

وزارة التعليم العالي و البحث العلمي

Ministère de l'Enseignement Supérieur et de la Recherche Scientifique

Université: Mohamed Boudiaf – M'sila  
Faculté des Sciences Économiques,  
Commerciales et des Sciences de Gestion  
Département des Sciences Économiques



جامعة محمد بوضياف - المسيلة  
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير  
قسم: العلوم الاقتصادية

الموضوع:

# العولمة المالية و الأزمات المالية

## الأزمة المالية العالمية 2008 أنموذجا

مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماستر (أكاديمي) في العلوم الاقتصادية

تخصص: مالية ونقود

إعداد الطالبة:

مريم شامي

لجنة المناقشة

- أ. بوخرص عبد الحفيظ..... رئيسا
- أ. علي عيشاوي..... مشرفا
- أ. غادري حورية..... ممتحنا

السنة الجامعية: 2015/2014

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

# شكر وتقدير

قال تعالى : (لَئِن شَكَرْتُمْ لَأَزِيدَنَّكُمْ) [سورة إبراهيم : 7]

نحمد الله جزيلا ونشكره على توفيقه لإنجاز هذه  
الدراسة فبفضل مشيئته تيسر لنا كل ما هو صعب، واستضاء  
دربنا شعاعا منيرا ووصلنا بعونه وحسن توفيقه إلى إنجاز هذا  
العمل المتواضع وإتمامه له الحمد والشكر.  
وأسمى آيات الشكر والامتنان والتقدير والمحبة إلى الذين  
حملوا أقدس رسالتنا في الحياة إلى الذين مهدوا لنا طريق العلم  
والمعرفة إلى جميع أساتذتنا الأفاضل  
وأخص بالتقدير والشكر والاحترام للأستاذ المشرف  
"عيشاوي علي" الذي تحمل الأشراف على البحث ومتابعته  
حتى بلغ نهايته رغم اهتماماته وانشغالاته الكثيرة.

مريم

## فهرس المحتويات

الصفحة	العنوان
	شكر وعرقان
	فهرس المحتويات
	فهرس الجداول
	فهرس الأشكال
أ-هـ	مقدمة
<b>الفصل الأول: العولمة المالية</b>	
07	تمهيد
08	المبحث الأول: مفاهيم عامة حول العولمة المالية
08	المطلب الأول: مفهوم العولمة المالية وأهم مراحل تطورها
08	أولاً: مفهوم العولمة المالية
10	ثانياً: أهم مراحل تطور العولمة المالية
12	المطلب الثاني: خصائص العولمة المالية
14	المطلب الثالث: العوامل المفسرة للعولمة المالية
17	المبحث الثاني: التحرير المالي وعلاقته بالعولمة المالية
17	المطلب الأول: مفهوم التحرير المالي ومبرراته
17	أولاً: مفهوم التحرير المالي
17	ثانياً: مبررات التحرير المالي
19	المطلب الثاني: استراتيجيات التحرير المالي وعوامل نجاحها
19	أولاً: استراتيجيات التحرير المالي
21	ثانياً: عوامل نجاح التحرير المالي
22	المطلب الثالث: ايجابيات وسلبيات التحرير المالي
22	أولاً: الايجابيات
23	ثانياً: السلبيات
24	المبحث الثالث: مؤشرات تنامي العولمة المالية وأهم آثارها
24	المطلب الأول: مؤشرات تنامي العولمة المالية

26	المطلب الثاني: مزايا العولمة المالية والمخاطر الناجمة عنها
26	أولاً: مزايا العولمة المالية
28	ثانياً: المخاطر الناجمة عن العولمة المالية
30	المطلب الثالث: أساليب مواجهة المخاطر المالية
33	خلاصة
<b>الفصل الثاني: الإطار النظري للأزمات المالية</b>	
35	تمهيد
36	المبحث الأول: ماهية الأزمات المالية
36	المطلب الأول: مفهوم الأزمة المالية وأهم أنواعها
36	أولاً: مفهوم الأزمة المالية
38	ثانياً: أنواع الأزمات المالية
39	المطلب الثاني: النظريات المفسرة للأزمات
39	أولاً: نظرية مينيسكي
40	ثانياً: نظرية المباريات
41	المطلب الثالث: قنوات انتشار الأزمات المالية
43	المطلب الرابع: المؤشرات الاقتصادية للأزمات المالية
46	المبحث الثاني: أسباب الأزمات المالية
46	المطلب الأول: الأسباب الهيكلية للأزمات المالية
46	المطلب الثاني: المشتقات المالية ودورها في خلق الأزمات
48	أولاً: تعريف المشتقات المالية وأهم أنواعها
49	ثانياً: مخاطر المشتقات المالية ودورها في تكريس الأزمات المالية
51	المطلب الثالث: العدوى المالية
53	المبحث الثالث: أهم الأزمات المالية العالمية
53	المطلب الأول: أزمة الكساد الكبير 1929
55	المطلب الثاني: أزمة المكسيك 1994
56	المطلب الثالث: أزمة دول جنوب شرق آسيا 1997

58	المطلب الرابع: أزمات مالية أخرى
58	أولاً: أزمة وول ستريت 1987
58	ثانياً: الأزمة المالية الأرجنتينية
59	ثالثاً: أزمة الفقاعات في الو.م.أ.
60	خلاصة
<b>الفصل الثالث: الأزمة المالية العالمية 2008 وإرهاصات العولمة المالية</b>	
62	تمهيد
63	المبحث الأول: حقيقة وابعاد الأزمة المالية العالمية
63	المطلب الأول: نشأة الأزمة المالية
69	المطلب الثاني: المراحل الكبرى للأزمة المالية العالمية
72	المطلب الثالث: عوامل وأسباب الأزمة المالية العالمية
72	أولاً: ظروف الاقتصاد الأمريكي
73	ثانياً: الانحراف عن المقاييس المعمول بها في منح القروض العقارية
75	ثالثاً: تعميم المضاربة واللجوء إلى أوراق مالية جد متطورة
78	رابعاً: وكالات التصنيف الائتماني ومساهمتها في الأزمة المالية العالمية
80	خامساً: ضعف وعدم كفاية إجراءات الرقابة في القطاع المالي وهشاشة التطبيق
81	سادساً: علاقة صناديق التحوط بأزمة الائتمان العالمي
82	سابعاً: انفصال الاقتصاد المالي عن الاقتصاد الحقيقي
83	المبحث الثاني: عدوى وقنوات انتقال الأزمة وأهم الآثار المترتبة عنها
83	المطلب الأول: عدوى أزمة الرهن العقاري
84	المطلب الثاني: أهم قنوات انتقال الأزمة المالية إلى أزمة عالمية
84	أولاً: قناة الأسواق المالية
86	ثانياً: قناة سعر الصرف
88	ثالثاً: قناة التجارة الخارجية

90	المطلب الثالث: تداعيات الأزمة المالية العالمية
90	أولاً: آثار الأزمة على أسواق رأس المال
92	ثانياً: أثر الأزمة على معدلات النمو الاقتصادي
93	ثالثاً: أثر الأزمة المالية على معدلات البطالة
93	رابعاً: الركود الاقتصادي
94	المبحث الثالث: الجهود الدولية والإقليمية المبذولة لاحتواء الأزمة
94	المطلب الأول: خطة الولايات المتحدة الأمريكية
95	المطلب الثاني: خطة منطقة اليورو
98	المطلب الثالث: خطو الدول السبع الصناعية
99	المطلب الرابع: خطة دول مجموعة العشرين
100	خلاصة
101	الخاتمة العامة
	قائمة المراجع

# فهرس الأشكال

الصفحة	العنوان	الرقم
41	قنوات انتشار الأزمات المالية	01
68	طبيعة الأزمة المالية العالمية الحالية 2008	02
74	حركة بيع وشراء العقارات في الو.م.أ	03
77	دور المشتقات المالية في أحداث الأزمة المالية الراهنة	04

## فهرس الجداول

الصفحة	العنوان	الرقم
16	تاريخ بدء عمليات التحرير المالي في بعض الدول	01
25	نسبة المعاملات الدولية في الأسهم والسندات بالنسبة للنتائج المحلي الإجمالي خلال الفترة (1970-2002)	02
45	المؤشرات الاقتصادية التقليدية الدالة على وقوع الأزمات المالية	03
79	التصنيف الائتماني للسندات حسب وكالات "Moody's" و "S&P" و "Fitch"	04
91	معدل الانخفاض في قيمة الأوراق المالية وأكبر القطاعات المتضررة في أهم الدول (سنة 2008)	05
92	معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي لبعض الدول %	06
97	التدابير المعتمدة وخطط لإنقاذ الوطنية لاحتواء الأزمة المالية في بعض الدول	07

# مقدمة عامة

شهدت الاقتصاديات العالمية في النصف الثاني من القرن العشرين تحولات عميقة أثرت بصفة كبيرة على إمكانيات النمو الاقتصادي في كل دول العالم، هذه التحولات التي اتسمت أكثر بالشمولية والسرعة خصوصا بعد بروز قوى جديدة تتحكم في النشاط الاقتصادي العالمي، أدت إلى تبلور معالم النظام الاقتصادي العالمي الجديد الذي تجسد في ظاهرة العولمة وبصفة خاصة العولمة المالية التي أصبحت انعكاساتها في مختلف جوانب الحياة المعاصرة الاقتصادية السياسية والاجتماعية.

لقد عرفت المعاملات المالية الدولية نمو غير عادي بدءا من ثمانينات القرن الماضي، الأمر الذي كان له الدور الأساسي في زيادة الوزن النسبي لعولمة الأسواق المالية، وإدخال الاقتصاد العالمي في عصر التمويل المعولم، ونمو الإقتصاد الرمزي كأهم محرك للاقتصاد العالمي، وقد ساعد على ذلك موجة هائلة من التقدم التكنولوجي وتسارع عمليات الابتكار المالي والتجديد في أساليب وأدوات التمويل، والاتجاه نحو التحرر من القيود التشريعية والإجرائية، وإطلاق حرية الحركة لأسعار الفائدة والصراف وتحرير الخدمات المالية، وهذا التحول الهائل ترافق مع تزايد غير مسبوق لتحمل المخاطر من طرف مختلف المتعاملين، مع ارتفاع مقلق في وتيرة وحدة الأزمات المالية.

وتعد الأزمات المالية من أهم المواضيع إثارة للجدل والنقاش وذلك راجع إلى الآثار الحادة والخطيرة التي يمكن أن تترتب عنها، والتي تهدد الاستقرار الاقتصادي والاجتماعي والسياسي للدول، وقد أدى تكرارها وتوسع نطاقها عقب التطورات التي شهدتها الاقتصاد العالمي إلى تنامي الشكوك حول مزايا العولمة المالية واعتبارها السبب الرئيسي لنمو الأزمات وانتشارها، إذ تعرض الاقتصاد العالمي للعديد من الأزمات والانهيarts المالية وكان لها وقع وأثر كبيرين على اقتصاديات البلدان، بدءا بأزمة التوليب في هولندا عام 1637م مروراً بأزمة الكساد الكبير عام 1929م وأزمة المكسيك (1994-1995) أزمة جنوب شرق آسيا (1997-1998)، روسيا عام 1998 البرازيل (1998-1999) والأرجنتين (2001-2002) وتعتبر الأزمة المالية العالمية 2008 من أسوأ وأخطر هذه الأزمات من حيث عمقها ومدى انتشارها العالمي.

ورغم أن هذه الأزمة كانت مختلفة عن سابقتها، إلا أنها أيضا تشترك معها في العديد من الخصائص، ولم تقتصر تأثيراتها على البنوك أو النظام المالي فقط بل تعدتها إلى الاقتصادي الحقيقي، وكان لها وقع كبير وتأثير على كل المستويات كما أنها لم تقتصر على اقتصاد الولايات المتحدة الأمريكية فحسب، بل امتدت آثارها السلبية إلى دول أخرى وهددت بحمل النظام المالي العالمي كنتيجة طبيعية للعولمة المالية.

### أولا: طرح الإشكالية

ومن خلال ما سبق يمكن طرح الإشكالية التالية:

- كيف ساهمت العولمة المالية في إحداث وانتقال الأزمات المالية؟

واعتمادا على هذه الإشكالية يمكن طرح الأسئلة الفرعية التالية:

- ما المقصود بالعولمة المالية؟

- ما هي أهم أسباب الأزمات المالية، وهل هناك أسباب مشتركة لهذه الأزمات؟

- ما هي حقيقية وأبعاد الأزمة المالية العالمية؟

- ما هي أهم قنوات عدوى وانتقال الأزمات المالية، وكيف انتشرت أزمة الرهن العقاري

لتشمل النظام المالي العالمي؟

### ثانيا: الفرضيات

- يمكن القول بأن العولمة المالية هي ذلك الترابط والتشابك شبه الكامل للأنظمة النقدية والمالية لمختلف الدول.

- تعتبر الاستجابة لمتطلبات العولمة المالية سببا أساسيا في تكرار وتواتر الأزمات المالية وتوسع نطاقها.

- تؤدي المشتقات المالية إلى تولد مخاطر على مستوى النظام المالي تنتهي حتما إلى أزمات مالية واقتصادية.

- تعتبر قناة أسواق المال من أهم قنوات انتقال الأزمات المالية حيث ساهمت في انتقال الأزمة من الأسواق الأمريكية إلى الأسواق العالمية.

### ثالثا: أهداف البحث

يهدف هذا البحث إلى تحقيق مجموعة من الأهداف أهمها:

- تسليط الضوء على موضوع الأزمات المالية وتحديد الأسباب الكامنة وراء حدوثها وإبراز أهم مؤشراتها.
- التطرق لجذور الأزمة المالية العالمية وتداعياتها على الاقتصاد العالمي، ومعرفة أهم الحلول المقترحة للخروج منها.
- الكشف على العلاقة بين تصاعد العولمة المالية وتكرار الأزمات المالية.
- إبراز أهم قنوات انتقال أزمة الرهن العقاري وتحولها إلى أزمة عالمية.

### رابعا: أهمية البحث

- تتمثل أهمية البحث في أنه يعالج موضوع الأزمات المالية والآثار المترتبة عنها كما أن الانتشار الواسع للأزمات المالية وانتقالها السريع لتتعدى حدود البلدان التي حدثت فيها يؤدي بنا إلى التساؤل حول دور العولمة المالية في تفاقم واتساع نطاق هذه الأزمات.

### خامسا: أسباب اختيار الموضوع

- الصدى الكبير الذي أحدثته الأزمة المالية العالمية والتي عرفت بأنها أزمة القرن الواحد والعشرين مما يجعلها موضوع اهتمامنا.
- حداثة الموضوع وأهميته البالغة في عالم اليوم.

### سادسا: منهج الدراسة

تم الاعتماد بشكل أساسي على المنهج الوصفي في الجوانب النظرية المتعلقة بالعولمة المالية (المفهوم، الخصائص، المؤشرات والآثار...)، إضافة إلى الجوانب المتعلقة بالأزمة المالية، كما تم الاعتماد على المنهج التاريخي من خلال تتبع لأهم الأزمات المالية في العقود الماضية.

سابعا: الدراسات السابقة

1- دراسة "نادية العقون": العولمة الاقتصادية والأزمات المالية، الوقاية والعلاج، دراسة لأزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية، "أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاد التنمية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الحاج لخضر، باتنة، 2012، تدور إشكالياتها حول مدى مساهمة العولمة المالية في تكريس الأزمات المالية وتوسيع نطاقها؟ وقد تناولت في دراستها الجوانب النظرية للعولمة المالية والأزمات المالية ومدى مساهمة العولمة المالية في تكريس الأزمات المالية، وتوصلت إلى أن العولمة المالية وما تفرزه من رهانات تخلق باستمرار العديد من الثغرات التي تجعل من حدوث أزمات مالية جديدة أمرا ممكنا وفي أي وقت.

2- دراسة "محمد الهاشمي حجاج": أثر الأزمة المالية العالمية على أداء الأسواق المالية العربية، دراسة حالة سوق الدوحة للأوراق المالية خلال الفترة 2007-2009، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة الماجستير في علوم التسيير، جامعة ورقلة، 2012، تدور إشكالياتها حول مدى تأثير الأزمة المالية العالمية على أداء الأسواق المالية العربية في ظل العولمة المالية وانفتاحها على الأسواق المالية العالمية، وقد اعتمد في بحثه على منهج دراسة الحالة وذلك من خلال تحليل أثر الأزمة المالية العالمية على أداء أسواق الدوحة للأوراق المالية، حيث توصل إلى أن تأثر سوق الدوحة للأوراق المالية بالأزمة كان بدرجة أقل مقارنة مع دول مجلس التعاون الخليجي.

ثامنا: هيكل البحث

بغية الإجابة على إشكالية البحث وانطلاقا من الفرضيات التي تم صياغتها، قمنا بتقسيم هذا البحث إلى ثلاثة فصول، يتقدمهم مقدمة كانت كتوطئة للموضوع من خلال الإحاطة به وطرح الإشكالية، وتتعقبهم خاتمة تتضمن النتائج المتوصل إليها من خلال الدراسة، إضافة إلى مجموعة من التوصيات.

وقد تم تخصيص الفصل الأول للعولمة المالية وجاء في ثلاث مباحث حيث تضمن المبحث الأول مفاهيم عامة حول العولمة المالية وأهم مزاياها والعوامل المفسرة

لها، أما المبحث الثاني فقد تناول التحرير المالي وعلاقته بالعولمة المالية، واشتمل المبحث الثالث على مؤشرات تنامي العولمة المالية وآثار العولمة المالية.

أما الفصل الثاني فقد تضمن ثلاث مباحث حيث شمل المبحث الأول ماهية الأزمات المالية من مفهوم وقنوات انتشار ومؤشرات وكذا النظريات المفسرة للأزمات المالية، أما المبحث الثاني فقد تطرقنا فيه إلى أسباب الأزمات المالية ومساهمة المشتقات في خلق الأزمات وكذا تأثير العدوى المالية على انتقال الأزمات، وعرجنا في المبحث الثالث على أهم الأزمات المالية العالمية بدأزمة الكساد الكبير مروراً بأزمة المكسيك وصولاً إلى أزمة دول جنوب شرق آسيا.

وفي الفصل الثالث تم تناول الأزمة المالية العالمية بشيء من التفصيل حيث تطرقنا في المبحث الأول إلى حقيقة وأبعاد الأزمة المالية العالمية وذلك من خلال التعرض لآلية التمويل العقاري في الو. م. أ والمراحل الكبرى في هذه الأزمة وكذا إبراز أهم أسباب هذه الأزمة أما المبحث الثاني فتناولنا فيه عدوى وقنوات انتقال الأزمة وأهم الآثار المرتبطة عنها أما المبحث الثالث فشمّل خطط الإنقاذ المتبعة إقليمياً ودولياً لمواجهة الأزمة.

# الفصل الأول

## العولمة المالية

**تمهيد:**

شهد الاقتصاد الدولي تغيرات سريعة أواخر القرن العشرين، كان لها أثرا جليا على معظم اقتصاديات العالم وكانت نتاجا لعمليات التحرر المالي والتحول إلى ما يسمى "بالاندماج المالي" من خلال إلغاء القيود على حركة رؤوس الأموال وأصبحت القرارات المالية والأحداث الاقتصادية التي تحدث في إحدى دول العالم أثارا على أفراد ودول في مناطق أخرى من العالم، ويسمى الاقتصاديون هذه الظاهرة بالعولمة المالية.

ويعد موضوع العولمة المالية من الموضوعات المعاصرة التي استدعت اهتمام الكثير من الاقتصاديين، وهذا ما سنحاول عرضه في هذا الفصل بتناول العناصر التالية:

**المبحث الأول:** مفاهيم عامة حول العولمة المالية.

**المبحث الثاني:** التحرير المالي وعلاقته بالعولمة المالية.

**المبحث الثالث:** مؤشرات وآثار العولمة المالية.

### المبحث الأول: مفاهيم عامة حول العولمة المالية

ساهمت التطورات التكنولوجية الكبيرة في مجال المعلومات والاتصالات وسرعة وصول البيانات المالية وحتى الأموال بالإضافة إلى عمليات التحرير المالي إلى إزالة القيود والعوائق أمام حرية حركة الأموال عبر الأسواق المالية في مختلف دول العالم، مما أدى إلى تكامل وارتباط الأسواق المالية المحلية بالعالم الخارجي، حيث أخذت رؤوس الأموال تتدفق عبر الحدود ولتصب في أسواق المال العالمية لتصبح أكثر ارتباطا وتكاملا.

#### المطلب الأول: مفهوم العولمة المالية وأهم مراحل تطورها

##### أولاً: مفهوم العولمة المالية

لقد تعددت التعاريف الخاصة بالعولمة المالية، فقد وصفها البعض بأنها تجليات لظاهرة اقتصادية تتمثل في تحرير الأسواق، الخصوصية وانسحاب الدولة من النشاط الاقتصادي، ومن بعض وظائفها مثل الرعاية الاجتماعية وتغيير نمط التكنولوجيا وتوزيع الإنتاج عبر القارات من خلال الاستثمار الأجنبي المباشر والتكامل بين الأسواق المالية. وقبل التطرق للعولمة المالية يشار إلى أن العولمة الاقتصادية تنقسم إلى نوعين: العولمة الإنتاجية والعولمة المالية.

**1- العولمة الإنتاجية:** تتحقق عولمة الإنتاج من خلال الشركات المتعددة الجنسيات وتتلور عولمة الإنتاج من خلال اتجاهين<sup>(1)</sup>:

• **الاتجاه الأول:** عولمة التجارة الدولية حيث يلاحظ أن التجارة الدولية زادت بدرجة كبيرة خلال عقد التسعينات من القرن الماضي، حيث بلغ نمو التجارة العالمية ضعفي معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي العالمي.

فعلى سبيل المثال زاد معدل التجارة العالمية بحوالي 9% عام 1995 بينما زاد الناتج العالمي الإجمالي بـ 5% فقط، ويلاحظ أن الشركات المتعددة الجنسيات هي التي تقف وراء تزايد معدل نمو التجارة العالمية بالإضافة إلى ذلك أن حوالي 90% من التجارة العالمية دخل في مجال التحرير.

