نموذج الانحدار غير خطي اللوغاريتم الاحتمالي ثنائي الحد للتنبؤ بأزمة العملة.

تعتبر نظم الإنذار ذات أهمية كبيرة في توقع الأزمات المالية عن طريق الإشارات التي يتم إرسالها بصفة مستمرة حول وضعية الاقتصاد، وإمكانية تعرضه لأزمة في المستقبل، لكن صحة الإشارات مبني على حسن البناء وسلامة التغيرات المستعملة فيه، وتعتبر الأساليب غير الخطية من أحسن الطرق المستعملة في ذلك، وعليه سنحاول في هذا المبحث بناء نظام للإنذار المبكر ثنائي الحد اللوغاريتم الاحتمالي، ونختبر من صلاحيته وجودته في التنبؤ بأزمات العملة في مجموعة دول مختارة.

1.3.5. الجوانب المنهجية للدراسة.

تقوم هذه الدراسة باختبار كفاءة نظام الإنذار المبكر غير الخطي "اللوغاريتم الاحتمالي" ثنائي الحد، على التنبؤ بأزمات العملة، وذلك في خمس دول مختارة تعرضت لأزمات العملة في نهاية القرن الماضي وبداية القرن الحالي، وعليه نقدم في هذا المطلب الجوانب المنهجية المرتبطة بهذه الدراسة، وتقديم المتغيرات المستعملة من أجل ذلك والمتعلقة بكل دول عينة الدراسة.

1.1.3.5. تقديم الدراسة.

عرفت الكثير من الدول عدة أزمات عملة في نهاية القرن الماضي وبداية القرن الحالي، خاصة النامية منها. وتعتبر من أكبر التحديات التي تواجه متخذي القرار في هذه الدول، بسبب آثارها وانعكاساتها على شتى الميادين، ووقوفها عائقا أمام التنمية التي تناشدها هذه الدول.

ونظرا للتكلفة الباهظة التي تتحملها هذه الدول في سبيل التصدي لهذه الأزمات، ومعالجة مخلفاتها، أصبح من الضروري بمكان اتباع سبيل الوقاية منها، عن طريق التنبؤ المبكر بها، والذي يظهر في شكل أعراض على متغيرات مختلفة. وهذا ببناء نظام للإنذار المبكر بأزمات العملة.

نظام الإنذار المبكر لأزمة العملة ومن خلال مؤشرات تعطى له، وبعتبات محددة، يقدم اشارات مستمرة حول وضعية الاقتصاد، وعن إمكانية تعرضه للأزمة في فترة محددة. نختبر في هذه الدراسة كفاءة نظم الإنذار المبكر في الإنذار بأزمات العملة، وذلك بتطبيقه على أزمات سابقة، وتتبع الإشارات التي يقدمها قبل، خلال وبعد الأزمة.

نستخدم في هذه الدراسة النموذج اللوغارتمي الاحتمالي (Logit/Probit) ثنائي الحد، ونهتم بمؤشر الضغط المضاربي، بحيث يسمح مؤشر الأزمة في هذا النموذج بتقدير احتمال تعرض سوق العملة إلى ضغوط مضاربية.

نستخدم في هذه الدراسة سعر الصرف الحقيقي، الاحتياطات من العملات الأجنبية ومعدلات الفائدة الاسمية. لمجموعة من الدول التي تعرضت إلى أزمات عملة، ونقوم باختبار قدرة النموذج على التنبؤ بالأزمة عند مستويات مختلفة، 50%، 25% و20%. وباستعمال عدة اختبارات قياسية على العينة وخلال فترة الدراسة. وهذا بالاستناد على حزمة (E-Views 7).

2.1.3.5. تقديم عينة الدراسة.

لاختبار كفاءة نموذج الإنذار المبكر للتنبؤ بأزمات العملة، اخترنا خمس دول تعرضت لأزمات عملة في السنوات الماضية، وهي تركيا، أندونيسيا، مليزيا من آسيا، والأرجنتين والمكسيك من أمريكا الجنوبية. بحيث استخدمنا سعر الصرف الحقيقي لعملاتها مقابل الدولار الأمريكي، احتياطاتها من الصرف الأجنبي عدا الذهب ومعدلات الفائدة الاسمية لثلاثة أشهر للودائع، خلال الفترة ما بين جانفي 1990 وديسمبر 2012، ببيانات شهرية، مما يعطي 276 مشاهدة لكل متغير، وبذلك 828 مشاهدة لكل دولة، بمجموع إجمالي 4140 مشاهدة. والمتحصل عليها من قاعدة البيانات المالية لصندوق النقد الدولي (IFS).

1.1.1.3.5. الخصائص الوصفية لعينة الدراسة.

الخصائص الوصفية للعينة محل الدراسة، مبينة في الجدول التالي:

	Mean	Median	Std. Dev.	Skewness	Kurtosis	Jarque-Bera*	Prob*	Obser
EXCHAARGENTINA	2.120222	1.000000	1.293796	0.365298	1.557544	30.06619	0.000000	176
EXCHAINDONESIA	6795.270	8748.400	3468.229	-0.465626	1.538548	34.53534	0.000000	176
EXCHAMALAYSIA	113.6013	108.5550	12.90302	0.558615	1.887511	28.58711	0.000001	176
EXCHAMEXICO	94.85983	96.43920	10.63976	-0.586396	3.616421	20.18729	0.000041	176
EXCHATURKEY	0.834677	1.173867	0.686771	-0.068007	1.244816	35.64045	0.000000	176
INTERARGENTINA	78.55620	9.175000	638.8157	13.38530	194.4795	429882.0	0.000000	176
INTERINDONESIA	14.43384	12.94500	8.352195	2.073238	8.843524	590.4104	0.000000	176
INTERMALAYSIA	4.567138	3.260000	2.084913	0.829655	2.410387	35.66096	0.000000	176
INTERMEXICO	10.77837	5.705000	10.63498	1.423306	4.999179	139.1490	0.000000	176
INTERTURKEY	48.31859	47.21500	27.27784	0.335652	2.160529	13.28663	0.001303	176
RESERVARGENTINA	2.30E+10	1.98E+10	1.45E+10	0.557137	2.028133	25.14053	0.000003	176
RESERVINDONESIA	3.54E+10	2.81E+10	2.85E+10	1.427038	4.277035	112.4305	0.000000	176
RESERVMALAYSIA	5.22E+10	3.21E+10	3.91E+10	0.809081	2.277685	36.11213	0.000000	176
RESERVMEXICO	5.38E+10	4.08E+10	4.00E+10	0.946698	3.082390	41.30500	0.000000	176
RESERVTURKEY	3.52E+10	2.35E+10	2.80E+10	0.685182	2.052941	31.91043	0.000000	176

* ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 5%.

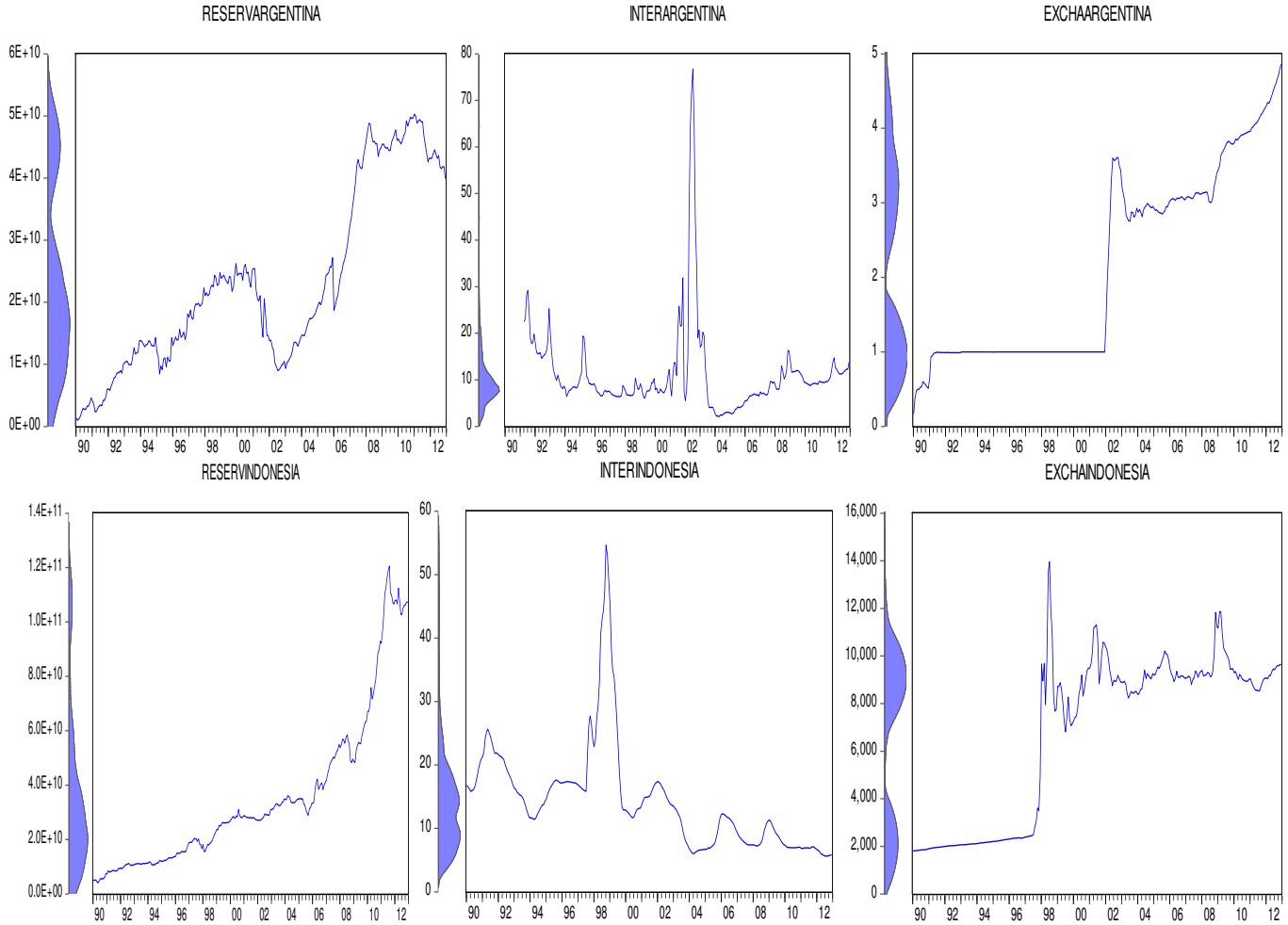
جدول رقم (5-3): الخصائص الوصفية لعينة الدراسة. [من إعداد الباحث بالاعتماد على برنامج E-Views 7]

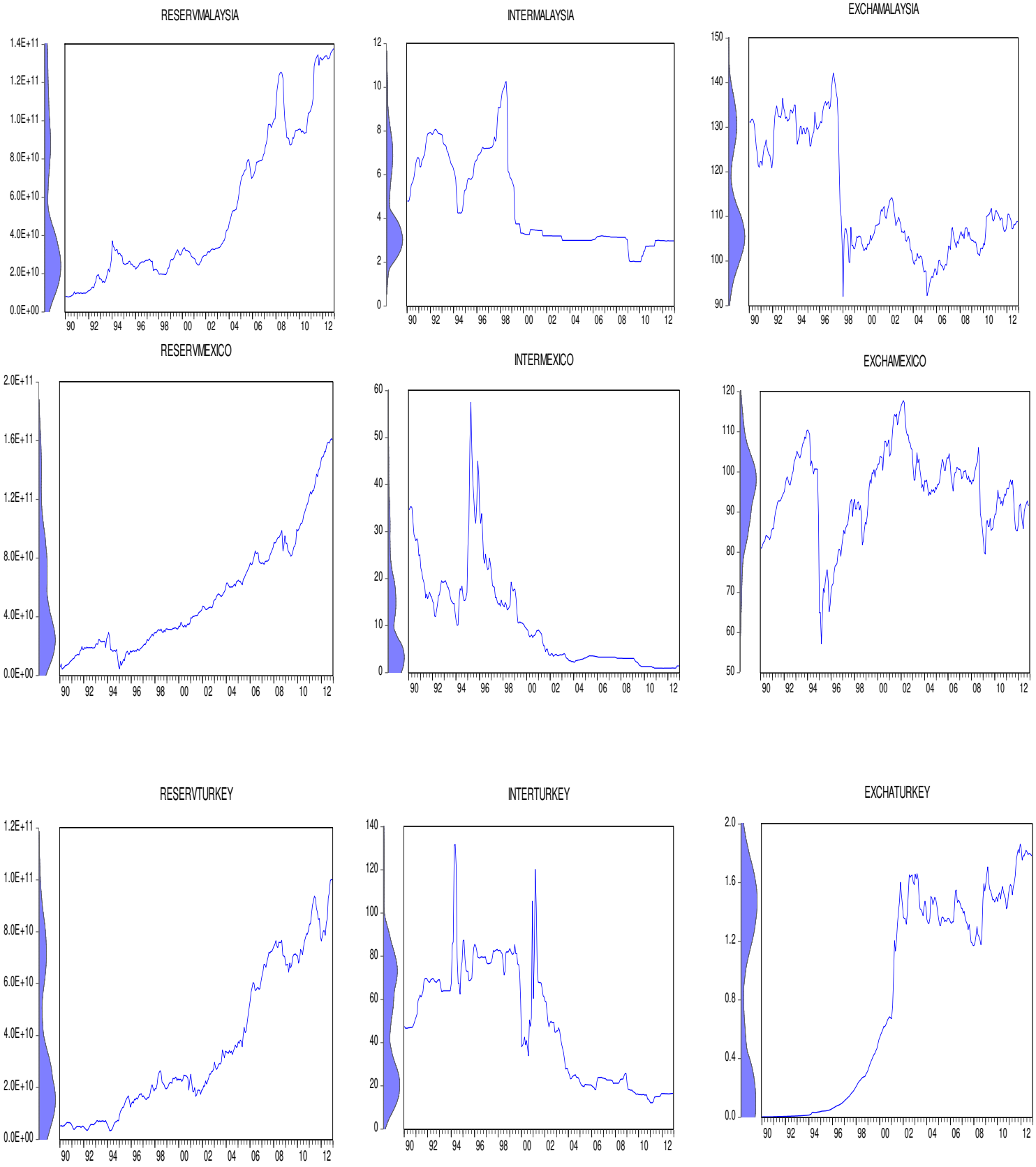
يبين الجدول الخصائص الاحصائية الوصفية لكل متغيرات الدراسة خلال الفترة المدروسة، بحيث يبين المتوسط الحسابي، الوسيط، الانحراف المعياري، معامل الالتواء، معامل التفلطح، اختبار التوزيع الطبيعي (J.B).

من خلال هذا الجدول يتبين وجود تقارب كبير بين متوسط قيم المتغيرات ومنوالها مما يعني عدم وجود تباعد كبير بين قيم المتغيرات، إلا في حالة سعر الصرف في أندونيسيا ومعدل الفائدة الحقيقي في الأرجنتين، أين يتبين وجود تغيرات كبيرات في المتغيرين خلال فترة الدراسة. ويتأكد هذا من خلال قيم الانحراف المعياري، معاملات التفلطح بالنسبة لقيم سعر الصرف في المكسيك ومعدل الفائدة في الأرجنتين وأندونيسيا والمكسيك، الاحتياطات في أندونيسيا والمكسيك، أكبر من 3 مما يعني وجود قيم متطرفة كثيرة خاصة في حالة معدل الفائدة في الأرجنتين، وباقي المتغيرات معامل تفلطحها أقل من 3 مما يعني عدم وجود قيم متطرف أو قليلة جدا. كل المؤشرات ملتوية إلى اليمين باعتبار أن معامل الالتواء أكبر من الصفر، وهي أكثر التواءا في حالة معدلات الفائدة في الأرجنتين. إلا في حالة سعر الصرف في أندونيسيا، المكسيك وتركيا بحيث معامل الالتواء يختلف عن الصفر وسالب فهي ملتوية إلى اليسار. اختبارات (J.B) عند مستوى معنوية 5% تدل على أن السلاسل لا تتبع التوزيع الطبيعي وهي حالة أغلب السلاسل المالية.

2.1.1.3.5. التمثيل البياني للسلاسل.

