



محور المداخلة: المحور الثالث (نظرية التحرير المالي)

عنوان المداخلة:

الأزمات المالية العالمية وعلاقتها بسياسة التحرير المالي

دراسة حالة أزمة جنوب شرق آسيا 1997 وأزمة الرهن العقاري 2008

للملتقى العلمي الوطني حول:

النظام المالي وإشكالية تمويل الاقتصاديات النامية

يوم 04 و05 فيفري 2019

من إعداد الباحثين :

الباحث: د. شين خثير الباحثة: ستو فاطمة الزهراء

المستوى: المدرسة الوطنية للمناجنت وإدارة الصحة

المستوى: دكتوراه في التسويق الابداعي

+ ماستر اقتصاد وتسيير المؤسسة

الجامعة: جامعة غارداية

الجامعة: جامعة الشهيد حمه لخضر - الوادي

الوظيفة: أستاذ مؤقت بجامعة المسيلة

المخبر: السياحة، الإقليم والمؤسسات الوظيفة: متصرف رئيسي لمصالح الصحة

الهاتف: 0661.72.05.00

الهاتف: 0669.66.66.68

الاييميل: fatma.z.gestion@gmail.com

الاييميل: khathirdr@gmail.com

الملخص:

إن استقرار أي قطاع مالي سواء كان محليا أو خارجيا مهم من أجل اتخاذ القرارات الاقتصادية، لذلك فإن هذه الورقة البحثية جاءت لتسليط الضوء على بعض المفاهيم الخاصة بالتحرير المالي، والذي ينجم عنه أزمات مالية في حال اعتماده بطريقة غير وقائية، فالعولمة والتوريق القروض المصرفية تواجه تحديات كبرى في الشفافية

والإفصاح وكذلك الخطر المعنوي، فالتحرير المالي إن لم يتبع فيه الإجراءات بطريقة صحيحة ومحكمة يكون خطراً على الاستقرار المالي والقطاع المالي ككل كأزمة جنوب شرق آسيا سنة 1997 وأزمة الرهن العقاري في أمريكا سنة 2008.

**الكلمات المفتاحية:** التحرير المالي، الأزمات المالية، أزمة جنوب شرق آسيا، أزمة الرهن العقاري.

### **Summary:**

*The stability of any financial sector, whether domestically or externally, is important for economic decision making, so this paper is intended to highlight some concepts of financial liberalization that result in financial crises if adopted in a non-preventive manner. As well as the moral hazard. Financial liberalization, if not properly followed, would pose a threat to financial stability and the financial sector as a whole, such as the South East Asian crisis of 1997 and the subprime crisis in America in 2008.*

**Key words:** financial liberalization, financial crises, Southeast Asia crisis, mortgage crisis.

### **تمهيد:**

يعتبر التحرير المالي أداة استغللتها العديد من الدول النامية في إجراءات إصلاحات في القطاع المالي وذلك بالانتقال من الاقتصاد المكبح بالقوانين والقيود إلى الاقتصاد الحر (اقتصاد السوق). فالتحرير المالي أو المصرفي تضمن تطبيق عناصره الثلاثة وذلك من خلال تحرير أسعار الفائدة وتسقيف القروض وتحرير الأسواق المالية وحساب رأس المال وقد أمسى تكرر وتعدد الأزمات المالية خلال حقبة التسعينات ظاهرة مثيرة للقلق والاهتمام، وترجع أسباب ذلك إلى أن آثارها السلبية كانت حادة وخطيرة وهددت الاستقرار الاقتصادي والاجتماعي والسياسي للدول المعنية، إضافة إلى انتشار آثار وعدوى الأزمات المالية لتشمل دولاً أخرى، كنتيجة للانفتاح الاقتصادي والمالي الذي تشهده تلك الدول واندماجها في منظومة التجارة العالمية.

ولقد شهد الاقتصاد العالمي العديد من الأزمات والانخيارات المالية، كان معظمها بسبب المضاربات، بدءاً بأزمة زهرة التوليب في هولندا عام 1637، مروراً بانحيار البورصة الأمريكية عام 1929 الذي جاء إيداناً لجلول الكساد الكبير، كما وقعت عدة نوبات من الأزمات انطلاقاً من ثمانينات القرن العشرين، والتي تبعتها سلسلة من الأزمات المالتق الحادة وخاصة في اقتصاديات الأسواق الناشئة، كأزمة المكسيك، أزمة جنوب شرق آسيا، وتعتبر الأزمة المالية العالمية (2007 - 2008) أحد أقوى الأزمات المالية من حيث عمقها ومدى انتشارها العالمي، ولم تقتصر تأثيرات هذه الأزمات على اقتصادياتها فحسب، بل امتدت لتأثيرها السلبية إلى دول أخرى، وهددت مجمل النظام المالي العالمي كنتيجة طبيعية للعولمة الاقتصادية، والعولمة المالية على وجه التحديد.

رغم أن موضوع الأزمات المالية يضرب بجذوره في التاريخ، إلا أنه عاد ليطرح نفسه بقوة مع تصاعد ظاهرة العولمة المالية، فالأزمات المالية التي مست البلدان المتقدمة والنامية في العقود الأخيرة كانت مكلفة من حيث التباطؤ الاقتصادي، خسائر في الناتج

الخام، انخفاض معدلات النمو، وانحياز الأسواق المالية، وتعتبر كل من أزمة جنوب شرق آسيا وأزمة الرهن العقاري 2008 من أبرز الأمثلة على ذلك، وعلاى هذا الأساس تسعى دراستنا إلى طرح الإشكال التالي:

هل يمكن اعتبار التحرير المالي سببا مباشرا في انتشار أزمة جنوب شرق آسيا 1997 وأزمة الرهن العقاري

2008؟؟

الأسئلة الفرعية:

- ما المقصود بسياسة التحرير المالي؟ وما هي عناصره؟
  - ما العلاقة بين سياسة التحرير المالي والأزمة المالية لجنوب شرق آسيا 1997؟
  - ما العلاقة بين سياسة التحرير المالي وأزمة الرهن العقاري 2008؟
- وسنحاول الإجابة على الإشكال الرئيسي والأسئلة الفرعية في هذه الورقة البحثية من خلال إبراز مفهوم التحرير المالي وكذا الأزمات المالية العالمية خاصة أزمتي جنوب شرق آسيا 1997 وأزمة الرهن العقاري 2008 وعلاقتهما بالتحرير المالي.

## أولا: الأسس النظرية لسياسة التحرير المالي

يندرج التحرير المالي ضمن أهم الإصلاحات الاقتصادية التي باشرتها الدول التي تعرف مرحلة انتقالية من الاقتصاد المخطط إلى اقتصاد السوق..

### I. أسباب ظهور نظرية التحرير المالي

لقد اعتبرت الحكومات في الدول النامية القطاع المالي كقطاع استراتيجي وأخضعته لمختلف الأشكال من الرقابة، ابتداء من التأميم إلى وضع مجموعة من القيود والضوابط على النشاط المالي والبنكي مثل تحديد أسقف لسعر الفائدة الدائنة والمدينة وفرض احتياطي إلزامي كبير يسمح للدولة بتمويل عجز الميزانية بأقل تكلفة واتباع سياسة توجيه الائتمان، وتمثل مجموعة هذه الإجراءات المفروضة على القطاع المالي ما أطلق عليه كل من " R. Mackinnon " و " E. Shaw " بالكبح المالي.<sup>i</sup>

حيث تتميز هذه السياسة بتثبيت سعر الفائدة الحقيقي فوق مستوى توازنه في السوق أي وضع سقف لسعر الفائدة، وإلزام البنوك بإعطاء الأولوية في تمويل المشاريع الحكومية قليلة المردودية وبنسبة تضخم مرتفعة<sup>ii</sup>.

إلا أن هذه السياسة المتعلقة بكبح القطاع المالي في الدول النامية قد أضرت بالنظم المالية لهذه الدول ولم تحقق الأهداف التي خطت لها، وهذا ما دفع بالعديد من هذه الدول في أواخر السبعينات بالشروع بإصلاحات جذرية على مستوى أنظمتها المالية والاقتصادية، وبإيجاز من البنك وصندوق النقد الدوليين اتخذ العديد من هذه الدول إجراءات تهدف إلى إصلاح القطاع المالي، وقد اعتمد في هذا الإطار النظري الذي وضعه كل من " R. Mackinnon " و " E. Shaw " عام 1973 للتحرير المالي في الدول النامية<sup>iii</sup>.

### II. تعريف التحرير المالي وعناصره الأساسية:

#### I. تعريف التحرير المالي:

يمكن تعريف التحرير المالي بالمعنى الضيق على أنه: مجموعة الإجراءات التي تسعى إلى خفض درجة القيود المفروضة على القطاع المالي، أما بالمعنى الواسع فيشمل مجموعة الإجراءات التي تعمل على تطوير الأسواق المالية<sup>iv</sup>.