(1) غالم لطفي عبد الله، العولمة المالية وآثارها على الأنظمة المصرفية العربية، دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان، 2013،

• **الاتجاه الثاني:** الاستثمار الأجنبي المباشر: حيث يلاحظ أن زيادة معدل الاستثمار الأجنبي المباشر يرجع بالدرجة الأولى إلى تبني مختلف دول العالم لسياسات الانفتاح والتحرير الاقتصادي بمختلف جوانبه، حيث وصل هذا المعدل إلى 12% خلال عقد التسعينات، ويرجع ذلك إلى تزايد دور الشركات المتعددة الجنسيات في إحداث المزيد من العولمة والمزيد من عولمة عمليات التكنولوجيا وتحرير الأسواق.

**2-العولمة المالية:** إن صياغة تعريف دقيق للعولمة المالية تبدو مسألة صعبة نظراً لتعدد التعاريف الخاصة بها وتأثيرها بآراء ومنطلقات الباحثين إزاء العولمة، وسنحاول إعطاء بعض التعاريف للعولمة المالية.

**تعريف أول<sup>(1)</sup>:** إن العولمة المالية هي الناتج الأساسي لعمليات التحرير المالي والتحول إلى ما يسمى "بالاندماج المالي"، مما أدى إلى تكامل الأسواق المالية المحلية بالعالم الخارجي من خلال إلغاء القيود على حركة رؤوس الأموال ومن ثم أخذت تتدفق عبر الحدود إلى الأسواق العالمية.

**تعريف ثان<sup>(2)</sup>:** العولمة المالية تعني تشكل سوق موحد لرؤوس الأموال، تكونت من خلال التكامل المستمر للأسواق الدولية، بما يحقق الكفاءة في تخصيصها للموارد المالية بين مختلف المناطق وهذه السلسلة من التكاملات تعتبر نتيجة طبيعية للانفتاح الاقتصادي انطلاقاً من سنوات الثمانينات.

**تعريف ثالث<sup>(3)</sup>:** تعرف العولمة المالية على أنها: "ذلك الترابط والتشابك شبه الكامل للأنظمة النقدية والمالية لمختلف الدول، والذي بدأ يتجسد أكثر فأكثر مع تطبيق إجراءات التحرير المالي، ورفع الحواجز على حركية رأس المال في الو.م.أ وبريطانيا خلال الفترة (1979-1982) ثم بعد ذلك في باقي الدول الصناعية الرئيسية الأخرى إضافة إلى تطبيق أسعار الصرف المرنة وتحويل الديون العمومية إلى أوراق مالية.

(1) غالم عبد الله لطفي، مرجع سابق، ص 78.

(2) نادية العقون، العولمة الاقتصادية والأزمات المالية: الوقاية والعلاج، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاد التنمية، جامعة الحاج لخضر، باتنة، 2012-2013، ص 49.

(3) محفوظ جبار، العولمة المالية وانعكاساتها على الدول المتخلفة، مجلة العلوم الإنسانية، العدد 7، جامعة باتنة، ديسمبر 2002، ص 185.

من خلال ما سبق يمكن استخلاص تعريف للعولمة المالية على أنها النمو الهائل في حجم ونوعية المعاملات المالية الذي يتعدى كل الحواجز الجغرافية والقيود التنظيمية، بحيث تصبح المعاملات المالية تتم في إطار سوق مالي عالمي موحد يضمن الحصول على أعلى العوائد بأقل المخاطر.

### ثانياً: أهم مراحل تطور العولمة المالية

إذا كانت للعولمة الاقتصادية جذور تمتد إلى القرن الخامس عشر حسب العديد من الدراسات أي مع زيادة تبادل السلع بين الأمم آنذاك، فإن العولمة المالية حديثة النشأة نسبياً، ومهما يكن فقد مرت العولمة المالية بالمراحل التالية<sup>(1)</sup>:

#### 1- مرحلة تدويل التمويل غير المباشر:

امتدت هذه المرحلة من 1960 حتى سنة 1979 وتميزت بما يلي:

- ظهور وتوسيع أسواق الأورو دولار بدءاً من لندن ثم بقية الدول الأوروبية.
- سيطرة البنوك على تمويل الاقتصاديات الوطنية أي التمويل بوساطة بنكية.
- انهيار نظام الصرف الثابت بسبب عودة المضاربة على العملات القوية آنذاك (الجنيه الإسترليني والدولار الأمريكي).
- انهيار نظام بروتن وودز في أوت 1971 وإنهاء ربط الدولار والعملات الأخرى بالذهب، مما مهد لتطبيق نظام أسعار الصرف المرنة.
- ظهور أسواق الأوراق المالية مثل سندات الخزينة.
- ظهور المديونية الخارجية لدول العالم الثالث.
- انتشار البنوك الأمريكية في كافة أنحاء العالم والتي منحت العديد من القروض الدولية.
- ظهور أسواق الأدوات المالية المشتقة والاختيارات على العملات وأسعار الفائدة.
- ارتفاع العجز في موازين المدفوعات والميزانيات العمومية للدول المتقدمة.

(1) غالم لطفي عبد الله، مرجع سابق، ص 80-83.

## 2- مرحلة التحرير المالي:

- امتدت هذه المرحلة من 1980 إلى 1985 وتميزت بما يلي:
- المرور إلى مالية السوق واقتصاد الأسواق المالية، وقد صاحب ذلك ربط الأنظمة المالية والنقدية الوطنية ببعضها البعض وتحرير القطاع المالي.
  - رفع الرقابة على حركة رؤوس الأموال من وإلى الو.م.أ والمملكة المتحدة، حيث يمكن اعتبار هذه الإجراءات الخطوة الأولى لعملية انتشار واسعة للتحرير المالي والنقدي على المستوى العالمي.
  - التوسع الكبير في أسواق السندات، وارتباطها على المستوى الدولي وتحريرها من كافة القيود، الشيء الذي جعل الدول الصناعية الكبرى تمويل العجز في ميزانياتها عن طريق إصدار وتسويق تلك الأدوات المالية في الأسواق المالية العالمية.
  - توسيع وتعميق الإبداعات المالية بصفة عامة والتي سمحت بجمع كميات ضخمة من الادخار العالمي، وإجراء عمليات المراجعة الدولية في أسواق السندات والنمو السريع في الأصول المالية المشتقة بصفة خاصة.
  - توسيع صناديق المعاشات والصناديق الأخرى المختصة في جمع الادخار، وهي صناديق تتوفر على أموال ضخمة هدفها الأساسي هو تعظيم إيراداتها في مختلف الأسواق العالمية.

## 3- مرحلة التعميم وضم الأسواق المالية الناشئة:

- امتدت هذه المرحلة من 1986 إلى غاية الآن وتميزت بما يلي:
- تحرير أسواق الأسهم حيث كانت الانطلاقة من بورصة لندن 1986 بعد إجراء الإصلاحات البريطانية، وتبعتها بعد ذلك بقية البورصات العالمية بتحرير أسواق أسهمها مما يسمح بربطها ببعضها البعض وعولمتها على غرار أسواق السندات.
  - ضم العديد من الأسواق الناشئة إبتداءً من أوائل التسعينات وربطها بالأسواق المالية العالمية.
  - الانهيارات الضخمة التي شهدتها البورصات العالمية والتي كلفت الاقتصاد العالمي آلاف الملايير من الدولارات كخسائر، وتسببت في إفلاس الكثير من البنوك والمؤسسات المالية.

- زيادة الارتباط بين الأسواق المالية العالمية بمختلف أجنحتها.
- زيادة حجم التعامل في أسواق الصرف.
- تحرير أسواق المواد الأولية وزيادة حجم التعامل في الأدوات المالية المشتقة.
- توسيع التمويل المباشر باللجوء إلى الأسواق المالية وتغطية الدين العام بواسطة الأوراق المالية.

### المطلب الثاني: خصائص العولمة المالية

إن من أهم الخصائص الرئيسية التي تميز العولمة عن غيرها من المفاهيم ذات التحولات الجذرية ما يلي<sup>(1)</sup>:

#### 1- سيادة آليات السوق والسعي لاكتساب القدرات التنافسية:

إن أهم ما يميز العولمة سيادة آليات السوق واقتنائها بالحرية بدلا من الشمولية، ومنه فإنها تعتمد على التقدم التكنولوجي والثورة المعلوماتية وثورة المعلومات والاتصال والمواصلات، من أجل اكتساب قدرات تنافسية وتعميقها لتحقيق أعلى إنتاجية بأقل تكلفة ممكنة وبأحسن جودة والبيع بسعر تنافسي على أن يتم كل ذلك بأقل وقت ممكن.

#### 2- تزايد الاتجاه نحو الاعتماد الاقتصادي المتبادل:

ويعمق هذا الاتجاه نحو الاعتماد المتبادل ما أسفرت عنه تحولات عقد التسعينات من اتفاقية تحرير التجارة العالمية وتزايد حرية انتقال رؤوس الأموال الدولية مع وجود الثورة التكنولوجية والمعلوماتية، حيث يتم في ظل العولمة إسقاط حاجز المسافات بين الدول والقارات مع ما يعنيه ذلك من تزايد احتمالات وإمكانيات التأثير والتأثر المتبادلين وإيجاد نوع جديد من تقسيم العمل الدولي الذي يتم بمقتضاه توزيع العملية الإنتاجية وبخاصة الصناعية بين أكثر من دولة بحيث يتم تصنيع مكونات أي منتج نهائي في أكثر من مكان واحد.

وتشير هذه الاتجاهات إلى تغيير موازين القوى الاقتصادية وتطرح معايير جديدة لهذه القوى تلخصت في السعي إلى اكتساب الميزة التنافسية للأمم في التسعينيات في إطار اتجاه كل أطراف الاقتصاد العالمي إلى التنافسية، وبالتالي لم تعد الركيزة الأساسية في ذلك امتلاك الميزة أو القدرة التنافسية في مجال التبادل التجاري الدولي، والتي تدور حوله التكلفة والجودة

(1) سعيد غزلان، أثر العولمة على الاستثمارات الأجنبية المباشرة، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص نقود ومالية، جامعة الجزائر، 2004، ص-ص 18-20.

والإنتاجية والسعر، وهو ما عمق الاتجاه نحو الاعتماد المتبادل. وقد ترتب على زيادة درجة الاعتماد الاقتصادي المتبادل كأحد الخصائص المميزة للعولمة ظهور آثار عديدة لعل أهمها:

- زيادة تعرض الاقتصاديات الوطنية للصدمات الاقتصادية.
- حركة انتقال الصدمات الاقتصادية سواء كانت إيجابية أو سلبية.
- تزايد أهمية التجارة الدولية كعامل هام في النمو الاقتصادي في الدول المختلفة حيث أصبحت الصادرات محركا للنمو وهذا نتيجة لزيادة درجة الاعتماد المتبادل.
- زيادة درجة المنافسة أدت إلى إزالة العقبات أو تذليلها على الأقل أمام التدفقات السلعية والمالية وقيام أسواق عالمية في السلع والخدمات تتنافس فيها مختلف دول العالم.

### 3- وجود أنماط جديدة من تقسيم العمل الدولي:

إن العولمة تتسم بوجود أنماط جديدة من تقسيم العمل الدولي، حيث لم يعد في إمكانية أي دولة مهما كانت قدرتها الذاتية أن تستقل بمفردها هذا المنتج الصناعي، وإنما من الشائع اليوم أن نجد العديد من المنتجات يتم تجميع مكوناتها في أكثر من دولة بحيث تقوم كل واحدة منها بالتخصص في صنع أحد المكونات فقط، وبالتالي أصبحت قرارات الإنتاج والاستثمارات تتخذ من منظور عالمي ووفقا لاعتبارات الرشادة الاقتصادية فيما يتعلق بالتكلفة والعائد.

### 4- تعاظم دور الشركات المتعددة الجنسيات:

إن أحد أهم السمات الأساسية للعولمة هي الشركات المتعددة الجنسيات، والتي تؤثر بقوة على الاقتصاد العالمي من خلال ما يصاحب نشاطها من استثمارات مباشرة ونقل للتكنولوجيا والخبرات الإنتاجية والتسويقية والإدارية، وهناك العديد من المؤشرات الدالة على تعاظم دور الشركات المتعددة الجنسيات العالمية ومن أهمها:

- أن إجمالي إيرادات أكبر 500 شركة متعددة الجنسيات في العالم يصل إلى حوالي 45% من الناتج المحلي الإجمالي، وتستحوذ الشركات المتعددة الجنسيات على نحو 40% من حجم الصادرات الدولية.
- أن 80% من مبيعات العالم تتم من خلال الشركات المتعددة الجنسيات.

■ أن الأصول السائلة من الذهب والاحتياطات النقدية المتوفرة لدى الشركات المتعددة الجنسيات حوالي ضعفي الاحتياطي الدولي منها.

### 5- تزايد دور المؤسسات الاقتصادية العالمية في إدارة العولمة:

من الخصائص الهامة للعولمة الاقتصادية هي تزايد دور المؤسسات الاقتصادية العالمية في إدارة وتعميق العولمة، (صندوق النقد الدولي، البنك الدولي والمنظمة العالمية للتجارة)، ولعل قيام تلك المؤسسات يعتبر من أهم دعائمها حيث أصبح على الأقل هناك نظام متكامل للعولمة تعمل من خلاله.

ويلاحظ على هذه المؤسسات العالمية في العقد الأخير من القرن العشرين أنها تتجه إلى إدارة العولمة من خلال آليات جديدة في إطار من التنسيق لضبط إيقاع منظومة العولمة.

### المطلب الثالث: العوامل المفسرة للعولمة المالية

هناك عدة عوامل ساهمت في توفير المناخ الملائم للعولمة المالية، وكان أهم العوامل المفسرة لها:

1- تنامي الرأسمالية المالية<sup>(1)</sup>: لقد كان للنمو المطرد الذي حققه رأس المستثمر في الأصول المالية دورا أساسيا في إعطاء قوة الدفع لمسيرة العولمة المالية، فأصبحت معدلات الربح التي حققها رأس المال المستثمر في أصول مالية تزيد بعدة أضعاف عن معدلات الربح التي تحققت قطاعات الإنتاج، وأصبحت الرأسمالية ذات طابع ريعي تعيش على توظيف رأس المال لا على استثماره، وعلى الصعيد العالمي لعب رأس المال المستثمر في الأصول المالية دورا مؤثرا لما يقدمه من موارد مالية (قروض، استثمارات مالية) بشروطه الخاصة.

2- عجز الأسواق الوطنية عن استيعاب الفوائض المالية<sup>(2)</sup>: حدثت موجة عارمة من تدفقات رؤوس الأموال الدولية الناتجة عن أحجام ضخمة من المدخرات والفوائض

(1) براج دلال، إستراتيجيات إعادة هيكلة المصارف التجارية في ظل تحديات العولمة المالية، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية تخصص، مالية بنوك، جامعة المسيلة، 2012، ص 15-16.

(2) شذا جمال الخطيب، العولمة المالية ومستقبل الأسواق العربية لرأس المال، مؤسسة طابا، ط1، مصر، 2002، ص 17.

المالية التي ضاقت الأسواق الوطنية عن استيعابها فاتجهت نحو الخارج بحثا عن فرص استثمار أفضل ومعدلات عائد أعلى.

3- **ظهور المشتقات المالية:** ارتبطت العولمة المالية بكم هائل من المشتقات الجديدة التي راحت تستقطب العديد من المستثمرين، فإلى جانب الأدوات التقليدية المتداولة في الأسواق المالية (الأسهم والسندات) أصبح هناك العديد من المشتقات والتي تعرف بأنها: "عقود مالية تشتق قيمتها من أسعار الأصول المالية والعينية الحالية محل التعاقد"<sup>(1)</sup>. وقد شهد حجم التداول بالمشتقات على اختلاف أنواعها نمطا جديدا خلال السنوات الأخيرة حيث زاد حجم التداول من 1.1 تريليون دولار سنة 1986 إلى 2.6 تريليون دولار سنة 1988، ثم قفز إلى 24 تريليون دولار في نهاية 1994 وبذلك يكون سوق المشتقات المالية قد توسع بأكثر من 40 ضعف خلال فترة 9 سنوات.

4- **التقدم التكنولوجي**<sup>(2)</sup>: ساهم هذا العنصر في مجالات الاتصالات والمعلومات مساهمة فعالة في دمج وتكامل الأسواق المالية، وهو الأمر الذي كان له أثر بالغ في زيادة سرعة حركة رؤوس الأموال من سوق لآخر وفي تكثيف الروابط بين مختلف الأسواق المالية إلى الحد الذي جعل بعض المحللين الماليين يصفونها كما لو أنها شبكة مياه في مدينة واحدة.

5- **التحرير المالي المحلي والدولي:** لقد أقدمت العديد من الدول على إلغاء الرقابة على الصرف منذ 1979 في بريطانيا، 1980-1985 في اليابان وبداية التسعينات في فرنسا، وهذا بالنسبة للمقيمين وغير المقيمين ويشير الجدول رقم (01) إلى السنوات التي بدأت فيها بعض البلدان الصناعية والبلدان النامية عمليات التحرير المالي<sup>(3)</sup>.

(1) طارق حماد عبد العال، التطورات العالمية وانعكاساتها على أعمال البنوك - القاهرة - الدار الجامعية، 2001، ص 226.

(2) شذا جمال الخطيب، مرجع سابق، ص 20.

(3) مرابط ساعد، بلميهوب، مداخلة بعنوان: العولمة المالية وتأثيرها على أداء الأسواق المالية الناشئة، الملتقى الدولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات، دراسة حالة الجزائر والدول النامية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، كلية العلوم الاقتصادية والتسيير ومخبر العلوم الاقتصادية والتسيير، 21-22 نوفمبر 2006، ص 7.

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

الدولة	بداية التحرير	الدولة	بداية التحرير
الولايات المتحدة	1982	الشيلى	1974
كندا	1980	المكسيك	1989
اليابان	1979	بيرو	1991
المملكة المتحدة	1981	فنزويلا	1991
ألمانيا	1984	مصر	1991
هونج كونج	1978	المغرب	1991
اندونيسيا	1981	جنوب إفريقيا	1980
كوريا الجنوبية	1978	بنجلادش	1988
ماليزيا	1978	الهند	1989
الفلبين	1981	فرنسا	1984
سنغافورة	1978	تايلاند	منتصف الثمانينات
تايبوان	1979	البرازيل	1989

المصدر: مرابط ساعد، بلميهوب أسماء، مرجع سابق، ص7.

#### 6- إعادة هيكلة صناعة الخدمات المالية: حدثت تغيرات هائلة في صناعة الخدمات المالية

وإعادة هيكلتها على مدى العقدين الماضيين وعلى وجه الخصوص العقد التاسع من القرن الماضي، بحيث عملت كحافز للإسراع من وتيرة العولمة المالية، وفي هذا الصدد نشير إلى ما يلي:

- توسع البنوك في نطاق أعمالها المصرفية، على الصعيد المحلي والدولي.
- دخول المؤسسات المالية كمنافس قوي للبنوك التجارية في مجالات الخدمة التمويلية، فخلال الفترة (1980-1995) حيث انخفض نصيب البنوك التجارية من الأصول المالية الشخصية من 50% إلى 18% وفي مقابل ذلك ارتفع نصيب المؤسسات المالية الغير مصرفية إلى نحو 42% .

### المبحث الثاني: التحرير المالي وعلاقته بالعولمة المالية

يعد التحرير المالي أحد أهم معالم النظام المالي الجديد، وأهم ملامح التطورات الاقتصادية البارزة خلال العقد الأخير من القرن العشرين، وقد ارتبطت سياسات التحرير المالي ارتباطاً وثيقاً بهيمنة السياسات الليبرالية كسياسات اقتصادية عامة، وكذلك مواجهة التوجه نحو الاندماجات في الاقتصاد العالمي التي تشهدها غالبية الدول.

#### المطلب الأول: مفهوم التحرير المالي ومبرراته

##### أولاً: مفهوم التحرير المالي

يقصد بالتحرير المالي محاولة تخفيف القيود الحكومية على المؤسسات المالية وآليات عملها وأدواتها وبصفة عامة فالتحرير المالي مفهومين رئيسيين هما<sup>(1)</sup>:

التحرير المالي بمفهومه الشامل: ويقصد به:

مجموعة الأساليب والإجراءات التي تتخذها الدولة لإلغاء أو تخفيف درجة القيود المفروضة على النظام المالي، بهدف تعزيز مستوى كفاءته وإصلاحه كلياً.

التحرير المالي بمفهومه الضيق: ويقصد به:

تحرير عمليات السوق المالية من القيود المفروضة عليها، التي تعيق عملية تداول الأوراق المالية ضمن المستويين المحلي والدولي.

##### ثانياً: مبررات التحرير المالي

هناك مجموعة من المبررات الدافعة إلى عملية التحرير المالي بالنسبة للدول المتقدمة والنامية، يمكن تلخيصها فيما يلي<sup>(2)</sup>:

- خلق فرص استثمارية خارجية واسعة أمام فائض رؤوس الأموال الباحثة عن الربح، فضلاً من تأمين هذه الأموال ضد المخاطر الكثيرة، وذلك من خلال تنويع الأدوات المالية والاستثمار في الأسواق المالية الدولية.

(1) رشام كهينة، واقع وأفاق الربط بين الأسواق المالية العربية في ظل التكامل الاقتصادي العربي، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاديات المالية والبنوك، جامعة أمحمد بوقرة، بومرداس، 2009، ص 24-25.

(2) سعيدي فاطمة الزهراء، مجلة الاقتصاد الجديد، التحرير المالي: المكاسب والمخاطر الناتجة عنه، العدد 05، جانفي 2012، ص 209-210.