الأشكال الموالية تبين التمثيل البياني للسلاسل خلال فترة الدراسة.





الشكل رقم (5-2): التمثيل البياني للمتغيرات المدروسة.[من إعداد الباحث بالاعتماد على برنامج E-Views 7].

تمثل الأشكال السابقة تمثيلا بيانيا لمتغيرات الدراسة والتي تم توزيعها حسب الدول، وتم تمثيل المتغيرات بيانيا من أجل ملاحظة سلوكاتها عبر الزمن، بحيث تظهر المتغيرات المتشابهة اختلافا كبيرا من دولة إلى أخرى، باستثناء الاحتياطات من الصرف الأجنبي التي تبدي سلوكا مشابها في كل البلدان المدروسة بحيث تتجه إلى الارتفاع عبر الزمن ولكن بنسب مختلفة.

2.1.3.5. تقديم نموذج الدراسة.

يعتبر مؤشر الضغط المضاربي من أكبر المؤشرات المفسرة لأزمات العملة لذي سيعتمد عليه في هذه الدراسة، باستعمال نموذج الانحدار غير خطي اللوغاريتم الاحتمالي ثنائي الحد وهو المستعمل في دراسة (ALI ARI)، التي ذكرت في الدراسات السابقة.

نموذج الانحدار غير الخطي من نوع (logit/Probit) يعتبر الأحسن لبناء نظام للإنذار المبكر بأزمة العملة، كونه يعتبر الأكثر مرونة، ويسمح باستعمال عدة اختبارات قياسية، وهذا لقياس تأثير المتغيرات المستقلة (اقتصادية، مالية) على المتغير التابع (الأزمة). هذا النموذج لديه القدرة على التقييم المباشر للاحتمال الشرطي لحدوث الأزمة، من خلال عدة متغيرات تفسيرية والمدرجة بالنموذج في شكل خطي.

يمكن اشتقاق النموذج اللوغاريتمي الاحتمالي من نموذج يحمل متغير كامن أو غير مراقب y_t^*، كما هو الحال بالنسبة لمؤشر الضغط المضاربي لأزمة العملة ISP1، كما هو في النموذج الموالي، الذي يرتبط خطيا مع المتغيرات التفسيرية.

$$y_t^* = X_t\beta + u_t$$

المتغير التابع y وهو متغير الأزمة ثنائي الحد C_t، يتم تحديده بـ y_t^* بحيث إذا تعد عتبة معينة يؤخذ القيمة 1، ويؤخذ القيمة 0 عند العكس.

$$y_t = \begin{cases} 1si\ y_t^* > 0 \\ 0\ si\ y_t^* \leq 0 \end{cases}$$

احتمال أن $y_t = 1$ تحسب على أساس المتغيرات المستقلة، حسب النموذج التالي:

$$Prob(y_t = 1|X_t\beta) = Prob(y_t^* > 0)$$

$$= Prob(X_t\beta + u_t > 0)$$

$$= F_u(-X_t\beta)$$

النموذج مبني على أساس مؤشر الأزمة ISP1، الذي يعمل كمتغير ثنائي الحد للأزمة C_t بحيث يأخذ القيمة 1 في حالة الأزمة والقيمة 0 في حالة الاستقرار. إذا الأزمة تحدث لما يأخذ مؤشر الأزمة ISP1 قيمة أكبر من عتبة محددة، على أساس ثلاث مرات الانحراف المعياري $3\sigma_{IPS1}$ زائد معدله خلال فترة الدراسة μ_{IPS1}، هذا المؤشر يعتبر الأزمة كضغط مضاربي كبير على سوق الصرف، والمتكون من متوسط التغيرات الشهرية لسعر الصرف الحقيقي، الاحتياطات الرسمية من الصرف ومعدل الفائدة الاسمي.

النموذج يقدر احتمال الأزمة استنادا إلى المتغيرات المفسرة، وفقا للمعادلة التالية:

$$P_t = Prob(C_t|\Omega_t) = F(X_t\beta)$$

بحيث احتمال حدوث أزمة العملة C_t=1، يكون في فترة أو فترات محددة قبل الأزمة، وشرطيا مع مجموعة من البيانات Ω_t التي تعطى بمعلمات من عدة متغيرات اقتصادية ومالية تفسيرية X_t التي تكون كما يلي:

$$X_t\beta = \beta_1 X_1 + \cdots \beta_1 X_n$$

يتم تأخير المتغيرات التفسيرية بشهر، لتجنب مشكلة العلاقة الخطية المتداخلة المتعددة، ولجعل النموذج يتفق مع آلية حدوث الأزمات. ليكون النموذج كما يلي:

$$\wedge (X_t\beta) = \frac{1}{1 + \exp{(X_t\beta)}} = \frac{\exp{(X_t\beta)}}{1 + \exp{(X_t\beta)}}$$

احتمال حدوث الأزمة أو عدمها خلال الفترة t تقدر بالنموذج التالي:

$$P_t = Prob(C_t = 1|\Omega_t) = F(X_t\beta) = \frac{1}{1 + \exp{(-X_t\beta)}} = \frac{\exp{(X_t\beta)}}{1 + \exp{(X_t\beta)}}$$

$$1 - P_t = Prob(C_t = 0|\Omega_t) = F(X_t\beta) = \frac{1}{1 + \exp{(X_t\beta)}}$$

يمكن مقارنة احتمال حدوث الأزمة نسبة إلى احتمال عدم حدوثها، استنادا إلى معلمات المتغيرات المفسرة، كما يلي:

$$\frac{P_t}{1-p_t} = \frac{1+\exp\left(X_t\beta\right)}{1+1+\exp\left(-X_t\beta\right)} = X_t\beta$$

اللوغاريتم العشاري للمعادلة يعطى كما يلي:

$$L_t = \log\left(\frac{P_t}{1-P_t}\right) = X_t\beta$$

النموذج اللوغريتمي كغيره من النماذج ثنائية الحد، عادة ما تعمل بمنهجية الحد الأقصى، نظرا للطبيعة غير الخطية للمعادلة.

$$l(C,\beta) = \sum_{t=1}^{n} (C_t \log\big(F(X_t\beta)\big) + (1-C_t)\log\big(1-F(X_t\beta)\big))$$

عند تقدير النموذج فإن المعاملات، مؤشر المعاملات والأخطاء المعيارية للمتغيرات التفسيرية، تسمح بالتحقق من العلاقة المفترضة بين مؤشر الأزمة، وإشارات الإنذار. وتسمح لنا بالتأكد من صحة الفرضيات النظرية التي يقوم عليها النموذج.

اختبار التوزيع الطبيعي واختبار ستودنت، مع العتبات الاحتمالية، تقدم الدلالة الإحصائية للمتغيرات المفسرة. ويمكننا اختبار كفاءة النموذج بوضع العتبات الاحتمالية للأزمة 50%، 25%، 20% التي يقوم عليها النموذج.

2.3.5. اختبار كفاءة نظام الإنذار المبكر بالتنبؤ بأزمة العملة.

نقوم بإدخال المتغيرات المدروسة خلال فترة الدراسة، ثم نتتبع الإشارات التي يرسلها النظام، لاختبار كفاءته في التنبؤ بالأزمات السابقة التي تعرضت لها الدول المستعملة في عينة الدراسة، ونتائج الاختبارات يتم التعرض إليها في هذا المطلب.

1.2.3.5. استعمال النموذج للتعرف على أزمات العملة.

يتم اكتشاف العملة من خلال مؤشر الضغط المضاربي IPS1، وهو مؤشر تابع لعدة متغيرات مستقلة مالية واقتصادية، وهو يتبع النموذج التالي:

$$IPS1_t = \frac{1}{\sigma_{TCR}}\left(\frac{TCR_t - TCR_{t-1}}{TCR_{t-1}}\right) - \frac{1}{\sigma_{RES}}\left(\frac{RES_t - RES_{t-1}}{RES_{t-1}}\right) + \frac{1}{\sigma_{TIN}}(TIN_t - TIN_{t-1})$$

بحيث:

TCR: سعر صرف الحقيقي للعملة المحلية مقابل الدولار الأمريكي، ويحسب على أساس المعادلة التالية:

$$TCR = (TCN * P^*)/P$$

TCR: سعر الصرف الاسمي؛

P: الرقم القياسي لأسعار الاستهلاك المحلي؛

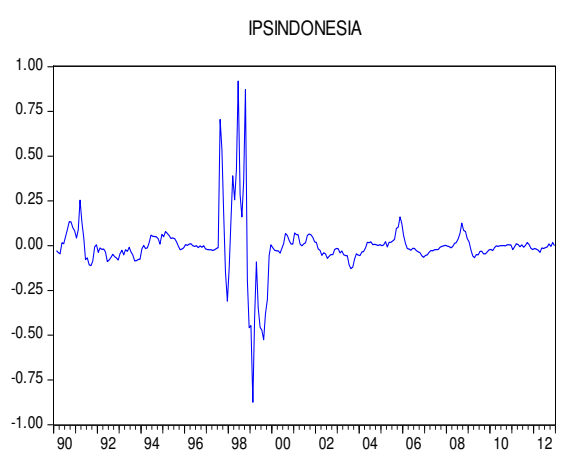
P*: الرقم القياسي لأسعار الاستهلاك في أمريكا؛

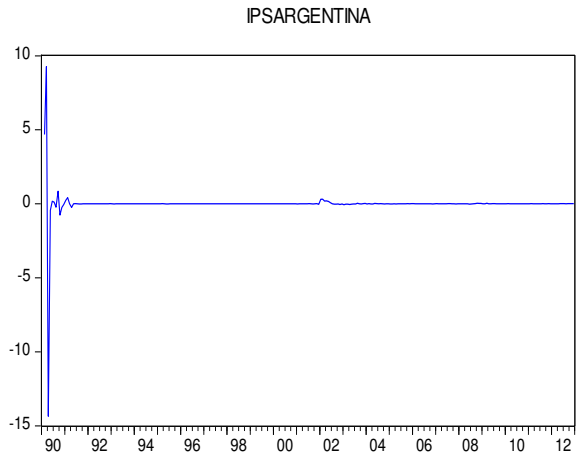
RES: الاحتياطات الأجنبية باستثناء الذهب؛

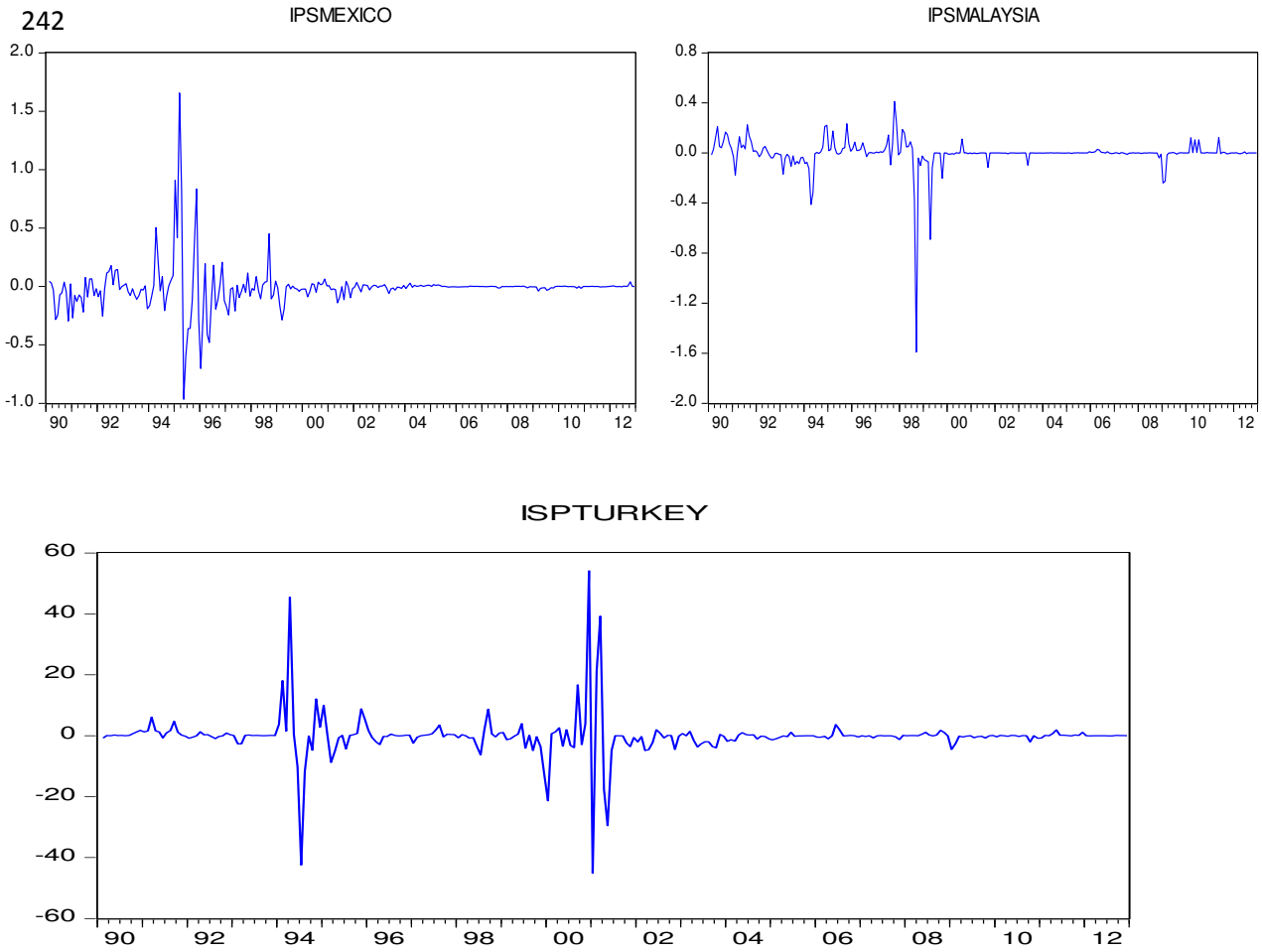
TIN: معدل الفائدة الاسمية؛

σ_{TCR} و σ_{RES} و σ_{TIN}: الانحراف المعياري لسعر الصرف الحقيقي، الاحتياطات الأجنبية ومعدل الفائدة الاسمي على التوالي.