ومن خلال هذين المفهومين يمكن إعطاء تعريف شامل حول التحرير المالي على النحو التالي:

"يشمل التحرير المالي في إعطاء البنوك والمؤسسات استقلالها التام وحرية كبيرة في إدارة أنشطتها المالية من خلال إلغاء مختلف القيود والضوابط على العمل المصرفي، وهذا بتحرير معدلات الفائدة على القروض والودائع والتخلي عن سياسة توجيه الائتمان، وخفض نسبة الاحتياطي الإلزامي والتوجه نحو اعتماد الأدوات غير المباشرة للسياسة النقدية، فتح المجال المصرفي أمام القطاع الخاص الوطني والأجنبي<sup>vii</sup>."

## II. العناصر الأساسية لسياسة التحرير المالي: تشمل سياسة التحرير المالي ثلاثة جوانب رئيسة هي:

- ✓ **تحرير النظام المصرفي الداخلي:** ويشمل ثلاثة عناصر أساسية وهي<sup>vi</sup>:
    - **تحرير أسعار الفائدة الدائنة والمدينة:** وذلك من خلال الحد من الرقابة على أسعار الفائدة الدائنة والمدينة والتخلي عن سياسة التحديد الإداري لها، وبالتالي حسب قوى السوق؛
    - **تحرير القروض:** ويتحقق ذلك عن طريق الحد من عملية التمييز من خلال توجيه الائتمان نحو القطاعات التي تعتبرها الحكومة أولوية للتمويل على حساب قطاعات أخرى، والحد من وضع سقف ائتمانية على القروض الممنوحة لبعض القطاعات، وبالإضافة لذلك إلغاء أو خفض نسب الاحتياطات الإلزامية المفروضة على البنوك التجارية؛
    - **تحرير المنافسة البنكية:** والذي يتحقق بإلغاء وإزالة القيود والعراقيل التي تعيق إنشاء البنوك الخاصة برأس مال محلي أو أجنبي، وكذلك إلغاء القيود التي تمنع خلق بنوك ومؤسسات مالية متخصصة وشاملة.
  - ✓ **تحرير الأسواق المالية:** يتم ذلك من خلال عدم تقييد حرية المستثمر الأجنبي عند حيازته أو امتلاكه للأصول والأوراق المالية المصدره باسم جهات محلية في بورصة القيم المنقولة، والحد من إجبار توطين رأس المال وأقساط الأرباح والفوائد أي إلغاء الحواجز أمام خروج الأموال الأجنبية المستثمرة في الداخل والأرباح الناتجة عنها<sup>vii</sup>.
  - ✓ **تحرير حساب رأس المال:** ويقصد به العمل على الحد من الرقابة المفروضة على سعر الصرف المطبق على المعاملات المرتبطة بالحساب الجاري وحساب رأس المال، وعدم تدخل السلطات النقدية في تحديد معدل صرف العملة المحلية. كذلك يتضمن حرية التدفقات المالية والنقدية بمختلف أشكالها العابرة للحدود<sup>viii</sup>. ويركز خبراء صندوق النقد الدولي في هذا الخصوص على أمرين هما:
    - أنه من الأفضل البدء في تحرير التدفقات طويلة الأجل قبل التدفقات قصيرة الأجل، وتحرير الاستثمار الأجنبي المباشر قبل تحرير الاستثمار في المحافظ المالية أو الاستثمار غير المباشر؛
    - أن التحرير الشامل لمعاملات وتحويلات رأس المال لا يعني التخلي عن كل القواعد والنظم المطبقة على المعاملات بالعملة الأجنبية، أما يتطلب ضبط الإجراءات المتعلقة بتحويلات العملة الأجنبية التي يجريها غير المقيمين<sup>ix</sup>.
- وبناء على درجة تحرير كل جانب من الجوانب الثلاثة السابقة الذكر (تحرير النظام المصرفي الداخلي، تحرير الأسواق المالية وتحرير حساب رأس المال)، يمكن الحكم على درجة التحرير المالي في الاقتصاد ككل بالنسبة لكل دولة.

### III. مزايا ومخاطر التحرير المالي وشروط نجاحه

#### 1 مزايا ومخاطر التحرير المالي: يرى أصار ومؤيدي التحرير المالي والعملة المالية أنها تحقق عدة مزايا يمكن إجمالها في

النقاط التالية<sup>x</sup>:

✓ **بالنسبة للدول المتقدمة:** تسمح سياسات التحرير المالي في البلدان المصدرة لرؤوس الأموال وهي في الغالب الدول الصناعية الكبرى، بخلق فرص استثمارية واسعة أكثر ربحية، وتوفر لها الضمانات الكافية، وتنويعها ضد المخاطر من خلال الآليات التي توفرها الأدوات المالية والتحكيم بين مختلف الأسواق المختلفة؛

✓ **بالنسبة للدول النامية:**

- يمكن الانفتاح المالي الدول النامية من الوصول إلى الأسواق المالية الدولية للحصول على ما تحتاجه من أموال لسد الفجوة التمويلية المحلية - أي قصور المدخرات المحلية عن تمويل الاستثمارات - مما سيؤدي إلى زيادة الاستثمار المحلي وبالتالي زيادة معدل النمو الاقتصادي؛

- تسمح حركة الاستثمارات الأجنبية المباشرة واستثمارات الحافظة المالية "الاستثمار في الأسواق المالية وتشجيع

إصدارها وتداولها" بالابتعاد عن القروض المصرفية التجارية وبالتالي الحد من زيادة حجم الديون الخارجية؛

- تحسين الوظائف المرتبطة بالأسواق المالية من طريق ثلاث مسارات الأول هو نجاعة وقدرة هذه الأسواق لمنح مواد

مقبولة والثاني هو تنويع المحفظة وأخيرا هي الخاصية التي تفرضها الأسواق على السياسات الاقتصادية المنتهجة من

طرف الدول والخاصة بالفتح الداخلي والخارجي للأسواق المالية التي تشتمل وتتحكم فيها الشمولية المالية؛

- تساعد الاستثمارات الأجنبية المباشرة على تحويل التكنولوجيا باتجاه الدول النامية وتقليص الفجوة التكنولوجية.

أما فيما يتعلق بمخاطر التحرير المالي والعملة المالية فقد أثبتت تجارب عقد التسعينات من القرن الماضي أن العوامة

المالية بالنسبة للدول النامية كثيرا ما أدت إلى حدوث أزمات وصددمات مالية مكلفة (أزمة المكسيك، ودول جنوب

شرق آسيا، والبرازيل وروسيا... الخ)، ويمكن إيجاز مخاطرها في النقاط التالية<sup>xi</sup>:

- المخاطر الناجمة عن التقلبات الفجائية في الاستثمارات الأجنبية؛

- مخاطر المضاربات المالية؛

- مخاطر دخول الأموال القذرة (غسيل الأموال)؛

- مخاطر هروب الأموال الوطنية نحو الخارج؛

- إضعاف السيادة الوطنية مجال رسم السياسة المالية والنقدية بكل استقلالية.

#### 2 شروط نجاح التحرير المالي: إن الانتقادات التي تعرضت لها نظرية كل من "R. Mackinnon" و "E. Shaw"

في شكلها الأول، دفعت به إلى بناء نموذج جديد سنة 1991، والذي يبين أهمية استقرار الاقتصاد الكلي كشرط

أساسي يجب توفره قبل بدء عملية التحرير مع تقوية نظام الإشراف على النظام المصرفي.