- تحرير الأسواق المالية ورفع القيود من أمام تدفق رؤوس الأموال إلى الخارج يعزز من حركة التجارة الخارجية وبالتالي من النمو الاقتصادي.
- التحرير الرأسمالي يوفر المزيد من فرص الحصول على قروض أمام الشركات متعددة الجنسيات وبالتالي تساهم في تدعيم توسعها في مختلف أنحاء العالم، حيث تتيح عملية تدويل المدخرات العالمية لهذه الشركات تمويل استثماراتها من أسواق المال المحلية في البلدان التي تعمل فيها .
- تساهم عملية تحرير الأسواق المالية من خفض معدلات التضخم في البلدان الصناعية المتقدمة، وذلك عن طريق زيادة انفتاح التجارة وتصدير فوائدها المالية.
- إجراءات التحرير المالي المصحوبة ببرامج واسعة للخصخصة تخلق بيئة مشجعة لنشاط القطاع الخاص، وبالتالي اجتذاب تدفقات كبيرة من رؤوس الأموال التي يحتفظ بها المقيمون بالخارج والحد من ظاهرة هروب رؤوس الأموال الوطنية إلى الخارج، حيث يمكن انفتاح الأسواق المالية المحلية على الأسواق المالية الدولية من الاستثمار في تلك الأسواق عن طريق ترابط وتكامل الأسواق المحلية معها.
- إن تحرير الأسواق المالية وقابلية التحويل للحساب الجاري سوف يمكن البلدان النامية من الوصول إلى أسواق المال الدولية، مما يسمح لها بالحصول على ما تحتاجه من موارد مالية لسد فجوة الموارد المحلية وبالتالي زيادة معدلات الاستثمار المحلي ومن ثم زيادة معدلات النمو الاقتصادي.
- فتح أسواق الأوراق المالية في البلدان النامية لتسجيل الأوراق المالية الأجنبية والعكس سيؤدي إلى انتعاش تلك الأسواق وتطويرها وبالتالي زيادة حدة المناقشة.
- تحرير أسواق المال على الصعيد المحلي سوف يؤدي إلى تعبئة المدخرات المحلية وتخصيصها في القطاعات والأنشطة الاقتصادية ذات الكفاءة في استخدام المواد المالية المتاحة، وتأسيسا على ذلك فلقد اتجهت مجموعة من البلدان المتقدمة والنامية إلى تحرير أسواقها المالية معتمدة على التحرير المالي المحلي والخارجي.

المطلب الثاني: استراتيجيات التحرير المالي وعوامل نجاحها

أولاً: إستراتيجيات التحرير المالي<sup>(1)</sup>

ينظر لهذه الإستراتيجيات من خلال مستويين من الإصلاحات، الأول هو سياسات التحرير المالي على المستوى المحلي والثاني سياسات التحرر المالي على المستوى الدولي.

**1- سياسات التحرير المالي على المستوى المحلي:**

**أ- تأهيل النظام المصرفي، وذلك يتضمن الآتي:**

- إجراء مراجعة شاملة للتشريعات والقوانين المعمول بها بهدف تعديلها وتطويرها لتتماشى مع التوجهات الحديثة للعمل المصرفي.
- الابتعاد عن الائتمان الموجه وإزالة الأسس والمعايير التي تحدد هيكل أصول المصارف.
- إعادة هيكلة المؤسسات المصرفية من خلال نقل ملكية جزء منها للقطاع الخاص وإصلاح الجزء الآخر منها.
- إزالة كافة الضوابط الإدارية على سعر الفائدة وتحريرها تدريجياً وإيقاف العمل بسياسات الكبح المالي.
- إنشاء نظام واحد محدد وبسيط للتأمين على الودائع.
- تشجيع المصارف على فتح فروع ومكاتب لها في المناطق المختلفة للبلد، وتشجيعها على التواجد في الساحة العالمية من خلال فتح الفروع بالخارج.
- السماح للمصارف الأجنبية بالتواجد على الساحة المحلية من خلال الترخيص لها.
- التحديث التقني سواء فيما يخص تطوير كفاءة الجهاز الإداري أو آلية العمل المصرفي.
- تشجيع الاندماج بين المؤسسات المالية ليس في داخل البلد الواحد فحسب بل عبر الحدود.
- تفعيل أسس ومعايير الرقابة والإشراف بما ينسجم مع المعايير الدولية الحالية.
- تنمية عناصر البنية التحتية للقطاع المالي والتي تتمثل في شركات الخدمات مثل السماسرة والمتعاملين بتجارة الأوراق المالية ومكاتب تجميع الديون والوسطاء بين المقرضين والمؤتمنين على شركات أوراق الدين.

(1) حسن كريم حمزة، العولمة المالية والنمو الاقتصادي، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2011، ص ص54-58.

**ب- تنمية وتعميق السوق المالية: وتشمل:**

- زيادة عدد الشركات العاملة داخل السوق المالية من خلال توفير الظروف والمستلزمات والتشريعات لها من حيث إنشائها وحريتها في الدخول والخروج من السوق.
- تنويع أدوات الاستثمار المالي ذات المزايا المتنوعة والتي تضمن للسوق توسعا وفعالية وتشجيع الفرص وتقليل المخاطر أمام كافة المتعاملين.
- تفعيل العمل بأسواق السندات إلى جانب أسواق الأسهم واعتبارها قناة أساسية للادخار.
- تحديث أنظمة العمل والتداول في السوق المالية لمتطلبات كفاءة وسرعة إنجاز الصفقات المالية وتبسيط إجراءاتها.
- العمل وفق المعايير الدولية في مجال المحاسبة والإفصاح المالي وبشفافية مطلقة في المعلومات.
- دعم عملية الإشراف والتنظيم المالي وفصل الدور الرقابي عن التنفيذ في السوق المالية من خلال تشكيل هيئة مستقلة في السوق المالي.

**2: سياسات التحرير المالي على المستوى الدولي:**

- الفتح التدريجي لمؤسسات النظام المالي على النظام المالي العالمي وعلى أساس غير تمييزي.
- العمل على تحرير تجارة الخدمات المالية.
- خفض القيود المفروضة على حركة رؤوس الأموال الأجنبية ومنح رأس المال الأجنبي بعض الامتيازات للعمل داخل المؤسسات المالية المحلية.
- تحرير أسعار صرف العملات وجعلها تتحدد وفق آلية السوق.

ثانياً: عوامل نجاح التحرير المالي<sup>(1)</sup>

- 1- العقلانية والنظام، يجب أن تأخذ تدابير التحرير المالي بالحسبان الظروف الاقتصادية والسياسية المحلية، ويجب أن تتكامل بسياسات محلية ملائمة وأن تصطبح ببناء المؤسسات والقدرات قبل البدء بعمليات التحرير المالي وهناك إجماع على البدء بإجراءات التحرير المالي الداخلي للقطاع المالي قبل تحريره خارجياً، وعبر سلسلة من الإصلاحات المؤدية إلى أداء أكثر حرية سواء للمؤسسات المالية أو للسوق المالية أو للقطاع الخاص المالي، وهذه الإصلاحات تقع على عاتق صناع السياسة المالية والنقدية في مجال التحرير الداخلي والمتمثلة ببناء المؤسسات المالية من كافة الجوانب التي تجعلها قادرة على دخول المنافسة الخارجية ومواجهة كافة الصدمات المحتملة.
- 2- ينبغي السماح للدول وخصوصاً الدول النامية باختيار سياساتها التحريرية من دون تسليط الضغوط عليها سواء كانت تلك الضغوط صادرة من مؤسسات دولية أو دول أخرى.
- 3- تحرير التدفقات طويلة الأجل قبل التدفقات قصيرة الأجل وذلك لارتباط الأول بالتوجه التجاري في قطاع الصناعة التحويلية وكذلك في قطاع الخدمات والصناعة الإستخراجية في بعض الدول إضافة إلى اعتبارات تتعلق بجلب التكنولوجيا والمهارات علاوة إلى انخفاض درجة تقبله إذا ما قورن مع الاستثمارات المحفظية.
- 4- وضع تدابير لمراقبة تدفقات رأس المال قصير الأجل أو التمييز ما بين الاستثمارات الشرعية والمضاربات واتخاذ تدابير إجرائية لمنع أو حظر أو التحكم بعمليات المضاربة.
- 5- اتخاذ تدابير تقلل من التعرض لمخاطر التحرير المالي، وذلك بوضع حدود على مدى التحرر، وأن لا تزال القوانين بسرعة، وخصوصاً عندما لا يكون البلد مهياً لمواجهة المخاطر والصدمات المحتملة، بمعنى أن تكون عملية الانفتاح متدرجة.

(1) حسن كريم حمزة، مرجع سابق، ص ص 59-60.

## 6- لا بد على النظام المالي من :

- أ- مراقبة الدين الخارجي وخصوصا القصير الأجل وبالعملات الأجنبية.
- ب- مراقبة احتياطاته الدولية، بحيث تبقى كافية لمواجهة سداد الدين الخارجي.
- ج- فرض اللوائح التحوطية والرقابة على المؤسسات المالية وخصوصا في حالة تدفقات الحافطة المالية.
- د- متابعة القطاع المالي الخاص وعلى كواده المالية فهم العمليات المالية وقيادتها عمليات إعادة تدوير الأموال إلى القطاعات والمؤسسات الصحيحة لأجل استعمالها بفعالية.

المطلب الثالث: إيجابيات وسلبيات التحرير المالي<sup>(1)</sup>

## أولا: الإيجابيات

- 1- ترشيد القرار التمويلي: إن إضفاء الصبغة العالمية توفر خيارات وبدائل يمكن المفاضلة فيما بينها من أجل ترشيد القرار التمويلي كونه يتيح التعامل من أسواق متنوعة وواسعة النطاق تحقق مزايا كبيرة لطالبي التمويل.
- 2- سهولة الوصول إلى مصادر التمويل: إن التحرر المالي يسمح للدول بالوصول إلى الأسواق المالية بسهولة ويسر والحصول على الأموال لسد فجوة الموارد المحلية.
- 3- الحد من زيادة المديونية: إن حركة الاستثمار الأجنبي المباشر تسمح بالتنوع وتوزيع أفضل للمخاطر من خلال الابتعاد عن التمويل بالقروض المصرفية والتجارية وبالتالي الحد من المديونية الخارجية وأعباءها كون تلك المصادر غير منشأة للديون.
- 4- تخفيض تكلفة التمويل: إن المنافسة بين الوكلاء الاقتصاديين العاملين والتنافس بين مصادر التمويل الواسعة والمتنوعة يمنح ميزة خفض تكلفة التمويل للدول المحتاجة.
- 5- نقل التكنولوجيا المتنوعة: يسمح الاستثمار الأجنبي المباشر بنقل التكنولوجيا والأساليب المختلفة، وإكساب الأيدي العاملة المهارات والخبرات والفنون الإدارية وخصوصا في مجال استحداث خدمات مالية ومصرفية حديثة.

(1) حسن كريم حمزة، مرجع سابق، ص ص 60-64.

6- الوصول إلى أسعار فائدة حقيقية: إن آليات النفاذ إلى التحرر المالي تؤدي إلى الوصول إلى أسعار فائدة حقيقية، تشجع الإدخارات وتوجه مسارها من السوق إلى المالية غير الرسمية إلى السوق الرسمية، كما تشجع تلك الفائدة المقترضين على الاستثمار في النشاط الإنتاجي والصناعي وخلق بيئة مواتية لنشاط القطاع الخاص، مما يستقطب رؤوس الأموال الأجنبية ويساهم في الحد من هروب الأموال المحلية.

7- خفض أسعار الفائدة محليا: يسمح التحرر المالي بزيادة تدفق رؤوس الأموال مما يؤدي إلى خفض أسعار الفائدة محليا وبالتالي يشجع المستثمرين على الاقتراض المحلي ورفع مستويات الاستثمار وفتح مشاريع جديدة مما ينعكس على زيادة معدل النمو الاقتصادي.

8- توزيع الأصول وتقليل المخاطر: إن تنوع الأصول واختلاف الموارد المالية العالمية والحصول على حافظة متنوعة من السندات تعد أفضل إستراتيجية للحصول على مردود أعلى مع أقل مخاطرة محتملة.

#### ثانيا: السلبيات

1- الخطر النظامي: ويحدث عندما يتسبب عجز هيئة أو مجموعة من الهيئات المالية بإعلان إفلاسها للهيئات الأخرى، سواء من خلال أثر العدوى أو العجز الحقيقي.

2- مخاطر تقلبات الرساميل قصيرة الأجل: أي الإختلالات الناجمة عن تدفقات رأس المال المتجه نحو الاستثمارات في الحافظة المالية مع تلك المتجهة نحو الاستثمار الأجنبي المباشر.

3- مخاطر سهولة انتقال الأزمة: أي سرعة انتشار الأزمة بين المؤسسات المالية حين وقوعها لأنها تجعل من تلك الأسواق في تكامل وتمائل وتبادل حر.

4- مخاطر هروب الأموال الوطنية: ويعني استخدام جزء هام من المدخرات المحلية خارج حدودها وبأشكال استثمارية مختلفة، وعلى الرغم من أن تلك الظاهرة ليست بالحديثة ولكنها تكاثرت في ظل التحرير المالي.

5-مخاطر تراكم الأموال: أدى التحرر المالي إلى تراكم رأس المال في دول متقدمة أو لدى مؤسسات مالية أو لدى أفراد معينين، أما الدول التي تتميز بالضعف في الفعالية الاقتصادية شهدت شحة وهجرة في أموالها.

6-مخاطر عولمة المديونية: لقد عمدت البنوك الغربية وبالتعاون مع بيوت السمسة المختصة إلى تحويل الديون الخارجية للبلدان النامية إلى أوراق مالية تتداول في الأسواق المالية العالمية، شأنها في ذلك شأن أية أداة مالية أخرى وأن هذا سيعرض تلك الدول إلى حالة عدم التأكد من ديونها نتيجة التقلبات التي تحدث في الأسواق المالية، وقد يعرضها ذلك إلى ارتفاع مديونيتها.

7-مخاطر غسيل الأموال: إن عملية التحرر المالي أدت إلى صعوبة تعقب مصادر الأموال كأنها أصبحت تحمل أرقام سرية ومشفرة وبإمكانها المرور بعدد من الإجراءات قبل أن تدخل الدورة الاقتصادية لبلد ما، وكلها عوامل ساعدت على توسيع أنشطة اقتصادية غير مشروعة والتي تمارس تحت ما يسمى بالاقتصاد الخفي ألا وهو غسل الأموال، وهي ظاهرة تهدد النمو والاستقرار الاقتصادي من خلال انعكاساتها على مجمل النشاطات الاقتصادية والاجتماعية.

### المبحث الثالث: مؤشرات تنامي العولمة المالية وأهم آثارها

#### المطلب الأول: مؤشرات تنامي العولمة

يمكن الاستدلال على العولمة المالية بمؤشرين هما<sup>(1)</sup>:

- **المؤشر الأول:** يقصد به تطور حجم المعاملات عبر الحدود من الأسهم والسندات في الدول الصناعية المتقدمة، حيث تشير البيانات إلى المعاملات الخارجية من الأسهم والسندات كانت تمثل أقل من 10% من الناتج المحلي الإجمالي في هذه الدول عام 1980 بينما وصلت إلى ما يزيد من 100% في كل من الو.م.أ وألمانيا عام 1996 وعلى ما يزيد عن 200% في كل من فرنسا وإيطاليا وكندا في نفس العام.

(1) غانم لطفي عبد الله، مرجع سابق، ص ص78-80.

جدول رقم (02): نسبة المعاملات الدولية في الأسهم والسندات بالنسبة للنتائج المحلي الإجمالي خلال الفترة 1970-2002.

السنوات	70	75	80	85	90	95	96	2002
البلدان								
و.م.أ	2.8	4.2	9.0	35.1	89	135.3	151.5	297
اليابان	-	1.5	7.7	63	120	65.1	82.8	134
ألمانيا	3.3	5.1	7.5	33.4	57.3	169.4	196.8	348
فرنسا	-	-	8.4	21.4	53.6	179.6	229.2	960
إيطاليا	-	0.9	1.1	4.0	26.6	252.8	435.4	-
بريطانيا	5.7	-	-	367.5	690.1	-	-	-
كندا	-	3.3	6.9	26.7	64.4	194.5	234.8	464

المصدر: أحمد منير النجار، عولمة الأسواق المالية وأثرها على تنمية الدول النامية مع الإشارة للسوق المالي الكويتي، المؤتمر العلمي الرابع، الريادة والإبداع، استراتيجيات الأعمال في مواجهة تحديات العولمة، جامعة فيلادلفيا، 15-16/3/2005، ص9.

ويتضح من خلال الجدول رقم(02) الذي يوضح نسبة المعاملات الدولية في الأسهم والسندات في الفترة 1970-2002م أن كل من الو.م.أ، ألمانيا وكندا كانت السباقة لتحرير حركة رؤوس الأموال مقارنة مع بقية الدول خصوصاً إيطاليا التي لم تبدأ إلى غاية 1975م فرنسا في 1980م، بريطانيا في 1985م، ونلاحظ تطور إيجابي لجميع الدول في تحرير حركة الأسهم والسندات في هذه الفترة، حيث سجلت أكبر نسبة في فرنسا بـ960% من الناتج المحلي الإجمالي عام 2002.

■ المؤشر الثاني: ويخص تطور تداول النقد الأجنبي على الصعيد العالمي، حيث تشير الإحصائيات إلى أن متوسط حجم التعامل اليومي في أسواق الصرف الأجنبي قد ارتفع من 200 مليار دولار في منتصف الثمانينات إلى حوالي 1.2 تريليون دولار أمريكي عام 1995 وهو ما يزيد عن 84% من الاحتياطات الدولية لجميع بلدان العالم في نفس السنة.

وتتلخص أهم العوامل المؤدية للعولمة المالية فيما يلي:

■ صعود الرأسمالية المالية؛

- ظهور الابتكارات المالية؛
- ظهور فائض كبير في رؤوس الأموال؛
- التقدم التكنولوجي؛
- تأثير التحرير المحلي والدولي لرؤوس الأموال؛
- نمو سوق السندات؛
- إعادة هيكلة صناعة الخدمات المالية والمصرفية؛
- خصوصية الأنشطة المالية؛
- انخفاض تكلفة الاتصال والمواصلات.

### المطلب الثاني: مزايا العولمة المالية والمخاطر الناجمة عنها

مع تنامي الروابط بين الأسواق المالية في جميع أنحاء العالم، حققت العولمة المالية مزايا كبيرة للاقتصاديات الوطنية، والمستثمرين والمدخرين، ولكونها غزت أيضا هيكل الأسواق وخلقت مخاطر جديدة للمشاركين فيها والتي كانت أكثر ضررا على الدول الأكثر ضعفا.

#### أولا: مزايا العولمة المالية

جاءت العولمة المالية لتحقيق مزايا كبيرة على مختلف الاقتصاديات ومن أهم هذه المزايا ما يلي<sup>(1)</sup>:

#### 1- تنمية القطاع المالي:

أثبتت العديد من الدراسات أن التدفقات المالية الدولية تعمل كعامل محفز مهم بالنسبة لتنمية السوق المالية المحلية، مثلما ينعكس في كل من المقاييس المباشرة لحجم القطاع المصرفي وأسواق أسهم رأس المال، وفي المفاهيم الأوسع لتنمية الأسواق المالية، بما في ذلك الإشراف والتنظيم. كما أنه كلما اتسع نطاق وجود البنوك الأجنبية في بلد ما، تحسنت نوعية الخدمات المالية وزادت كفاءة الوساطة المالية. وفيما يتعلق بأسواق أسهم رأس المال، فإن زيادة دخول المستثمرين الأجانب يزيد من كفاءتها. والواقع أن أسواق الأوراق المالية تميل إلى أن تصبح أكبر وأكثر سيولة بعد عمليات تحرير أسواق أسهم رأس المال.

(1) نادية العقون، مرجع سابق، ص 56.

وتعد تنمية القطاع المالي محددًا مهمًا لمدى المنافع التي يمكن للعولمة المالية أن تأتي بها بالنسبة للنمو والاستقرار، فكلما زاد تطور القطاع المالي في بلد ما، زادت منافع تدفقات رأس المال الوافدة بالنسبة للنمو وقل تعرض البلد لمخاطر الأزمات. كما أن لتنمية القطاع المالي تأثيرًا إيجابيًا على الاستقرار الاقتصادي الكلي.

## 2- تحسين نوعية المؤسسات:

دفعت العولمة المالية عدداً من البلدان إلى تصحيح هياكل حوكمة الشركات فيها، استجابة للمنافسة الأجنبية ومطالب المستثمرين الدوليين. ويبدو أن نوعية المؤسسات تلعب دوراً مهماً ليس فقط في تحديد نتائج التكامل المالي، وإنما أيضاً في تحديد المستوى الفعلي للتكامل، كما أنها تؤثر بقوة في تكوين التدفقات الواردة للاقتصاديات النامية، وتساعد نوعية المؤسسات الأفضل في إمالة هيكل رأس المال في البلد نحو تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشرة وأسهم رأس مال المحافظ، مما يؤدي إلى تحقيق المزيد من المنافع الإضافية للتكامل المالي.

## 3- تقوية السياسات الاقتصادية الكلية:

يمكن لتحرير حساب رأس المال أن يفرض، بزيادته للتكاليف المحتملة المرتبطة بالسياسات السيئة، وتعزيز المنافع المرتبطة بالسياسات الجيدة، الانضباط على السياسات الاقتصادية الكلية، حيث أن تحرير حساب رأس المال يجعل البلد أكثر عرضاً لمخاطر التحولات المفاجئة في مشاعر المستثمرين الدوليين، وهو ما يلزم البلد بتبني سياسات اقتصادية كلية أفضل، كوسيلة لتخفيف احتمال وقوع مثل هذه التحولات وآثارها المعاكسة، كما أن نوعية السياسات الاقتصادية الكلية المحلية تؤثر على مستوى التدفقات الوافدة وتكوينها، وكذا على مدى تعرض البلد لمخاطر الأزمات. إذ تزيد السياسات النقدية والمالية السليمة منافع تحرير حساب رأس المال بالنسبة للنمو، وتساعد على تجنب الأزمات في البلدان ذات الحسابات المفتوحة لرأس المال.

## ثانيا: المخاطر الناجمة عن العولمة المالية

على الرغم من الإيجابيات التي حققتها العولمة المالية إلا أنها لم تخلو من المخاطر والمشاكل خاصة في البلدان النامية التي تؤدي إلى أزمات مالية وتتمثل هذه المخاطر في:

**1-المخاطر الناجمة عن التقلبات الفجائية لرأس المال<sup>(1)</sup>:**

لقد اتضح من خلال تحليل مكونات رؤوس الأموال التي إنسابت إلى الدول النامية خلال فترة التسعينات والتي اتسمت فيها رؤوس الأموال الأجنبية الخاصة بالتعاضم والسرعة الشديدة، حيث أن استثمار المحفظة يتسم بالسرعة والنمو وبضخامة الحركة والتنقل من سوق إلى آخر، كما أن درجة التقلب في حركة الاستثمار في المحفظة المالية أعلى بكثير من درجة التقلب التي يتسم بها الاستثمار الأجنبي المباشر، ويعود هذا الاختلاف إلى أن الاستثمار في الحافظة المالية تحكمه العوامل القصيرة الأجل، في حين أن الاستثمار الأجنبي المباشر والذي يأخذ فروع للشركات المتعددة الجنسيات عادة ما يهتم بالأرباح على المدى الطويل، وتحكمه اعتبارات نمو الأسواق والدخل القومي والتغيرات الهيكلية في اقتصاد البلد المضيف، أضف إلى ذلك أن الاستثمار الأجنبي المباشر عادة ما يتجسد في شكل طاقات إنتاجية جديدة أو تملك طاقات إنتاجية قائمة وفي مثل هذه الحالات يكون من الصعب تصفية أو بيع تلك الطاقات في الأجل القصير أما الاستثمارات في الحافظة المالية فعادة ما تتم بسهولة عن طريق البيع في الأسواق المالية.