بتطبيق هذا النموذج على بيانات عينة الدراسة خلال الفترة المدروسة، تعطي النتائج التي تم تمثيلها في الأشكال البيانية التالية:





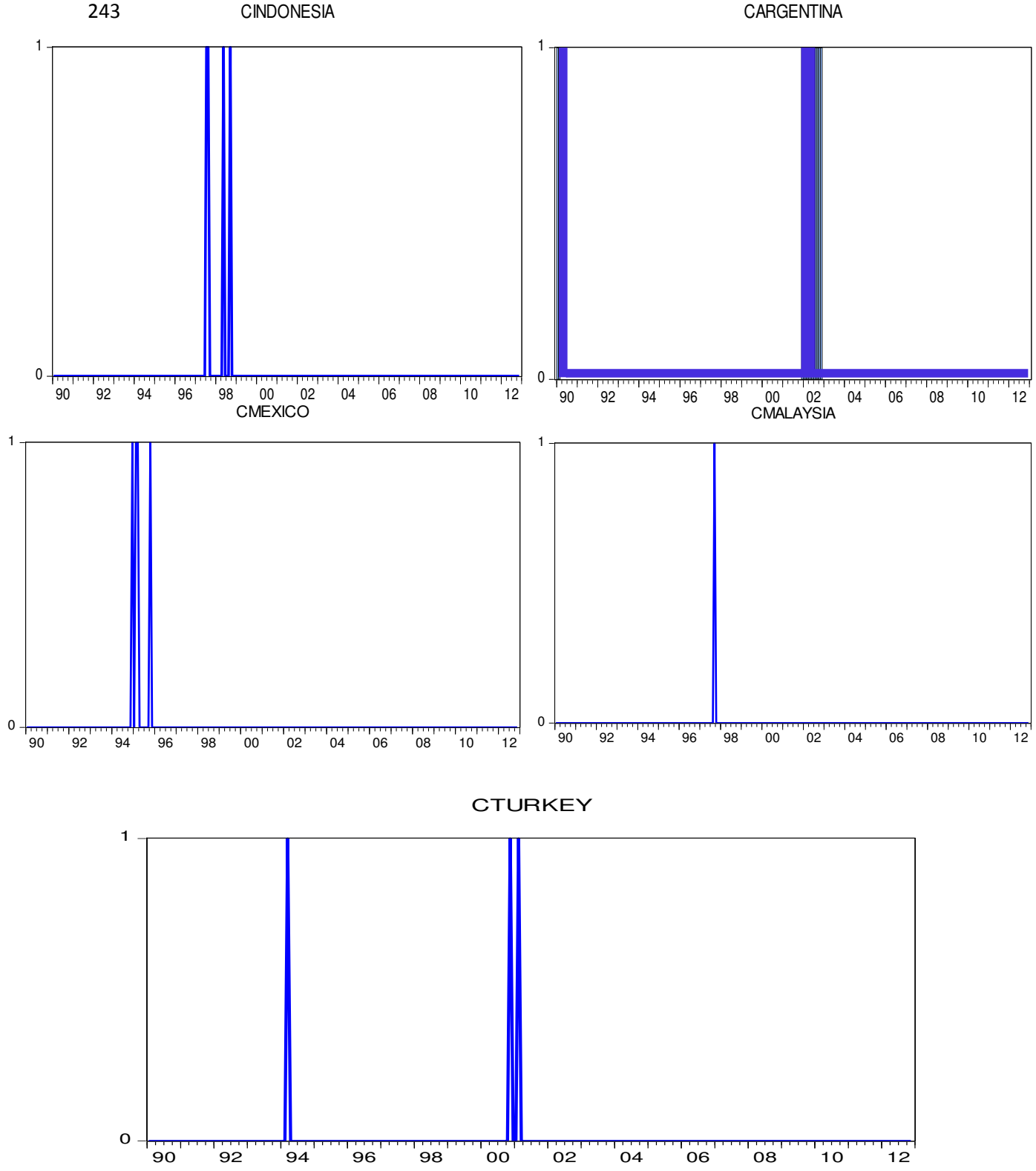


الشكل رقم (3-5): التمثيل البياني لمؤشر أزمة العملة IPS1 [من إعداد الباحث بالاعتماد على برنامج E-Views 7].

تحدث أزمة العملة حسب هذا النظام، إذا تعدى معامل IPS1 عتبة معينة، وهي في نموذجنا ثلاث مرات انحرافه المعياري $3\sigma_{IPS1}$ مضاف إليه متوسطه خلال فترة الدراسة μ_{IPS1}.

$$C_t = \begin{cases} 1\ Si\ IPS1_t > 3\sigma_{IPS1} + \mu_{IPS1} \\ 0\ Si\ non \end{cases}$$

بتطبيق هذا النظام على الدول المشكلة لعينة الدراسة خلال الفترة المدروسة، أعطت النتائج المبينة في الشكل التالي:



الشكل رقم (5-4): نتائج اختبار النموذج في اكتشاف أزمات العملة. [من إعداد الباحث بالاعتماد على برنامج E-Views 7].

قمنا بإدخال المعطيات التاريخية المتعلقة بعينة الدراسة في النموذج المقترح للإنذار المبكر بأزمات العملة، لاختبار إمكانية النموذج من التنبؤ بأزمات العملة التي تعرضت لها الدول محل

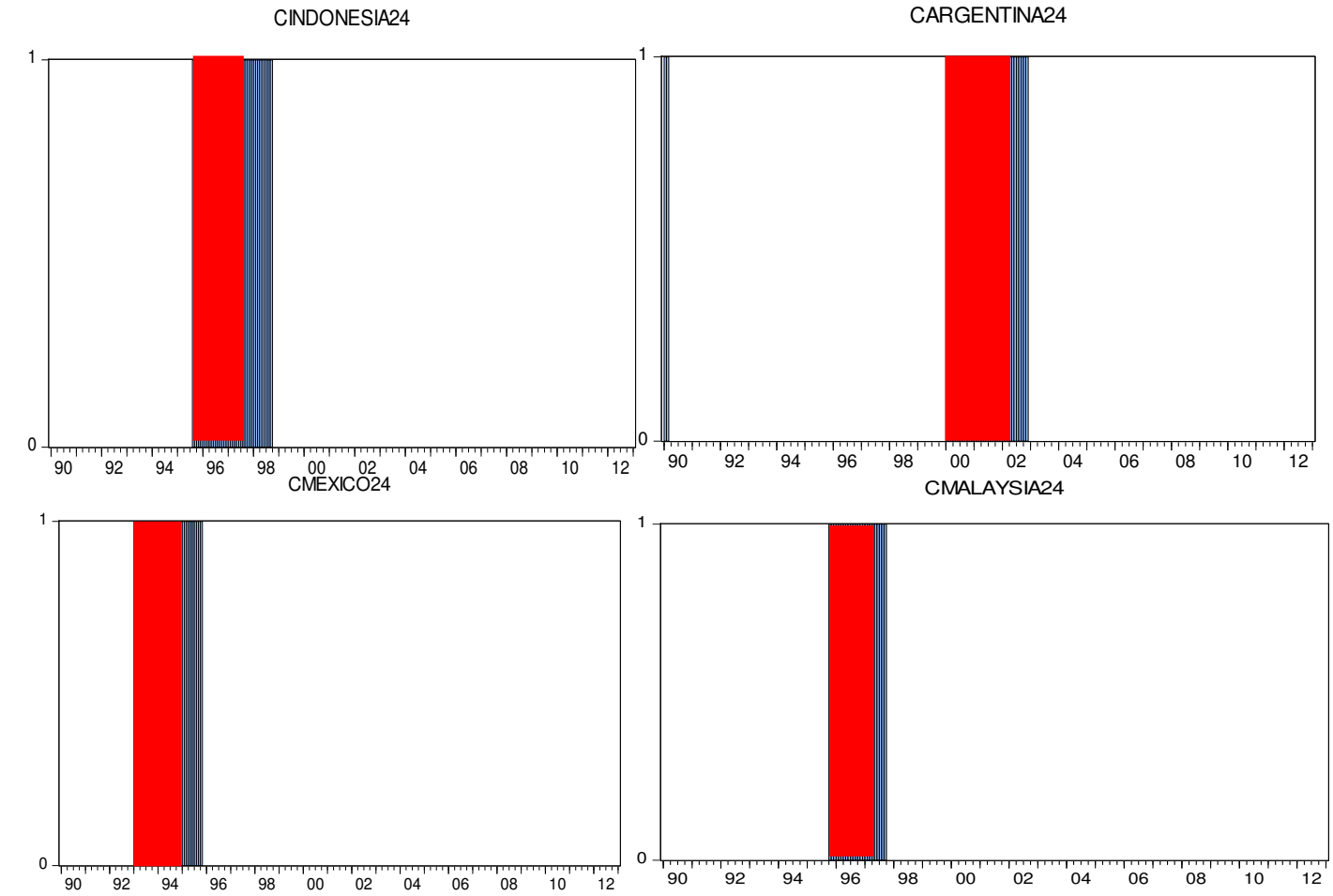
الدراسة خلال فترة الدراسة، ومن خلال الأشكال البيانية السابقة، يتبين لنا ان النموذج تمكن من التنبؤ بالتواريخ الحقيقية لكل أزمات العملة التي تعرضت لها هذه الدول خلال الفترة المدروسة.

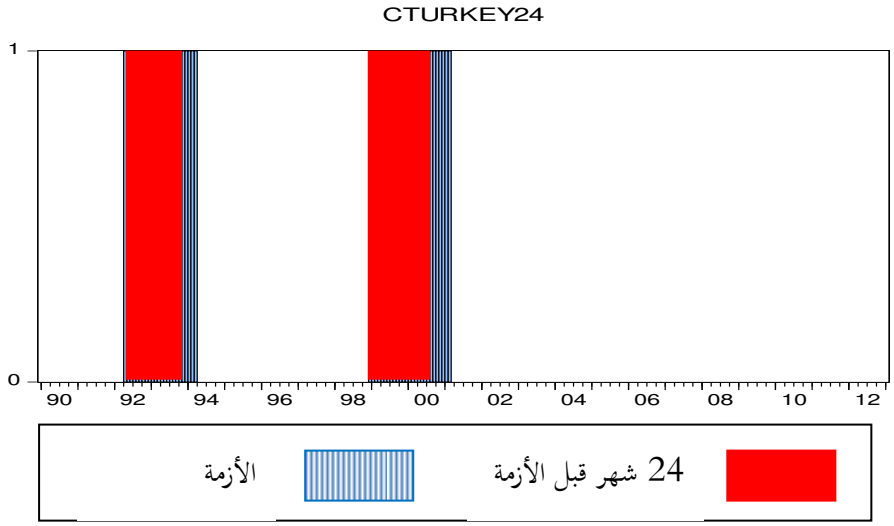
2.2.3.5. استعمال النموذج للتنبؤ بإشارات ما قبل الأزمة.

توصلنا من خلال الاختبار السابق إلى النموذج تمكن من التنبؤ بالتواريخ الحقيقية للأزمات التي تعرضت لها الدولة عينة الدراسة، لكن المطلوب هو التنبؤ بالأزمة قبل حدوثها بوقت من أجل منح سلطات البلد إمكانية تصحيح الاختلالات لتجنب الأزمة. تكون الأزمة ممكنة الحدوث قبل أربعة وعشرون (24) شهرا إذا كان:

$$C_{24n,t} = \begin{cases} 1\ Si\ \sum_{j=1}^{24} C_{1n,t+j} > O \\ 0\ Si\ non \end{cases}$$

بتطبيق النموذج على دول عينة الدراسة، أعطت النتائج الموضحة في الأشكال التالية:





الشكل رقم (5-5): التنبؤ بإشارات الأزمة 24 شهر قبل حدوثها. [من إعداد الباحث بالاعتماد على برنامج E-Views 7].

نلاحظ من خلال الأشكال السابقة، أن النموذج قدم إشارات حقيقية عن فترات ما قبل الأزمة، أي بدأ بإرسال الإشارات عن وجود اختلالات في الأنظمة الاقتصادية للدول المدروسة، أربعة وعشرون (24) شهرا قبل حدوث الأزمة، وهذا من شأنه أن يسمح بتصحيح هذه الاختلالات حتى لا تتحول إلى أزمة عملة، وما ينجر عنها من آثار سلبية.

3.3.5. اختبار جودة النموذج.

توصلنا في المطلب السابق إلى أن النظام استطاع أن يتنبأ بالأزمات المالية التي تعرضت لها دول العينة، وكذلك للإشارات التي سبقت الأزمة بأربعة وعشرون شهرا، وعليه يجب التأكد من جودة النموذج، وصلاحية متغيراته، وإمكانية الاعتماد عليه، وهذا ما سنقوم به في هذا المطلب.

1.3.3.5. الخصائص الوصفية لمؤشر الأزمة.

الجدول الموالي يبين الخصائص الوصفية لمؤشر الأزمة في كل الدول المدروسة.

	IPSArgentina	IPSIndonesia	IPSMalaysia	IPSMexico	ISPTurkey
Moyenne	0.002862	-0.004774	-0.003231	-0.011257	-0.075497
Médiane	0.000237	-0.010767	0.000188	-0.001327	0.001821
maximum	9.264916	0.919625	0.411490	1.656827	54.09592
Minimum	-14.35653	-0.874021	-1.591105	-0.964596	-45.15188
Ecart type	1.074106	0.151250	0.129804	0.188369	7.316591
Skewness	-6.089452	0.917832	-7.251162	2.806205	1.162322
Kurtosis	138.5699	18.57936	86.44956	31.75608	30.95033
Jarque-Bera*	212294.4	2819.735	82203.76	9835.962	9013.408
Probabilité*	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
Observations	275	275	275	275	275

* ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 5%.

الجدول رقم (5-4): الخصائص الوصفية لمؤشر الأزمة. [من إعداد الباحث بالاعتماد على برنامج E-Views 7]

يبين الجدول الخصائص الاحصائية الوصفية لكل متغيرات الدراسة خلال الفترة المدروسة، بحيث يبين المتوسط الحسابي، الوسيط، الانحراف المعياري، معامل الالتواء، معامل التفلطح، اختبار التوزيع الطبيعي (J.B).

من خلال هذا الجدول يتبين أن متوسط كل المؤشرات سالب إلا في حالة الأرجنتين وهو دليل على وجود فترات انهيار كبيرة في المؤشرات المستعملة في حسابه، الانحرافات المعيارية صغيرة وهو دليل على حجم الانحراف عن الوسط، إلا في حالة تركيا الذي هو كبير وهو مفسر بوجود أزمتين ماليتين خلال فترة الدراسة، معامل التفلطح بالنسبة لمؤشرات الأزمة لكل الدول المدروسة أكبر من 3 مما يعني وجود قيم متطرف في كثيرة في كل المؤشرات، مؤشرات الأزمة بالنسبة لاندونيسيا، المكسيك وتركيا ملتوية إلى اليمين باعتبار أن معامل الالتواء أكبر من الصفر، أما في حالة الأرجنتين وماليزيا معامل الالتواء يختلف عن الصفر وسالب فهي ملتوية إلى اليسار. اختبارات (J.B) عند مستوى معنوية 5% تدل على أن السلاسل لا تتبع التوزيع الطبيعي وهي حالة أغلب السلاسل المالية.

2.3.3.5. اختبار استقرار مؤشر الأزمة ADF.

نقوم باختبار استقرار سلسلة مؤشرات الأزمة لأن هناك بعض السلاسل الزمنية تتسم بالاستقرار لعدم احتوائها على جذر الوحدة، وهذا ما يؤدي إلى عدم استقلال متوسط وتباين المتغير عن

الزمن، لهذا تكون العلاقة بين المتغيرات زائفة، وعليه نقوم باختبار وجود جذر الوحدة باستخدام اختبار (ADF). والذي يتعمد على النموذج التالي:

$$\Delta y_t = A_1 + A_2 T + \lambda y_{t-1} + \beta_i \sum_{i=1}^{k} \Delta y_{t-1} + \mu_t$$

الفروق الأولى:

$$\Delta y_{t-1} = y_{t-1} - y_{t-2}$$

الفروق الثانية:

$$\Delta y_{t-2} = y_{t-2} - y_{t-3}$$

يتم اختبار السلسلتين تحت الفرضيتين التاليتين:

H_0: $\lambda \neq 0$ السلسلة غير مستقرة؛

H_1: $\lambda = 0$ السلسلة مستقرة؛

فإذا كانت الفروض الأولى من سلسلة السير العشوائي مستقرة فنقول أن السلسلة الأصلية متكاملة من الدرجة الأولى I(1)، أما إذا استقر المتغير العشوائي عند الفروق الثانية فنقول أن السلسلة متكاملة من الدرجة الثانية.

نتائج الاختبار موضحة في الجدول التالي:

		Test ADF		Test critical values		
		t-Statistic	Prob.*	Intercept	Trend & Intercept	None
Level	IPSArgentina	-22.48569	0.0000	-2.871883	-3.426311	-1.941986
	IPSIndonesia	-7.231271	0.0000	-2.871883	-3.426311	-1.941986
	IPSMalaysia	-11.67684	0.0000	-2.871883	-3.426311	-1.941986
	IPSMexico	-6.226082	0.0000	-2.872121	-3.426682	-1.942013
	ISPTurkey	-17.39084	0.0000	-2.871883	-3.426311	-1.941986
1st difference	IPSArgentina	-75.39005	0.0001	-2.871961	-3.426433	-1.941995
	IPSIndonesia	-15.89793	0.0000	-2.871961	-3.426433	-1.941995
	IPSMalaysia	-12.64255	0.0000	-2.872121	-3.426682	-1.942013
	IPSMexico	-13.79717	0.0000	-2.872162	-3.426745	-1.942017
	ISPTurkey	-11.30183	0.0000	-2.872203	-3.426809	-1.942022
2nd difference	IPSArgentina	-10.10463	0.0000	-3.454534	-3.426619	-1.942008
	IPSIndonesia	-10.33598	0.0000	-2.872455	-3.427203	-1.942050
	IPSMalaysia	-12.70273	0.0000	-2.872286	-3.426939	-1.942031
	IPSMexico	-11.96201	0.0000	-2.872455	-3.427203	-1.942050
	ISPTurkey	-10.72728	0.0000	-2.872455	-3.427203	-1.942050

*ذات دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 5%

الجدول رقم(5-5): نتائج اختبار ADF. [من إعداد الباحث بالاعتماد على برنامج (E-Views 7)].