✓ **استقرار الاقتصاد الكلي:** إن من أهم ركائز الاستقرار الاقتصادي هو انخفاض معدل التضخم، فارتفاع التضخم

يؤدي إلى انخفاض قيمة العملة وارتفاع سعر الفائدة، وبالتالي خسارة كبيرة في الاقتصاد مما يعرقل النمو الاقتصادي

ويساهم في إضعاف النظام المصرفي والتأثير على التحرير المالي؛

✓ **اتباع التسلسل والترتيب في مراحل التحرير المصرفي:** حيث يجب أن يبدأ التحرير المصرفي من المستوى المحلي بقطاعيه الحقيقي والمالي، بحيث القطاع الحقيقي يتم فيه ترك الأسعار تتحرك وفق قوى السوق، وفرض ضرائب مباشرة وغير مباشرة وبطريقة عقلانية على المؤسسات ورفع الدعم على الأسعار، وتطبيق سياسة الخوصصة<sup>xii</sup>، أما القطاع المالي والمصرفي فيتم فيه عدم وضع رقابة وقيود على تدفق وانتقال رؤوس الأموال في التجارة الخارجية على المدى القصير؛

✓ **الإشراف الحذر على الأسواق المالية:** إن نجاح سياسة التحرير المصرفي يتطلب إشرافا حكوميا قويا من أجل منع الانحرافات والمحافظة على انضباط السوق المصرفي، وتفادي وقوع الأزمات المالية والمصرفية ويهدف الإشراف الحذر على المؤسسات المصرفية والمالية إلى الاهتمام بإدارة المخاطر والتنبيه إليها، ضمان الشفافية والاهتمام بالأوضاع المالية للبنوك والمؤسسات المالية والاهتمام بالهيكل التنظيمي والإداري لجهات الرقابة، وتسهيل تدفق المعلومات والتنسيق بين أنشطة إصدار القرار ومتابعة تنفيذه، إقامة هيئات رقابية وإشرافية تتمتع بالاستقلالية وعلى رأسها البنك المركزي وهذا كله بهدف تحقيق استقرار النظام المصرفي، والرقابة على الأنظمة المصرفية لضمان استقرار النظام المصرفي الدولي<sup>xiii</sup>؛

✓ **ضرورة توافر المعلومات الكافية عن السوق:** يتطلب إنجاح سياسة التحرير المصرفي توافر المعلومات الكافية عن السوق المالي والمصرفي وإتاحتها أمام المتدخلين فيه، ويتعلق الأمر بالمعلومات التي توفرها جهات الإشراف والرقابة والمتعلقة بالقوانين واللوائح المنظمة للنشاط المصرفي، ومن جهة ثانية المعلومات التي يجب أن توفرها البنوك وإتاحتها أمام جهات الرقابة والإشراف، وأمام المتعاملين والمستثمرين حتى يتمكنوا من ترشيد قراراتهم المالية كما يتطلب الأمر وجود آليات لتنسيق هذه المعلومات بحيث يكون انسيابها بشكل واضح وخال من التناقض وتهدف إلى تدعيم عنصر الشفافية<sup>xiv</sup>؛

✓ **الاستقرار السياسي:** يؤثر الاستقرار على نجاح عملية التحرير المصرفي، وذلك لأنه يؤثر على القبة التي توليها السلطات العمومية للأجانب ومصداقية التزاماتها واستقرار تشريعاتها، حيث أن إلغاء القيود على تدفقات رؤوس الأموال لا يسمح بدخول أموال للداخل بقدر ما يسمح بالاستفادة منها في الداخل، بل إلغاء القيود مع عدم الاستقرار قد يؤدي إلى خروج الأموال إلى الخارج، لأن المستثمر لا يميل إلى المخاطرة<sup>xv</sup>؛

✓ **توافر قطاع مالي كفاء ومستقر:** لتحقيق هذا البند لابد من وجود إصلاحات هيكلية تعمل على بناء قطاع مالي كفاء ومستقر<sup>xvi</sup>؛

✓ **توافر بنية مؤسسية وقانونية ملائمة:** يفضل قبل الشروع في إزالة القيود والانفتاح المالي يجب توفر بنية مؤسسية وقانونية ملائمة، إذ أن عدم مراعاة ذلك قد يؤدي إلى أزمات مالية خطيرة، الأمر الذي يؤدي إلى انخفاض الفائدة المفترض ارتفاعها في ظل التحرير المالي<sup>xvii</sup>؛

✓ **التنظيم والإشراف المناسب على المؤسسات المالية:** أن كل مؤسسة مالية تمر بمخاطر تحتاج إلى تنظيم وإشراف جدي، وأن التنظيم والإشراف الجدي هام بالنسبة للبنوك لأن فشل أحد المؤسسات المالية أو أكثر يمكن

أن يؤدي إلى أزمة في السوق، وهذا كله نتيجة لفقدان الثقة في البنوك مما يؤدي إلى سحب أموال المودعين والمقترضين، فإن هذا بدوره من الممكن أن يعزز استقرار الاقتصاديات الكلية والنشاط الاقتصادي<sup>xviii</sup>.

## ثانيا: أزمة جنوب شرق آسيا 1997 وأزمة الرهن العقاري 2008 وعلاقتها بالتحرير المالي

### I. أزمة جنوب شرق آسيا 1997

بعد أكثر من ثلاثين عاما من النمو الاقتصادي السريع، الذي أدى إلى نعت بلدان جنوب شرق آسيا بالنمو الآسيوية، وجدت هذه البلدان نفسها أمام واحدة من أعنف الأزمات المالية في هذا العصر، وكانت للأزمة التي عصفت بالأسواق المالية الآسيوية في سنة 1997، انعكاسات حادة على البلدان المعنية، ولقد ظهرت الأزمة بادئ الأمر في تايلاند، حيث انهار سوق الأوراق المالية فجأة، ثم امتدت إلى كوريا الجنوبية وماليزيا وبلدان أخرى في المنطقة، ولم تنته تداعيات الأزمة عند ذلك الحد فحسب، بل وصلت إلى الأسواق المالية في شتى أنحاء العالم، بما هدد النمو الاقتصادي العالمي.

#### 1 ظروف حدوث أزمة جنوب شرق آسيا 1997:

تعتبر أزمة دول جنوب شرق آسيا من أشهر الأزمات المالية بالنظر إلى تاريخ هذه الدول مع التقدم الاقتصادي، خلال ما يقارب عقدين من الزمان، فقد شهدت الأسواق المالية لدول جنوب شرق آسيا (النمو الآسيوية) انهيارا كبيرا منذ يوم الاثنين 1997/10/02 والذي أطلق عليه يوم الاثنين المجنون، حيث بدأت الأزمة من تايلاند ثم انتشرت بسرعة إلى بقية دول المنطقة حينما سجلت أسعار الأسهم فيها معدلات منخفضة بشكل حاد، فانخفض مؤشر (Hang Seng) بنحو 1211 نقطة لأول مرة منذ أكثر من ثلاثين سنة، إضافة إلى انخفاض مؤشرات بقية بورصات دول المنطقة، دون أن يكون متوقعا انهيار هذه الأسواق بهذه الدرجة والسرعة، نظرا لما تتمتع به اقتصاديات هذه الدول من معدلات نمو مرتفعة في السنوات الأخيرة (7% - 8% كمتوسط)، وتنوع قاعدتها التصديرية، واندماج أسواقها واقتصادياتها في الأسواق العالمية<sup>xix</sup>.  
وفيما يلي المراحل الكبرى التي مرت بها الأزمة المالية:

- 02 جويلية: تعويم البات التايلندي، بداية اشتداد الضغط على البيزو الفلبيني والروبية الأندونيسية؛
- 11 جويلية: مجال التذبذب للبيزو الفلبيني توسع إلى هوامش غير محدودة، ومجال التذبذب للروبية الأندونيسية يرتفع من 8% إلى 12%؛
- 07 أوت: أسعار الأسهم في هونغ كونغ بلغت أعلى قيمة لها؛
- 14 أوت: تعويم الروبية الأندونيسية؛
- 20 أوت: صندوق النقد الدولي يوافق على تقديم قرض قيمته 3.9 مليار دولار لصالح تايلاند؛
- 26 أوت: أسعار الأسهم في تايبان بلغت أعلى قيمة لها؛
- 17 أكتوبر: تايبان توقف من دعم الدولار الجديد لتايبان الذي فقد 6% من قيمته، وفي هونغ كونغ الضغط يشتد على الدولار المحلي وأسواق الأسهم؛
- 20-23 أكتوبر: حدوث اضطرابات مالية في هونغ كونغ واشتداد الضغط على الوون الكوري؛

- 27 أكتوبر: انخفاض أسعار الأسهم في الولايات المتحدة الأمريكية بقيمة 7%، كما يلاحظ سقوط حر لأسعار الأسهم في أسواق أمريكا اللاتينية؛
- 28 أكتوبر: انخفاض أسعار الأسهم الروسية بنسبة 23%؛
- 05 نوفمبر: صندوق النقد الدولي يوافق على منح قرض بـ 10.1 مليار دولار لآندونيسيا؛
- 10 نوفمبر: ارتفاع أسعار الفائدة في روسيا؛
- 20 نوفمبر: كوريا الجنوبية تطلب قرضا من صندوق النقد الدولي؛
- 21 نوفمبر: صندوق النقد الدولي يوافق على منح قرض لكوريا الجنوبية قيمته 21 مليار دولار على مدار ثلاث سنوات؛
- 16 ديسمبر: تعويم الوون الكوري<sup>xx</sup>.