**2-خطر المضاربة:**

لوحظ أن أهم المخاطر للعولمة المالية خطر المضاربة، فقد جاءت سياسة التحرير المالي المحلي لتسهيل المضاربات حيث تم إلغاء القيود على تداولات العملات الأجنبية بهدف رفع كفاءة استخدامها، ولكن الذي حدث أن العملات أصبحت تتحرك بسرعة من خلال شبكات الربط الإلكتروني بحثا عن فرص المضاربات لاقتناص الأرباح الضخمة وقد أدى ذلك إلى دخول الشركات الصناعية الكبرى في هذا المجال نظرا لأن أرباحها

<sup>(1)</sup> مزويد إبراهيم، انعكاسات العولمة المالية على قطاع الخدمات المالية والمصرفية العربية- واقع وتحديات- حالة بعض البلدان العربية، أطروحة لنيل شهادة دكتوراه في علوم التسير، فرع نقود ومالية، جامعة الجزائر 03، 2010، ص43.

من المضاربات تفوق أرباح إنتاجها الحقيقي، وقد أدت إلى خسائر على العملة يتحملها في النهاية البنوك المركزية المصدرة لهذه العملات وذلك مع ارتفاع الأسعار<sup>(1)</sup>.

### 3-مخاطر غسيل الأموال:

لقد ساعدت عملية التحرير المالي وحرية دخول وخروج الأموال عبر الحدود الوطنية في تفاقم ظاهرة غسيل الأموال، ولقد سهلت إجراءات إلغاء الرقابة على الصرف وقوانين تشجيع جذب رؤوس الأموال الأجنبية على دخول هذه الأموال لتلك البلاد، كما أن ضغط الحاجة إلى النقد الأجنبي لزيادة حجم الاحتياطات الدولية وارتفاع أعباء الديون الخارجية وتمويل احتياجات التجارة الخارجية، فإن كثير من حكومات هذه البلدان أسهمت وسمحت لهذه الأموال باندماجها في السوق المالي المحلي بعض النظر عن مصدر هذه الأموال القذرة بالرغم من التأثيرات السلبية لهذه الظاهرة على الاقتصاد<sup>(2)</sup>.

### 4-مخاطر تعرض البنوك للأزمات:

إن أحد أهم انعكاسات العولمة المالية على الجهاز المصرفي هو تلك الأزمات القوية التي يتعرض لها الجهاز المصرفي، سواء خلال عملية التحرير المالي المحلي والدولي أو بعد إتمام هذه العملية. وقد أشارت دراسة "ليندجرين Lindgren" وآخرين عام 1996، إلا أنه خلال الفترة ما بين 1980-1996، وهي الفترة التي تعاضمت فيها قوة دفع العولمة المالية، حدثت هناك أزمات في الجهاز المصرفي فيما لا يقل عن ثلث الدول الأعضاء في صندوق النقد الدولي. وكان "كارلوس دياس ألكسندر Carlos dais alexandre" قد نبه مبكرا منذ عام 1985، في مقالة شهيرة له تحت عنوان: "وداعا للكبح المالي"... أهلا بالانهيار المالي"، نبه إلى المخاطر الشديدة التي تحملها عمليات التحرير المالي للنظام المصرفي<sup>(3)</sup>، فالآثار الناجمة عن تعرض البنوك للأزمات كثيرة منها<sup>(4)</sup>:

- تأثير شديد على الاقتصاديات الوطنية التي حدثت فيها تلك الأزمات.

(1) عبد المجيد عبد المطلب، العولمة الاقتصادية، الدار الجامعية، مصر، 2006، ص240.

(2) مزويد إبراهيم، مرجع سابق، ص45.

(3) برايج دلال، مرجع سابق، ص45.

(4) مزويد إبراهيم، مرجع سابق، ص44.

- الآثار التي نجمت عن تلك الأزمات على الأسواق المالية العالمية بعد أن زادت درجة اندماجها وتكاملها والاعتماد المتبادل بينهما: بحيث أصبح من الوارد تماما، أن تمتد المصاعب التي يعانيتها الجهاز المصرفي في بلد ما إلى سائر القطاعات المصرفية في دول أخرى.

وباختصار يمكن القول أن من أهم الآثار السلبية للعولمة المالية تلك الأزمات التي أضرت بالجهاز المصرفي في عدد كبير من الدول الأعضاء في صندوق النقد الدولي خلال التسعينات، فقد شهد القرن العشرين عددا من الأزمات المالية التي شملت العديد من الدول مثل المكسيك والأرجنتين وجنوب إفريقيا ودول جنوب شرق آسيا والبرازيل وروسيا، ولقد أثبت تعدد الأزمات المالية أنه في وجود العولمة المالية تسهل عملية انتقال عدوى تلك الأزمات فيما بين الدول<sup>(1)</sup>.

### 5-مخاطر هروب الأموال الوطنية إلى الخارج:

حيث أسفرت العولمة المالية فيما يتعلق بالدول النامية أن من أهم مخاطرها تكمن في تدويل مدخراتها الوطنية مما يؤدي إلى خروج هذه المدخرات للاستثمار بالخارج في الوقت الذي تحتاج فيه الدولة إلى هذه المدخرات لاستثمارها بالداخل، وتكشف البيانات المتاحة أن هناك دول تزيد نسبة الأموال الوطنية الهاربة للخارج على تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية مثل حالة فنزويلا في أوائل الثمانينات<sup>(2)</sup>.

### المطلب الثالث: أساليب مواجهة مخاطر العولمة المالية

تعددت أساليب مواجهة مخاطر العولمة المالية ونذكر منها<sup>(3)</sup>:

- رقابة الدولة على الأموال الساخنة التي تدخل المضاربة في الأسواق المالية وتخرج بسرعة ودفع الضوابط اللازمة لمنع أثارها السلبية على الاقتصاد الوطني.
- وضع نظام متكامل للرقابة على البنوك المركزية وذلك لمنع فرص التلاعب أو منح الائتمان دون ضوابط أو انتشار الفساد وغيرها، وذلك لأن البنوك هي القلب النابض للاقتصاد ككل.

(1) براج دلال، مرجع سابق، ص 48.

(2) عبد المجيد عبد المطلب، مرجع سابق، ص ص 239-240، بتصرف

(3) نفس المرجع، ص 244.

- تشجيع رؤوس الأموال الوطنية على الاستثمار داخل حدود الوطن سواء من منطلق وطني من خلال تحفيزها بحوافز معينة مثل: الإعفاء من الضرائب، أو منح تسهيلات معينة في الإجراءات أو دفعها وتسويق منتجاتها وغيرها.
- إصدار التشريعات اللازمة لمحاربة ظاهرة غسل الأموال لمنع دخول الأموال القذرة إلى الاقتصاد الوطني.
- منح البنوك الصغيرة والمتوسطة من أجل توفير بيانات مصرفية قوية تكون قادرة على مواجهة التحديات مع البنوك الأجنبية سواء في السوق المحلي أو الدولي.
- دعم الدولة لقطاع البحوث والتطوير وتخصيص لمزيد من الأموال للإنفاق على القطاع العام، حيث يتحدد مستقبل الدول بمقدار إنفاقها على البحوث والتطوير وخاصة في ظل العولمة وسهولة انتقال الاختراعات والأفكار والابتكارات وتداولها، فإذا لم تطور الدول من إنتاجها لن تستطيع تصريفه وبالتالي تفقد الخبرة التنافسية لها.
- تسعى الدول النامية إلى الاستفادة من الفرص المتاحة أمامها للحصول على مزايا تفضيلية تمكنها من التواجد في الأسواق العالمية، وكذا الاستفادة من الفترات الانتقالية التي تتمتع بها في مختلف الاتفاقيات مع تفعيل التعاون الاقتصادي بين تنظيمات الدول النامية في بعضها البعض.
- يجب أن تعمل السياسات الاقتصادية الكلية على إنعاش الاستثمار المحلي عن طريق الاستثمار الخاص بواسطة الشركات المحلية أو عن طريق الحقن الحكومي للاستثمارات العامة.
- إن معظم برامج صندوق النقد الدولي للتثبيت لها أثر انكماشى على كل من الاستثمار العام والخاص بالدول النامية لذا يجب عليها أن تراعي سياستها الاقتصادية الكلية والتركيز على زيادة الصادرات للخارج لأن هذا الإتجاه يؤتي ثماره في الآتي:
  - حل مشاكل العجز في ميزان المدفوعات عن طريق زيادة الصادرات نسبة أكبر من زيادة الواردات.
  - زيادة الموارد من النقد الأجنبي لتدخل الدول النامية.

- هناك بعض الدول النامية تضع في اعتبارها بعض الأمور التي يجب مراقبتها لضبط السياسات المالية مثل: الرقابة على الواردات، حيث تحاول الدول النامية التوفيق بين أوضاعها الاقتصادية وبين متطلبات صندوق النقد الدولي لهذا الخصوص.
- الرقابة على رأس المال وهو جزء متكامل في برامج الاستقرار والتكثيف الهيكلي وتحتاج لمتابعة دقيقة من الناحيتين الوطنية والدولية، ولهذه الأساليب وغيرها يمكن التعامل مع مخاطر العولمة لأن كل المطلوب هو المواجهة والتعامل مع العولمة، ولا مجال للفكاك منها.

## خلاصة:

نستنتج من خلال هذا الفصل إلى أن العولمة المالية تعبر عن النمو الهائل في حجم ونوعية المعاملات المالية الذي يتعدى كل الحواجز الجغرافية والقيود التنظيمية، بحيث تصبح المعاملات المالية تتم في إطار سوق مالي عالمي موحد يضمن الحصول على أعلى العوائد بأقل المخاطر، وتعتبر العولمة المالية حديثة النشأة نسبياً، وقد مرت بمجموعة من المراحل تمثلت المرحلة الأولى التي كانت حول تدويل التمويل غير المباشر خلال الفترة (1960-1979)، وتميزت بتعايش الأنظمة النقدية والمالية والمرحلة الثانية ما بين (1980-1985) سميت بمرحلة التحرير المالي، وصاحبها انتشار واسع للتحرير المالي والنقدي على المستوى العالمي، وأخيراً جاءت مرحلة تعميم المراجعة وضم الأسواق المالية الناشئة والتي امتدت من 1980 إلى غاية الآن، وتميزت بتحرير أسواق الأسهم وزيادة ارتباط الأسواق المالية العالمية فيما بينها.

وتميزت العولمة المالية بجملة من الخصائص أهمها سيادة آليات السوق والسعي لاكتساب القدرات التنافسية وكذا تزايد الاتجاه نحو الاعتماد الاقتصادي المتبادل ووجود أنماط جديدة من تقسيم العمل الدولي.

وتعد الرأسمالية المالية، المشتقات المالية، التقدم التكنولوجي وكذا التحرير المالي المحلي والدولي من أهم العوامل التي ساعدت على توفير المناخ الملائم للعولمة المالية. كما أن للعولمة المالية مزايا كبيرة أهمها تنمية القطاع المالي وكذا تحسين نوعية المؤسسات وتقوية السياسات الاقتصادية الكلية ولكنها لا تخلو من المخاطر والمشاكل والمتمثلة في التقلبات الفجائية وخطر المضاربة وغسيل الأموال، وتعد الأزمات القوية التي يتعرض لها الجهاز المصرفي أحد أهم مخاطر العولمة المالية.

# الفصل الثاني

الإطار النظري للأزمات المالية

## تمهيد:

لقد تعرضت الأسواق المالية العالمية على مر التطور الاقتصادي للعديد من الأزمات تباينت في حداثتها بين أزمة وأخرى، وكل أزمة تبدو جديدة وغير مشابهة لسابقتها، نظرا للتغير الطبيعي الذي يصيب المجتمعات والأنظمة على حد سواء، حيث أدى تكرار هذه الأزمات إلى اهتمام الاقتصاديين بدراسة أسباب نشوء الأزمات وكيفية حدوثها.

وقد عرف القرن الماضي العديد من الأزمات ابتداء من أزمة الكساد الكبير 1929، والتي أثبتت زيف الافتراضات الكلاسيكية مرورا بأزمة البورصات 1987، وصولا إلى الأزمة العالمية الأخيرة والتي تعتبر الأعنف منذ أزمة 1929 وذلك نظرا للسرعة الكبيرة التي انتشرت بها عبر أرجاء المعمورة.

ولذلك فإنه وقبل التطرق إلى الأزمة المالية العالمية الأخيرة 2008، يجب أن نقف على حيثيات أهم أزمات الاقتصاد العالمي، ونتعرف على ماهية هذه الأزمات كمفهوم وعناصر، وسنتطرق إلى أهم الأزمات المالية العالمية في القرن العشرين، حيث تم تقسيم هذا الفصل إلى ثلاث مباحث أساسية:

- المبحث الأول: ماهية الأزمات المالية.
- المبحث الثاني: أسباب الأزمات المالية.
- المبحث الثالث: أهم الأزمات المالية العالمية.

### المبحث الأول: ماهية الأزمات المالية

شكل تكرار الأزمات المالية ظاهرة مثيرة للقلق والاهتمام، مما جعلها تحتل مركزا مهما في تحليل وأبحاث الاقتصاديين، لكن إيجاد مفهوم أو تعريف للأزمة ليس بالأمر السهل، فبالرغم من المحاولات التي قام بها الباحثون وتحليلهم للنتائج الوخيمة لمثل هذه النكسات المالية والاقتصادية، إلا أنه لا يوجد مفهوم محدد وواضح للأزمة متفق عليه.

#### المطلب الأول: مفهوم الأزمة المالية وأهم أنواعها

##### أولا: مفهوم الأزمة المالية

قبل التطرق إلى مفهوم الأزمة المالية لابد من الإشارة إلى مفهوم كلمة الأزمة لغة واصطلاحا.

#### 1- تعريف الأزمة:

الأزمة في اللغة: الشدة والقحط<sup>(1)</sup>.

وهي موضوعة هنا بوصفين، أولهما كونها مالية بمعنى: أنها متعلقة بالمال بالدرجة الأولى، والثاني كونها عالمية بمعنى أنها تشمل جميع دول العالم، حيث لم تسلم منها أي دولة.

اصطلاحا: بالنظر إلى الكتب التي تناولت تعريف الأزمة نجد أن هناك تباين وذلك نتيجة اختلاف وجهات النظر بين الباحثين حول مفهوم الأزمة وما تعنيه هذه الكلمة، لذا سوف نعرض بعض هذه التعريفات على النحو التالي:

• الأزمة هي عبارة عن تزايد وتراكم مستمر لأحداث وأمور غير متوقعة على مستوى جزء من النظام كله، بالإضافة إلى التأثير الشديد على أطراف داخل النظام أو خارجه، ماديا نفسيا وسلوكيا<sup>(2)</sup>.

(1) حمزة بن حسين الفعر الشريف، الأزمة المالية العالمية: قراءة في مآزق الأسباب والنتائج وبحث عن مخرج، بحث منشور في الأنترنت، ص3.

(2) محمد سعيد محمد الرملاوي، الأزمة الاقتصادية العالمية إنذار للرأسمالية ودعوة للشريعة الإسلامية، دار الفكر الجامعي، ط1، مصر، 2011، ص 8.

- الأزمة هي خلل مفاجئ لأوضاع غير مستقرة، يترتب عليها تطورات غير متوقعة، نتيجة عدم القدرة على احتوائها من قبل الأطراف المعنية، وغالبا ما تكون بفعل الإنسان<sup>(1)</sup>.
- وتعرف الأزمة أيضا بأنها حدث يهدد المصلحة القومية، يحدث في ظروف ضيق الوقت وعدم توفر الإمكانيات، وينشأ عن اختلاف وجهات النظر أو وقوع كوارث طبيعية أو اقتصادية، تستغل كل قوى الدولة أو بعضها لمواجهتها من خلال حل توفيق قهري أو إجراء عاجل<sup>(2)</sup>.

## 2- مفهوم الأزمة المالية:

لقد عرّفت الأزمة المالية بعدة تعريفات منها:

- أ- الأزمة المالية هي اختلال عميق واضطرابا حادا ومفاجئا في بعض التوازنات الاقتصادية يتبعه انهيار في عدد من المؤسسات المالية، تمتد آثاره إلى القطاعات الأخرى<sup>(3)</sup>.
- ب- الأزمة المالية هي حالة تمس أسواق البورصة وأسواق الائتمان لبلد معين أو مجموعة من البلدان، وتكمن خطورتها في آثارها على الاقتصاد، مسببة بدورها أزمة اقتصادية، ثم انكماش اقتصادي، عادة ما يصاحبها انحصار في القروض وأزمات في السيولة النقدية، وانخفاض في الاستثمار، وحالة من الذعر والحذر في أسواق المال<sup>(4)</sup>.

(1) بلال خلف السكارنة، خطط الطوارئ ودورها في إدارة الأزمات المالية، ورقة بحث مقدمة إلى المؤتمر العلمي الثالث تحت عنوان "الأزمة المالية العالمية وانعكاساتها على اقتصاديات الدول، التحديات والآفاق المستقبلية"، يومي 28-29 أبريل 2009، ص 8.

(2) محمد نصر مهنا، إدارة الأزمات، مؤسسة شباب الجامعة، مصر، 2004، ص 242.

(3) عبد المطلب عبد الحميد، الديون المصرفية المتعثرة والأزمة المالية المصرفية العالمية، الدار الجامعية، مصر 2009، ص 189.

(4) الداوي الشيخ، مداخلة تحت عنوان (الأزمة المالية العالمية، انعكاساتها وحلولها)، في إطار مؤتمر الأزمة المالية العالمية وكيفية علاجها من منظور النظام الاقتصادي الغربي والإسلامي، جامعة الجنان، طرابلس، لبنان، يومي 13-14 مارس 2009، ص 3.

وبصفة عامة يمكن القول أن الأزمة المالية هي حالة تعكس انهيار النظام المالي ككل، مع حدوث عرقلة لنشاط عدد كبير من المؤسسات المالية وغير المالية مع انكماش حاد في النشاط الاقتصادي الكلي.

### ثانياً: أنواع الأزمات المالية

يمكن أن نفرق بين أربع أنواع من الأزمات المالية<sup>(1)</sup>:

#### 1- الأزمة المصرفية: تحدث الأزمات المصرفية عندما يواجه بنك ما زيادة كبيرة ومفاجئة

في طلب سحب الودائع، فيما أن البنك يقوم بإقراض أو تشغيل معظم الودائع لديه، ويحتفظ بنسبة بسيطة لمواجهة طلبات السحب اليومي، فلن يستطيع بطبيعة الحال الاستجابة لطلبات المودعين إذا ما تخطت تلك النسبة، وبالتالي يحدث ما يسمى بأزمة سيولة لدى البنك، وإذا حدثت مشكلة من هذا النوع وامتدت إلى بنوك أخرى، فتسمى في تلك الحالة أزمة مصرفية، وعندما يحدث العكس أي تتوافر الودائع لدى البنوك وترفض البنوك منح القروض خوفاً من عدم قدرتها على الوفاء بطلبات السحب تحدث أزمة في الإقراض، وهو ما يسمى بأزمة الائتمان.

#### 2- أزمات العملة وأسعار الصرف: تحدث عندما تتغير أسعار الصرف بسرعة بالغة بشكل

يؤثر على قدرة العملة على أداء مهمتها كوسيط للتبادل أو مخزن للقيمة، لذلك تسمى هذه الأزمة أيضاً بأزمة ميزان المدفوعات، وتحدث تلك الأزمات لدى اتخاذ السلطات النقدية قرار بخفض سعر العملة نتيجة عمليات المضاربة، وبالتالي تحدث أزمة قد تؤدي إلى انهيار سعر تلك العملة.

#### 3- أزمات أسواق المال: تحدث العديد من الأزمات في أسواق المال نتيجة ما يعرف

اقتصادياً بظاهرة "الفقاعة" حيث تتكون "الفقاعة" عندما يرتفع سعر الأصول بشكل يتجاوز قيمتها العادلة، على نحو ارتفاع غير مبرر، وهو ما يحدث عندما يكون الهدف من شراء الأصل -كالأسهم على سبيل مثال- هو الربح الناتج عن ارتفاع سعره وليس بسبب قدرة هذه الأصول على توليد الدخل، في هذه الحالة يصبح انهيار سعر الأصل مسألة وقت عندما يكون هناك اتجاه قويا لبيع ذلك الأصل فيبدأ سعره

(1) عبد المطلب عبد الحميد، الديون المصرفية المتعثرة والأزمة المالية العالمية، مرجع سابق، ص ص 189-190.

في الهبوط، ومن ثم تبدأ حالات الذعر في الظهور فتهار الأسعار ويمتد هذا الأثر نحو أسعار الأسهم الأخرى سواء في نفس القطاع أو القطاعات الأخرى.

4- أزمة الديون: تحدث أزمة الديون عندما يتوقف المقرض عن السداد، أو عندما يعتقد المقرضون أن التوقف عن السداد ممكن الحدوث، ومن ثم يتوقفون عن تقديم قروض جديدة ويحاولون تصفية القروض القائمة، بمعنى آخر تحدث أزمة الدين الخارجي عند وجود أحد البلدان في موقف يعجز معه عن الوفاء بخدمة دينه الخارجي سواء الكيانات السيادية أو الخاصة، وقد ترتبط أزمة الديون بدين تجاري (خاص)، أو دين سيادي عام، كما أن عدم قدرة القطاع العام على الوفاء بالتزاماته قد تؤدي إلى هبوط حاد في تدفقات رأس المال الخاص إلى الداخل، وبالتالي إلى أزمة في الصرف الأجنبي.