من خلال الجدول يتبين أن كل اختبارات ADF لكل المؤشرات، أصغر من اختبار القيم الحرجة عند كل مستويات، سواء بثابت أو بثابت واتجاه عام أو بدون ثابت ولا اتجاه عام، مما يعني أن كل السلاسل لا تحتوي على جذر الوحدة، إذا هي مستقرة في الزمن، أي ان النموذج يقوم بإرسال إشارات حول أزمات العملة بصفة مستقرة عبر الزمن، وهذا دليل على جودة النموذج.

3.3.3.5. اختبار الحساسية.

اختبار الحساسية، يختبر جودة النموذج، فبعد بناء النموذج واختيار المتغيرات، نقوم باختبار أثر المتغيرات المستقلة على المتغير التابع، وبذلك تمثيل المتغيرات المستقلة كل على حدى على المتغير التابع، لمعرفة أحسن المتغيرات التي يمكن الاعتماد عليها في بناء النموذج، والتي تكون لها

التأثير الكافي في الأزمة وبذلك يكون تتبع تغيراتها بمثابة توقع للأزمة، ونتائج الاختبار موضحة في الجدول التالي:

	Variable	Coefficient	Std. Error	z-Statistic	Prob*
Argentina	Exchaargentina	1.577474	0.360360	4.377498	0.0000
	Interargentina	0.000200	0.000219	0.913112	0.3612
	Reservargentina	-0.026505	0.007581	-3.496009	0.0005
Indonesia	Exchaindonesia	-3.23E-06	0.000212	-0.015221	0.9879
	Interindonesia	0.093447	0.045338	2.061132	0.0393
	Reservindonesia	-0.002622	0.006649	-0.394321	0.6933
Malaysia	Exchamalaysia	-0.180721	0.090007	-2.007850	0.0447
	Intermalaysia	-0.086148	0.091699	-0.939465	0.3475
	Reservmalaysia	-0.019908	0.013036	-1.527198	0.1267
Mexico	Exchamexico	-0.002284	0.001056	-2.161636	0.0306
	Intermexico	0.001236	0.001542	0.801223	0.4230
	Reservmexico	-1.07E-05	3.32E-05	-0.321611	0.7477
Turkey	Exchaturkey	1.123441	1.397827	0.803705	0.4216
	Interturkey	0.024282	0.026887	0.903117	0.3665
	Reservturkey	-0.006887	0.008607	-0.800148	0.4236

*ذات دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 5%

الجدول رقم (5-6): نتائج اختبار الحساسية. [من إعداد الباحث بالاعتماد على برنامج E-Views (7)].

المتغيرات التي لديها احتمال أكثر من 5% هي المقبولة، والتي لها تأثير ذو دلالة إحصائية على مؤشر الأزمة، وبذلك فإنه بالنسبة للأزمة في الأرجنتين فقط أسعار الفائدة هي المتغير المقبول إحصائيا في هذا النموذج وله تأثير على الأزمة، أما في اندونيسيا فهي عكس الأرجنتين بحيث الأزمة فيها تتأثر بسعر الصرف والاحتياطات الأجنبية، وفي ماليزيا الأزمة تأثرت أكثر بسعر الفائدة والاحتيطات الأجنبية، وهو نفس الشيء بالنفس للمكسيك، في حين يتم قبول كل المتغيرات المستعملة وهي ذات دلالة إحصائية إيجابية في حالة تركيا.

في العموم المتغيرات المستعملة مقبولة ويمكن أن نتنبؤ بواسطتها بالأزمة، بالإضافة إلى متغيرات أخرى تختلف من بلد إلى أخر.

الخلاصة.

نظرا لارتفاع تكاليف برامج الإنقاذ في حالة تعرض بلد ما إلى أزمة، وتبقى هذه البرامج محدودة الفعالية، وعليه وجب الاحتياط من الأزمات المالية قبل وقوعها، وذلك بالتنبؤ بها وتصحيح الاختلالات قبل تحولها إلى أزمة، وتبقى نظم الإنذار المبكر أحسن وسيلة لذلك، وهي تعبر عن الأداة التي يمكنها من خلال عدة متغيرات وعتبات محددة إرسال إشارات مستمرة عن وضعية البلد، وبذلك التنبؤ بأي اختلال قد يتعرض له.

هناك عدة متغيرات يمكن استعمالها في التنبؤ بحالة الاقتصاد واستعمالها في نموذج غير خطي لتتبع التغيرات التي تطرأ عليها من فترة إلى أخرى، فبالإضافة إلى المتغيرات المستعملة في النموذج المدروس، يمكن استعمال متغيرات أخرى، والتي تشمل متغيرات الاقتصاد العمومي والحقيقي (الإنتاج الصناعي، مؤشرات الأسواق المالية، معدل التضخم، نسبة رصيد الميزانية إلى الناتج المحلي الإجمالي، نسبة كتلة النقود M2 إلى الاحتياطات الأجنبية). وأخرى متعلقة بالتوازن الخارجي وتدفقات رؤوس الأموال (نسبة الحساب الجاري إلى الناتج المحلي الخام، نسبة الديون الخارجية قصيرة الأجل إلى الاحتياطات الأجنبية، نسبة الاحتياطات الأجنبية إلى استثمارات المحفظة، نسبة الفائدة في القوى الاقتصادية الكبرى). بالإضافة إلى المتغيرات المتعلقة بالقطاع المصرفي والمالي (نسبة القروض البنكية إلى الودائع، نسبة احتياطات البنوك إلى أصولها، نسبة ودائع البنوك إلى الكتلة النقدية M2، ودائع البنوك بالعملة الأجنبية قصيرة الأجل، نسبة قروض البنك المركزي إلى خصوم البنوك).

أبان النموذج غير الخطي المستعمل في الدراسة إمكانية في التنبؤ بالأزمة في حالة وقوعها، وإرسال إشارات عن قرب وقوع الأزمة في مدة سنتين، كما أثبتت الاختبارات القياسية المستعملة جودة النموذج وصلاحيته للتنبؤ بأزمات العملة.

خـــاتمـــــــة

كان القصد من هذه الدراسة هو البحث في الأسباب الحقيقية لتكرار الأزمات المالية، من أجل صياغة آليات فعالة، لإدارة حقيقية لها، تضمن عدم تكرارها في المستقبل، باستعمال أدوات الاقتصاد القياسي، وذلك بالإجابة على الإشكالية الّتي طرحناها في بحثنا هذا، والّتي كان مفادها: **ما هي عوامل تكرار الأزمات المالية في الأنظمة الاقتصادية؟ وما هي الآليات الكفيلة بالحد من تكرارها في المستقبل؟**، والّتي حاولنا الإجابة عليها من خلال خمسة فصول.

إنّ موضوع دراسة الأزمات، لا يجسد مجرّد وقائع تاريخية، ولا سردًا للتاريخ بل هو أسمى من ذلك، فهو يجسد لنا حقيقة الوقوف على هذه الوقائع، من أجل استخلاص الدّروس، والّتي تبنى على أساسها النظرية العلمية في إدارة الأزمات الماليّة، فالأزمة الماليّة باعتبارها اختلال يصيب الأسواق الماليّة، أو النِّظام المالي، بصفة عامة، داخل دولة ما، أو مجموعة من الدّول، وبذلك تكون إدارتها عن طريق التنبُّؤ بأسبابها، لمعالجتها قبل حدوثها، أو وضع حدٍّ لتداعياتها، في حالة حدوثها، وتصحيح الأوضاع الّتي أدّت إليها، مع الاستفادة من دروسها لتوظيفها في المستقبل.

تتضافر في كل مرة مجموعة من العوامل، للتفاعل فيما بينها، مشكلة أزمة، وتختلف من أزمة إلى أخرى، ومن نوع إلى أخر، وحتى من منطقة إلى أخرى، ولكن تبقى هناك عدة أسباب، تشترك فيها كل الأزمات، الّتي شهدها التاريخ، ومن أبرزها العدوى المالية، الّتي تعبر عن انتقال التقلبات، من اقتصاد يعاني من أزمة، إلى اقتصاد أخر، والّذي يعبر عنه بزيادة الارتباط، بين هذه الأسواق، وزيادة الترابط في مردوديتها، فكل الأزمات بدأت من اقتصاد معين، وكان من السهل إدارتها لو حصرت فيه، ولكن في غضون أيام، وأحيانا في ساعات تصل إلى أزمة عالمية، يصعب التعامل معها. بالإضافة إلى السلوك المضاربي، الّذي تعرفه الأسواق المالية، بحيث تنتقل رؤوس الأموال، من قطاع إلى أخر، ومن سوق إلى أخر، يحقق أسرع وأكبر عائد، فتتركز فيه الاستثمارات، مشكلة فقاعة اقتصادية، يؤدي انفجارها إلى حدوث الأزمات المالية.

كما أن الحكومات؛ وخاصة بعد تطور النظرية النقدية، أصبحت تعمد إلى أدوات السياسة النقدية في إدارة الأزمات، وخاصة سعر إعادة الخصم، الّذي يؤدي إلى تخفيض أسعار الفائدة، وبذلك التوسع في الائتمان، فتظهر مديونية تفوق طاقة الاقتصاد، ومع رجوعها إلى مستوياتها العادية، يظهر

العجز عند المقترضين، فيبدأ الاختلال، ومنه يبدأ الانهيار، فتكون أدوات السياسة النقدية سببا غير مباشرٍ، في ظهور الأزمات المالية وتكرارها في المستقبل.

وتشير التّقارير إلى ارتفاع تكلفة إدارة الأزمات، عند حدوثها، وتبقى فعالية برامج الإنقاذ محل استفهام كبير، حول نجاعتها، نظرا لتكرار هذه الأزمات، في شكلٍ دوريٍ، ممّا دفع بالمهتمين في هذا المجال، إلى البحث عن بدائل، تكون أنجع في إدارة الأزمات المالية، ويعد التنبؤ بها، وبإشاراتها لتصحيحها أحسن آلية لذلك، ولن يكون إلّا عن طريق بناء نظم الإنذار المبكر، الّتي تعتمد على الصيغ الرياضية، غير الخطية في رصد حركة متغيرات عديدة في شتى المجالات، وبوضع عتبات محددة، وتجاوزها يكون بمثابة إشارة إلى إمكانية تعرض الاقتصاد إلى أزمة في المستقبل.

ومن خلال تناولنا لهذا الموضوع بشقيه النظري والتطبيقي، توصلنا إلى الإجابة على إشكالية بحثنا، بحيث تعد العدوى المالية، الفقاعات المضاربية والسياسة النقدية، من أهم الأسباب المؤدية إلى تكرار الأزمات المالية. ويبقى نظام الإنذار المبكر، باستعمال نماذج الانحدار، غير الخطية، بالاعتماد على عدة متغيرات، في شتى القطاعات الكفيل بمنع تكرار الأزمات المالية، عن طريق التنبؤ بالاختلالات، وتصحيحها قبل تفاقمها.

إن تطور قطاع، أو اقتصاد ما يجلب أنظار المضاربين إليه، فتزيد تدفقات رؤوس الأموال إليه، وتكثر المضاربات مشكلة فقاعة اقتصادية، تغير شروط الائتمان المتزامن، مع تشبع في هذا القطاع، يؤدي إلى انفجار الفقاعة، مشكلة أزمة، تنتقل من بلد، إلى آخر، بفعل العدوى المالية، فتتدخل السلطات النقدية، بتخفيض أسعار الفائدة، فيزدهر الائتمان، وتعود تدفقات رؤوس الأموال من جديد، ولكن لقطاع آخر؛ وهكذا يكون تكرار الأزمات المالية. ويبقى رصد هذه الاختلالات، وتصحيحها قبل تفاقمها، أنجع الآليات لمنع هذا التّكرار.

يبقى تشخيص القرآن لهذه الظاهرة هو الأصح بحيث يقول عز من قائل ﴿ ٱلَّذِينَ يَأۡكُلُونَ ٱلرِّبَوٰاْ لَا يَقُومُونَ إِلَّا كَمَا يَقُومُ ٱلَّذِي يَتَخَبَّطُهُ ٱلشَّيۡطَٰنُ مِنَ ٱلۡمَسِّۚ ﴾ [البقرة: 275]، ويبقى الحل الرباني هو الأنجع، بحيث يقول العلي القدير ﴿ يَٰٓأَيُّهَا ٱلَّذِينَ ءَامَنُواْ ٱتَّقُواْ ٱللَّهَ وَذَرُواْ مَا بَقِيَ مِنَ ٱلرِّبَوٰٓاْ إِن كُنتُم مُّؤۡمِنِينَ چ [البقرة: 278]. ويقول: ﴿ فَإِن لَّمۡ تَفۡعَلُواْ فَأۡذَنُواْ بِحَرۡبٖ مِّنَ ٱللَّهِ وَرَسُولِهِۦۖ وَإِن تُبۡتُمۡ فَلَكُمۡ رُءُوسُ أَمۡوَٰلِكُمۡ لَا تَظۡلِمُونَ وَلَا تُظۡلَمُونَ ٢٧٩ ﴾ [البقرة: 279].

1. اختبار الفرضيات.

من أجل الإجابة على الإشكالية الرئيسية، والتساؤلات الفرعية، الّتي نتجت عنها، قمنا في بداية الدراسة بصياغة عدد من الفرضيات، وفيما يلي، سنقوم باختبار صحة هذه الفرضيات من عدمه، بناءً على النتائج المتوصل إليها من خلال الدراسة.

1.1. الفرضية الأولى.

تتمحور هذه الفرضية حول: " العدوى المالية هي انتقال الصدمات، من بلد أصيب بأزمة، إلى بلد آخر يرتبط به، وبذلك فانتقال الصدمات، من اقتصاد إلى آخر، هو الّذي يؤدي إلى عالمية الأزمات، وبذلك تكرارها من فترة إلى آخرى"، توصلنا من خلال نتائج الدراسة التطبيقية، في المبحث الأول، من الفصل الرابع، وبعد استعمال اختبار Chow، اختبار ADF، اختبار التكامل المشترك VCEM، اختبار السببية لجرانجر واستخدام نموذج GARCH توصلنا إلى تأكيد وجود العدوى في الأزمة المالية الحالية. ومن خلال الدراسة النظرية لتاريخ الأزمة المالية لاحظنا وجود العدوى، في كل الأزمات، الّتي عرفت في التاريخ، وبذلك تعد العدوى المالية، من بين أهم أسباب تكرار الأزمات المالية، وعليه يتم قبول الفرضية الأولى؛

2.1. الفرضية الثانية.

من خلال المبحث الثاني، من الفصل الرابع، تبيّن لنا أن الفرضية المتعلقة بـ " تنتشر في الأسواق المالية نشاطات مضاربية، بمساهمة توافر السيولة، والتسهيلات الائتمانية، فتؤدي إلى ظهور فقاعات اقتصاديات، في قطاعات مختلفة، ويؤّدي تشبعها إلى انفجار الفقاعة، وبذلك حدوث الأزمة"، مقبولة؛ فباستعمال اختبار ADF، واختبار التكامل المشترك، واختبار كفاءة السوق الأمريكية، عند المستوى الضعيف، توصلنا إلى وجود فقاعة مضاربية، في سوق الرهن العقاري. ومن خلال الدراسة النظرية وجدنا أن كل الأزمات شهدت سلوكيات مضاربية؛

3.1. الفرضية الثالثة.

تعد هذه الفرضية أن "السلطات النقدية تعتمد على عدة أدوات، في إدارة أزمة ما، ولكن سوء تنفيذ هذه الأدوات، يؤّدي إلى تشكل أزمات مالية في المستقبل". فبالاعتماد على نتائج الدِّراسة التطبيقية، في المبحث الثالث، من الفصل الرابع، وباستعمال اختبار الترابط بين المتغيرات، اختبار ADF، اختبار السببية لجرانجر، توصلنا إلى أن السياسة النقدية (سعر إعادة الخصم)، المستعملة في

إدارة أزمة 2000 و2001 أدت إلى تشكل أزمة جديدة في 2007، وبعدها في 2008، وبذلك تكون أدوات السياسة النقدية، من بين أسباب تكرار الأزمات المالية؛ وعليه يتم قبول الفرضية الثالثة؛

4.1. الفرضية الرابعة.