## 2 - أسباب أزمة جنوب شرق آسيا 1997:

إن اختيار الأسواق المالية الآسيوية لم يكن حدثا عارضا، بل جاء نتيجة بعض الممارسات والإجراءات غير الصحيحة، وسنحاول حصر أهم الأسباب الحقيقية التي تكمن وراء هذه الأزمة من خلال النقاط التالية<sup>xxi</sup>:

- ✓ **عرفت دول جنوب شرق آسيا تباطؤا اقتصاديا حقيقيا ما بين 1995 و1996**، فهناك انحطاط لتجارة السلع الإلكترونية على المستوى العالمي؛
- ✓ **عجز في الميزان التجاري في هذه الدول**، وهذا راجع إلى عدة عوامل أهمها:
  - زيادة الطلب المحلي أدى إلى زيادة الواردات، فيما كانت صادرات هذه الدول تعاني تراجعاً في تجارة السلع الإلكترونية؛
  - انخفاض تنافسية الأسعار في بداية عام 1995، وذلك بفعل ارتفاع قيمة الدولار، حيث أن عملات معظم دول جنوب شرق آسيا كانت مرتبطة بالدولار الأمريكي، كما أن قيمة الين الياباني انخفضت عام 1994؛
  - المنافسة الحادة للدول الآسيوية من الجيل الثالث (الهند، الفيتنام،...)
  - تحرير تجارة السلع والخدمات في إطار جولة الأوروغواي عام 1994؛
  - كانت الحاجة إلى التمويل الخارجي مغطاة بالاستثمارات غير المستقرة مثل الاستثمارات المحفظة، القروض البنكية قصيرة الأجل، هذه التدفقات من رؤوس الأموال كانت مولدة من منطلق وجود أسعار الصرف، ذلك أن عملات هذه الدول كانت مرتبطة بالدولار؛
- ✓ **الإقراض والاقتراض من البنوك**: ظهرت المشاكل المالية في آسيا أساسا من عمليات الاقتراض والإقراض التي تقوم بها البنوك، فالشركات في دول جنوب شرق آسيا تميل نحو الاعتماد على الاقتراض من البنوك كي تزيد من رأسمالها بمعدل أكبر من إصدار الأسهم والسندات، وتكمن نقطة الضعف في هذا النظام في أن القافة التجارية لهذه الدول تتوقف كثيرا على العلاقات الشخصية، وهذا ما يؤدي إلى زيادة الإقراض للشركات التي ترتبط بالبنوك ارتباطا وثيقا، وتتطوي عملية الإقراض الدولي على نوعين من المخاطرة:

- توزيع الحسابات التي تتعلق بالديون، حيث أن الكثير من البنوك والشركات اقترضت قروضا قصيرة الأجل، وقد استحققت قبل تشغيل المشروعات أو قبل تحقيقها أرباحا كافية يمكن من خلالها إعادة سداد القروض؛
- نوع الدين خاص أم عام، حيث أن التغير الهيكلي في طبيعة الاقتراض من جانب دول جنوب شرق آسيا، يتمثل في أن نوع الاقتراض قد تحول بعيدا عن الحكومة، وبدأت البنوك في الاقتراض من مؤسسات مالية عالمية.
- ✓ **ثبات أسعار الصرف:** من العوامل التي ساعدت على ظهور الأمة الآسيوية، هو تماشي أسعار الصرف لأغلب عملات هذه الدول في خط مستقيم مع الدولار، أو مجموعة العملات التي يهيمن عليها الدولار، كما أن النظام أتاح بيئة مستقرة، وهذا ما شجع مصادر رأس المال الأجنبي على تقديم القروض والاستثمارات. إن ربط معدلات أسعار الصرف الرسمية للعملات بالدولار كان له عيب رئيسي، 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، حيث 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؛
- ✓ **ضعف المؤسسات الحكومية:** إن السرعة التي نمت بها الاقتصاديات الآسيوية، وحررت بها أسواقها المالية، والذي يعني تطوير النظم المالية في بعض هذه الاقتصاديات لم يكن يتماشى مع التطور في أسواق رأس المال، فكانت هناك معايير إقراض غير دقيقة، ونظم إشراف ضعيفة المستوى واستغلال سيء لرأس المال.
- إن إحدى المشكلات التي واجهت النظام المصرفي في تلك الدول، افتقارها إلى اشخاص ذوي خبرات، وألح المحللون إلى أن البنوك الخاصة والمؤسسات المالية الأخرى تطورت ونمت في اقتصاديات النور الآسيوية، وكثيرا مما لجأت إلى البيروقراطية، ولقد واجهت البنوك الأجنبية مشاكل في عدم امتلاكها للجهاز الإداري الماهر والضروري، وكانوا في حاجة إلى أشخاص قد اعتادوا العمل البيروقراطي، وكان المصدر الهام لهؤلاء العاملين في مجال الإدارة هو وزارات المالية الحكومية، وقد أدت الهجرة الجماعية للكفاءات في القطاع المالي في هذه البلدان إلى تفاقم مشكلة تنظيم النظام المصرفي؛
- ✓ **المضاربة:** حمل رئيس وزراء ماليزيا "ماهاتير" المسؤولية خاصة إلى مدير صندوق الاستثمار "جورج سوروس"، وذلك بسبب الهجمات التي تعرضت لها الأسواق المالية بهدف تحقيق أرباح لأنفسهم، دون مراعاة لمصالح تلك الدول، حيث اعتبر أن تجارة العملة تجارة غير أخلاقية وبجمل العمل على وقفها.
- إن أسواق النقد المالية الأجنبية قد تطورت أساسا، ونمت كي تخدم المستوردين والمصدرين، فإن الأغلبية الكبيرة (95%) من الصفقات التي نمت في هذه الأسواق كانت في شكل عمليات رأسمالية، وهذه الصفقات قامت بها الشركات والصناديق المالية والمضاربون وآخرون، لأسباب لا تتعلق مباشرة بالتجارة الدولية، إنما هذه الصفقات تتحدد بالسياسات النقدية والتوقعات والتنظيمات الحكومية.

### 3 - علاقة التحرير المالي بأزمة جنوب شرق آسيا:

إن تطبيق اقتصاديات جنوب شرق آسيا لسياسات التحرير المالي، ينطوي على انتهاج السلطات النقدية لسياسات تحرير معدلات الفائدة، والتوسع في الائتمان، وتحرير معدلات الصرف، بالإضافة إلى تحرير حساب رأس المال، وأن التحرير المالي في هذه الدول أدى إلى نشوء الأزمة وانتشارها عبر اقتصاديات العالم.

### 3 4 - التحرير المالي سبب في نشوء أزمة جنوب شرق آسيا:

سمح التحرير المالي للبنوك التجارية بتلقي الودائع والاقتراض بالعملة الأجنبية من الخارج مباشرة، كما سمح لها بإقراض هذه الأموال في الداخل والخارج، كما مكن عن طريق هذا النظام أي وحدة من وحدات قطاع الأعمال، من الاقتراض مباشرة بالعملة الأجنبية، أما وحدات قطاع الأعمال فلم تكن ملزمة بذلك، ففي كوريا على سبيل المثال، سمحت كوريا للمؤسسات غير البنكية بالاقتراض من الخارج لحسابها الخاص وتحت مسؤوليتها، دون تنسيق مركزي، وبلغ نصيب هذه المؤسسات غير البنكية حوالي ثلث الدين الخارجي لكوريا الجنوبية، وبينما تقع هذه المؤسسات غير البنكية خارج إجراءات ورقابة البنك المركزي، إلا أنها تشكل جزءاً من خصومه بالنقد الأجنبي.

ويعتبر التحرير المالي شاملاً بصورة أساسية تحرير حساب رأس المال لميزان المدفوعات، أهم خطوة تم اتخاذها لبلدان جنوب شرق آسيا خلال الفترة من بداية التسعينات حتى منتصفها، وهي أهم متغير لعب دوراً سلبياً في الأزمة، ويتحمل جريته كل من حكومات هذه الدول من ناحية، والمنظمات المالية الدولية من ناحية أخرى، والتي على رأسها صندوق النقد الدولي، وفيما يلي أهم عمليات التحرير التي قامت بها بعض هذه الدول:

- اتخذت الحكومة التايوانية بعد عام 1997، خطوات مهمة لتحرير النظام المالي، فقد وضعت العملة كهدف تصبو إليه، وذلك حتى تستطيع التعايش مع البيئة العالمية المتغيرة، وفي عام 1990 وكجزء من عملية التحرر المالي، أزلت القيود على حركية رؤوس الأموال، وبالتالي تدفقت الأموال بحرية من تايواند وإليها، وفي عام 1993 تم تأسيس ما يسمى بالتسهيلات الدولية المصرفية لبانكوك BIBF، ويسمح هذا النظام للبنوك التجارية والمحلية بتلقي الودائع والاقتراض من الخارج مباشرة بالعملة الأجنبية، كما سمح لها بإقراض هذه الأموال في الداخل والخارج، كما يمكن عن طريق هذا النظام أيضاً لأي وحدة من وحدات قطاع الأعمال الاقتراض من الخارج مباشرة بالعملة الأجنبية، وقد قفزت التسهيلات الائتمانية من خلال نظام BIBF من الصفر عام 1993 إلى 31.2 بليون دولار عام 1996، وهي توازي حوالي 3/1 الناتج الإجمالي التايواندي.