#### المطلب الثاني: النظريات المفسرة للأزمات

تعددت النظريات المفسرة لظهور الأزمات المالية واختلفت في تحليلها لها ومن أبرزها:

##### أولاً: نظرية "مينسكي" "Hymanminsky"<sup>(1)</sup>

وهي من النظريات التي ألفت بظلال مسؤولية الأزمات المالية على عاتق النظام الرأسمالي الذي يتميز حسبها بهشاشة قطاعه المالي، وتختلف درجة الهشاشة هذه باختلاف المرحلة التي يمر بها الاقتصاد من خلال دورته الاقتصادية.

إذ وبعد مرور الاقتصاد بمرحلة الكساد تفضل الشركات تمويل أنشطتها بحرص تام لتجنب المخاطرة وهو ما يدعى بـ "التمويل المتحوط"، ليبدأ بعدها الأعوان الاقتصاديون مرحلة جديدة بظهور بوادر النمو الاقتصادي في مرحلة الرواج تعكسها التوقعات المتفائلة والشعور بالثقة والارتياح بشأن الأرباح، فيسعون للحصول على التمويل والتوسع في الاقتراض مدفوعين بحماسة المستقبالية وافتراسهم القدرة على سداد هذه القروض دون مشاكل أو عراقيل تذكر، لتنتقل بعد ذلك "عدوى التفاؤل" إلى القطاع المالي ممثلاً في المقرضين الذين لا يترددون في منح القروض بشكل ملفت للانتباه ودون أخذ كافة الإجراءات والاحتياطات اللازمة لاسترجاع هذه القروض مجدداً، وكنتيجة للمنافسة بين

(1) ديش فاطمة الزهراء، الأزمة المالية العالمية وتأثيرها على البلدان النامية-الحل المصرفي الإسلامي نموذجاً، مذكرة تخرج لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود، بنوك ومالية، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، 2011، ص ص 67-68.

البنوك يتم استحداث منتجات مالية جديدة وهو ما يعرضها لتحمل مخاطرة كبيرة سرعان ما تؤدي إلى حدوث مشكلة في نظام الائتمان فيسود الخوف في القطاع المالي مما يؤثر على قابليته للإقراض، لينتشر الذعر وسط الكيانات الاقتصادية التي تخل بالوفاء بالتزاماتها اتجاه المقرضين، لتكون إشارة لبداية أزمة مالية قد لا يتمكن من حلها حتى ضخ الأموال في الاقتصاد، وتتحوّل بعدها إلى أزمة اقتصادية تؤدي لحدوث كساد ويرجع الاقتصاد بذلك إلى نقطة البداية من جديد.

### ثانياً: نظريات المباريات<sup>(1)</sup>

ومن التفسيرات الحديثة للأزمات المالية ما طرحته نظرية المباريات، بما يعرف بمباريات التنسيق بين اللاعبين في الأسواق المالية، إذ تؤكد أدوات التحليل الاقتصادي وجود علاقات موجبة بين القرارات التي يتخذها لاعبو الحلبة الاقتصادية (المضاربون، المستثمرون) فيكون قرار المستثمر في كثير من الأحيان في الاتجاه الذي يتوقع هذا المستثمر الآخرين أن يتخذه، بمعنى آخر قد يكون شراء أصل ما بناءً على توقع بأن قيمة ذلك الأصل ستزداد، وأن له القدرة على توليد دخل مرتفع، بينما في أحيان أخرى قد يتخذ المستثمر القرار ذاته نظراً لتوقعه قيام المستثمرين الآخرين بأخذ ذات القرار، وحينئذ تكون الصورة مختلفة.

وقد أكدت بعض النماذج الرياضية التي استخدمت لتحليل الأزمات المالية مثل نموذج "بول كروجمان Paul Krugman" ذلك السلوك، على سبيل المثال أن نظام سعر المصرف الثابت قد يحتفظ باستقراره لفترة طويلة ولكن قد يحدث له انهيار سريع بمجرد وجود عوامل قد تسبب أن يتوقع الآخرون انخفاض سعر الصرف ومن ثم يبدأ السعر في الانخفاض وربما الانهيار فعلياً.

(1) عبد المطلب عبد المجيد، مرجع سابق، ص 192.

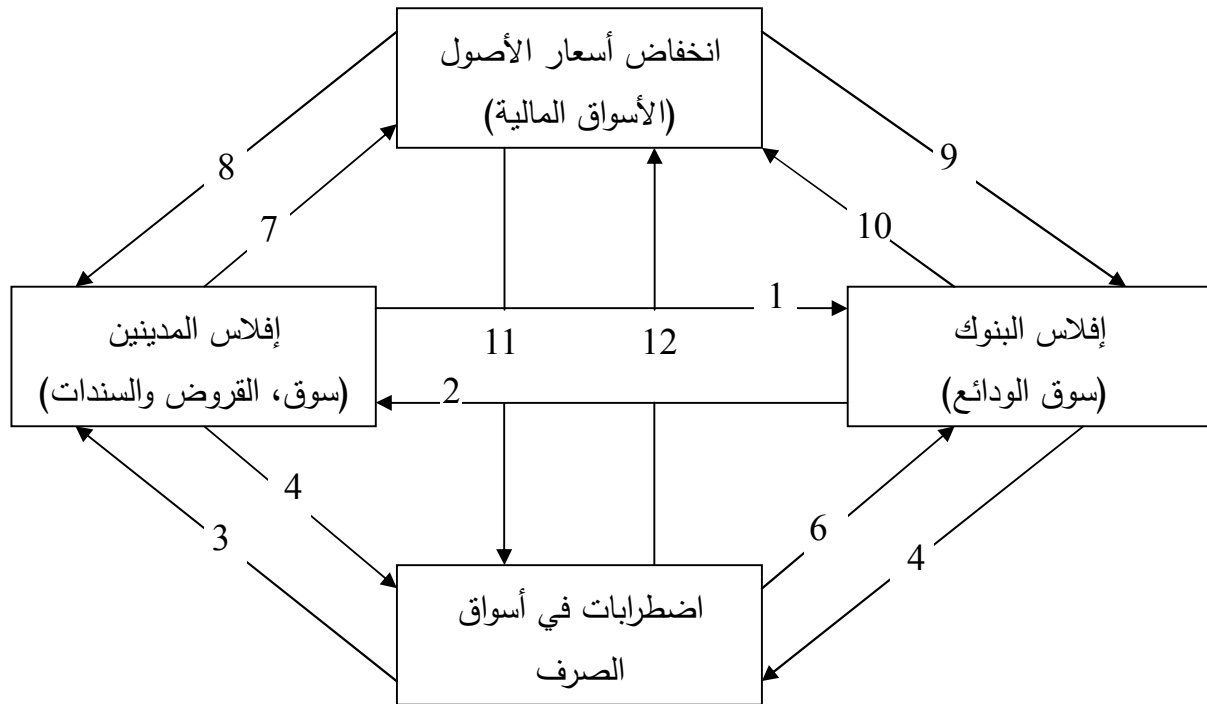
المطلب الثالث: قنوات انتشار الآزمات المالية

توجد مجموعة من القنوات التي تساهم في انتشار وتوسع الآزمة المالية، فقد تنتشر الآزمة المالية من أحد أقسام النظام المالي إلى باقي الأقسام الأخرى، كما يمكن أن تتسع لتشمل دول أخرى .

1- الانتقال عبر أقسام النظام المالي الواحد<sup>(1)</sup>

تمثل الآزمة المالية حالة من الاضطراب المالي تظهر في أحد أقسام النظام المالي الواحد والمتمثل في سوق الاستدانة، أسواق الصرف، سوق الودائع والسوق المالي، لكن سرعان ما تنتقل إلى الأسواق الأخرى عبر قنوات انتشار يمكن توضيحها في الشكل التالي:

الشكل (01): قنوات انتشار الآزمات المالية



المصدر: كمال رزيق، حسن توفيق، الجوانب النظرية للآزمة المالية، المؤتمر العلمي الأول حول تداعيات الآزمة الاقتصادية العالمية على منظمات الأعمال، جامعة الزرقاء الخاصة، الأردن، يومي 10-11 نوفمبر، ص 12.

(1) محمد الهاشمي حجاج، أثر الآزمة المالية العالمية على أداء الأسواق المالية العربية (دراسة حالة سوق الدوحة للأوراق المالية خلال الفترة 2007-2009)، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، قسم علوم التسيير، تخصص مالية الأسواق، جامعة قاصدي مرياح، ورقلة، 2011-2012، ص ص 70-72.

يوضح هذا الشكل مختلف قنوات انتقال الأزمة المالية عبر أقسام النظام المالي الواحد وذلك على النحو التالي:

**القناة (1):** تمثل انتقال أزمة المديونية من سوق القروض والسندات نحو الجهاز المصرفي، فالانقطاع عن دفع خدمة الديون الخاصة من طرف بعض الدول قد يؤثر سلباً ويؤدي إلى احتمال إفلاسها.

**القناة (2):** توضح الحالة العكسية للقناة الأولى، حيث أن ظهور حالات إفلاس لدى البنوك يؤدي إلى انخفاض تقديم القروض على المدينين وبالتالي احتمال إفلاسهم كذلك.

**القناة (3):** أزمة في سعر الصرف من شأنها أن تؤدي إلى اضطرابات في أسعار السندات نتيجة تخلي المستثمرين عنها والتحول إلى سندات بعملة أخرى.

**القناة (4):** إفلاس المدينين من شأنه أن يحدث خوفاً لدى المستثمرين، وبالأخص المستثمرين الأجانب، فيقومون بالتخلي عن تلك السندات فيحدث هناك اضطراب في سعر الصرف وهو ما يؤدي إلى أزمة مصرفية لدى البنوك.

**القناة (5):** قد يؤدي تخفيض قيمة العملة أو مجرد توقعات بذلك إلى ظهور موجة من سحب الودائع لدى البنوك قصد تحويلها إلى عملات أجنبية لتفادي خسائر الصرف وهو ما يؤدي إلى أزمة مصرفية لدى البنوك.

**القناة (6):** إذا تم إفلاس العديد من البنوك خاصة ذات الالتزامات مع الخارج، فإن ذلك سيؤدي إلى تسجيل خسائر في الصرف من طرف الأعوان الذين يقومون بعمليات مع الخارج.

**القناتين (7) و(8):** تمثل القناتين انتقال الأزمة من أسواق الأسهم إلى أزمة في أسواق السندات وهي غالبية الحدوث بالنظر إلى أن الاستثمار في السندات هو بديل عن الاستثمار في الأسهم.

**القناتين (9) و(10):** تعبر عن انتقال الأزمة من أسواق المال إلى أسواق الودائع والعكس، حيث أن عدد كبير من البنوك يعتبر كمتعاملين في السوق المالية، سواء كوسطاء ماليين أو تجار أوراق مالية، كما أن البنوك في الدول المتقدمة تمتلك حصة كبيرة من رسملة السوق المالية، فقد تضطر بعض البنوك عند إفلاسها إلى بيع حصص من أسهمها في السوق المالية وهو ما ينتج عنه انخفاض في أسعار الأسهم وبالتالي حدوث أزمة

في سوق رأس المال، كما أن الانخفاض الحاد في مؤشرات البورصة قد يؤدي إلى حدوث أزمة بنكية بإمكانية تعرض عدد كبير من البنوك للإفلاس باعتبارها متعامل في السوق المالية.

**القناة (11):** قد يؤدي انخفاض مؤشرات البورصة إلى طرح الأصول المالية من قبل المتعاملين في السوق المالية وحصولهم على السيولة، مما يعني سحب العملة النقدية في السوق، وبالتالي حدوث أزمة في سوق الصرف.

**القناة (12):** قد يؤدي تخفيض قيمة العملة إلى حدوث هلع كبير لدى المستثمرين الأجانب فيقومون بالتخلي عن أصولهم المالية المقومة بتلك العملة والذي ينجم عنه انخفاض في أسعار الأصول المالية في السوق المالية.

## 2- الانتقال من دولة لأخرى

إن الأزمة المالية لا تكتفي بمس كافة النظام المالي بل تتسع لتنتقل إلى نظم مالية في دول أخرى غير الدولة المتعرضة للأزمة وذلك بالطرق التالية<sup>(1)</sup>:

- الاتفاقيات التجارية وما قد ينجم عنها من ضغوطات على سعر الصرف.
- الانخفاض السريع والمعتبر لسعر صرف العملة المحلية لبلد ما الذي يدفع بالمستثمرين إلى إعادة النظر في تقييمهم للمخاطر المرتبطة بالاستثمار في بلدان أخرى وهو الأمر الذي يؤثر سلباً على الثقة التي يضعها هؤلاء المستثمرين في هذه البلدان.
- وجود علاقات وروابط مالية بين مختلف البلدان التي تؤدي إلى انتشار الانعكاسات السلبية وانتقال الصعوبات المالية الظاهرة في بلد ما إلى باقي البلدان الأخرى.

### المطلب الرابع: المؤشرات الاقتصادية للأزمات المالية

في الواقع لا توجد مؤشرات واضحة للدلالة على حدوث الأزمات مستقبلاً بشكل مؤكد، وإلا تمت معالجة هذه الأزمات بمجرد ظهورها، إلا أنه يمكن تصنيف المؤشرات الاقتصادية الدالة على إمكانية تعرض دولة ما إلى أزمة أو هزة في سوق الأوراق المالية أو تعرضها لأزمة في العملات في صنفين هما: <sup>(2)</sup>

(1) كمال رزيق، مرجع سابق، ص 14.

(2) يوسف مسعداوي، دراسات في المالية الدولية، دار الرياءة للنشر والتوزيع، عمان، 2013، ص 287.

1- المؤشرات المتصلة بالسياسات الاقتصادية الكلية: التي تهز ثقة المستثمرين، والتي من بينها: ارتفاع معدل التضخم، انخفاض في معدل نمو الصادرات، عجز مالي متزايد، زيادة الديون الخارجية، انخفاض النمو الاقتصادي...

2- المؤشرات المتصلة بالخصائص الهيكلية للأسواق المالية: التي قد تؤدي إلى فقدان المستثمرين الثقة فيه، والتي نذكر من بينها: ارتفاع حجم الدين الخارجي قصير الأجل، أسواق الائتمان مضمونة بأصول مالية عقارية، انخفاض الاكتتاب في سوق الأسهم، سيطرة بعض المؤسسات على سوق الأسهم، قطاع التصدير أكثر تركيزا... وعلى غرار ذلك يتوفر لدى صندوق النقد الدولي على نظام إنذار مبكر لتوقع حدوث الأزمات المالية وهو يعرف بنظام EWS، والذي يعتمد على المعايير التالية:

- نسبة القروض القصيرة الأجل إلى احتياطات الصرف الأجنبي والتي يجب أن تكون أقل من الواحد الصحيح؛
- التشوهات التي قد تصيب سعر الصرف؛
- العجز في الميزان التجاري.

ويمكن اختصار المؤشرات الاقتصادية لكل صنف في الجدول الموالي:

الجدول (03): المؤشرات الاقتصادية التقليدية الدالة على وقوع الأزمات المالية

الخصائص الهيكلية أو البنوية	التطورات في الاقتصاد الكلي
- نظام جمود معدلات التبادل	- ارتفاع معدل التضخم
- إستراتيجية النمو المتزايد في الصادرات	- نمو سريع في التدفق النقدي
- قطاع التصدير أكثر تركيزا	- انخفاض حقيقي لمعدل نمو الصادرات
- ارتفاع معدل التغير للديون الخارجية	- عجز مالي متزايد
- ارتفاع حجم الدين الخارجي القصير الأجل.	- ارتفاع معدل التبادل بالنسبة للاتجاه السائد.
- تحرر سوق المال الحديث	- النمو السريع في الاعتمادات المالية المحلية
- إطار ضعيف للإشراف على الأموال وتنظيمها.	- كنسبة مئوية من الناتج القومي الإجمالي.
- أسواق الائتمان مضمونة بأصول مالية أو عقارية.	- ارتفاع نسبة القروض غير المنتجة إلى إجمالي القروض.
- انخفاض الاكتتاب في سوق الأسهم	- ارتفاع نسبة العجز في الحسابات الجارية
- سيطرة بعض المؤسسات على سوق الأسهم.	- كنسبة مئوية من الناتج القومي الإجمالي.
- سيطرة بعض الصناعات على سوق الأسهم.	- نمو الديون الخارجية وزيادة الديون في العملات الأجنبية.
- الرقابة على دخول السوق والخروج منه.	- انخفاض الاحتياطي العالمي
	- انخفاض نسبة النمو الاقتصادي الحقيقي
	- ارتفاع معدل الأسعار والأرباح
	- ارتفاع معدلات الفائدة المحلية وارتفاع معدل البطالة.

المصدر: عبد الحكيم مصطفى الشراوي، العولمة المالية وإمكانيات التحكم، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2005، ص

## المبحث الثاني: أسباب الأزمات المالية

رأينا من خلال ما سبق، أن هناك اختلافا في أنواع الأزمات المالية التي يشهدها الاقتصاد العالمي، فمنها ما قد ينتج عن زعر مصرفي بشكل يؤدي إلى حدوث أزمة سيولة لدى البنوك أو أزمة ائتمانية، والذي يترتب عليه كساد أو انكماش اقتصادي، بينما في بعض الأحيان قد يكون السبب هو حالة ارتفاع أسعار الأصول بشكل يتجاوز قيمتها العادلة، أو ما يعرف اقتصاديا بظاهرة الفقاعة، والذي يؤدي إلى انهيار الأسواق المالية، أو بسبب أزمة عملة وانهيار أسعار الصرف مما ينتج عنه العديد من الآثار السلبية على مسار النمو الاقتصادي.

## المطلب الأول: الأسباب الهيكلية للأزمات المالية

لا يمكن إرجاع الأزمات المالية إلى سبب واحد أو سببين، فهناك جملة من الأسباب تتضافر في آن واحد لإحداث أزمة مالية، ويمكن تلخيص أهم هذه الأسباب فيما يلي<sup>(1)</sup>:

**1- عدم استقرار الاقتصاد الكلي:** إن أهم مصادر الأزمات الخارجية هو التقلبات في شروط التبادل التجاري، فعندما تنخفض شروط التجارة يصعب على عملاء البنوك المشتغلين بنشاطات ذات علاقة بالتصدير والاستيراد الوفاء بالتزاماتهم خصوصا خدمة الديون، كما تعتبر التقلبات في أسعار الصرف الحقيقية أحد مصادر الاضطرابات على مستوى الاقتصاد الكلي والتي كانت سببا مباشرا وغير مباشرا في حدوث العديد من الأزمات المالية، أما في الجانب المحلي فهناك التقلبات في معدل التضخم التي تعتبر عنصرا حاسما في مقدرة القطاع المصرفي على القيام بدور الوساطة المالية وخصوصا منح الائتمان وتوفير السيولة، وقد اعتبر الركود الاقتصادي الناتج عن ارتفاع مستويات الأسعار سببا مباشرا لحدوث الأزمات المالية في العديد من الدول النامية، كما أن هناك آثارا سلبية أخرى على مستويات النمو المحلي الإجمالي والتي كان لها دور هام في التهيئة لحدوث الأزمات المالية.

(1) ناجي التوني، الأزمات المالية، مجلة جسر التنمية، سلسلة دورية تعنى بقضايا التنمية في الأقطار العربية، المعهد العربي للتخطيط، العدد 29، مايو/أيار، الكويت، 2004، ص ص 5-8.

**2- اضطرابات القطاع المالي:** شكل التوسع في منح الائتمان والتدفقات الكبيرة لرؤوس الأموال من الخارج وانهيار أسواق الأوراق المالية، القاسم المشترك الذي سبق حدوث الأزمات المالية، وشهد القطاع المالي توسعا كبيرا ترافق مع الانفتاح الاقتصادي والتجاري والتحرر المالي غير الوقائي بعد سنوات من الانغلاق وسياسات الكبح المالي بما في ذلك ضغط الاقتراض وصغر حجم ودور القطاع المالي وضعف الاقتصاد. فالعديد من الدول النامية عانت من قلة التهيئة الكافية للقطاع المالي وضعف واضح في الأطر المؤسسية والقانونية والتنظيمية، وأدى التوسع في منح الائتمان إلى حدوث ظاهرة تركز الائتمان سواء في نوع معين من القروض مثل القروض الاستهلاكية أو العقارية، أو لقطاع واحد كالقطاع الصناعي أو التجاري، ومن الأمور التقليدية في جميع الأزمات المالية التي شهدتها الدول النامية حصول انتعاش كبير في منح القروض، ولم تقتصر هذه الظاهرة على الدول النامية فحسب بل شملت كذلك الدول الصناعية، مثل فنلندا، السويد والو.م.أ.

**3- تشوه نظام الحوافز:** إن ملاك البنوك والإدارات العليا لا يتأثرون ماليا من جراء الأزمات المالية التي ساهموا في حدوثها، فلا يتم مثلا إنهاء خدماتهم أو تحميلهم الخسائر التي حدثت جراء الأزمة، فلقد أثبتت الإدارات عجزها في تعديل هيكل البنك وتدوير المناصب الإدارية، ودلت التجارب على أن الإدارات العليا كثيرا ما نجحت في إخفاء الديون المعدومة لسنوات وذلك نتيجة لضعف الرقابة المصرفية من جهة وضعف الإجراءات المحاسبية من جهة أخرى، هذا الوضع جعل من الصعب التعرف على العلاقات السابقة لحدوث الأزمات المالية والاستعداد الجيد لتفادي حدوثها والتخفيف من آثارها.

**4- سياسات سعر الصرف:** تعتبر الدول المعتمدة على سعر الصرف الثابت أكثر عرضة للصدمات الخارجية، ففي ظل هذا النظام يصعب على السلطات النقدية أن تقوم بدور بنك الملجأ الأخير للاقتراض بالعملة الأجنبية، حيث أن ذلك يعني فقدان السلطات النقدية لاحتياطياتها من النقد الأجنبي وحدثت أزمة العملة مثل المكسيك والأرجنتين، وقد نجم عن أزمة العملة ظهور العجز في ميزان المدفوعات، ومن ثم نقص في عرض النقود وارتفاع أسعار الفائدة المحلية مما يزيد من الضغوط وتفاقم حدة الأزمة المالية على القطاع المصرفي.

وفي المقابل وعند انتهاء سياسة سعر الصرف المرن ، فإن حدوث أزمة العملة سوف يؤدي فوراً إلى تخفيض قيمة العملة وإلى زيادة في الأسعار المحلية، مما يؤدي إلى تخفيض قيمة أصول وخصوم المصارف إلى مستوى أكثر اتساقاً مع متطلبات الأمان المصرفي.