فيما يخص هذه الفرضية، والّتي تعتبر " أن الوقاية من الأزمات المالية، أحسن وسيلة لتفادي حدوثها، وذلك بتوقع الاختلالات، وتصحيحها قبل تحولها إلى أزمة، وهذا باستعمال نظم الإنذار المبكر، وهذا ما يضع حدا لتكرار الأزمات المالية ". فلقد برهن اختبار كفاءة نموذج الإنذار المبكر، غير الخطي ثنائي الحد، لما طبقناه على أزمات العملة، في بعض الدول المختارة، إمكانية التنبؤ بالأزمة، وبإشاراتها قبل حدوثها، كما أثبت اختبار ADF واختبار الحساسية جودة النموذج، وصلاحيته لاستعماله للتنبؤ بأزمات العملة؛ وعليه يتم قبول الفرضية الرابعة.

2- نتائج الدراسة.

على ضوء جوهر الدِّراسة النظرية والتطبيقية، فيما يتعلق بعوامل تكرار الأزمات المالية، في الأنظمة الاقتصادية، وآليات الحد من ذلك؛ توصلنا إلى النتائج التالية:

- عرفت الأزمات الماليّة منذ القدم، لكن تزايدت حدّتها، وتقلص الفارق الزمني، بينها في عصر العولمة، بفضل تحرير التّعاملات الماليّة، وإزاحة الحواجز أمام حركة رؤوس الأموال، وزيادة ترابط الأسواق الماليّة، وهي تعبر عن تلك الاختلالات الحادّة، الّتي يعرفها النظام المالي بشكل عام؛
- أدت الأزمة المالية 1929 إلى تحول كبير في الفكر الاقتصادي، خاصة ما تعلق بجانب الأزمات المالية، بظهور النظرية الكينزية، والّتي نادت بتدخل الدولة بالسياسة المالية، لإدارة الأزمات المالية، ثم تطورت بعدها بظهور نظريات أخرى، وعلى رأسها النظرية النقدية، والّتي تنادي بالاهتمام بالجانب النقدي، وتوفير السيولة، في حالة الأزمات؛
- تعتبر الأزمة الماليّة لسنة 2008 امتدادًا للأزمات الماليّة الّتي سبقتها، والّذي يدعم مرة أخرى فكرة دورية الأزمات المالية، في الأنظمة الاقتصادية، والّتي تعد مرحلة من مراحل الدورة الاقتصادية، في النظام الرأسمالي، وهذه الدورة تطول أو تقصر، حسب رقابة الدولة للنشاط الاقتصادي؛
- أكدت ظاهرة تكرار الأزمات المالية، عدم نجاعة التشخيص، الّذي كان يقدم لها، وبذلك عدم فعالية آليات الإدارة، الّتي كانت تنتهج من طرف الحكومات، بحيث كانت دراساتهم مبنية على تصحيح الأوضاع، في الأمد، القريب وفي ظل الأزمة، وبعدها تعود الاختلالات من جديد؛

❋ أدت العولمة المالية إلى زيادة تكامل، وترابط الأسواق المالية، وحرية حركة رؤوس الأموال، مما زاد من احتمال تأثر بعضها، بظروف بعضها الآخر، خاصة في حالة الصدمات؛ إذ تنتقل التقلبات من بلد، يعاني من أزمة، إلى بلد آخر، بما يعرف بظاهرة العدوى المالية بين الأسواق المالية، وممّا جعل العالم يعيش في كل مرة أزمة مالية عالمية، ولولاها لبقيت مجرد اختلالات في منطقة جغرافية محدودة، ويمكن التحكم فيها بسهولة؛

❋ ساهم نمو حجم السيولة العالمية، والتسهيلات الائتمانية على انتشار السلوكيات المضاربية، في الأسواق المالية، الّتي جعلت الاستثمارات، تنتقل من الاقتصاد الحقيقي، إلى الاقتصاد المالي الوهمي، وهذا ما يؤدي في كل مرة إلى ظهور فقاعة اقتصادية، في قطاع ما، وما إن يتشبع هذا القطاع، وتتغير شروط منح الائتمان، حتى تنفجر الفقاعة، مشكلة أزمة مالية؛

❋ بعد ظهور النظرية النقدية وتطورها، زاد الاهتمام بالسياسة، فعند حدوث أي أزمة تلجأ السلطات النقدية إلى اتباع أدوات السياسة النقدية لإدارتها، وذلك بالتأثير على الكتلة النقدية المتداولة في السوق، وهذه النظرية تنادي دائما بالتوسع النقدي، مما يعني ضخ السيولة، وتقديم التسهيلات الائتمانية، وهذا يؤدي إلى أعراض جانبية، تؤدي إلى اختلالات في المستقبل، وتفاقمها يؤدي إلى حدوث أزمة؛ وبذلك فإدارة أزمة ما يساهم بشكل غير مباشر، في تكرار الأزمات المالية؛

❋ تكلف برامج الإنقاذ المتبعة في إدارة الأزمات، في حالة حدوثها، خزينة الدولة ثروات هائلة، مع ضآلة احتمال نجاحها، نظرا لصياغتها في ظروف الأزمة، الّتي تتميز بضغط الوقت والرعب، مما يجعل الوقاية منها أنجع سبيل لتفاديها. ويعد نظام الإنذار، غير الخطي اللوغاريتمي الاحتمالي، من أحسن نظم الإنذار المبكر، للتنبؤ بالأزمات المالية، ورصد إشاراتها بتتبع حركية المتغيرات، من فترة إلى أخرى، لتصحيح أي اختلال يحصل فيها، قبل تفاقمه وتحوله إلى أزمة، يصعب إدارتها.

3- الاقتراحات.

من خلال النتائج المتوصل إليها في هذا البحث، فإننا نقدم الاقتراحات التالية:

❋ لإدارة أيّ أزمة إدارة فعّالة، وضمان استقرار مالي واقتصادي، على الأمد البعيد، يجب تشخيص الأزمة بكل موضوعية، والابتعاد عن التعصب لمبادئ أي نظام اقتصادي؛

❋ إعادة النظر في مبادئ النظام الاقتصادي القائم، مع زيادة الاهتمام بالأخلاق الاقتصادية؛

❋ إعادة النظر في أسس، ومبادئ النظريات الاقتصادية السائدة، وضرورة جعلها تمزج بين السياسة النقدية والمالية، وتراعي الجوانب الاجتماعية والأخلاقية في النشاط الاقتصادي؛

❋ ضرورة وضع ضوابط وشروط، حركة رؤوس الأموال، والعمل على ضبط عمل الأسواق المالية، لجعلها تعود إلى هدفها الأساسي، بعيدا عن كونها ميدان للمقامرة، وآلية لنقل الصدمات؛

❋ يجب إعادة النظر في شروط منح الائتمان، وأسس دراسة الجدارة الائتمانية للمقترضين، مع تتبع أوجه استعمال هذه القروض، حتى لا تتجه إلى المضاربة في الأسواق المالية، وبذلك الحد من النشاطات المضاربية؛

❋ يجب أن تكون آليات إدارة أزمة ما، ترمي إلى تحقيق الاستقرار، على الأمد البعيد، لا لوقف النزيف الحالي، لتكون لبنة أولى، في تشكل أزمة جديدة في المستقبل؛

❋ إعادة النظر في أدوات السياسة النقدية، المستعملة في إدارة الأزمات المالية، حتى لا تساهم في اختلالات جديدة، في النشاط الاقتصادي، والذي يؤدي تفاقمها إلى أزمة مالية جديدة؛

❋ من الضروري الاهتمام بنظم الإنذار المبكر، كآلية للتنبؤ بالاختلالات وتصحيحها، مع ضرورة بنائها بالشكل، الّذي يضمن كفاءة أكبر في التنبؤ، باستعمال متغيرات مختلفة من كل القطاعات.

4- آفاق الدراسة.

باعتبار أن دراستنا لم تلم -في أيّ حال من الأحوال- بكل الجوانب، فإننا نفتح المجال لبحوث، ودراسات مستقبلية، من أجل البحث أكثر، في موضوع الأزمات الماليّة، والّتي يمكن أن تصب تحت العناوين التالية:

❋ نظام الإنذار المبكر متعدد الحدود اللوغاريتمي للتنبؤ بالأزمات المالية؛
❋ إعادة بناء نظام اقتصادي على أسس أخلاقية، لإرساء الاستقرار الاقتصادي؛
❋ الاقتصاد الإسلامي كبديل لتحقيق الاستقرار، وتجنب الأزمات المالية.

كل هذه المواضيع بحاجة إلى دراسات أكاديمية لمعالجتها، وما بحثنا إلاّ محاولةً منّا للتّعرف على هذه الظاهرة، وإمكانية إدارتها. ونرجو أن نكون قد وفقنا في تقديم هذا البحث.

وأخيراً، فإنني أجد أنه لزاماً علي أن أبين أنني قد اجتهدت، فأخلصت في اجتهادي، فإن كنت قد أصبت فمن الله عز وجل، وإن كان هنالك أي تقصير، فهو مني وحدي، وما كان ذلك قصدي، وحسبي في ذلك أنني قد أخلصت النية، فاجتهدت فيما كتبت، وما هي إلا محاولة لمناقشة الموضوع بهدوء وروية، سعياً للاستفادة من الدراسات السابقة، وعسى أن يكرمنا رب العالمين، وألا يحرمنا من أجر المجتهد، حتى ولو أخطأ، ولكلٍ نصيب.

قـائمـــة المـــراجـــع

1. مجمع اللغة العربية، المعجم الوسيط، ط4، مصر: مكتبة الشروق الدولية، ج1، 2004.

2. Jacques Pavoine, les trois crises du XXe siècle, paris: édition Ellipses, 1994.

3. جاد الله محمود، إدارة الأزمات، عمان، الأردن: دار أسامة للنشر والتوزيع، 2003.

4. سوسن سالم الشيخ، إدارة ومعالجة الأزمات في الإسلام، ط1، مصر: دار النشر للجامعات، 2003.

5. السيد عليوة، إدارة الأزمات والكوارث، مخاطر العولمة والإرهاب الدولي، ط3، القاهرة: مركز القرار للاستشارات، 2004.

6. John W. Sutherland, Management handbook for public administrators, New York: Van nostrad reinhold, 1978.

7. الحملاوي محمد رشاد، إدارة الأزمات: تجارب محلية وعالمية، القاهرة: مكتبة عين الشمس، 1993.

8. محمد عبد الغني حسن هلال، مهارات إدارة الأزمات "الأزمات بين الوقاية منها والسيطرة عليها"، ط2، مصر: دار الكتب، 1996.

9. عجوة علي، كريمان فريد، إدارة العلاقات العامة بين الإدارة الإستراتيجية وإدارة الأزمات، ط1، القاهرة: عالم الكتب، 2005.

10. عبوي زيد منير، إدارة الأزمات، ط1، عمان: دار كنوز المعرفة للنشر والتوزيع، 2007.

11. الخضري محسن أحمد، إدارة الأزمات: منهج اقتصادي إداري لحل الأزمات على مستوى الاقتصاد القومي والوحدة الاقتصادية، ط2، مصر: مكتبة مدبولى، بدون سنة نشر.

12. Fink Steven, Crisis management: Planning for the inevitable, First Edition, New York: AMA, 1986.

13. الحسني عرفات تقي، التمويل الدولي، عمان: دار محلاوي للنشر، 1999.

14. عدلي شحادة قندح، الأزمة المالية العالمية 'الجذور... الأسباب... الآثار... وخطط الإنقاذ'، عمان: جمعية البنوك في الأردن، 2009.

15. Girardin Eric, Finance internationale l'état actuel de la théorie, Paris: édition économica, 1992.

16. البدوي عبد الحافظ السيد، إدارة الأسواق والمؤسسات الماليّة نظرة معاصرة، القاهرة: دار الفكر العربي للنشر، 1999.

17. Yves le Diascorn, Didier Blondeel, le nouveau désordre économique mondial, le capitalisme et ses crises, paris: édition ellipses, 1995.

18. الشرقاوي عبد الحكيم مصطفى، العولمة الماليّة وإمكانات التحكم –عدوى الأزمات الماليّة-، الإسكندرية: دار الفكر الجامعي، 2005.

19. أوكيل نسيمة، دور صندوق النقد الدولي في مواجهة الأزمات الماليّة، مجلة جديد الاقتصاد، العدد 1، جوان 2007.

20. عماد صالح سلام، إدارة الأزمات في بورصات الأوراق المالية العربية والعالمية والتنمية المتواصلة، أبو ضبي: دار الكتب الوطنية، 2002.

21. هيل جاميل، الأزمات المالية: مفهومها ومؤشراتها وإمكانية التنبؤ بها في بلدان مختارة، مجلة جامعة دمشق، 2003، المجلد 9، العدد 1.

22. لويس جبيقه، أزمة أسواق المال العالمية، القاهرة: مكتبة الأهرام، 1999، المجلد 2.

23. Jie Li, and al, Measuring currency crises using exchange market pressure indices: the imprecision of precision weights, [On line], China, October 2006, available at <http://www.cgu.edu/PDFFiles/SPE/workingpapers/econ/2006-09.pdf>, visited: (10/01/2009).

24. الجوزي جميلة، أسباب الأزمة الماليّة وجذورها، [على الخط]، الجزائر: جامعة الجزائر، متاح على: <www.isegs.com>، تاريخ الإطلاع: (2009/4/12).

25. مراد رايق رشيد عودة، أسباب الأزمة الاقتصادية القريبة والبعيدة اسلامية، [على الخط]، بحث مقدم لمؤتمر "الأزمة الاقتصادية المعاصرة أسبابها وتداعياتها، وعلاجها" جامعة جرش، الأردن، 14- 16 ديسمبر 2010، متاح على: <http://iefpedia.com/arab/?p=23643>. تاريخ التحميل: (2012/04/18).

26. ALSi Demirgoc -Kunt and Enrica Detr Giache, "The Detrminants OF Banking Crisise in Developed Countries", IMF Staff Papers, VOL 45, N^{O} 1. March 1998.

27. العباس بلقاسم، الأزمات الماليّة والنماذج المفسرة لها، [على الخط]، الكويت: المعهد العربي للتخطيط، متاح على:<www.arab-api.org>، تاريخ الإطلاع: (2009/01/04).

28. دانييل أرنولد، تحليل الأزمات الاقتصادية للأمس واليوم، ترجمة عبد الأمير شمس الدين، بيروت: المؤسسة الجامعية للدراسات والنشر والتوزيع، 1992.

29. شريط عابد، معدل الفائدة ودورية الأزمات في الاقتصاد الرأسمالي، مجلة بحوث اقتصادية عربية، خريف 2009، شتاء 2010، العدد 48- 49.

30. بلوافي أحمد مهدي، أزمة عقار..أم أزمة نظام؟ [على الخط]، المملكة العربية السعودية: مركز أبحاث الاقتصاد الإسلامي، أكتوبر 2008، متاح على: <http://www.isegs.com/forum/showthread.php?t=2576>، تاريخ الإطلاع: (2009/04/11).

31. Jean-Pierre Faugère, Colette Voisin, le système financier et monétaire international: crises et mutation, 5^{éme} éd, France: édition Nathan, 2000, PP(173,179).

32. Adil NAAMANE, Les indicateurs d'alerte des crises financières, [en ligne], Centre d'Analyse Théorique Et de traitement des données économique, 2007, disponible sur:

<http://www.sudoc.abes.fr/xslt/DB=2.1/SRCH?IKT=12&TRM=133693473>, visité le: (16/09/2012), P07.

33. عبد العلي جبيلي وفيتالى كرمارينكو، بلدان الشرق الأوسط وشمال إفريقيا هل تعوم عملاتها أم تربطها بعملة أخرى؟، في مجلة تمويل التنمية، عدد مارس 2003.

34. التوني ناجي، الأزمات الماليّة، سلسلة دورية تعنى بقضايا التنمية في الأقطار العربية، [على الخط]، ماي 2004، العدد 29، متاح على: <http:// www.arab-api.org/devbrdg/delivery/develop_bridge29.pdf>، تاريخ الإطلاع: (2009/01/24).