وتمتعت المعاملات من خلال نظام BIBF بمجازية شديدة لكل المقرضين والمقترضين على السواء، فالمقرضون كانوا قادرين على توفير قروض قصيرة الأجل بالعملة الأجنبية في مقابل هامش يعلو سعر الفائدة، أما المقترضون فكانوا قادرين على الحصول على أموال بسعر فائدة يقل ما بين 4% إلى 6% عن سعر الفائدة السائدة محلياً.

- لقد أسرعت الحكومة الكورية بإجراءات تحرير النظام المالي، خاصة تحرير حساب رأس المال لميزان المدفوعات، وذلك مع مجيء "كيم يونج سام" إلى السلطة عام 1993، وقد قامت كوريا باتخاذ هذه الإجراءات لتحرير النظام المالي كأحد أهم متطلبات دخول منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية OECD، ولم يكن ذلك السبب الوحيد لقيام الحكومة بعملية التحرير، ذلك أن وحدات قطاع الأعمال الخاصة الكبيرة ومنها التجمعات الصناعية الضخمة المعروفة

باسم (تشاي بول)، قد حققت موقعا متميزا عالميا خاصة من جانب مؤسسات الجدارة الائتمانية الدولية، بحيث أصبح بإمكانها الحصول على بعض احتياجاتها من الأموال من أسواق المال العالمية وبسهولة، وقد قامت الحكومة مع أوائل التسعينات بتشجيع التجمعات الصناعية والشركات الكبيرة والبنوك بصورة خاصة على الاقتراض من الخارج، وكجزء من عملية تحرير القطاع المالي، أعطت الحكومة الكورية الجنوبية رخصة تأسيس مصارف حوالي 9 بنوك استثمار عام 1994، ول 15 بنكا آخر في عام 1996، بالإضافة إلى 6 بنوك استثمارية كانت قائمة قبل بدء عملية التحرير في 1993.

لقد ترتب على سلوك هذه البنوك الاستثمارية قليلة الخبرة، النمو الفقاعي لديون كوريا الخارجية من 44 بليون دولار أمريكي عام 1993، إلى 12 بليون دولار أمريكي عام 1997، وأغلبها كانت ديونا خاصة، هذا بجانب أن المديونية قصيرة الأجل يصل نصيبها إلى 70% من حجم هذه المديونية.

- اتخذت الفلبين خطوات مهمة نحو تحرير نظامها المالي، ففي عام 1991 صدر قانون الاستثمار الأجنبي الذي يسمح للملكية الأجنبية أن تصل إلى 100% من رأس المال، ما عدا عدد محدود من القطاعات التي تقتصر فيها الملكية على (25% - 40%)، أو يحرم على الاستثمار الأجنبي الدخل فيها، وفي أغسطس عام 1992 رفعت الرقابة وكافة القيود عن معاملات بالنقد الأجنبي، سواء ما تعلق منها بالصادرات والواردات (الحساب الجاري)، أو الاحتفاظ بالدولارات أو التحويلات وبيع الذهب إلى الخارج، واحتفظ المصدرين بحصيلة صادراتهم من العملة الأجنبية بالكامل 100%، وفي أبريل عام 1994، أزيلت القيود أمام البنوك الأجنبية فروعها، بعد أن استمرت حوالي 44 عاما، وفي عام 1994 بلغ عدد البنوك التي تعمل بنظام الإيداع بالنقد الأجنبي، الذي أنشئ عام 1976، حوالي 17 مصرفا وهي التي تعمل بنظام الأوف شور، بالإضافة إلى بنكين أجبيين و22 بنكا محليا تعمل بنظام الإيداع بالنقد الأجنبي، ومن أجل الإقراض المحلي في الوقت ذاته، وفي عام 1995 منحت عشرة مصارف أجنبية رخصة دخول السوق المحلية.

ويعتبر النظام المصرفي الفلبيني أكثر القطاعات المصرفية تحلفا في مجموعة دول الأزمة، سواء باستخدام نسبة أصول الجهاز المصرفي إلى الناتج المحلي الإجمالي، أو نسبة الكتلة النقدية إلى الناتج المحلي الإجمالي، وفي يونيو 1997 بلغت نسبة القروض غير المنتظمة 3.4% من أصول النظام المصرفي، لترتفع إلى 4.7% في مارس 1998.

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

### 3 2 - التحرير المالي سبب في انتشار الأزمة:

يعتبر التحرير المالي من أهم العوامل التي ساهمت في توسع وانتشار الأزمة، وحالة من الذعر المالي عبر اقتصاديات دول جنوب شرق آسيا وبلدان العالم، حيث بمجرد اندلاع لأزمة في تايلاند، وبدء المستثمرين الأجانب بتحويل رؤوس أموالهم خارجه، بدأت شكوكهم في أن تلقى أموالهم نفس المصير في باقي دول جنوب شرق آسيا، إذا لم يبادروا

بسحبها، وهذا لتشابه عمليات التحرير المالي التي بادرت بها بقية الدول، مما جعل الأزمة تنتقل لبقية بلدان جنوب شرق آسيا، فعندما يبدو المقترض في حالة ضعف، يندفع المقرضون المتوترون بسبب ما ينتاجهم من دعر إلى سحب قروضهم قصيرة الأجل فيتعرض المدين للإعسار فوراً ثم الإفلاس حتى وإن كان مركزه المالي جيداً، وهكذا يؤدي دعر الدائنين إلى خسارة كل من المدين والدائن، إذ يؤدي ذلك إلى خسارة صافية في القيمة السوقية للعملة والأوراق المالية، وهذا ما حدث تماماً في دول جنوب شرق آسيا، والتي بدأ فيها الخوف والفرع ينتشران، وبدأت نيران الكارثة تأكل ما حولها، وهكذا في نوفمبر 1997 انتقل التدهور من قيم الأسهم إلى أسواق الأسهم الأخرى في العالم.

## II. أزمة الرهن العقاري الأمريكية 2008:

عانى الاقتصاد العالمي من أزمة مالية خطيرة، بدأت سنة 2007 في سوق الرهن العقاري بالولايات المتحدة الأمريكية، ثم تحولت سنة 2008 إلى أزمة مالية عالمية، وللوقوف على حقيقة هذه الأزمة المالية، التي هزت الولايات المتحدة الأمريكية معقل النظام الرأسمالي، وانتقلت إلى بقية دول العالم سنحاول إبراز أحداث ظهور أزمة الرهن العقاري وأهم أسبابها وكذا علاقتها بالتحرير المالي.

### 1 أحداث ظهور أزمة الرهن العقاري 2008<sup>xxiii</sup>:

أزمة الرهن العقاري أ، أزمة الرهون العقارية الثانوية أو أزمة الإسكان الأمريكية أو أزمة الائتمان، أو الأزمة المالية العالمية، كلها مسميات لأزمة كانت أبرز تجلياتها نقص سيولة السوق وسيولة التمويل في نظام البنكي الأمريكي، والتي بدأت خلال 2006 بعد انفجار فقاعة سوق الإسكان في الولايات المتحدة الأمريكية، لتتطور بعد ذلك لتصبح أزمة مالية عالمية ابتداءً من عام 2007.

وبدأت الأزمة بعد انخفاض أسعار المنازل في الولايات المتحدة الأمريكية، وارتفاع معدلات التخلف عن القروض الثانوية وغيرها من القروض العقارية، بسبب ضعف الجدارة الائتمانية لملاك المنازل، خصوصاً بعد أن رفع الاحتياطي الفيدرالي أسعار الفائدة من 1% عام 2004 إلى 5.25% عام 2007، مما انعكس على أقساط مدفوعات ملاك المنازل بالارتفاع، ومع انحدار معايير الاقتراض، زادت القروض العقارية الثانوية المتعثرة، مما تسبب في إفلاس العديد من شركات الرهن العقارية والمؤسسات العاملة في سوق الرهن العقاري.

في عام 2006 بلغ حجم التخلف عن سداد القروض المتعثرة بـ 15%، وكل 3% من الرهون العقارية الثانوية المتأخرة السداد تؤدي إلى زيادة القروض المتعثرة بمقدار 340 مليار دولار. وتكون خلال 2006 ما يصطلح عليه بفقاعة الإسكان الأمريكية، والتي تحولت فيما بعد إلى أزمة مالية عالمية.

في 09 أوت 2007، أعلن أكبر بنك في البورصة الفرنسية "بي أن بي باريس" "BNP Paribas" عن تجميد ممتلكات صناديقه الثلاثة العاملة في التمويل العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية، والتي تبلغ قيمتها نحو 1.6 مليار يورو في أعقاب مشكلات في قطاع الائتمان العقاري عالي المخاطر في الولايات المتحدة الأمريكية. كان هذا الإعلان كمؤشر لتحول أزمة قطاع العقارات الأمريكية إلى أزمة مالية.