### المطلب الثاني: المشتقات المالية ودورها في خلق الأزمات

شهدت السنوات الأخيرة ظاهرة طغت ملامحها على الأسواق المالية العالمية، وهي الإقبال منقطع النظير على أدوات مالية مستحدثة تدعى الأدوات المالية المشتقة "Financial derivatives instruments" أو المشتقات "Derivatives" حيث قدر حجم التعامل فيها بـ 35 تريليون دولار خلال عام 1994م مقابل 48 تريليون دولار قيمة التعامل في أسواق المال التقليدية (أسهم، سندات، سوق نقدي)، مما يعطي الانطباع بضخامة حجم التعاملات فيها وبالتالي تعاضم تأثيرها على الأسواق المالية عموماً. (1)

### أولاً: تعريف المشتقات المالية وأهم أنواعها

المشتقات هي عقود تشتق قيمتها من الأصول المعنية (أي الأصول التي تمثل موضوع العقد)، والأصول التي تكون موضوع العقد تتنوع ما بين الأسهم والسندات والسلع والعملات الأجنبية...، وتسمح المشتقات المالية للمستثمر بتحقيق مكاسب أو خسائر اعتماداً على أداء الأصل أي موضوع العقد. (2)

ويمكن حصر أهم أنواع المشتقات المالية فيما يلي:

#### أ- عقود الخيارات:

الخيار يعطي حق شراء وبيع الأصل عند سعر محدد ينفذ في أو قبل تاريخ محدد وهو عقد بين طرفين المشتري والبائع أو محرر العقود وهي العقود التي تعطي للمشتري الحق بشراء ويسمى خيار الشراء أو البيع ويسمى خيار البيع لكمية محددة من أصل أصلي في تاريخ محدد وبسعر محدد. (3)

(1) ديش فاطمة الزهراء، مرجع سابق، ص 106.

(2) طارق عبد العال حماد، المشتقات المالية (المفاهيم، إدارة المخاطر، المحاسبة)، الدار الجامعية للنشر، مصر، 2001، ص 5.

(3) دريد كامل آل شبيب، الاستثمار والتحليل الاستثماري، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009، ص 403.

ب- العقود الآجلة والعقود المستقبلية:

العقد الآجل هو عقد يبرم بين طرفين المشتري والبائع للتعامل على أصل ما على أساس سعر يتحدد عند التعاقد، على أن يتم التسليم في تاريخ لاحق، وهذا النوع من العقود لا يخضع لأي عقود، وبنوده تتحدد وفقا لاتفاق الطرفين.<sup>(1)</sup>

أما العقود المستقبلية فهي عقود قانونية ملزمة، تمثل اتفاق بين طرفين على شراء أو بيع أصل ما في وقت معين في المستقبل بسعر معين، ويتم تداولها في البورصات ومن أجل جعل التداول ممكنا تحدد البورصة سمات معيارية معينة للعقد، ونظرا لأن طرفي العقد لا يعرفان بعضهما البعض بالضرورة، فإن البورصة توفر آلية تعطي كلا من الطرفين ضمانا بأن العقد سوف ينفذ.<sup>(2)</sup>

ج- المقايضات:

تدعى أيضا بعقود المبادلات وهي التزام تعاقدية يتضمن مبادلة نوع معين من التدفق النقدي أو موجود معين مقابل تدفق نقدي أو موجود آخر، بموجب شروط تنفيذ معينة يتفق عليها عند التعاقد.

ثانيا: مخاطر المشتقات المالية ودورها في تكريس الأزمات المالية

ينظر إلى المشتقات المالية على أنها أداة لتغطية مخاطر التغيرات السعرية وإتاحة فرص لتخطيط التدفقات النقدية، وكذلك إتاحة فرص استثمار جديدة، إضافة إلى كونها أداة للتنبؤ واستكشاف السعر الذي سيكون عليه الأصل محل التعاقد في السوق الحاضرة، كما تعتبر عنصرا هاما لجذب رؤوس الأموال الأجنبية من خلال تشجيع الحكومات المحلية لأسواق المشتقات، لكن رغم المزايا التي يمكن أن تترتب عن التعامل في المشتقات المالية إلا أن هناك جملة من المخاطر التي يمكن أن يتعرض لها مستخدموها يمكن حصرها فيما يلي:<sup>(3)</sup>

1- المخاطر الائتمانية: وتسمى أيضا بمخاطر عدم الوفاء، وتعني عدم قدرة أحد طرفي العقد على الوفاء بالتزاماته الناتجة عن أحد عقود المشتقات المالية. ويعتبر هذا النوع

(1) طارق عبد العال حماد، مرجع سابق، ص 12.

(2) نفس المرجع، ص 12.

(3) محمد خميسي بن رحيم، "المنتجات المالية المشتقة: أدوات مستخدمة لتغطية المخاطر أم لصناعتها" الملتقى العلمي الدولي حول: الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحكومية العالمية، جامعة سطيف 20-21 أكتوبر 2009، ص ص 11، 12.

من المخاطر أكثر انتشارا وخاصة في الأسواق غير المنظمة، ومن أهم أسباب فشل العديد من المؤسسات المالية والمصرفية.

**2- مخاطر السيولة:** وتعني عدم القدرة على تسديد الالتزامات من قبل المتعاملين في سوق المشتقات، إذ ورغم السيولة التي تتمتع بها هذه الأدوات، إلا أنه تبقى هناك مشكلة تتعلق بعدم إمكانية تسهيل بعض العقود بالسرعة الممكنة، وذلك بسبب عوامل تتعلق بطبيعة هذه العقود أو بسبب ظروف العرض والطلب في السوق وغيرها من العوامل، مما يؤدي إلى خسائر للأطراف التي ترغب بتسييل مراكزها بسرعة.

**3- مخاطر السوق:** تظهر نتيجة لتقلب أسعار عقود المشتقات في الأسواق والتي ترجع في غالب الأحيان إلى تغير في قيمة الأصل محل التعاقد، وتعتبر المخاطرة السوقية أحد أهم المخاطر التي يتوجب على المتعاملين في المشتقات المالية مراقبتها وقياسها رغم صعوبة القيام بذلك نظرا للتقلب الكبير في أسعارها.

**4- مخاطر التسوية:** وهي مخاطر تنفيذ المعاملات المتفق عليها، ويتجلى أحد أهم أشكالها في أن القليل من المعاملات المالية يتم تسويتها آليا أو في نفس اليوم الخاص بالتنفيذ، إذ قد تمتد مدة التسوية إلى عدة أيام مما ينجم عن ذلك تعرض أحد أطراف العقد للخسارة نظرا لإمكانية تغير السعر بسرعة خلال تلك المدة.

**5- المخاطر التشغيلية والإدارية:** وهي تتعلق بأخطاء الأفراد العاملين في مجال المشتقات وفشل المديرين وضعف كفاءة الأنظمة الإدارية والرقابية وضعف المتابعة لتصرفات المسؤولين عن إدارة المشتقات والتعامل بها.

**6- المخاطر القانونية:** وهي التي تنشأ عن التغيرات في البيئة القانونية، وكذلك غموض بعض الجوانب القانونية للمشتقات مما يؤدي إلى صعوبة تنفيذ العقود، أو هي تلك المخاطر الناشئة عن عدم تنفيذ العقد، وذلك بسبب عدم امتلاك بعض المتعاملين للصلاحيات في الدخول بالتعاقدات، وبذلك لن يكون هنالك التزام قانوني للجهة المقابلة، ومن ثم عدم القدرة على التنفيذ القضائي في حالة العسر أو الإفلاس.

لقد أسهمت المشتقات المالية بشكل كبير في خلق الأزمات المالية وتوسيع نطاقها، باعتبارها الركيزة الأساسية لاقتصاد "الكازينو" في يد المضاربين، إذ أصبحت المضاربة أكثر سهولة وربحا في أسواق المشتقات بفعل آثار الرافع المالي وفي هذا الإطار

بينت دراسة لـ "فيزانو" (Spotton Visano, 2004)، التفاعلات بين المنتجات المالية المشتقة والاستعمال المضاربي مرتكزا على حجة "شومبيتر" (schumpiter)، الذي بين بأن الابتكارات تخلق "نوعا خاصا من المحيط المريب"، وهذه الحجة ليست مقتصرة على الابتكارات المالية، ولكن دور الهندسة المالية في انفجار الموجات المضاربية لا يمكن إبعاده عن هذا الحقل من التحليل، كما يرى كل من "بوي" و "بلييو ودوف" (pooyer,plihon& dohove,2004) بأن: "كل ابتكار عظيم، ينشط استراتيجيات جديدة، تؤدي إلى أزمة مالية".<sup>(1)</sup>

كما تؤدي المشتقات المالية إلى خطر العجز الذي يعمم إلى النظام المالي ككل فيما يسمى بالخطر المنظومي، فهي تسمح بتغطية أحسن للمخاطر الفردية، إلا أنها في المقابل تؤدي إلى زيادة خطر عدم الاستقرار المالي على مستوى السوق، من خلال تشجيع وتنشيط سلوك التقليد لدى المتدخلين في الأسواق المالية.

وعموما تعتبر المشتقات المالية أدوات فعالة في تسيير المخاطر، لكنها تطور بالمقابل، في حالة الاستعمال السيئ وتفاقم من حدة أزمات الصرف وأزمات البورصة والأزمات المالية ذات التكاليف الباهظة والحتمية، كما تساعد على انتشارها وتوسع نطاقها، فعالم اليوم الذي يتميز بالانفصال المتنامي بين المجال الحقيقي والمجال المالي، توجد فيه أسواق مالية تتطوي على آليات وطرق عمل بعيدة كل البعد عن حقيقة اقتصادية.<sup>(2)</sup>

### المطلب الثالث: العدوى المالية<sup>(3)</sup>

لا يتوافر تعريف واحد لانتقال عدوى الأزمات المالية، إلا أن البنك المركزي قدّم مفهوما لها من خلال ثلاثة أبعاد من حيث تأثيرها، حيث اتصل الأول بشموليته، والثاني بمحدوديته، والآخر أقل محدودية، ويقضي التعريف الأول للعدوى المالية بأنها "حالة انتقال للصدمات التي تحدث في دولة ما، يكون تأثيرها طاغيا وعماما".

(1) نادية العقون، مرجع سابق، ص 73.

(2) نفس المرجع، ص 74.

(3) محمد علي إبراهيم العامري، الإدارة المالية الدولية، دار وائل للنشر، ط1، الأردن 2013، ص ص 607، 608.

أما التعريف الثاني، الأقل محدودية، فيعرف العدوى المالية على أنها عدوى انتقال الأزمات المالية لمجموعة دول تشترك فيما بينها من خلال روابط مشتركة في أداء أسواقها المالية.

وتحدث العدوى المالية نتيجة تأثير عامل أو مجموعة من العوامل في قطاع معين وانتشار ذلك التأثير لقطاعات أخرى في دولة ما محدثة بذلك أزمة شاملة للنظام ككل، وتتسبب في حدوث أزمة مالية دولية عند انتقال هذا التأثير لدول أخرى، وكلما كانت الأسواق المالية لتلك الدولة مرتبطة تاريخيا مع بعضها في نشاطها المالي، فإنه يمكن توقع التغيير في أحد الأسواق بالاستناد على التغييرات الحادة في النشاطات المتعلقة بالسوق المالي الآخر.

وعندما يكون تأثير العوامل المحدثة للأزمة تأثيرا موسميا تكون العدوى المالية حينئذ مؤقتة، وتوصف بالعدوى البسيطة ويقصد بالعوامل الموسمية مجموعة العوامل التي تتوقف بعد أن تؤثر في مجموعة دول بالطريقة نفسها وتحدث العدوى المالية أيضا عند قيام بعض المستثمرين (المحليين، الأجانب) والذين لا يمتلكون معلومات مالية واقتصادية كافية عند بلد ما بتقليد السلوك الاستثماري لمستثمرين آخرين يمتلكون معلومات أفضل منهم أو تحسبا من مخاطر مالية في ما دولة ما ذات طبيعة مشاكل مالية ما حدثت فيها أزمة مالية بالفعل، وتعتبر العدوى المالية إحدى السمات الملازمة للنظام المالي بخصوص أي حدث في السوق الذي يجعل المستثمرين يقومون بإعادة تخميناتهم حول السوق.

وهناك من يحدد العدوى بأنها أحد العوامل المؤدية لحدوث الأزمات المصرفية، حيث تؤثر مشكلات بعض المصارف في النظام المالي تأثيرا سلبيا في مصارف أخرى مراكزها المالية تكون متينة وتكون إحدى نتائج العدوى سحب الودائع من النظام المصرفي على نطاق واسع محدثة بذلك أزمة مالية وتعد العدوى المالية إحدى الظواهر المفسرة لانتقال الأزمات المالية ضمن تحليل نماذج الجيل الثاني من الأزمات المالية، وجرى التركيز على تفسير هذه الظواهر في تحليل الأزمات المالية الأخيرة التي حصلت في العقدين الأخيرين من القرن الماضي مثل أزمة الديون في المكسيك وأزمة روسيا في نهاية التسعينات بالإضافة إلى أزمة دول جنوب شرق آسيا (1997).

وتحدث الأزمة المالية أيضا خلال فترات الهدوء والاستقرار والانتعاش المالي وذلك بسبب الروابط والاتفاقيات المشتركة بين الدول فضلا عن التسهيلات التكنولوجية وانفتاح الأسواق المالية على بعضها البعض الذي نتج عنه انتقال رؤوس الأموال بين الدول بسرعة وحرية، وسبل الاتصال السريع ووسائل تدفق المعلومات واتجاه أغلب الدول نحو عولمة أسواقها المالية لمواكبة التطورات المالية التي تحدث في الأسواق العالمية.

### المبحث الثالث: أهم الآزمات المالية العالمية

شهدت الأسواق المالية الدولية آزمات وانتكاسات اتسمت بالدورية، ومن أشهر هذه الآزمات ما يلي:

#### المطلب الأول: أزمة الكساد الكبير 1929

بعد الأزمة التي اجتاحت دول العالم خلال سنوات الحرب العالمية الأولى، شهدت العلاقات النقدية والمالية الدولية استقرارا نسبيا، بفضل الإصلاحات والتعديلات التي أدخلت على الأنظمة النقدية السائدة، لكن هذا الاستقرار ما لبث أن اختفى مع انفجار الأزمة الاقتصادية العالمية 1929، والتي شملت مجالات الإنتاج، التجارة ومختلف العلاقات النقدية والمالية حيث بدأت أسعار الأوراق المالية ببورصة نيويورك بالازدهار منذ عام 1924 واستمرت في الارتفاع على مدى 5 سنوات، إلى أن وصلت إلى أعلى مستوياتها في 28 أكتوبر 1929، وارتفاع مؤشر داوجونز ارتفاعات شديدة لم يسبق لها مثيل، حيث انتقل المؤشر من 110 نقطة إلى 300 نقطة، بنسبة مقدارها 273%، وأدى ذلك إلى فقدان وخسارة المستثمرين في عمليات السوق تقدر بحوالي 200 مليار دولار، وإفلاس حوالي 3500 بنك في يوم واحد. (1)

وهناك سببين رئيسيين لظهور هذه الأزمة وهما:

**السبب الأول:** هو أزمة المواد الخام والمنتجات الزراعية حيث أفضت الطاقة الإنتاجية الفائضة في القطاع الزراعي إلى فائض في العرض من منتجات الحقل وإلى انخفاض أسعارها إلى النصف في عدة سنوات، ولهذا حدث الانهيار في قطاع الزراعة

(1) وليد احمد صافي، سوق الأوراق المالية ودورها في التنمية الاقتصادية-حالة تطبيقية سوق عمان المالي، رسالة ماجستير، جامعة الجزائر، 1997، ص 132.

الذي كان يصل ربع القوى العاملة، وأدى ذلك إلى انهيار حاد في الطلب على المنتجات الصناعية، ومن ثم تناقص أسعار ودخول القطاعات الاقتصادية الأخرى، وحدثت أزمة في التجارة الدولية انطلاقاً من القطاع الزراعي، حيث كانت الخامات والمحاصيل الزراعية تمثل 60% من التجارة الدولية آنذاك.

**السبب الثاني:** ناتج عن الديون المتراكمة على عدد من الدول الصناعية في أوروبا، حيث كانت الو.م.أ تدين للحلفاء الأوروبيين بحوالي 12 مليار دولار بوصفها قروضا حربية كذلك كانت هنالك التعويضات التي فرضها الحلفاء على ألمانيا والتي بلغت 27 مليار دولار، ولم يكن الدائنون الأوروبيون على استعداد لمنح قنوات سماح وتأجيل استحقاق الديون.

وتميزت الأزمة بالخصائص التالية: (1)

- 1- كان لها ارتباط وثيق بالأزمات الاقتصادية الدورية في النظام الرأسمالي.
- 2- زعزعة الاستقرار النسبي في النظام الرأسمالي بكامله.
- 3- استمرت الأزمة لفترة طويلة (1929-1933).
- 4- عمق وحدة هذه الأزمة، حيث كان عدد البنوك التي أفلست منذ بداية 1929 حتى منتصف 1933 أكثر من 10000 بنك في الو.م.أ، أي حوالي 40% من إجمالي عدد البنوك، وانخفضت الودائع لدى البنوك بحوالي 33%.
- 5- انخفاض كبير في مستويات أسعار الفائدة، حيث كان سعر الخصم في بنك إنجلترا خلال الفترة 1930-1933 بحدود 3.1% مقابل 5.5% في عام 1929.
- 6- اختلاف أمد ودرجة حدة الأزمة من بلد لآخر بشكل كبير، ففي خريف 1929 انهارت أسعار الأوراق المالية في أسواق الولايات المتحدة الأمريكية، وفي ربيع 1931 امتدت الأزمة النقدية والمالية إلى الدول الأوروبية.
- 7- رافقت الأزمة تقلبات حادة في أسعار العملات مما نتج عنه انهيار النظام الذهبي في معظم الدول.

(1) مروان عطوان، الأسواق النقدية والمالية (البورصات ومشكلاتها في عالم النقد والمال)، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزء 2، الجزائر، 2000، ص ص 100-103.

المطلب الثاني: أزمة المكسيك 1994<sup>(1)</sup>

بدأت مقدمات الأزمة المكسيكية منذ منتصف العقد الثامن من القرن العشرين في أعقاب عقد كامل من ركود النشاط الاقتصادي وارتفاع معدلات التضخم التي شهدتها المكسيك في خلال الفترة من منتصف السبعينات إلى منتصف الثمانينات من هذا القرن، بعدها لجأت الحكومة المكسيكية إلى وضع خطة لتحرير قطاع التجارة اعتباراً من عام 1985 بهدف تحقيق الاستقرار الاقتصادي ودعم اقتصاد السوق كما سعت إلى استقطاب رؤوس الأموال الأجنبية للاستثمار فيها، وساعدها على تحقيق ذلك عاملان أساسيان:

**العامل الأول داخلي:** وهو قيامها بتخفيف القيود التي تحد من تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية إليها.

**العامل الثاني خارجي:** وهو انخفاض سعر الفائدة في الو.م.أ والدول المجاورة.

ونجحت هذه الخطة بالفعل في تخفيض معدلات التضخم، استئناف النمو الاقتصادي، الذي بلغ متوسطه 3.1% سنوياً بين عامي 1989 و1994 وكان أوج رواجه في عام 1990، حيث شهد هذا العام موجة تدفقات هائلة من رؤوس الأموال الأجنبية إلى المكسيك بعد جولة ناجحة من المفاوضات المكسيكية بشأن ديونها الخارجية، غير أن انخفاض قيمة البيزو المكسيكي في ديسمبر 1994 وضع نهاية مفاجئة لرؤوس الأموال من الخارج وعجل بالأزمة المالية، ذلك أن تحرير القطاع المالي من القيود لجذب رؤوس الأموال الأجنبية أدى إلى زيادة المعروض من رؤوس الأموال في الأسواق المحلية، فتوسعت البنوك في منح الائتمان، في حين سيطر الوهن على قطاع الإشراف والرقابة بالبنوك، فتوارت الشفافية في الكشف عن المعلومات المالية، وغابت مراقبة البنوك لمجالات توجيه الاستثمارات، بسبب تخلي الحكومة المكسيكية عن الكثير من المؤهلين في القطاع المصرفي منذ سنة 1982م، على إثر انتشار العمليات التخصيلية التي شهدتها هذا القطاع، وعدم مراعاة نوعية المساهمين الجدد فيه من القطاع الخاص، وفي نفس الوقت

(1) إبراهيم عبد العزيز النجار، الأزمة المالية وإصلاح النظام المالي العالمي، الدار الجامعية، مصر، 2009، ص ص

ارتفع معدل الطلب على الائتمان بمساعدة عدة عوامل أهمها انخفاض الدين العام بنسبة كبيرة وحدوث طفرة في نمو قطاع العقارات وقطاع سوق المال.

كل هذا ترتب عليه زيادة نسبة القروض قصيرة الأجل إلى إجمالي القروض. وصاحب ذلك تحرير معدلات الإقراض والاقتراض والتخلي عن النسب المتعارف عليها من الاحتياطي لدى البنوك كمخصصات من العملات الحرة، وانتشار الاستثمار الأجنبي في السندات الحكومية قصيرة الأجل وتم توجيه معظم الاستثمارات إلى إنتاج السلع الاستهلاكية المعمرة، والاستثمار في العقارات، فترتب على ذلك نقص في الناتج المحلي الإجمالي وزاد العجز في الميزان التجاري من 4.74% إلى 5.83% وهكذا تضافرت جميع العوامل السابقة لتخلق نوعاً من التباطؤ في النمو الاقتصادي سنة 1993، وساهمت في اندلاع الأزمة المكسيكية خلال عام 1994-1995 وان كان يأتي على رأسها هشاشة القطاع المصرفي، وضعف الرقابة على منح الائتمان، وانتشار القروض الأجنبية قصيرة الأجل.