35. النجار فريد، البورصات والهندسة الماليّة، الإسكندرية: مؤسسة شباب الجامعة، 1999.

36. السيسي صلاح الدين حسن، بورصات الأوراق الماليّة: الأهمية والأهداف، والسبل، ومقومات النجاح، ط1، القاهرة: عالم الكتب، 2003.

37. مجيب حسن محمد، تطوير مؤشرات للتنبؤ بالأزمات المصرفية، [على الخط]، ليبيا، متاح على: <http://cbl.gov.ly/pdf/04obK1uIE41EL5E7E4e.pdf>، تاريخ الإطلاع: (2009/01/07).

38. E. Barthalon, Crises financières: un panorama des explications, Revue problèmes économiques, décembre 1998, N° 2595.

39. A . Orléan, Comportements mimétiques et diversités des opinions sur les marchés financiers, in H. Bourguinat et P.Artus, Théorie économique et crise des marchés financiers, Paris: édition économica, 1989.

40. كمال بن موسى، عبد الرحمان بن ساعد، الأزمة المالية العالمية وتداعياتها على البنوك الإسلامية، مداخلة مقدمة في ملتقى "الاقتصاد الإسلامي الواقع ورهنات المستقبل"، المركز الجامعي غرداية، 23-26 فيفري 2011.

41. أيت بشير عمار، الأزمة المالية وإصلاح النظام النقدي الدولي مع دراسة الأزمة المكسيكية والأسيوية، مذكرة ماجستير غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2001/2000.

42. رزيق كمال، عقون عبد السلام، سياسات إدارة الأزمة المالية العالمية، ط1، عمان، الأردن: المجتمع العربي للنشر والتوزيع، 2011.

43. عبد المنعم الزنابيلي، العالم الثالث في التوازن الاقتصادي العالمي، ط1، سوريا: منشورات وزارة الثقافة 1992.

44. D. Lacoue labarthe, Les crises financières et leur propagation internationale, E. Girardin, Finance internationale: l'état actuel de la théorie, Paris: édition économica, 1992.

45. M. Aglietta, Macro-économie financière, France: édition la découverte, 1995.

46. F. TEULON, Croissance, crise et développement, Collection Major, France: édition P.U.F, 1992.

47. P. Meyer, crises financières : théories et réunifications empiriques, in revue problèmes économiques, du 31 mars au 7 avril 1993, N°2319-2320.

48. Y. L'Horty, Cycle financier ou risque déflationniste, in revue d'économie financière, automne 1993, N°26.

49. مهنا محمد نصر، إدارة الأزمات "قراءة في المنهج"، الإسكندرية: مؤسسة شباب الجامعة، 2006.

50. السيد فاروق، التفاوض وإدارة الأزمات، ط1، القاهرة: دار الأمين، 2004.

51. غادة مصطفى عبد الرحمن عبد الله، إدارة الأزمات في القطاع المصرفي في الأردن دراسة تطبيقية، رسالة ماجستير غير منشورة، الجامعة الأردنية، أكتوبر 1995.

52. المومني نائل محمد، إدارة الكوارث والأزمات، الأردن: الجامعة الهاشمية، 2006.

53. أحمد جلال عز الدين، إدارة الأزمات في الحدث الإرهابي، الرياض: المركز العربي للدراسات الأمنية والتدريب، بدون سنة نشر.

54. ماهر أحمد، إدارة الأزمات، مصر: الدار الجامعية، 2006.

55. Christophe Roux-Dufort, la gestion de crise, Bruxelles: édition de Boeck, 2004.

56. أود يبيرس وآخرون، ضرورة استقلال جهات التنظيم المالي، مجلة التمويل والتنمية، صندوق النقد الدولي، ديسمبر 2002.

57. وشاح رزاق، الأزمة المالية الحالية، [على الخط]، سلسلة أوراق عمل، المعهد الوطني للتخطيط، رقم API/WPS/0903، 2009، متاح على: <http://www.arab-api.org/jodep/products/delivery/wps0903.pdf>، تاريخ التحميل: (2010/02/21).

58. Fabrice Mazerolle, Histoire des faits et des idées économiques, Paris: Gualino éditeur, 2008.

59. Jacques Attali, la crise et après, France: Edition Réactualisée, 2009.

60. Wikipédia, Krach de 1929, [en linge], disponible sur <http://fr.wikipedia.org/wiki/Krach_de_1929>, visité le (12/04/2010).

61. نشأت عبد العزيز معوض، بورصات الأوراق المالية وصناديق الاستثمار، القاهرة: كتاب الأهرام الاقتصادي، العدد 72، فبراير 1994.

62. عامر عمران كاظم المعموري، فعالية أداء الأسواق المالية في ظل الأزمات الاقتصادية في بلدان مختارة، أطروحة دكتوراه غير منشورة في العلوم الاقتصادية، جامعة بغداد، 2009.

63. أرشيد عبد المعطي وآخرون، الأوراق الماليّة، مفاهيم وتطبيقات، الأردن: دار الزهران للنشر والتوزيع، 1998.

64. عطوان مروان، الأسواق النقدية والماليّة، البورصات ومشكلاتها في عالم النقد والمال، ط3، الجزائر: ديوان المطبوعات الجامعية، ج2، 2005.

65. بن ثابت علال، الأسواق الماليّة في ظل العولمة بين الأزمات ومظاهر التجديد، مذكرة ماجستير غير منشورة، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، 2002-2003.

66. هندي منير إبراهيم، الأوراق الماليّة وأسواق رأس المال، الإسكندرية: دار المعارف، 1999.

67. أحمين شفير، الأزمات الاقتصادية، فعلها ووظائفها في البلدان الرأسمالية المتطورة والبلدان النامية، ترجمة محمد لخضر بن حسين، الجزائر: المعهد الوطني للثقافة العمالية وبحوث العمل، 1995.

68. محمد نايف فارس غرايبة، تحليل الأزمات المالية وإمكانية التنبؤ بها، مذكرة ماجستير غير منشورة، كلية إدارة المال والأعمال، جامعة آل البيت، الأردن، 2008.

69. علاء الدين مرجان محفوظ، الأزمة المالية العالمية وتأثيرها على الاقتصاد المصري، [على الخط]، مصر، وزارة التجارة والصناعة، أفريل 2009، متاح على <http://www.mfti.gov.eg/SME/pdf/researchs/3.pdf>، تاريخ التحميل (2010/09/25).

70. Wikipédia, Grande dépression, [en linge], disponible sur <http://fr.wikipedia.org/wiki/Grande_Dépression#Chute_de_la_production_industrielle >.

71. C. Jacques Binoche, Histoire des États-Unis, Paris: Ellipses, 2003.

72. V. Chandler, America's Greatest Depression 1929-1941, New York: Harper and Row, 1970.

73. J.Gravereau, J.Trauman, la crise de 1929 et ses enseignements, [en ligne], Paris: Economica, 2001, disponible sur <http://www.parisschoolofeconomics.com/hautcoeur-pierre-cyrille/crise-financiere-29.pdf>.

74. Robert Boyer, La crise actuelle est-elle la répétition de celle de 1929 ?, [en ligne], texte présenté dans le cadre du Colloque organisé par l'A.E.P, sur la gestion de la crise, Montréal, Septembre 1981, http://www.cepremap.ens.fr/depot/couv_orange/co8206.pdf , visité le (19/09/2010).

75. علي الهلالي، أزمة العالم الرأسمالي الكبرى 1929، [على الخط]، متاح على: <http://i3.makcdn.com/wp-content/blogs.dir/119188/files//2009/02/h-43.pdf >، تاريخ التحميل (2010/08/26).

76. جون كينيث جالبريت، تاريخ الفكر الاقتصادي، ترجمة أحمد فؤاد بلبع، الكويت: عالم المعرفة، 1978.

77. حازم الببلاوي، دليل الرجل العادي إلى تاريخ الفكر الاقتصادي، ط1، القاهرة: دار الشروق، 1995.

78. Bruno Marcel, Jacques Taïeb, les grandes crises 1873-1929-1973, Paris: Armand Colin, 7ème édition, 2005.

79. فوزي محيريق، عقبة عبد اللاوي، مصيدة السيولة الكينزية كأحد حلول الأزمة.. بين: وصمة من انتكاس رأسمالي ووصفة من طرح إسلامي، مداخلة في ملتقى دولي حول: الأزمة المالية الراهنة

والبدائل المالية والمصرفية، النظام المصرفي الإسلامي نموذجا، 5-6 ماي 2009، المركز الجامعي خميس مليانة.

80. هندي منير إبراهيم، الأوراق الماليّة وأسواق المال، الإسكندرية: منشأة المعارف للتوزيع، 2006.

81. Wikipédia, Black Monday (1987),[On-line], available at <http://en.wikipedia.org/wiki/Black_Monday_(1987)>, visited (16/03/2010).

82. صافي وليد أحمد، الأسواق الماليّة العربية الواقع والآفاق، رسالة دكتوراه غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر: 2002/2003.

83. الداوي الشيخ، الأزمة الماليّة العالمية، انعكاساتها وحلولها، [على الخط]، مداخلة في مؤتمر "الأزمة الماليّة العالمية وكيفية علاجها من منظور النظام الاقتصادي الغربي والإسلامي"، جامعة الجنان، طرابلس، لبنان، 13-14 مارس 2009، متاح على: <http://www.jinan.edu.lb/Conf/Money/3/drdaouicheikh.pdf>، تاريخ الإطلاع: (2009/04/13).

84. François Puliot, le spectre du 19 Octobre s'amène, le soleil Québec, 13/10/2001.

85. Rant.J.L, Stock return volatility during the crush of 1987, The Journal of portfolio management, Winter 1990.

86. Christian de Boissien, Investir dans le monde: perspectives des placements financiers (1929-1993), Paris: Hachette, 1994.

87. براق محمد، بورصة القيم المتداولة وتمويل التنمية، رسالة دكتوراه غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 1999.

88. بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، رسالة دكتوراه غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر: 2005/2006.

89. Mark Carlson, A brief history of the 1987 stock market crash with a discussion of th federal reserve response, [On line],Finance and Economics Discussion Series, Federal Reserve Board, Washington, 2007, available at <http://www.federalreserve.gov/pubs/feds/2007/200713/200713pap.pdf>, visited (13/04/2012).

90. ضياء مجيد الموسوي، الأزمة الاقتصادية العالمية، ط1، الجزائر: دار الهدى ، 1990.

91. Benoit Mandelbrot, Forecasts of Future Prices, Unbiased Markets, and "Martingal" Models, [On-line] ,Journal of Business, 2001, Volume 39, available at <http://www.e-m-h.org/Mand66.pdf>, visited (13/02/2011).

92. Louimni Fatima et al, le crash de 1987, Ecole nationale de commerce et de gestion, FES.

93. شذا جمال خطيب، الأزمة المالية والنقدية في دول جنوب شرق آسيا، سلسلة دراسات والبحوث الاستراتيجية، مركز الإمارات للدراسات والبحوث الاستراتيجي، طبعة 1، العدد 51، 2001.

94. P. Chalmin, Les limites du "miracles" asiatique, in problémes économiques, 11 mars 1998, n° 2559.

95. صباح حسن عبد العكيلي، الأزمة المصرفية في دول جنوب شرق أسيا خلال فترة تسعينات القرن الماضي ودورها في توجهات السياسة النقدية، مذكرة ماجستير غير منشورة، المعهد العالي للدراسات المحاسبية والمالية، جامعة بغداد، 2009.

96. دافيد بيرتون وآخرين، رياح التغيير في أسيا، مجلة التمويل والتنمية، مجلد 43، عدد2، يونيو 2006.

97. سمير صارم، قراءة في أزمة دول النمور، دمشق، سوريا: دار الفكر، 1998.

98. طارق عبد العال حماد، التطورات العالمية وانعكاساتها على أعمال البنوك، الإسكندرية : الدار الجامعية، 2001.

99. أندراوس عاطف وليم، السياسة الماليّة وأسواق الأوراق الماليّة خلال التحول لاقتصاد السوق، الإسكندرية: مؤسسة شباب الجامعة، 2005.

100. حاتم القرنشاوي، أزمة البورصات العالمية الأسباب والنتائج، تحليل اقتصادي، جامعة الأزهر: مركز صالح للنشر، 1997.

101. ريتشارد روبيسون، أزمة جنوب شرقي آسيا: الأسباب والنتائج، سلسلة محاضرات الإمارات، العدد 37، أبو ضبي: مركز الإمارات للدراسات والبحوث الاستراتيجية ، 1999.

102. نعمت مشهور، أزمة جنوب شرق آسيا، المجلة العلمية لكلية التجارة، 2001، العدد 2، المجلد 18.

103. فرانسواز نيكولا، ترجمة حليم طوسون، الأزمة الأسيوية، مجلة الثقافة العالمية، العدد 94، الكويت، المجلس الوطني للثقافة والفنون والآداب، 200.

104. Joseph J. St. Marie and al, The Asian economic crisis and bureaucratic development: a veto player analysis, Journal International Relations of the Asia Pacific, 2007, Vol. 7 N°1.

105. عمرو محي الدين، أزمة النمور الأسيوية –الجذور والآليات والدروس المستفادة-، ط1، القاهرة: دار الشروق، 2000.

106. طالبي صلاح الدين، تحليل الأزمات الاقتصادية العالمية (الأزمة الحالية وتداعياتها –حالة الجزائر-)، مذكرة ماجستير غير منشورة، تخصص تحليل اقتصادي، جامعة تلمسان، 2010.

107. عاطف وليم أندراوس، السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية، خلال فترة التحول في اقتصاد السوق، مصر: مؤسسة شباب الجامعة، 2006.

108. بول هيوست وجراهام طومسون، ترجمة: فالح عبد الجبار، ما لعولمة :الاقتصاد العالمي وإمكانات التحكم، ط1، الكويت: سلسلة عالم المعرفة، مطابع السياسة، 2000.

109. بشرى عاشور حاج سلطان الخزرجي، الاقتصاديات النامية بين الأزمات المالية وتحديات الإصلاح الاقتصادي، رسالة دكتوراه غير منشورة، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة بغداد، 2008.

110. IMF, World Bank country reports, [on line], 1999, available at: <www.worldbank.org.prospects/gep2000>, visited: (12/03/2010).

111. Alain Guillouet, Crise (s) asiatique (s) : leçons provisoires et premiers espoirs, [en ligne], in revue d'économie financière, Juillet 1998, n°48, disponible sur <http://www.persee.fr/articleAsPDF/ecofi_0987-3368_1998_num_48_4_4591/ecofi_0987-3368_1998_num_48_4_4591.pdf?mode=light>, visité le(03/12/2011).

112. Robert Boyer et al, les crises financiers: analyse et propositions, in: Patrick Allard et al, les crises financier, Paris: Christine Carl, 2004.

113. René Sève, Quel impact de la crise sur la croissance à moyen terme, [en ligne], Paris: Centre d'analyse stratégique, Octobre 2008, disponible sur: <www.strategie.gouv.fr>, visité le: (21/01/2009).

114. Ali Ari, Globalisation financière et fragilités économiques et bancaires: une modélisation d'un système d'indicateurs d'alerte pour l'économie turque, Thèse doctorat en sciences économiques, Université du sud "Toulon-var", Septembre 2009, disponible sur: <http://tel.archives-ouvertes.fr/>, visité le: (28/10/2012).

115. شكولينكوف الكسندر، جون سوليفان، شروط الاقراض الدولي، مجلة الاصلاح الاقتصادي اليوم، ديسمبر 2003، العدد 8، واشنطن: مركز المشروعات الدولية الخاصة.

116. مركز الدراسات السياسية والإستراتيجية، الاتجاهات الاقتصادية الإستراتيجية، الأرجنتين والقارة اللاتينية...استنهاض القوى، الذاتية مفتاح الخروج من الأزمة الاقتصادية، [على الخط]، الأهرام، مصر، متاح على <http://acpss.ahram.org.eg/ahram/2001/1/1/ECON18.HTM>، تاريخ الإطلاع (2011/03/27).

117. Jim Saxton, Argentina's economic crisis: cause and cures, [on line],United States, 2003, available at <http://www.hacer.org/pdf/Schuler.pdf>, visited: (05/04/2011).