من عام 2007 عانت العديد من البنوك والمؤسسات المالية من نقص حاد في السيولة، وتراكم هائل للديون المعدومة، أدى إلى العديد من افلاسات واندماجات في القطاع البنكي العالمي. ولكن أكبر انهيار عرفته الأسواق لحد الآن، كان انهيار رابع أكبر بنك في الولايات المتحدة الأمريكية "ليمان براذرز" "LehmanBrothers" بعد 185 عام من النشاط، في 15 سبتمبر 2008، وما أحدثته من هلع وذعر وانخفاضات حادة في البورصات العالمية، وتداعيات خطيرة.

## 2 - أسباب أزمة الرهن العقاري 2008

إن أزمة الرهن العقاري أزمة مالية بالدرجة الأولى، نجمت عن التوسع الكبير في الأصول المالية على نحو مستقل - إلى حد كبير - عما يحدث في الاقتصاد العيني، ويمكن تحديد تلك الأسباب في أسباب مباشرة وأسباب أخرى غير مباشرة<sup>xxiv</sup>.

أ - الأسباب المباشرة: نحدد أهمها في النقاط التالية:

✓ تقلبات معدل الفائدة؛

✓ التوسع في تقديم القروض العقارية؛

✓ عملية التوريق والتجديد المالي<sup>xxv</sup>.

ب - للأسباب غير المباشرة: نحددها في العناصر التالية:

✓ النفقات العسكرية<sup>xxvi</sup>؛

✓ اهتزاز الاقتصاد الأمريكي: وتتعلق بوضعية الاقتصاد الأمريكي، حيث نجد:

- عجز الميزانية: بلغ عجز الميزانية الأمريكية سنة 2009 ما يقارب تريليون ونصف دولار، وهو ما يعادل 10% من

الناتج المحلي الإجمالي الأمريكي المقدر بحوالي 1400 مليار دولار أمريكي؛

- عجز ميزان المدفوعات الأمريكي: المشكلة هي أن عجز ميزان المدفوعات يسير جنباً إلى جنب مع دين محلي

ضخم، حيث تتردد البنوك المركزية في استخدام احتياطاتها بشراء أذن خزينة أمريكية<sup>xxvii</sup>؛

- تضاعف حجم الدين الأمريكي: تضاعف حجم الدين الأمريكي مرة ونصف خلال الفترة (2002 - 2007)،

فقد بلغ في ديسمبر 2007 حوالي 2.9 تريليون دولار، أو ما يمثل حوالي 70% من الناتج المحلي الإجمالي، وقد

وصل إلى حوالي 72.5% من الناتج الإجمالي خلال 30 سبتمبر 2008<sup>xxviii</sup>.

## 3 - علاقة التحرير المالي بأزمة الرهن العقاري 2008

تعود جذر تفاقم الأزمة المالية الأمريكية إلى سياسات تحرير الأنظمة البنكية وخفض معدلات الفائدة، حيث مكّن تحرير

الأنظمة المالية المصارف

فمن إيجاد منتجات جديدة، من خلال ما يسمى بالهندسة المالية، وأدت

تلك الأدوات إلى رفع مستوى المخاطر الإقراض، ورفعت من حجم المخاطر مقارنة بمستوياتها الإبداع رأس المال

تدوياً لأزمة من خلال التوريق بالديون.

## 3 1 - التحرير المالي كسبب في نشوء الأزمة

تبنّت الولايات المتحدة الأمريكية التحرير المالي الواسع، حيث سمحت بحرية حركة رؤوس الأموال، وتم تطيقه ذا التحرير من خلال لبيئات ومؤسسات مالية فاع لم مثل منظمة التجارة الدولية، وصندوق النقد الدولي والبنك الدولي، ويمكن القول أن الأزمة في الأساس ترجع إلى الإسراف في إصدار الأصول المالية، وخاصة أصول المديونيات بأكثر من حاجة الاقتصاد العيني، ومع هذا التوسع الكبير في إصدار الأصول المالية، زاد عدد المدينين وزاد بالتالي حجج المخاطر، إذا عجز عدد كبير منهم من السداد، وهناك ثلاث عناصر متكاملة تفسر هذا التوسع المجنون والتحرير المفرط في إصدار الأصول المالية، خلال السنوات الأخيرة حتى انفجار الأزمة في 15 سبتمبر 2008، وهي كما يلي<sup>xxix</sup>:

**أ - زيادة حجم المديونية:** أو ما يطلق عليها اسم الرفع المالي، وهنا أصل المشكلة، فقد بالغت المؤسسات المالية في التوسع في هذه الأصول للمديونية، وهي ليست مجرد مديونيات فردية، وإنما تأخذ عادة شكل مديونيات تقابلها للتداول في الأسواق المالية، وكان ينبغي للاستثمار في الولايات المتحدة الأمريكية لا تخضع للرقابة البنكية المركزي، ومن هنا توسعت بعض هذه البنوك وكفيا لإقراض أكثر من مستينضعف حجم رؤوس أموالها، كما في حالة بنك UBS، وكان الوضع بالنسبة للبنك كياناً برز رأساً، ولكن التوسع في الإقراض لا يرجع فقط لتجاهل اعتبارات الحدود المعقولة للرافعة المالية لكلمؤسسة، بل لأن النظام المالي الدولي المتقدم قد اكتشف وسيلة جديدة لزيادة حجم الإقراض، راض، عن طريق اختراع جديد اسمها المشتقات المالية.

وتجدر الإشارة إلى أن البنوك تستخدم المشتقات المالية لتوليد مصادر جديدة للتمويل، وبالتالي للتوسع في الإقراض، وذلك عندما يتجمع عدد البنوك كمحفظة كبيرة من الرهونات العقارية، فإنها تبدأ باستخدام هذه المحفظة من الرهونات العقارية لإصدار أوراق مالية جديدة، يفترض به أن المؤسسات المالية الأخرى بضمان هذه المحفظة، وهكذا فإن العقار الواحد يعطي مالئ المحفظة لاقتراض من البنك، غير أن البنك منجانبه يعيد استخدام نفس العقار، ضمن محفظة أكبر من الرهونات العقارية لاقتراض أكبر به أم جديد، من المؤسسات المالية الأخرى، وساهمت المشتقات المالية بشكل كبير في وقوع الأزمة المالية العالمية وفي الزيادة من شدته، وكاف له دور كبير في تقلب الأسواق المالية العالمية، وقد اختلفت التقديرات حول القيمة الإجمالية للمشتقات المالية، حيث تشير بعض التقارير أن قيمة المشتقات في العالم أثناء انفجار فقاعة الرهن العقاري الأمريكية، تجاوزت 590 تريليون دولار، أي نحو عشرة أضع مما ينتجها العالم كله من السلع والخدمات، وقد انبثرت بالكامل المتاجرة بالمشتقات في سبتمبر 2008.

**ب - تركيز الإقراض على قطاعاً وقطاعات قليلة، وأثر ذلك على زيادة المخاطر:** كانت العقارات في أمريكا هي أكبر مصدر للإقراض والاقتراض، حيث يشتري المواطنون بيتاً هدياً من مقابله رهنه ذا العقار بكل حرية دون أي قيود أو ضمانات، وعند ارتفاع قيمة العقار في السوق، يحاول لصاحبه العقار الحصول على قرض جديد، مقابل ارتفاع قيمة العقار، وذلك عن طريق رهنه جديد من الدرجة الثانية، ومن هنا سميت بأنه الرهن الأول جودة، وبالتالي فإنها معرضة أكثر للمخاطر إذا انخفضت قيمة العقار.

**ج - نقص أو انعدام الرقابة والإشراف الكافي على المؤسسات المالية الوسيطة:** حيث لم تكن البنوك التجارية خاضعة لرقابة دقيقة من البنك المركزي ومؤسسات الرقابة، ونفس الشيء بالنسبة للمؤسسات المالية الأخرى،

م ثلبنوكا لاستثمار وسما سرة الرهون العقارية، فضلا عن تقصير الرقابة على المنتجات المالية، م ثلا مشتقاتا المالية وأرقابها المالية، التي تصدر شهادات الجدارة الائتمانية، وتشجع المستثمرين على الإقبال على الأوراق المالية. وهكذا نجد أن أزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية هي نتيجة لعمليات التحرير المالي، حيث قامت المصارف في التوسع في المنضبط في قروض القطاع المالي.