### المطلب الثالث: أزمة دول جنوب شرق آسيا 1997

بعد عامين من أزمة المكسيك وفي يوليو عام 1997 شهدت دول جنوب شرق آسيا أزمة مالية شديدة، بدأت بانهيار سعر عملة تايلاند، بعد قرار الحكومة التايلاندية تعويم عملتها مما أدى إلى عجز الحكومة في دعم هذه العملة بسبب المضاربات القوية التي تعرضت لها<sup>(1)</sup>، وانتقلت بعدها إلى دول جنوب شرق آسيا الأخرى، إندونيسيا، الفلبين، ماليزيا وهونغ كونغ، وكوريا الجنوبية وسنغافورة وتايوان. وبعض هذه الدول مثل اندونيسيا وماليزيا والفلبين كانت تشترك مع تايلاند في عد من السمات، فقد تأثرت هذه الدول جميعاً بدرجات متفاوتة بالركود الاقتصادي في آسيا، كما أن أغلب هذه الدول قد تراكمت عليها الديون بسرعة أثناء التسعينيات من القرن الماضي ثم انتقلت هذه الأزمة إلى دول أخرى خارج نطاق دول الأزمة، حيث تأثرت بها اليابان وأستراليا، والو.م.أ والدول الأوروبية.<sup>(2)</sup>

(1) وليد أحمد صافي، الأزمة المالية العالمية 2008/طبيعتها، أسبابها وتأثيراتها المستقبلية على الاقتصاد العالمي والعربي، الملتقى الدولي الثاني حول الأزمة المالية الراهنة والبدائل المصرفية والمالية، المركز الجامعي بخميس مليانة، معهد العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، 5-6 ماي 2009، ص9.

(2) أسماء دردور، نسرین بن زاوي، الأزمة المالية الحالية ومستقبل العولمة المالية، الملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف، 20-21 أكتوبر 2009، ص8.

ومن الأسباب الرئيسية لهذه الأزمة الآتي: (1)

- 1- انخفاض حاد في عملات الدول المذكورة أعلاه وبدأ الانخفاض في قيمة عملة تايلاند (البات) بعد تعويمه، حيث كانت تعتمد قبل التعويم على نظام سعر الصرف الثابت، وزيادة الاقتراض الخارجي.
  - 2- ارتفاع نسب التضخم في هذه البلدان خلال فترة قصيرة ولم تستطع الحكومات السيطرة عليه والحد منه.
  - 3- ضعف الرقابة الحكومية ونقص الشفافية والتمثلة في عدم دقة البيانات المنشورة عن نشاط الكثير من الشركات، مما تسبب في خروج الكثير من الأموال نحو الخارج.
  - 4- وجود الاختلالات الهيكلية في اقتصاديات بلدان جنوب شرق آسيا، حيث أنها انحازت إلى التصنيع من أجل التصدير لتحقيق النمو، معتمدة في ذلك على دخول الاستثمارات الأجنبية من الخارج أو الحصول على قروض خارجية، مما أوصل تلك البلدان إلى الإفراط في الاستثمار، يقابله عدم الكشف عن احتياطات تلك البلدان من العملات الأجنبية.
  - 5- الانسحاب المفاجئ لرؤوس الأموال الأجنبية نحو الخارج، مما أدى إلى خفض الإنفاق العام وزيادة عجز الحساب الجاري وتفاقم المديونية للخارج.
- لقد كان للأزمة تأثيراً على البورصات الأخرى وانخفاض أسعار الأسهم والشركات المتعددة الجنسيات.

(1) وليد أحمد صافي، الأزمة المالية العالمية 2008/طبيعتها، أسبابها وتأثيراتها المستقبلية على الاقتصاد العالمي والعربي، مرجع سابق، ص 9، 10.

### المطلب الرابع: أزمات مالية أخرى

#### أولاً: أزمة وول ستريت 1987<sup>(1)</sup>

وهي من الأزمات التي واجهت الاقتصاد الرأسمالي وحدثت في الـ 19 أكتوبر 1987م. أ أيضاً وكان وقت حدوثها يوم الإثنين 19/10/1987 الذي أطلق عليه يوم الاثنين الأسود، حيث انهارت فيها أسعار الأسهم في بورصة "وول ستريت" في نيويورك وبلغ مجموع الخسائر 500 مليار دولار ومنها انتقلت الأزمة إلى بقية البورصات العالمية، ومنها بورصة لندن وطوكيو، وكانت هذه الأزمة أقل حدة من أزمة الكساد العظيم، إذ لم تستمر لفترة طويلة من الزمن (سنة واحدة)، وفيها تلاشى مؤشر البورصة الاسترالية تماما وهبطت أسعار العقار، وانهار مؤشر "نيكاي" بمعدل الثلثين، عادت بعد هذه السنة المؤسسات المالية والإنتاجية إلى العمل من جديد، ومن نتائجها التي يمكن تحديدها الآتي:

- أ- انخفاض أسعار الأسهم وانهايار مؤشرات "داوجونز"، "نيكاي" و"فانيشال تايمز".
- ب- قيام الشركات بإصدار السندات التي ساعدتها بالتمويل، مع حدوث انكماش واضح في استثماراتها وإنتاجها.
- ج- تعرض البنوك إلى الإفلاس بسبب عدم قدرة العملاء المقترضين على تسديد ما بذمتهم من قروض لتلك البنوك.
- د- زيادة أعداد العاطلين عن العمل خصوصا العاملين في البنوك والمؤسسات المالية.
- هـ- تأثر البلدان والبنوك المركزية بانخفاض قيمة الدولار ومنها خاصة البلدان النفطية.

#### ثانياً: الأزمة المالية الأرجنتينية<sup>(2)</sup>

بعد النصف الثاني من سبعينيات القرن الماضي قامت الحكومة الأرجنتينية في ذلك الوقت بانفتاح شديد على العالم الخارجي للأنشطة الاقتصادية سواء الإنتاجية أو الاستهلاكية، معتمدة في ذلك على تمويل خارجي متمثل في عمليات استئانة واسعة تفوق قدرة الأرجنتين على مواجهة أعباء سداد فوائدها، ما جعلها تتراكم وتؤدي في النهاية إلى حالة من التراجع المستمر.

(1) وليد احمد الصافي، مرجع سابق، ص 9.

(2) أسماء دربور، نسرین بن زاوي، مرجع سابق، ص 7، 8.

ومنذ منتصف عام 1988 بدأت الأرجنتين تعاني من حالة ركود قوية لها عدة أسباب نابعة من سوء التخطيط الحكومي. فقد رأت الحكومة منذ بداية التسعينيات من القرن الماضي أن الحل الأمثل للخروج من الارتفاع الرهيب للأسعار والذي وصل في عام 1998 إلى 3000% هو ربط البيزو بالدولار الأمريكي على أساس 1بيزو=1دولار. ويعتبر المحللون أن ربط البيزو بالدولار هو سبب جعل الصادرات الأرجنتينية أكثر كلفة من صادرات دول الجوار، فالمساواة بين عملتين لا مجال للمقارنة بين اقتصاديهما نوعاً وكما من كل الزوايا هو أكبر الأخطاء الاقتصادية التي وقعت في الأرجنتين في العقود الأخيرة من القرن الماضي، ومن السياسات الخطأ أيضاً فرض أعباء ضريبية وجمركية في كل من الأرجنتين والبرازيل على بعض المواد المستخدمة في الصناعات الوطنية، مما أدى إلى ضعفها وفتح الأسواق أمام السلع الاستهلاكية المستوردة لتغطية احتياجات السوق المحلي وبالطبع أدى هذا إلى حالة من الركود الحاد.

### ثالثاً: أزمة الفقاعات في الـ و.م.أ

انفجرت فقاعات الأسهم في الـ و.م.أ في النصف الثاني من عام 2000، وبينما كانت أسواق المال ما تزال تعمل على إعادة ترتيب بيوتها، والاقتصاد يعاني من التباطؤ وارتفاع معدلات البطالة جاءت أحداث الحادي عشر من أيلول/سبتمبر عام 2001 أي بعد عام، لتزيد الطين بلة، وفي مراحل السوق الدنيا عام 2002، انخفض مؤشر "ستاندرد اند بروذرز" للشركات الخمسمائة بنسبة 50%، مقارنة إلى الذروة أوائل عام 2000، أما مؤشر "ناسداك" فقد انخفض بنسبة 78% وبدأ الانتعاش أواخر عام 2002، وخلال الفترة 2003-2007 كان متوسط معدل النمو الاقتصادي يصل إلى 2.8% ووصلت البطالة أعلى معدل لها في يونيو 2003، عند 6.3% ولكنها انخفضت لتصل إلى 4.4% عام 2006. (1)

(1) عبد الرزاق فارس الفارس، الأزمة المالية العالمية، الأسباب والتداعيات والحلول، مركز الإمارات للدراسات والبحوث الإستراتيجية، أبوظبي، ط 1، 2010، ص ص 190، 191.

## خلاصة

لقد توصلنا من خلال هذا الفصل إلى أن الأزمة المالية هي التدهور الحاد والمفاجئ وغير المتوقع في الأسواق المالية لدولة ما أو مجموعة من الدول، والتي تنعكس سلبا على قيمة العملة المحلية وأسعار الأسهم مما ينتج عنه آثار سلبية على الاقتصاد ككل، كما يندرج ضمنها أنواع من الأزمات التي هي أزمات تحدث في القطاع المصرفي وأزمات العملة التي تحدث نتيجة تغير أسعار الصرف، وأزمات المديونية، ومن بين الأسباب التي تؤدي إلى حدوث الأزمات المالية عدم الاستقرار في الاقتصاد الكلي إضافة إلى اضطرابات القطاع المالي وذلك باعتبار أن الأسواق المالية جزء منه بالإضافة إلى أن للمشتقات المالية والأدوات المالية المستحدثة دور كبير في خلق وحدث الأزمات، كما أن انتقال عدوى الأزمات المالية سببا أساسيا في تكرار وتواتر الأزمات المالية، وقد تحدث الأزمة في أحد أقسام النظام المالي لتنتشر فيما بعد إلى باقي الأقسام عبر قنوات مختلفة وذلك نظرا لتشابك أقسام هذا النظام .

وقد واجه الاقتصاد الرأسمالي أزمات عديدة أهمها أزمة الكساد الكبير 1929، أزمة المكسيك 1994، أزمة دول جنوب شرق آسيا 1997، أزمة بورصة "وول ستريت" 1987 والأزمة الأرجنتينية 1998.

# الفصل الثالث

الأزمة المالية العالمية 2008

وإرهاصات العولمة المالية

**تمهيد**

لقد بدأت هذه الأزمة مع بداية عام 2007 وقد طالت هذه الأزمة على التوالي البورصات الأمريكية ثم بشكل مماثل البورصات الأوروبية وانتقلت بعد ذلك إلى الأسواق الآسيوية من منطلق أننا نعيش عصر العولمة وتحديدا عصر العولمة المالية وكذلك العولمة المصرفية التي تعني في أبسط معانيها أننا نعيش عالم بلا حدود، عالم بلا قيود، قائم على الاعتماد الاقتصادي المتبادل تحكمه قواعد سلوك ويعمق التشابك الاقتصادي بين أسواق المال العالمية بغية الوصول إلى المزيد من التقدم والنمو ومستوى رفاهية أفضل مما كان عليه الوضع من قبل.

ومن الجدير بالذكر أن أزمة الرهن العقاري الأمريكية عندما بلغت ذروتها نجدها تحولت إلى أزمة مالية مصرفية عالمية حيث ظهرت تأثيراتها المختلفة في شكل انخفاض أسعار الأسهم والسندات في البورصات العالمية وإصابة عدد من البنوك العالمية بخسائر فادحة انتهت بإفلاس كبرى هذه البنوك، كما تأثرت حركة وحجم الائتمان في البنوك المختلفة.

ومن أجل استيعاب أزمة الرهن العقاري الأمريكي فقد تم تقسيم هذا الفصل إلى المباحث التالية:

**المبحث الأول:** حقيقة وأبعاد الأزمة المالية العالمية.

**المبحث الثاني:** عدوى وقنوات انتقال الأزمة وأهم الآثار المترتبة عنها.

**المبحث الثالث:** الجهود الدولية والإقليمية المبذولة لاحتواء الأزمة.

### المبحث الأول: حقيقة وأبعاد الأزمة المالية العالمية

تشير معظم التقارير والتحليل الاقتصادية المعاصرة إلى أن جذور الأزمة المالية التي هزت الاقتصاد العالمي منذ صيف 2007 تعود بصورة رئيسية إلى تداخل مجموعة من الأسباب المالية والتنظيمية، والتي كان لها أثر سلبي في تطور الاقتصاد العالمي الحر والمعولم في إطار المنظومة الرأسمالية المسيطرة، وللوقوف على حقيقة وأبعاد الأزمة المالية العالمية يتحتم علينا البحث في الإطار الزمني لهذه الأزمة وكيفية نشأتها وظروف تطورها والتعرف على أسباب حدوثها.

#### المطلب الأول: نشأة الأزمة المالية

هناك إجماع على أن البوادر الأولى للأزمة المالية العالمية نشأت من مشكلة الائتمان في مجال الرهن العقاري في الو.م.أ، والذي يعتبر أحد الأجزاء المهمة والكبيرة في القطاع التمويلي الأمريكي، ثم انتقلت إلى بقية النظام التمويلي من خلال أدوات مالية متطورة ومعقدة يصعب تحديد مستوى المخاطرة فيها، مما أدى إلى حالة من عدم التأكد في اتخاذ القرارات وغموض كبير وخسائر كبيرة قدرت بمليارات الدولارات.

#### أزمة الرهن العقاري الأمريكية:

يقصد بمصطلح Sub-prime أو الرهون العقارية الأقل جودة، بالقروض العقارية ذات أسعار الفائدة المتغيرة، ويتميز هذا النوع من القروض بالمخاطرة العالية لعدم وجود تدفقات نقدية متوقعة سواء للمقترض أو المشروع الممول يمكن للبنك الاعتماد عليها كمصدر لسداد القرض، لهذا السبب قامت البنوك برفع سعر الفائدة على هذا النوع من القروض من أجل تحقيق أعلى عائد ممكن من القرض ومن أجل تغطية جزء من المخاطر التي تتدرج تحت هذا النوع من القروض. (1)

لقد تم تحرير أسواق الرهن العقاري منذ الثمانينات من القرن الماضي في الو.م.أ وبريطانيا والعديد من الدول الأوروبية بإلغاء القواعد التنظيمية التي وضعت في الحقبة الكينزية حدودا قصوى لقيمة القروض العقارية ولأسعار الفائدة وفترات السداد، كما وضعت أيضا قواعد ملزمة لترشيده استخدام الائتمان في أسواق الرهن العقاري. وتزايدت عمليات تحرير

(1) كمال بن موسى، عبد الرحمان بن ساعد، مداخلة بعنوان "الأزمة المالية العالمية وتداعياتها على البنوك الإسلامية، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، ص 8.

أسواق التمويل العقاري مع الإلغاء التدريجي للقيود على أسعار الفائدة، وقد ترتب على هذه الإجراءات الجديدة إنشاء سوق ثانوية للرهن التي خلقت سهولة ومرونة كبيرة في تمويل القروض العقارية عن طريق أسواق رأس المال وتعمقت العلاقة بين سوق النقد الممثلة في البنوك وسوق رأس المال.<sup>(1)</sup>

ساهمت الإجراءات الجديدة بتوسع كبير في تحرير الأنظمة البنكية واتباع سياسة نقدية توسعية من أجل زيادة وتيرة النمو الاقتصادي، فقد تم خفض معدلات الفائدة إلى مستويات متدنية، كما توسعت البنوك في منح القروض العقارية نتيجة الوفرة في السيولة التي عرفتها الأسواق بشكل أدى إلى زيادة حدة المنافسة فيما بينها لجذب المقترضين وذلك بتسهيل وتبسيط إجراءات وشروط الحصول على القروض العقارية، مما أدى إلى توسع كبير في الائتمان العقاري وزيادة عدد المقترضين، مع ظهور حراك غير مسبوق في سوق العقارات الأمريكية ما بين عامي 2001 و 2007، تجسد في ارتفاع أسعار العقارات وظهور المضاربات المفرطة في الأسواق.

ونتيجة لانخفاض أسعار الفائدة بمستويات كبيرة وانفجار فقاعة أسعار قطاع تكنولوجيا المعلومات وتراجع معدلات العائد على الاستثمار في القطاعات البديلة لقطاع تكنولوجيا المعلومات حصل تحول واضح في الاستثمارات الشخصية لصالح الإسكان والعقار، فقد شجع المواطنون الأمريكيون على التقدم لمختلف الشركات العقارية لشراء المنازل والعقارات، فحصل ارتفاع كبير في الطلب على العقارات<sup>(2)</sup>. كما حملت الحكومة الأمريكية شعارا بتوفير منزل لكل مواطن، فساعد على ذلك انتشار المكاتب العقارية، والبنوك الاستثمارية في المجال العقاري.

يقوم المواطن بشراء بيته بالدين مقابل رهن هذا العقار، ثم ترتفع قيمة العقار فيحاول صاحب العقار الحصول على قرض جديد نتيجة ارتفاع سعر العقار، وذلك مقابل رهن جديد

(1) محمد الهاشمي حجاج، مرجع سابق، ص 97.

(2) نفس المرجع، ص 97.

من الدرجة الثانية، ومن هنا التسمية بأنها الرهون الأقل جودة لأنها رهون من الدرجة الثانية، وبالتالي فإنها معرضة أكثر للمخاطر إذا انخفضت قيمة العقارات.<sup>(1)</sup>

نظرا لأن أسعار العقارات بحسب طبيعتها في ارتفاع مستمر فضلا عن أنها شهدت خلال الفترة الممتدة بين عامي 2001 و 2007 راجا كبيرا غير مسبوق في الو.م.أ، حيث أغرى هذا المقترضين وتملكوا العقارات على رهنها، أو رهن بعضها مقابل الحصول على قروض لإنفاقها على شراء منازل أخرى أو على استهلاكهم الترفي غالبا، وهم على يقين من قدرتهم على سداد الأقساط الشهرية المطلوبة منهم، باعتبار أنها كانت تقع على حدود المبالغ التي كانوا يدفعونها من قبل كإيجار لمساكنهم، وبالنظر أيضا إلى الارتفاع المستمر لقيم العقارات التي تملكوها.<sup>(2)</sup>

غير أن عقد القرض الذي كان يتم إبرامه بين المؤسسة المالية وبين المقترض كان يتضمن شروطا مجحفة أهمها:<sup>(3)</sup>

- أسعار الفائدة متغيرة وليس ثابتة، وتكون منخفضة في البداية ثم ترتفع مع الزمن.
  - أسعار فائدة القرض العقاري ترتفع بصفة تلقائية، كلما رفع البنك المركزي سعر الفائدة.
  - إذا تأخر المقترض عن دفع أي قسط من القرض يحل أجله، فإن أسعار الفائدة تتضاعف بنحو ثلاث مرات.
  - المدفوعات الشهرية خلال السنوات الثلاث الأولى تذهب كلها لسداد فوائد القروض، وهذا يعني أن المدفوعات لم تكن تذهب إلى ملكية أي جزء من العقار إلا بعد مرور ثلاث سنوات.
- نظرا لارتفاع نسبة العمولة للعاملين في القطاع العقاري والشركات العقارية عمد الكثير من العاملين في أقسام المبيعات والتسويق في تلك الشركات إلى إخفاء حقيقة ارتفاع

(1) خالد أمين عبد الله، محمد أحمد صقر، الأزمة المالية الدولية وانعكاساتها على أسواق المال والاقتصاد العربي، مركز دراسات الشرق الأوسط، ط1، عمان، 2009، ص28.

(2) محمد الهاشمي حجاج، مرجع سابق، ص98.

(3) ناصر مراد، الأزمة المالية العالمية (الأسباب، الآثار وسياسات مواجهتها)، الملتقى العلمي الدولي، حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية، والحوكمة العالمية، جامعة فرحات عباس، سطيف، أكتوبر 2009، ص04.

تكلفة القروض العقارية ذات أسعار الفائدة المتغيرة وغيرها من أنواع القروض ذات أسعار الفائدة غير الثابتة.<sup>(1)</sup>

اندفعت المؤسسات المالية في الو.م.أ إلى تقديم تسهيلات ائتمانية مغرية وميسرة للغاية لجميع فئات الشعب الأمريكي وبالتقسيم المريح وبأسعار فائدة تتغير بتغير الوضع الاقتصادي ودون ضمانات مالية سوى ملكية العقار.

لقد تنافست المؤسسات المالية في التمويل العقاري المفرط لأشخاص لا يتمتعون بملاءة جيدة وليس لهم تاريخ ائتماني، وذلك لاعتقادهم بأنهم سوف يستفيدون من ملكية هذه العقارات بأسعار منخفضة في حال لم يتمكنوا من استيراد قروضهم، ومن ثم تقوم هذه المؤسسات بعرض تلك المساكن أو العقارات للبيع مستفيدة من التصاعد المستمر في أسعار العقارات خلال تلك الفترة، والذي كان ارتفاعاً تضخيمياً، أي لا تدعمه أسباب اقتصادية حقيقية، إذا تشكل ما يسمى "الفقاعة السعرية"، مما دفع معظم البنوك وشركات الاقتراض التي قدمت تلك التسهيلات الائتمانية بضمانة العقارات للاعتقاد بأنها لن تخسر في أغلب الأحوال حتى لو توقف المقترضون عن سداد قروضهم في ضوء ارتفاع أسعار العقارات، بل أنها قد تريح من الفرق في الأسعار عند إعادة تملك هذه العقارات.<sup>(2)</sup>

أدى الارتفاع الكبير وغير المتوقع لأسعار الفائدة إلى تفاقم قيمة الأقساط العقارية على المستثمرين وملاك العقارات، وامتنع الكثيرون عن السداد بعد أن أرهقتهم الأقساط المتزايدة، وقامت المؤسسات المالية ببيع ديون المواطنين في شكل سندات لمستثمرين عالميين بهدف تحويل المخاطر إلى المستثمرين حاملي هذه السندات الذين يحصلون على عوائد سنداتهم من مدفوعات المقترضين من أقساطهم الشهرية.<sup>(3)</sup>

ولتقوية ضمان السندات ابتكرت البنوك العاملة في إطار الرهن العقاري في الو.م.أ طرق جديدة، بتوجيه حاملي السندات إلى التأمين عليها لدى شركات التأمين مع تحملها المسؤولية في حالة عجز المقترض عن السداد مقابل الحصول على دفعات منتظمة

(1) محمد الهاشمي حجاج، مرجع سابق، ص 99.