118. شحاتة عبد الله، الأزمة الماليّة المفهوم والأسباب، [على الخط]، مصر، 2008، متاح على: <www.pidegypt.org>، تاريخ الإطلاع: (2009/02/10).

119. حريز سفيان عيسى، الإجراءات الوقائية والعلاجية للأزمات الماليّة: رؤية إسلامية، [على الخط]، مداخلة مقدمة في مؤتمر "تداعيات الأزمة الماليّة العالمية وأثرها على اقتصاديات الدول العربية"، جامعة آل البيت، الأردن، متاح على: <http://www.isegs.com/forum/showthread.php?t=2576>، تاريخ الإطلاع: (2009/04/24).

120. الأسرج حسين عبد المطلب، تأثير الأزمة الماليّة على الصادرات المصرية، [على الخط]، مصر، نوفمبر 2008، متاح على: <http://www.isegs.com/forum/showthread.php?t=2576>، تاريخ الإطلاع: (2009/04/22).

121. René Ricol, Rapport sur la crise financière, [en ligne], Paris, septembre 2008, disponible sur: <http://lesrapports.ladocumentationfrancaise.fr>, visité le: (21/01/2009).

122. الأسرج حسين عبد المطلب، تأثير الأزمة الماليّة العالمية على الاقتصاد المصري، [على الخط]، مصر، جانفي 2009، متاح على: <http://mpra.ub.uni-muenchen.de>، تاريخ الاطلاع: (2009/01/10).

123. البلاوي حازم، الأزمة الماليّة العالمية "محاولة للفهم"، [على الخط]، متاح على: <www.iid-alraid.de/Arabisch/Abwab/.../Dr0000117.**doc**>، تاريخ الاطلاع: (2009/01/13).

124. حاج موسى نسيمة، علوي فاطمة الزهراء، أثر أزمة الرهن العقاري على البورصات العربية خلال الفترة 2007-2008، مجلة الباحث، [على الخط]، 2010، عدد 08، متاح على <http://rcweb.luedld.net/rc8/10.pdf>، تاريخ التحميل (2011/02/13).

125. يوسفات علي، أزمة الرهن العقاري، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير والعلوم التجارية، [على الخط]، 2009، عدد 02، متاح على <http://www.kantakji.com/fiqh/Files/Economics/c354.pdf>، تاريخ التحميل (2011/02/13).

126. بلوافي أحمد مهدي، قراءة في أسباب الأزمات المالية: الرهن العقاري في أمريكا نموذجا، [على الخط]، مركز أبحاث الاقتصاد الإسلامي: جامعة الملك عبد العزيز، السعودية، متاح على: <http://www.kau.edu.sa>، تاريخ التحميل (2011/11/05).

127. موسلي أمينة، عدوى الأزمات المالية –دراسة حالة أزمة الرهن العقاري-، رسالة ماجستير غير منشورة، تخصص نقود وبنوك، جامعة الجزائر 03، 2012.

128. Patrick Artus et al, la crise des subprimes, [en ligne], Paris: Christine Carl, 2008, disponible sur: <http://lesrapports.ladocumentationfrancaise.fr>, visité le: (21/01/2009).

129. محمد عبد الحليم عمر، قراءة إسلامية في الأزمة الماليّة العالمية، [على الخط]، مداخلة مقدمة في ندوة "الأزمة الماليّة العالمية من منظور إسلامي وتأثيرها على الاقتصاديات العربية"، جامعة الأزهر، مصر، 11 أكتوبر 2008، متاح على: <www.SAKC.gq.nu>، تاريخ الإطلاع: (2009/02/11).

130. الشرافي محمد، الأزمة الماليّة العالمية رؤية اقتصادية وشرعية، [على الخط]، المملكة العربية السعودية: جامعة الملك عبد العزيز، متاح على: <www.jps-dir.com>، تاريخ الإطلاع: (2009/04/07).

131. مقداد محمد إبراهيم، الأزمة الماليّة وآثارها المتوقعة على فلسطين، [على الحط]، مداخلة مقدمة في يوم دراسي "الأزمة الماليّة العالمية وأثرها على الاقتصاد الفلسطيني"، الجامعة الإسلامية، غزة، 2008/11/5، متاح على: <www.iugaza.edu.ps/.../**Doc**uments/.**doc**> ، تاريخ الإطلاع : (2009/01/18).

132. شاهين محمود، أزمة أسواق المال العالمية، عندما تعطس أمريكا يصاب العالم بالزكام، مجلة عالم الاقتصاد، [على الخط]، 2008/10/01، العدد 201، متاح على: <www.ecoworld-mag.com>، تاريخ الإطلاع: (2008/11/19)، ص 2.

133. Orlowski Lucjan T, Stages of the 2007/2008 global financial crisis: is there a wandering asset-price bubble?, [on line], USA: Economics, December 2008, available at: <http://mpra.ub.uni-muenchen.de> visited: (18/01/2009).

134. Yvan Mayeur et al, crise mondiale des marchés financiers, [en ligne], Institut Emile Vandervelde, septembre 2008, disponible sur: < www.ps.be/_iusr>, visité le (2/12/2008).

135. S. Grammenos, la crise bancaire et l'emploi, [en ligne], Bruxelles: center de politique et économique européenne Asbl, 22/11/2008, disponible sur: <www.cesep.eu>, visité le: (21/01/2009).

136. أبو شعبان عماد إبراهيم، الأزمة الماليّة العالمية، مدخل في الأسباب والنتائج والحلول، [على الخط]، غزة، جامعة الأزهر، 19 نوفمبر 2008، متاح على: <www.alemad.ps>، تاريخ الإطلاع: (2009/01/21).

137. Jacques Adda, la mondialisation de l'économie, Paris: édition La Découverte, 2012.

138. الحلاق سعيد، الأزمة الماليّة العالمية ومعالجتها من منظور إسلامي، [على الخط]، مداخلة في مؤتمر "تداعيات الأزمة وأثرها على اقتصاديات الدول العربية، شرم الشيخ، مصر، 4-5 أفريل 2009، متاح على: <http://www.isegs.com/forum/showthread.php?t=2576>، تاريخ الإطلاع: (2009/04/17).

139. علي لطفي، الأزمة الماليّة العالمية: الأسباب، التداعيات، المواجهة، [على الخط]، مصر، مارس 2009، متاح على: <http://www.isegs.com/forum/showthread.php?t=2576>، تاريخ الإطلاع: (2009/04/11).

140. المهدي محمد صالح إبراهيم وآخرون، الأزمة الماليّة العالمية وتداعياتها، [على الخط]، ليبيا، جامعة سبها، متاح على: <www.greenbookstudies.com>، تاريخ الإطلاع: (2009/01/24).

141. زيدان محمد أحمد، فصول الأزمة الماليّة العالمية: أسبابها، جذورها وتبعاتها الاقتصادية، [على الخط]، مداخلة في مؤتمر "الأزمة الماليّة وكيفية علاجها من منظور النّظام الاقتصادي الغربي والإسلامي"، جامعة الجنان، طرابلس، لبنان، 13-14 مارس 2009، متاح على: <http://www.jinan.edu.lb/Conf/Money/4/Dr-zidane.pdf>، تاريخ الإطلاع: (2009/04/29).

142. الشياب محمد سلام، الرأسمالية، الاشتراكية والنّظام الاقتصادي الإسلامي، [على الخط]، المملكة العربية السعودية، جامعة الرياض، أكتوبر 2008، متاح على: <www.faculty.ksu.edu.sa/alshiab>، تاريخ الإطلاع: (2009/01/24).

143. Nout Wellink, the role of financial imbalances in the setting of monetary policy lessons from the current crisis, [on line], Amsterdam, June 2008, available at: <www.bis.org/review>, visited: (18/01/2009).

144. فلاح شفيع، النشاط الربوي والأزمات الماليّة، [على الخط]، لندن، أكتوبر 2008، متاح على: <http://alnoor.se/extra/26.doc>، تاريخ الإطلاع: (2009/01/24).

145. داليا أبو الغيط عبد المعبود، الأزمة الماليّة وأثرها على العالم العربي، [على الخط]، مصر: القيلوبية، 2008، متاح على: <www.pathways.cu.edu.eg>، تاريخ الإطلاع: (2009/01/24).

146. يوسف عاشور، الأزمة الماليّة العالمية أسباب ومسببات، [على الخط]، مداخلة مقدمة في اليوم الدراسي "الأزمة الماليّة العالمية وأثرها على الاقتصاد الفلسطيني"، الجامعة الإسلامية، غزة، 2008/11/5، متاح على:<www.iugaza.edu.ps>، تاريخ الإطلاع (2009/01/18).

147. Alicia Giron, Eugenia Correa, Emergent markets and fragility (Latin America and Mexico), [on line],Correa: UNAM, June 2008, available at: <www.bis.org/review>, visited: (10/01/2009).

148. منذر قحف، الأزمة الماليّة: أفكار لحلول طويلة الأجل خطوط عريضة، [على الخط]، قطر، متاح على: <http://www.isegs.com/forum/showthread.php?t=2576>، تاريخ الإطلاع: (2009/04/23).

149. قنطقجي سامر مظهر، ضوابط الاقتصاد الإسلامي في معالجة الأزمات الماليّة، [على الخط]، ط1، دمشق: دار النهضة للطباعة والنشر والتوزيع، 2008، متاح على: <www.kantakji.com>، تاريخ الإطلاع: (2009/02/10).

150. مجلس الغرف السعودية، الأزمة الماليّة العالمية وتداعياتها على الاقتصاد السعودي، [على الخط]، المملكة العربية السعودية: إدارة البحوث والدراسات الاقتصادية، أكتوبر 2008، متاح على: <http://www.isegs.com/forum/showthread.php?t=2576>، تاريخ الإطلاع: (2009/04/24).

151. ناصر مثنى عبد الإله، تقييم السياسات الاقتصادية المتبعة في الدول العربية النفطية قبل الأزمة الماليّة وخلالها، [على الخط]، ليبيا، 2008، متاح على: <http://www.isegs.com/forum/showthread.php?t=2576>، تاريخ الإطلاع: (2009/04/23).

152. صندوق النقد الدولي، الضغط المالي والهبوط الاقتصادي والتعافي، [على الخط]، تقرير حول آفاق الاقتصاد العالمي، أكتوبر 2008، تحديث جانفي 2009، متاح على: <www.fmi.org>، تاريخ الإطلاع: (2009/02/10).

153. Angel Asensio, conséquences économiques de la crises financière – un point de vue Keynésien, [en ligne], Hal, Octobre 2008, disponible sur: < http://hal.archives-ouvertes.fr>, visité le: (21/01/2009).

154. حسنين حسين أحمد سليم، الأزمة الماليّة العالمية وأثرها على خطط المتدرب المستقبلية، [على الخط]، مصر: القيلوبية، 2008، متاح على: <www.pathways.cu.edu.eg>، تاريخ الاطلاع: (2009/01/24).

155. المغبوب محمود عبد الحفيظ، آليات الحد من التداعيات السلبية للأزمة الماليّة العالمية على الاقتصاد الليبي، [على الخط]، مداخلة في ندوة "الأزمة الماليّة العالمية وسوق الطاقة"، المنظمة العالمية للطاقة، طرابلس، 2009/01/20، متاح على: <http://www.isegs.com/forum/showthread.php?t=2576>، تاريخ الإطلاع: (2009/04/22).

156. تقرير الأمم المتحدة، الوضع الاقتصادي الدولي الراهن والتوقعات لعام 2009، [على الخط]، ملخص تنفيذي، متاح على: <www.un.org>، تاريخ الإطلاع (2009/01/24).

157. العسري عمر، البورصات المغاربية بين تأثيرات الأوضاع الداخلية وتداعيات الأزمة العالمية، [على الخط]، الرباط، 2009، متاح على: <http://www.isegs.com/forum/showthread.php?t=2576>، تاريخ الإطلاع: (2009/04/26).

158. حشاد نبيل، الأزمة الماليّة العالمية وتأثيرها في الاقتصاد العربي، [على الخط]، القاهرة، معهد الميثاق، جانفي 2009، متاح على: <www.almethaq.info>، تاريخ الإطلاع: (2009/01/24).

159. قدي عبد المجيد، الصناديق السيادية والأزمة المالية الراهنة، [على الخط]، مداخلة في مؤتمر "الأزمة المالية العالمية وكيفية علاجها من منظور النظام الاقتصادي الغربي والإسلامي"، جامعة الجنان، طرابلس، لبنان، 13-14 مارس 2009، متاح على: <http://www.isegs.com/forum/showthread.php?t=2576>، تاريخ الإطلاع: (2009/04/17).

160. المناعي جاسم، الأزمة المالية العالمية... وقفة مراجعة، [على الخط]، نوفمبر 2008، متاح على:
<http://www.amf.org.ae/Web/weblisher/storage/uploads/docs/DG%20OFFICE/%D8%A7%D9%84%D8%A3%D8%B2%D9%85%D8%A9%20%D8%A7%D9%84%D9%85%D8%A7%D9%84%D9%8A%D8%A9%20%D8%A7%D9%84%D8%B9%D8%A7%D9%84%D9%85%D9%8A%D8%A9...%20%D9%88%D9%82%D9%81%D8%A9%20%D9%85%D8%B1%D8%A7%D8%AC%D8%B9%D8%A9.pdf>، تاريخ الإطلاع (2009/02/10).

161. دوابة أشرف محمد، الأزمة الماليّة العالمية والسياسة النقدية الخليجية، [على الخط]، الكويت، نوفمبر 2008، متاح على: <http://www.isegs.com/forum/showthread.php?t=2576>، تاريخ الإطلاع: (2009/04/09).

162. Federal Reserve, Paulson Statement on Emergency Economic Stabilization, [on line], Washington, September 29th, 2008, available at: <www.usa.gov>, visited: (11/12/2008).

163. Federal Reserve, Paulson Statement on Emergency Economic Stabilization, op.cit, P(html).

164. الشروف يوسف، خطة التحفيز الأمريكية، مجلة الاقتصاد والأعمال، [على الخط]، الدوحة، فيفري 2009، متاح على: <www.aljazeera.net/NR/exeres>، تاريخ الإطلاع: (2009/03/4).

165. Federal Reserve, Financial Stability Plan, [on line], Washington, February 10th, 2009, available at: <www.usa.gov>, visited: (18/02/2009).

166. Solidaires, Face à la crise, [en ligne], Paris, Octobre 2008, disponible sur: <www.solidaires.org>, visité le: (21/01/2009).

167. الحبش محمد، الأزمة الماليّة العالمية، [على الخط]، سورية، 2008، متاح على: <www.pidegypt.org>، تاريخ الإطلاع: (2009/02/10).

168. G7 Finance Ministers, Plan of Action, [on line], Washington, October 10th, 2008, available at: <www.g7.utoronto.ca>, visited: (13/12/2008).

169. C.S Mott foundation, nouvelles récentes concernant les institutions financières internationales, Initiative d'halifax, [en ligne], Canada, Novembre2008, volume4, numéro11, disponible sur: <www.laborstrategies.blogs.com>, visité le: (10/01/2009).

170. Group of twenty, declaration on strengthening the financial system, [on line], London, April 2, 2009, available at: <www.g20.org>, visited: (4/4/2009).

171. Premier, Government package to support lending, [on line],United Kingdom, January 19th, 2009, available at: <www.direct.gov.uk>, visited: (28/04/2009).

172. Conseil Européen, Plan de relance, [en ligne], Union Européenne, disponible sur: <http://ec.europa.eu>, visité le: (24/12/2008).

173. Commission of the European communities, From financial crisis to recovery: A European framework for action, [on line], Union Européenne, October 29th, 2008, available at: <http://ec.europa.eu>, visited: (18/02/2009).

174. Taro Aso, overcoming the current crisis, [on line], Japan, November 15th, 2008, available at: <www.kantei.go.jp>, visit: (11/04/2009).

175. Taro Aso, Policy package to address economic crisis, [on line], Japan, April 10th, 2009, available at: <www.kantei.go.jp>, visited: (21/04/2009).

176. Vladimir Putin, anti-crisis measures taken by the Government (антикризисных мерах Правительства),[on line], Russian Federation, April 22, 2009, available at: <www.premier.gov.ru>, visited: (30/04/2009).

177. Premier, China's stimulus package plan paying off, [on line], China, April 18th, 2009, available at: <http://english.gov.cn>, visited: (19/04/2009).