### 3 2 - التحرير المالي سبب في انتشار الأزمة

لقد حلّت عمليّات التحرير التي شهدتها سوق الرهن العقاري بالأمريكية بينطياتها أزمة الرهن العقاري، التي تعتبر البذرة التي أدت إلى اندلاع الأزمة المالية العالمية سنة 2008، فتغير هيكل سوق الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية على مدى السنوات الماضية، الذي كان يتميز بالتوسع المفرط في عمليّات الإقراض، وإلغاء القيود والرقابة على حركة رؤوس الأموال، أد هذا إلى الحيوية وازدهار عمليّات التوريق، كما أن الجمع بين كلا العوا مالهيكليّة والدورية، جعلها مسؤولة عن توسيع سوق قروض الرهن العقاري بالثانوية حيث كان يستخدم في ها أحدث ما أنتجته الهندسة المالية، لإعادة تشكّل المشتقات الائتمانية والتزامات الديون المضمونة، والاعتماد بشكل كبير على إيداعات الالديون المصرفية، ضمن مخلف شرائح المخاطر من خلال أدوات مالية مركبة، ثم بيع أكثر ها مخاطرة لمشتري ن ذوي استدانة عالية كصناديق التحوط، كلها عوا مالهيكليّة وسعها السوق قويا كما تم في مختلف دول العالم

لقد انتقل لت العدو إلى كمال النظام المالي، نتيجة إصراف المؤسسات المالية في توريق الالديون، والذي يتولد عنه اختلال في نسبة المديونية إلى الأرص والحقيقية التي تغطيها، وبالتالي زيادة إمكانية تجسّد المخاطر وع رأسها مخاطر السيولة، كما قامت البن وكباصدار مشتقات مالية للمضاربة، وتم طرحها وتداولها في الأسواق، وكان نتج تحريك بعيدا عن أنظمة الرقابة، ومن جانب آخر بدأ العملاء بسبب فقدانهم الثقة في البنوك، بسحب جماعيا لأموال، ومنها نتجت لت العدو بالسوق لإقراض بينالبنوك، الأمر الذي بدأ يفنيها بلطف إشلالا لسوق النقدي، وبالتالي كمال النظام المالي<sup>xxx</sup>.

وقد ساعد تحرير عمليّات انتق الرؤوس الأموال بينا لسوقا المالية الدولية من مختلف أنواع القيود، على إضعاف صفتها الوطنية واكتسابها الصفة الدولية، فاستخدام أحدثا لأجهزة الالكترونية في هذا الأسواق، سمح بإجراء عمليّات عرض أو طلب لأصول ومجموعة من الأصول المالية في عدة أسواق بوقت واحد، والعدوى المالية في الأسواق الحالية تتمم خلا لقناة الأسعار، أي بتغير أسعار الأصول المالية، حيث تعرف هذه تنقل من تعاملات ومؤسسة مالية إلى أخرى، إلى أن تصبح لأزمة أنظمة تمس النظام المالي برمت ها بأكبر من ذلك فهي تتنقل من نظام مالي إلى آخر، بفعلا نفتحها لسوقا وعولمتها، وتأخذ الأزمة في هذه الحالة بعدا عالميا، وقد يؤدي التوسع في السماح لغير المقيمين بدخول الأسواق والأوراق المالية، وتمكين المقيمين من الحصول على قدر أكبر من الأصول بالدولار، إلى قيام علاقة وثيقة بين سوقين غير مستقرين ن بطبيعت هم، وهم سوقا لعمالا وسوقا لأسهم، كما كانا احتمالا لظهور (الفقاعة) فيا لأسواق المالية اعتبارا م هما بالنسبة لصناع السياسة، فقد تبني

الأسواق المالية حياة خاصة من خلال الفقاعات التي تستمر في الكبر، مما يجعل لها عندما تنفجر وتنتشر عبر البلدان خسائر اقتصادية واجتماعية كبيرة، وحتما الفقاعة التي تستمر لفترة قصيرة، قد ترتب لجهة نتائج تكون سببا انتشار الأزمات المالية.

ولانغ فل دور التحرير المصرفي في انتشار الأزمة المالية لسنة 2008، حيث قامت المصارف الأمريكية بتحويل الكثير من القروض العقارية إلى السندات مغطاة بأصول، ومن ثم طرحها للتداول في البورصات الأمريكية بأقل من قيمتها تحت ضغط الحاجة لل سيولة، ما أثار حالة تهافت عالمي لاقتنائها، شلها بالإضافة إلى مستثمرين أمريكيين، عددا كبيرا من نظرائهم الأوروبيين وغيرهم... الخ، وهذا السبب الجوهرية الذي منح الأزمة عند نشوبها بعدها العالمي، كما أن معدلات الفائدة كانت سببا في الأزمة من وجهتين:

أ - أسعار الفائدة المرتفعة التي يلقى من خلالها أصحاب العجز المالي " المعسرين "، وأصحاب الفائض المالي " الموسرين " وقلب قاعدة " الغرم بالغرم " بقاعدة " الغرم بلا غرم "، والغاء معنى التملك والتملك للاستثمارات، وإفراغ معنى البيع من التملك الحقيقي، ليسود الربح للمضاربين في المشتقات المالية والربح فقط، وتدفع كل هذه المعارم والمخاطر إلى التحوط والتأمين وإعادة التأمين؛

ب - سياسة خفض سعر الفائدة من طرف البنك الفيدرالي الأمريكي، أدت لتسريع انفجار الأزمة، حيث أن معدلات الفائدة المنخفضة شجعت توسيع الاقتراض، وهذا الأمر إيجابي من جهة التحميل للاقتصاد، على اعتبار أنه السياسة لها من القدرة على دفع عجز الاستهلاك، وتقوية تيار الاستثمار، ومن ثم دفع الطلب الكمي وصولا إلى تحقيق الأهداف الاقتصادية المروجة، إلا أن عمق المشكلة يكمن في نقطتين<sup>xxxii</sup>:

- التوجه الاستهلاكي للفرد والأسمالي " الفرد الأمريكي " تحديدا، وقد لقيت هذه الهبة الاستهلاكية دفعا من طرف المؤسسات المصدرة لبطاقات الائتمان، وبيوت المال والإقراض بشروط ميسرة، بل وترغمها لاقتراض بحملات دعائية وترويجية هائلة، بحيث توسعت عمليات الفرد الأمريكي لتتجاوز سقف قدرتها على السداد؛

- توريق الديون المعدومة وتجميعها كمشتقات مالية جديدة، دون الإفصاح عن حقيقتها، وإعادة بيعها بأسعار أعلى من قيمتها الحقيقية في البورصات العالمية، وهو ما جعل علمن حجم المضاربات شبه الوهمية تتزايد بوجع وم ترويقية، تفوق بكثير حجم الأصول الحقيقية، دون أن يرافق ذلك نمو في الاقتصاد الفعلي، أي أنها فقاعة وهمية ما تبرح أن تنفجر.

## خاتمة:

من خلال هذه الدراسة تبين أن التحرير المالي هو السبب الرئيسي في نشوء كل من أزمة جنوب شرق آسيا 1997، وكذا أزمة الرهن العقاري 2008، وذلك من خلال قيام هذه الدول بتحرير نظامها المالي غير المحسوب والسريع، خاصة فيما يتعلق بتحرير حساب رأس المال، دون فرض قيود عليه، والتوسع في عمليات الإقراض مع ارتفاع معدلات ترابط الأسواق العالمية وعمليات المضاربة وعمليات توريق الديون ساهم ذلك في انتشار الأزمات في دول العالم، مما أدى إلى انعكاسات سلبية على الاقتصاد العالمي، مما استلزم تحرك الهيئات والمؤسسات المالية لضبط سياسات التحرير المالي من خلال تطبيق المنهج الأمثل للتحرير المالي وفرض الرقابة على النظام المالي وحوكمة المؤسسات المالية من أجل تفادي الأزمات مستقبلا والتقليل منها.

من خلال هذه الدراسة توصلنا إلى جملة من النتائج الآتية:

## 1 - الدروس المستفادة من الأزمته السابقتين:

### أ - الدروس المستفادة من أزمة جنوب شرق آسيا 1997:

- أهمية ومخاطر الأسواق المالية للتنمية الاقتصادية من خلال تسهيل انتقال رؤوس الأموال؛
- انتقال الأزمة المالية للقطاع الحقيقي؛
- عجز الميزانية العاملة لم يكن له دور في خلق الأزمة؛
- صعوبة استعادة فقدان الثقة؛
- ظهور عجز في الحساب الجاري من وراء معدلات النمو المرتفعة؛
- ضرورة العمل على التصحيح السريع للاقتصاد؛
- مشاكل نظام الصرف؛
- سرعة التحرير المالي؛

### ب - الدروس المستفادة من أزمة الرهن العقاري 2008:

- الاهتمام بإجراء تقييمات فاعلة للمخاطر المحتملة؛
- عدم المبالغة في التعامل بالمنتجات المالية المعقدة؛
- وجوب ظهور جميع التزامات المنظمات ضمن ميزانيتها؛
- الأهمية الاستراتيجية والدور الجوهري للرقابة وإفصاح الشفافية في تعاملات المنظمات؛
- أهمية وضع تشريعات صارمة تحدد نسب المديونية المسموحة؛
- ضرورة إعادة تقييم النظر في الكثير من السياسات والاستراتيجيات والممارسات الاقتصادية والمالية؛
- ضرورة إعادة النظر في الأفكار التي تمنع تدخل الدولة في الاقتصاد والأسواق.

## 2 - متطلبات تحقيق التحرير المالي الآمن:

### أ - الشروط الواجب توفرها قبل الشروع في التحرير المالي:

- توازن الميزانية العامة؛
- استقرار أسعار الفائدة؛
- استقرار معدلات التضخم؛
- تنوع مصادر تمويل المؤسسات الاقتصادية؛
- ضبط العمليات المالية الدولية؛
- إصلاح النظام المصرفي.

### ب - سياسة التحوط من الأزمات: هناك مجموعة من الأساليب المقترحة، ويمكن إجمالها في مجموعتين أساسيتين هما:

#### ✓ المجموعة الأولى: تتضمن الأساليب التي تهدف إلى تقييد أنواع معينة من التدفقات:

- نظام الاحتياطي في الشيلي؛

- الرقابة الحذرة؛
- قيود على خروج رؤوس الأموال.
- ✓ **المجموعة الثانية:** تتضمن الأساليب التي تهدف إلى توفير سبل سريعة للحصول على السيولة، في حالة الخروج المفاجئ لرؤوس الأموال:
- توفير احتياطات لتغطية الدين قصير الأجل؛
- خطوط ائتمان الطوارئ.
- 3 إجراءات إصلاح النظام المالي:** يمكن أن نذكر أهم الإصلاحات المالية التي تسمح بتفادي الأزمات، وضبط عمليات التحرير المالي فيما يلي:
- إحكام الرقابة على النظام المصرفي؛
- برنامج (FSAP) لتقييم القطاع المالي؛
- حوكمة البنوك والمؤسسات المالية.

## التهميش و المراجع

- <sup>i</sup> بلعزوز بن علي، أثر تغير سعر الفائدة على اقتصاديات الدول النامية - حالة الجزائر - ، أطروحة دكتوراه (غير منشورة)، قسم العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2014، ص 106.
- <sup>ii</sup> رايح خوني وحجاب عيسى، "مساهمة الأسواق الناشئة في تحقيق النمو الاقتصادي"، مجلة اقتصاديات الأعمال والتجارة، المجلد 01 العدد 01، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد بوضياف، المسيلة، 2016، ص 45.
- <sup>iii</sup> بلعزوز بن علي، مرجع سبق ذكره، ص 107.
- <sup>iv</sup> صالح عبد القادر، سياسات التحرير المالي وأثرها على تطوير آليات العمل المصرفي في البنوك الجزائرية، مجلة كلية العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية، المجلد 10، العدد 16، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد بوضياف، المسيلة، 2016، ص 110.
- <sup>v</sup> عالم عبد الله، العولمة المالية والأنظمة المصرفية العربية، الطبعة الأولى، دار أسامة للنشر والتوزيع، الأردن، 2014، ص 140.
- <sup>vi</sup> مخلوس زكية، أثر تحرير الخدمات المصرفية على البنوك العمومية الجزائرية، مذكرة ماجستير (غير منشورة)، تخصص تجارة دولية، كلية الحقوق والعلوم الاقتصادية، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2009، ص 08.
- <sup>vii</sup> حريري عبد الغني، أثر التحرير المالي على اقتصاديات الدول العربية، مذكرة ماجستير (غير منشورة)، تخصص نقود ومالية، قسم العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة حسينية بن بوعلوي، الشلف، 2006/2007، ص 64.
- <sup>viii</sup> يوسف عثمان ادريس، "تحرير حساب رأس المال"، مجلة التمويل والتنمية، المجلد 41، العدد 03، صندوق النقد الدولي، واشنطن، الولايات المتحدة الأمريكية، سبتمبر 2004، ص 50.
- <sup>ix</sup> بن معزوز محمد زكريا، "قياس العلاقة بين التحرير المالي والنمو الاقتصادي في الجزائر - دراسة قياسية 1970-2010"، مجلة الباحث، العدد 13، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2011، ص 06.
- <sup>x</sup> زواوي فضيلة، "التغيرات الاقتصادية الدولية وانعكاساتها على سياسات التحرير المالي والمصرفي"، مجلة معارف، المجلد 11، العدد 20، جامعة أكلي محمد الحاج البويرة، ص 202.
- <sup>xi</sup> نفس المرجع، ص 202، 203.
- <sup>xii</sup> بن طلحة صليحة ومعوشي بوعلام، "دور التحرير المصرفي في إصلاح المنظومة المصرفية"، ملتقى المنظومة المصرفية الجزائرية والتحول الاقتصادي - الواقع والتحديات -، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة حسينية بن بوعلوي، الشلف، يومي 14 و 15 ديسمبر 2004، ص 478.
- <sup>xiii</sup> بريش عبد القادر، التحرير المصرفي ومتطلبات تطوير الخدمات المصرفية وزيادة القدرة التنافسية للبنوك الجزائرية، أطروحة دكتوراه (غير منشورة)، تخصص نقود ومالية، قسم العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2006، ص 42.

<sup>xiv</sup> نفس المرجع، ص 43.

<sup>xv</sup> محمد شويكات ونورة زيان، " علاقة سياسة التحرير المالي بالنمو الاقتصادي في الجزائر خلال الفترة 1990-2013 -دراسة قياسية باستعمال التكامل المتزامن-"، مجلة دفاتر اقتصادية، المجلد 08، العدد 01، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة زيان عاشور، الحلقة، مارس 2017، ص 111.

<sup>xvi</sup> محلول زكية، مرجع سبق ذكره، ص 11.

<sup>xvii</sup> محمد شويكات ونورة زيان، مرجع سبق ذكره، ص 111.

<sup>xviii</sup> محلول زكية، مرجع سبق ذكره، ص 11.

<sup>xix</sup> دوة محمد، الأزمات المالية، مذكرة ماجستير (غير منشورة)، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة سعد دحلب، البليدة، 2005، ص 110.

<sup>xx</sup> Régis Benichi, **Histoire de la mondialisation**, Vuibert, Paris, 2000, p 118.

<sup>xxi</sup> ميلود بوعبيد، الأزمات المالية العالمية والأزمة الآسيوية وأزمة أمريكا اللاتينية، مذكرة ماجستير (غير منشورة)، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الحاج لخضر، باتنة، 2004/2003، ص ص 12-16.

<sup>xxii</sup> حريري عبد الغني، " دور التحرير المالي في الأزمات والتعثر المصرفي "، الملتقى الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، جامعة سطيف، يومي 20 و21 أكتوبر 2009، ص 10.

<sup>xxiii</sup> يوسفات علي، أزمة الرهن العقاري، مجلة العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية، العدد 02، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد بوضياف، المسيلة، 2009، ص 92.

<sup>xxiv</sup> راندال دود، "الرهونات العقارية الثانوية مجسدت أزمة"، مجلة التمويل والتنمية، صندوق النقد الدولي، واشنطن، الولايات المتحدة الأمريكية، عدد ديسمبر 2007، ص 19.

<sup>xxv</sup> François Lenglet, **La crise des années 30 est devant nous**, Perrin, France, 2007, P 74.

<sup>xxvi</sup> سامر مظهر قنطقجي، ضوابط الاقتصاد الإسلامي في معالجة الأزمات المالية العالمية، دار النهضة، سوريا، 2008، ص 62.

<sup>xxvii</sup> Asian Development Bank, Pacific, **Navigating the Global Storm: A Policy Brief on the Global Financial Crisis**, available at: [www.adb.org](http://www.adb.org), visit 20/12/2018.

<sup>xxviii</sup> بلعوز بن علي وعيو عمر، "تداعيات الأزمة المالية العالمية على الأسواق المالية العربية"، الملتقى... حول متطلبات التنمية في أعقاب إفراغات الأزمة المالية العالمية، يومي 28 و29 أبريل 2010، ص 10.

<sup>xxix</sup> عبد المطلب عبد الحميد، الديون المصرفية المتعثرة والأزمة المالية المصرفية العالمية، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، الإسكندرية، 2009، ص ص 271، 272.

<sup>xxx</sup> عليوة علي، المؤسسات المالية الدولية ودورها في تكريس العولمة المالية، مذكرة ماجستير (غير منشورة)، تخصص مالية دولية، قسم العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2016/2015، ص 131.

<sup>xxxi</sup> دبار حمزة، انعكاسات الأزمة المالية العالمية على الأمن الغذائي في الوطن العربي، مذكرة ماجستير (غير منشورة)، تخصص اقتصاد دولي، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2013/2012، ص ص 42، 43.