178. بن حسين ناجي، عرض عام حول الأزمة الماليّة العالمية، [على الخط]، الجزائر، جامعة قسنطينة، 2008، متاح على: <http://www.isegs.com/forum/showthread.php?t=2576>، تاريخ الإطلاع: (2009/03/12).

179. حمدي عبد الرحيم، الأزمة الماليّة العالمية وأثرها على الفكر الاقتصادي الإسلامي، [على الخط]، الخرطوم، أكتوبر 2008، متاح على: <http://www.isegs.com/forum/showthread.php?t=2576>، تاريخ الإطلاع: (2009/03/12).

180. العناني خليل، الاقتصاد الأمريكي بين الفساد والعولمة، [على الخط]، مصر: المركز العربي للدراسات المستقبلية، متاح على: <http://www.isegs.com/forum/showthread.php?t=2576>، تاريخ الإطلاع: (2009/04/08).

181. Philippe d'Arvisenet, de la crise financière à la récession, Revue Conjoncture, [en ligne], Paris, Novembre 2008, N°08-41, disponible sur: < www.bnpparibas.com>, visité le: (21/01/2009).

182. أسامة عبد الله، تفاصيل خطة أوباما لدعم الاقتصاد الأمريكي، [على الخط]، واشنطن، 2009، متاح على: <www.saudiinfocus.com>، تاريخ الإطلاع: (2009/03/04).

183. Itay Goldsteina, Ady Pauzner, Contagion of self-fulfilling financial crises due to diversification of investment portfolios, Journal of economic theory, July 2004, N°119.

184. Huimin Chung, The contagious effects of the Asian financial crisis: some evidence from ADR and country funds, Journal of multinational financial management, août 2004, N°15.

185. Lalith P. Samarakoon, Stock market interdependence, contagion, and the U.S. financial crisis: The case of emerging and frontier markets, Journal of International Financial Markets, Institutions & Money, June 2011, N°21.

186. Taimur Baig, Ilan Goldfajn, Financial market contagion in the Asian crisis, [on line], IMF Staff Paper, 46, June 1999, available at: <http://pascal.iseg.utl.pt/~aafonso/eif/pdf/baig.pdf>, visited: (18/09/2012).

187. Francesco Caramazza, Luca Ricci, International financial contagion in currency crises, Journal of International Money and Finance, 2004, N°23.

188. Zouari Zeineb, Hammami Samir, crises financières et contagion: cas de subprime, IHEC Sousse - Maitrise en Actuariat et Finance, 2008.

189. Luis Miotti, Dominique Plihon, libéralisation financière, spéculation et crises bancaires, [en ligne], Revue Economie Internationale, 1er trimestre 2001, N°85, disponible sur: <http://www.cairn.info/revue-economie-internationale-2001-1-page-3.htm>, visité le: (17/10/2012).

190. محمود فهد مهيدات، المضاربات الوهمية "السوقية" ودورها في الأزمة المالية 'عقود الخيارات'، [على الخط]، مداخلة في مؤتمر "الأزمة المالية والاقتصادية العالمية المعاصرة من منظور اقتصادي اسلامي"، جامعة العلوم الاسلامية العالمية، عمان، الأردن، 1–2 ديسمبر 2010، متاح على <http://www.4shared.com/office/S5ivbAG2/----------.html>، تاريخ الإطلاع: (2011/07/02).

191. Virginie Coudert, Florence Verhille, À propos des bulles spéculatives, [en ligne], Bulletin de la Banque de France, Novembre 2001, N°95, disponible sur: <http://www.banque-france.fr/accueil.html>, visité le: (08/04/2012).

192. A.Mokhefi, M.Amrani, Bulles spéculatives: Prophylaxie et thérapeutique, [en Ligne], disponible sur: <http://www.iefpedia.com/france/wp-content/uploads/2009/12/Bulles-Spéculatives-Prophylaxie-et-thérapeutique-–-MOKHFI-ET-AMRANI.pdf>, visité le: (09/04/2012).

193. Franklin Allen, Douglas Gale, Bubbles and crises, [on line], The economic journal, Jan 2000, N°460, available at: <http://www.jstor.org/stable/2565656>, visited: (04/12/2012).

194. Stéphane SORBE, Éclatement de la bulle sur le marché immobilier américain, [en ligne], Lettre Trésor-éco, Juillet 2008, N°40, disponible sur: <http://www.economie.uqam.ca/>, visité le: (13/09/2012).

195. Vincent Grossmann-Wirth, et al, Comprendre la formation de la bulle immobilière américaine et son éclatement, [en ligne] ,ÉCONOMIE ET STATISTIQUE, 2010, N°438–440, disponible sur: <http://www.insee.fr/fr/ffc/docs_ffc/ES438J.pdf>, visité le: (09/02/2012).

196. Jean Sobocoeur Chrispin, bulles spéculatives sur le marché du logement: Etats-Unis et canada, [en ligne], mémoire de la maîtrise en économique, université du Québec à Montréal, Mars 2010, disponible sur: <http://www.economie.uqam.ca/pages/docs/Chrispin_Jean_Sobocoeur_m%C3%A9moire.pdf>, visité le: (22/04/2012).

197. Philippe Askenazy, et al, crise et dette en Europe, [en ligne],Manifeste d'économistes atterrés, le 01/09/2010, disponible sur: <http://www.assoeconomiepolitique.org/spip.php?article140>, visité le: (02/10/2012).

198. Orléan, André, L'autoréférence dans la théorie keynésienne de la spéculation, [en ligne], in Cahiers d'Économie politique, 1988, N°14-15, disponible sur: <http://www.parisschoolofeconomics.com/orlean-andre/depot/publi/autoref_keynes.pdf>, visité le: (08/12/2012).

199. Marie-Christine Adam, Ariane Szafarz, Crises boursières, bulles spéculatives et raitionalité économique, [en ligne],Études internationales, 1989, Vol 20, N°4, disponible sur: <http://id.erudit.org/iderudit/702578ar>, visité le: (15/05/2012).

200. Worthwhile Canadian Initiative [en ligne], disponible sur <http://worthwhile.typepad.com/worthwhile_canadian_initi/2009/01/gross-national-income-and-house-prices-and-in-canada-and-the-us.html >, visité le (13/12/2012).

201. محمد يوسف عنتر الفالوجي، اختبار كفاءة سوق فلسطين للأوراق المالية عند المستوى الضعيف، [على الخط]، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية غزة، 2007، متاح على: <http://library.iugaza.edu.ps/thesis/73833.pdf>، تاريخ الإطلاع: (2012/12/18).

202. Steve Ambler, l'efficience des marchés financiers, [en ligne], Revu Economie financière, N°ECO 6080, Automne 2010, disponible sur: <http://www.er.uqam.ca/nobel/r10735/6080/efficien.pdf>, visité le: (18/12/2012).

203. دراوسي مسعود، السياسة المالية ودورها في تحقيق التوازن الاقتصادي "حالة الجزائر 1990-2004"، رسالة دكتوراه غير منشورة، جامعة الجزائر، 2005.

204. عقيل جاسم، عبد الله، النقود والمصارف، ط2، عمان: دار مجدلاوي للنشر، 1999.

205. عوض فاضل اسماعيل الدليمي، النقود والبنوك، بغداد: دار الحكمة للطباعة والنشر ، 1990.

206. Freidman , Milton, The ptimum quantity of money and other essays , Macmillan, London, 1973.

207. صالح مفتاح، النقود والسياسة النقدية، رسالة دكتوراه غير منشورة، جامعة الجزائر، 2003.

208. Gregory N Mankw, *Macroéconomie*, 5éme éd, Edition De Boeck, Bruxelles, 2010.

209. Agnès Bénassy-Quéré et als, *les taux d'intérêt*, Paris: édition la Découverte, 2003.

210. بنك السودان المركزي، مخطط إدارة السياسة النقدية والتمويلية، ط1، الخرطوم: توثيق تجربة السودان في مجال المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية، 2006.

211. Grégory Levieuge, politique monétaire et prix d'actifs, [en ligne], Revue d'OFCE, N°93, Avril 2005, disponible sur: < http://www.ofce.sciences-po.fr/pdf/revue/10-93.pdf>, visité le: (03/02/2012).

212. عبد النبي إسماعيل الطوحي، التنبؤ المبكر بالأزمات المالية باستخدام المؤشرات المالية الرائدة، [على الخط]، جامعة أسيوط، مصر، متاح على: <http://www.kantakji.com/fiqh/Manage.htm>، تاريخ التحميل: (2012/12/07).

213. الطراونة علاء الدين عوض، تطوير نظام إنذار مبكر لتوقع الأزمات الاقتصادية في الأردن، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية الدراسات العليا، الجامعة الأردنية، المملكة الأردنية الهاشمية، أوت 2004.

214. Andrew Berg, et al, L'art difficile de prévoir les crises économiques, [en ligne], FMI, 2000, disponible sur: <http://www.imf.org>, visité le: (14/10/2011).

215. الوكيل محسن عبد العزيز، كيف تتجنب الوقوع في أزمة مصرفية، [على الخط]، مجلة الاقتصادي، 22 جانفي 2007، العدد 1986، متاح على: <http://ik.Ahram.org.Eg>، تاريخ الإطلاع: (2009/01/21).

216. أتيش جوش وآخرون، التنبؤ بالأزمة القادمة، [على الخط]، مجلة التمويل والتنمية، المجلد 46، عدد 3، سبتمبر 2009، متاح على: <http://www.imf.org/external/arabic/pubs/ft/fandd/2009/09/pdf/gosha.pdf>، تاريخ الإطلاع: (2012/12/07).

217. أندرو بيرغ، كاثرين باتيللو، تحدي التنبؤ بالأزمات الاقتصادية، مجلة التمويل والتنمية، صندوق النقد الدّولي، 2000، العدد 18.

218. طلفاح أحمد، مؤشرات الحيطة الجزئية، مجلة المعهد العربي للتخطيط، أفريل 2005.

219. Asli Demirgüç Kunt, Enrica Detragiache, the Determinants of Banking crisis in Developing and Developed countries, [on line], IMF staff papers vol 45, N°1, March 1998, available at: <http://policydialogue.org/files/publications/Determinants_of_Banking_Crises.pdf>, visited: (03/12/2012).

220. Hélène Lavoix, Construire un système d'alerte précoce des crises, [en ligne],IFRI, France, disponible sur: <www.ifri.org/downloads/note59lavoixalerteprecoce1.pdf>, visité le: (09/03/2012).

221. Mario Dehove, la détection avancée des crises financières, in Robert Boyer, et al, les crises financières, Paris: La documentation française, 2004.

222. Jahangir Aziz and al, Currency crises: in search of common elements, [on line], IFM working paper, wp/00/67, March 2000, available at: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2000/wp0067.pdf>, visited: (11/02/2013).

223. Graciela Kaminsky and al, Leading indicators of currency crises, [on line], IFM Staff Papers, Vol 45, N°1, March 1998, available at: <http://mpra.ub.uni-muenchen.de/6981/1/leading-indicators.pdf>, visited: (11/02/2013).

224. Matthieu Bussiere, Marcel Fratzscher, TOWARDS A NEW EARLY WARNING SYSTEM OF FINANCIAL CRISES, [On line], ECB, working paper, N°145, May 2002, available at: <http://www.ecb.int/pub/pdf/scpwps/ecbwp145.pdf>, visited: (24/01/2013).

225. طارق عبد العال حماد، تقييم أداء البنوك التجارية (تحليل العائد والمخاطرة)، الإسكندرية: الدار الجامعية، 2001.

226. شوقي بورقبة، طريقة CAMELS في تقييم أداء البنوك الإسلامية، [على الخط]، مركز أبحاث الاقتصاد الإسلامي، جدة، متاح على: <http://www.kau.edu.sa/Files/121/Files/59600_Shawki(15).pdf>، تاريخ التحميل: (2013/02/10).

227. يوسف بوخلخال، أثر تطبيق نظام التقييم المصرفي الأمريكي (CAMELS) على فعالية نظام الرقابة على البنوك التجارية، [على الخط]، مجلة الباحث، 2012، عدد 10، متاح على: <http://rcweb.luedld.net/rc10/A1017.pdf>، تاريخ التحميل: (2013/02/10).

228. Kramo N'guessan, l'analyse financière des risques des banques et des pays dans les marches émergents, [en linge], rapport de mission, Direction générale du trésor et de la comptabilité publique, Cote D'Ivoire, disponible sur (http://www.docstoc.com), visité le (10/02/2013), 2004.

229. Jeffrey A.Frankel, Andrew K.Rose, Currency crashes in emerging markets: An empirical treatment, [on line], Journal of international economics, N°41, 1996, available at: <http://ideas.repec.org/p/fip/fedgif/534.html>, visited: (14/02/2013), P352.

230. Gian Maria Milesi Ferretti, Assaf Razin, Current account reversals and currency crises: Empirical regularities, [on line],IMF, Working paper, N°98-89, 1998, available at: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/wp9889.pdf>, visited: (14/02/2013), P10.

231. Gerardo Esquivel, Felipe Larrain B, Explaining currency crises, [on line], Working paper series, N°R98-07, 1998, available at: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=107725>, visited: (14/02/2013).

232. Barry Eichengreen, and al, Exchange Market Mayhem: The Antecedents and Aftermath of Speculative Attacks, [on line],Economic Policy, N°21, 1995, available at: <http://faculty.haas.berkeley.edu/arose/ERW3EP.pdf>, visited: (15/02/2013).

233. Feryel OUERGHI, Les indicateurs de vulnérabilité aux crises de change, [en ligne],disponible sur : <http://evenements.univ-lille3.fr/recherche/jemb/programme/papiers/ouerghi_lille06.pdf>, visité le: (11/04/2012).

234. Gerard Caprio, Daniela Klingebiel, Bank Insolvencies; Cross-country Experience,[on line], World Bank,Policy research working paper, N°1620, July 1996, available at: <http://econ.worldbank.org/external/default/main>, visited (02/08/2012).

235. Asli Demirgüç-Kunt, Enrica Detragiache, Cross-country Empirical Studies of Systemic Bank Distress: A Survey, [on line]IMF, Working paper, N°05-96, 2005, available at: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2005/wp0596.pdf >, visited: (13/02/2013).

236. علي عبد الرضا حمودي العميد، مؤشرات الحيطة الكلية وإمكانية التنبؤ المبكر بالأزمات، [على الخط]، بحث مقدم للمديرية العامة للإحصاء والأبحاث، البنك المركزي العراقي، متاح على: <http://www.cbi.iq/documents/Ali1.pdf>، تاريخ التحميل: (2012/12/07).

237. Guillaume Colosiez, Mouldi Djelassi, La redécouverte des cycles financiers, [en ligne], Revue d'économie financière, N°26, 1993, disponible sur: <http://econpapers.repec.org/article/prsrecofi/ecofi_5f0987-3368_5f1993_5fnum_5f26_5f3_5f2008.htm>, visité le: (13/02/2013).

238. Graciela L.Kaminsky, Carmen M.Reinhart, The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance-of-Payments Problems, [on line],The American Economic Review, Vol. 89, N°3, 1999, available at: <http://www.econ.uchile.cl/uploads/documento/7d5ce3d5eb3b2d4aa22077fb65a03225e520bcf2.pdf>, visited: (13/02/2013).

239. Ilan Goldgajn, Rodrigo O.Valdés, Capital flows and twins crises: the role of liquidity, [on line], IMF, Working paper, N°97/87, 1997, available at: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/wp9787.pdf>, visited: (13/02/2013).

240. أحمد نور الدين الفرا، تحليل نظام التقييم المصرفي الأمريكي CAMELS كأداة للرقابة على القطاع المصرفي، [على الخط]، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية، غزة، متاح على: <http://library.iugaza.edu.ps/thesis/82574.pdf>، تاريخ التحميل: (2011/07/29).

241. علي شاهين، أثر تطبيق نظام التقييم المصرفيالأمريكي CAMELS لدعم فعالية نظام التفتيش على البنوك التجارية، مجلة كلية التجارة ببنها، 2005، العدد 01.

242. Luc Laeven, Fabian Valencia, Systemic Banking Crises: A New Database, [on line],IMF, Working paper, N°08/224, 2008, available at: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2008/wp08224.pdf>, visited: (13/02/2013).