(2) محمد راتب النابلسي، الأزمة المالية العالمية دلائل اقتصادية على سطوع المنظومة الرأسمالية من بين أنقاض الرأسمالية، دار الفكر، دمشق، ط2، 2009، ص 17.

(3) محمد الهاشمي حجاج، مرجع سابق، ص 100.

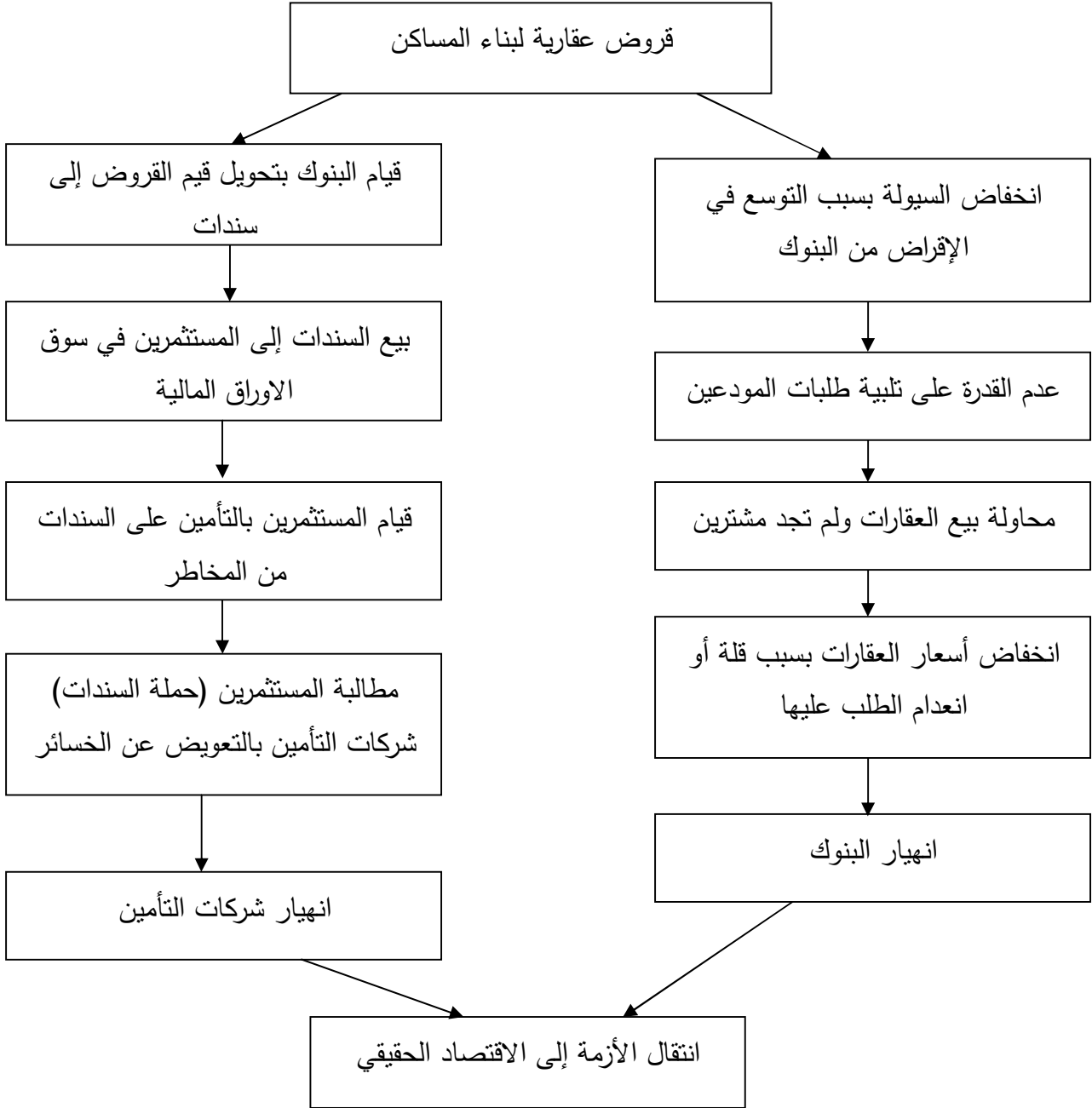
على غرار أقساط التأمين، وقد تم تنفيذ عمليات هذا التأمين دون أي رقابة أو إجراءات توجيهية من الأجهزة المالية المسؤولة، مما سهل انتشارها بصورة لم يسبق لها مثيل طيلة العقدين الماضيين، وأصبحت هذه العمليات من أكثر الأدوات المالية انتشاراً. تشجعت البنوك ومؤسسات الرهن العقاري بسببها على التوسع في الإقراض.<sup>(1)</sup>

وعليه فإن العقارات المرهونة حملت بعدد كبير من القروض التي تفوق قيمتها، وانقطعت بذلك الصلة بين المستثمرين والمقترضين بضمان العقارات، وعرفت أسعار العقارات انخفاض كبير في الوقت الذي تعذر فيه على المقترضين دفع أقساط القروض المستحقة عليهم بعد أن أرهقتهم الأقساط المتزايدة، مما أدى إلى زيادة ظاهرة استيلاء المقترضين على العقارات، وكثرت بذلك المواجهات بين البنوك والمقترضين، وعرض مالا يقل على ثلاثة ملايين منزل للبيع في أواسط عام 2007، إضافة إلى إفلاس عدد من المصارف ومؤسسات الإقراض الأمريكية<sup>(2)</sup>، ويمكن وضع تصور للأزمة بالشكل التالي:

(1) محمد الهاشمي حجاج، مرجع سابق، ص 101.

(2) نفس المرجع، ص 102.

شكل رقم (02): طبيعة الأزمة المالية العالمية الحالية 2008.



المصدر: بوعشة مبارك، الأزمة المالية، الجذور والأسباب والآفاق، الملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحكمة العالمية، جامعة فرحات عباس، سطيف، 20-21 أكتوبر 2009، ص5.

## المطلب الثاني: المراحل الكبرى للأزمة المالية العالمية

- يمكن تلخيص أهم المراحل التي مرت بها الأزمة المالية العالمية والتي ظهرت بالو.م.أ بداية 2007 في النقاط التالية:<sup>(1)</sup>
- فبراير 2007: عدم تسديد قروض الرهن العقاري (الممنوحة لمدينين لا يتمتعون بقدرة كافية على التسديد)، يتكثف في الو.م.أ ويسبب أولى عمليات الإفلاس في مؤسسات مصرفية متخصصة.
  - أغسطس 2007: البورصات تتدهور أمام مخاطر اتساع الأزمة والمصارف المركزية تتدخل لدعم سوق السيولة.
  - أكتوبر ديسمبر 2007: عدة مصارف كبرى تعلن انخفاض كبير في أسعار أسهمها بسبب أزمة الرهن العقاري.
  - 22 يناير 2008: الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي (البنك المركزي) يخفض معدل فائدته الرئيسية ثلاثة أرباع النقطة إلى 3.5% وهو إجراء ذو حجم استثنائي، وسيجري تخفيضه تدريجياً إلى 2% بين يناير ونهاية أبريل.
  - 17 فبراير 2008: الحكومة البريطانية تؤمّم بنك "تورنر روك".
  - 11 مارس 2008: تظافر جهود المصارف المركزية مجدداً لمعالجة سوق التسليفات.
  - 16 مارس 2008: "جي بي مورجان تشيس" يعلن شراء بنك الأعمال الأمريكي "بير ستيرنز" بسعر متدن ومع المساعدة المالية للاحتياطي الفيدرالي.
  - 07 سبتمبر 2008: وزارة الخزانة الأمريكية تضع المجموعتين العملاقتين في مجال تسليفات الرهن العقاري "فريدي ماك" و"فاني ماي" تحت الوصاية طيلة الفترة التي تحتاجها لإعادة هيكلة ماليتها، مع كفالة ديونها حتى حدود 200 مليار دولار.
  - 15 سبتمبر 2008: اعتراف بنك الأعمال "ليمان براذرز" بإفلاسه، بينما يعلن أحد أبرز المصارف الأمريكية بنك "أوف أميركا" شراء بنك آخر للأعمال في "وول ستريت" هو "ميرل لينش" وبالتالي يعلن عن أسوأ أزمة منذ مائة عام حيث يسقط رابع

(1) عبد المطلب عبد الحميد، الديون المصرفية المتعثرة والأزمة المالية المصرفية العالمية، مرجع سابق، ص ص 268-

- أكبر بنك أمريكي "ليمان براذرز" يعلن عن إفلاسه ليمثل صدمة عنيفة بأسواق المال وتراجع حاد بالبورصات.
- 10 مصارف دولية تتفق على انشاء صندوق للسيولة برأسمال 70 مليار دولار لمواجهة أكثر حاجاتها إلحاحا في حين توافق المصارف المركزية على فتح مجالات التسليف، إلا أن ذلك لا يمنع تراجع البورصات العالمية.
- 16 سبتمبر 2008: الاحتياطي الفيدرالي والحكومة الأمريكية تؤممان بفعل الأمر الواقع أكبر مجموعة تأمين في العالم "إيه آي جي" المهددة بالإفلاس عبر منحها مساعدة بقيمة 85 مليار دولار مقابل امتلاك 97.9% من رأسمالها.
- 17 سبتمبر 2008: البورصات العالمية تواصل تدهورها والإقراض يضعف في النظام المالي، وتكثف المصارف المركزية العمليات الرامية إلى تقديم السيولة للمؤسسات المالية، بالإضافة إلى هبوط الدولار الأمريكي متأثرا بتطورات إفلاس البنك الأمريكي "ليمان براذرز".
- 18 سبتمبر 2008: البنك البريطاني "لويدتي أس بي" يشتري منافسه "إتش بي أو أس" المهدد بالإفلاس والسلطات الأمريكية تعلن أنها تعد خطة بقيمة 700 مليار دولار لتخليص المصارف من أصولها الغير قابلة للبيع، والبنوك المركزية تضخ مئات المليارات من الدولارات لتوفير السيولة وجهود مكثفة لإنقاذ كبرى شركات التأمين الأمريكية، من خطر الإفلاس.
- 19 سبتمبر 2008: الرئيس الأمريكي جورج بوش يوجه نداء على التحرك فورا حيال خطة لإنقاذ المصارف لتفادي تفاقم الأزمة في الو.م.أ وشهدت أسعار البترول انخفاضا حادا في أسواق آسيا، وبورصات آسيا وأوروبا تشهد تراجعا.
- 20 سبتمبر 2008: خطة عاجلة بتكثيف تريليون دولار تتضمن شراء الحكومة لأصول المؤسسات المتعثرة.
- 23 سبتمبر 2008: الأزمة المالية تطغى على المناقشات خلال الجمعية العامة للأمم المتحدة في نيويورك، الأسواق المالية تضاعف قلقها أمام المماثلة حيال الخطة الأمريكية.

- 26 سبتمبر 2008: انهيار سعر سهم المجموعة المصرفية والتأمين البلجيكية الهولندية "فورتيس" في البورصة بسبب شكوك حول قدرتها على الوفاء بالتزاماتها وفي الوم.أ يشتري بنك "جي بي مورغان" منافسه "واشنطن ميوتشوال" بمساعدة السلطات الفيدرالية.
- 27 سبتمبر 2008: في أكبر انهيار في التاريخ المصرفي الأمريكي، الحكومة الأمريكية تغلق مؤسسة "واشنطن ميوتشوال" وتبيع أصولها لبنك "جيه بي مورجان" بحوالي 1.9 مليار دولار.
- 28 سبتمبر 2008: خطة الإنقاذ الأمريكية موضع اتفاق في الكونغرس، وفي أوروبا يجري تعويم "فورتيس" من قبل سلطات بلجيكا وهولندا ولوكسمبرغ، وفي بريطانيا يجري تأمين بنك "براد فورد وينبغلي".
- 29 سبتمبر 2008: مجلس النواب الأمريكي يرفض خطة الإنقاذ "ول ستريت" تنهار، وكانت البورصات الأوروبية تراجعت بقوة هي الأخرى في وقت سابق خلال النهار في حين واصلت معدلات الفائدة بين المصارف ارتفاعها مانعة المصارف من إعادة تمويل ذاتها، وقبل رفض الخطة أعلن بنك "سي تي غروب" الأمريكي أنه يشتري منافسه "واكوفيا" بمساعدة السلطات الفيدرالية، وفي البرازيل تم تعليق جلسة التداول في البورصة التي تسجل خسارة تفوق 10%.
- 01 أكتوبر 2008: مجلس الشيوخ يرفض خطة الإنقاذ المالي بعد رفض مجلس النواب له في تصويت أول والخطة تدعو لضخ 700 مليار دولار للبنوك والشركات المنهارة لتوفير السيولة واكتسابها القدرة على الإقراض مرة أخرى.

## المطلب الثالث: عوامل وأسباب الأزمة المالية العالمية

لقد ساهمت عوامل متعددة في تشكيل وانفجار الأزمة المالية العالمية التي بدأت بوادرها الأولى من الو.م.أ لتشمل باقي دول العالم، ويمكن إجمال أهم الأسباب التي كانت وراء انفجار الأزمة المالية العالمية فيما يلي:

## أولاً: ظروف الاقتصاد الأمريكي

يمكن إبراز أهمها في النقاط التالية:<sup>(1)</sup>

- **العجز التجاري:** منذ عام 1971 لم يسجل الميزان التجاري أي فائض بل عجز يزداد سنويا وصل في عام 2006 إلى 758 مليار دولار، ويعود السبب الأساس إلى عدم قدرة الجهاز الإنتاجي خاصة السلعي على تلبية الاستهلاك
- **عجز الميزانية:** لا يزال العجز المالي مرتفعا حيث قدر في ميزانية عام 2008 بمبلغ 410 مليار دولار أي 2.9% من الناتج المحلي الإجمالي، حيث يغلب الطابع العسكري على النفقات العامة والطابع السياسي على الضرائب.
- **المديونية:** أظهرت إحصاءات وزارة الخزانة الأمريكية ارتفاع الديون الحكومية (الإدارة المركزية والإدارات المحلية) من 4.3 تريليونات دولار في عام 1990 إلى 8.4 تريليونات دولار في عام 2003 وإلى 8.9 تريليونات دولار في عام 2007. وأصبحت هذه الديون العامة تشكل 64% من الناتج المحلي الإجمالي. ولا يتوقف ثقل المديونية الأمريكية على الإدارات الحكومية بل يشمل الأفراد والشركات أيضا، فقد بلغت الديون الفردية 9.2 تريليونات دولار منها ديون عقارية بمبلغ 6.6 تريليونات دولار، هذه الديون بذاتها أزمة اقتصادية خطيرة.
- كما تعاني الو.م.أ من مشاكل اقتصادية أخرى في مقدمتها التضخم الذي تجاوز 4% والبطالة التي تشكل 5% والصناعة التي تتراجع أهميتها والفقير.

(1) كمال بن موسى، عبد الرحمان بن سعد، مرجع سابق، ص 10.

## ثانيا: الانحراف عن المقاييس المعمول بها في منح القروض العقارية

يرى عدد كبير من الاقتصاديين والخبراء والمحللين الماليين أن السبب الرئيسي للأزمة المالية الأمريكية يرجع إلى غياب الرقابة على البنوك وشركات التأمين وشركات الرهن العقاري، مما أدى إلى انفجار فقاعة الرهن العقاري وتفجر الأزمة ومن ثم إفلاس العديد من البنوك والبورصات وشركات التأمين والرهن العقاري.<sup>(1)</sup>

لقد لوحظ توجه المستثمرين بعد تدني قيمة الأصول المنقولة في الأسواق المالية سنة 2000، إلى شراء سندات المعروضة في السوق وعلى الخصوص السندات العقارية بغرض تحقيق مردودية أكبر، كما أن أغلب المستثمرين في هذه السندات هم من بنوك الاستثمار والوسطاء الماليين الجدد، وبما أن المنافسة كانت بين البنوك مما جعلها تقوم بتوسيع حجم القروض الرهنية بدرجة لم يسبق لها مثيل في السابق في الو.م.أ وهذا بالطبع على حساب الصرامة في تطبيق القواعد الاحترازية وفي تقييم المستفيدين من هذه القروض.<sup>(2)</sup>

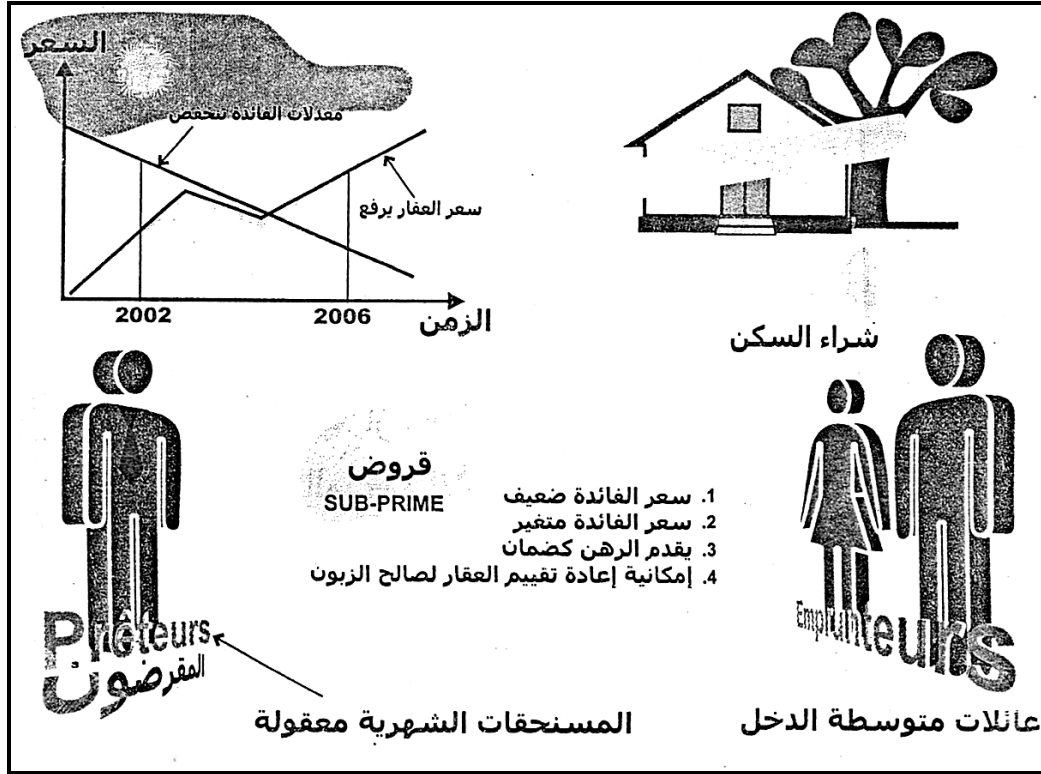
فالقروض الرهنية العقارية من الدرجة الثانية قد منحت لفئة من الزبائن لا تتوفر فيهم أدنى شروط الاقتراض إما لأن الدخل كان غير كافيا أو لأن المعنيين بالأمر ليس لديهم عمل أو ليس لديهم أية ضمانات تسمح لهم بالاستفادة من الاقتراض أو الكل معا. هذا مقارنة مع القروض الرهنية من الدرجة الأولى التي تطبق فيها عادة الشروط الاحترازية المتعارف عليها والمعمول بها عالميا وهي أخذ جميع الاحتياطات من أجل ضمان استرداد المبالغ المقرضة حسب الاستحقاقات المنصوص عليها في وثيقة القرض.<sup>3</sup>

(1) محمد الهاشمي حجاج، مرجع سابق، ص 114.

(2) عبد القادر بلطاس، تداعيات الأزمة المالية العالمية - أزمة Sub-prime، دار النشر، Légrende، 2009، ص 30.

<sup>3</sup> - نفس المرجع، ص 30.

الشكل رقم(03): حركة بيع وشراء العقارات في الو.م.أ.



المصدر: عبد القادر بلطاس، مرجع سابق، ص31.

واستمرت الشركات العقارية في تحقيق الأرباح الكبيرة نتيجة لاستمرار ارتفاع أسعار العقارات واستمرار البنوك في منح القروض العقارية دون قيود حتى حدوث انفجار الفقاعة العقارية، حيث انهارت اسعار العقارات ولم يعد الأفراد قادرين على سداد ديونهم حتى بعد بيع عقاراتهم المرهونة.<sup>(1)</sup>

ونتيجة تضرر العديد من البنوك بسبب عدم سداد المقترضين لقروضهم هبطت أسعار أسهمها في البورصة، وأعلنت شركات عقارية عديدة عن إفلاسها، كما هبطت أيضا أسعار أسهم الشركات الأخرى غير العاملة في القطاع العقاري، ويبدو أن انعدام الثقة وتزايد ظاهرة الذعر المالي لدى الأفراد وتوجههم نحو سحب أموالهم من البنوك بسرعة غير متوقعة كان أحد أسباب الانهيارات المالية لكبريات البنوك الأمريكية والتي أهمها بنك "ليمان براذرز".<sup>(2)</sup>

(1) محمد الهاشمي حجاج، مرجع سابق، ص115.

(2) نفس المرجع، ص115.

## ثالثاً: تعميم المضاربة واللجوء إلى أوراق مالية جد متطورة

يعتبر تقادي المخاطر غير المؤمنة أحد أهم القواعد المعمول بها في الائتمان المصرفي، والتي قد تأثر سلباً على أداء البنك وتهدد بخطر افلاسه، لذلك لا بد من الأخذ بعين الاعتبار كل الإجراءات والقواعد الاحترازية وتوفير السيولة اللازمة لإدارة مختلف العمليات التي تقوم بها البنوك وتلبية حاجيات الزبائن، وخلال العقود الأخيرة تجاوبت معظم المؤسسات المالية مع هذا الالتزام وبكيفية جديدة جد متطورة للعمل على تحقيق هذه الشروط الاحترازية وذلك باستخدام تقنية جديدة تعرف بالتوريق.<sup>(1)</sup>

وتعددت المفاهيم المتعلقة بالتوريق بتعدد الكتاب والباحثين فقد عرف "ماكس مورو" التوريق بأنه: "عبارة عن تقنية تتمثل في تحويل أصول مالية غير سائلة إلى أوراق مالية قابلة للتداول في الأسواق المالية"، وتستند هذه الأوراق إلى ضمانات عينية أو مالية ذات تدفقات نقدية متوقعة، ولا تستند على قدرة المدين على الوفاء بالتزاماته بسداد الديون المترتبة عليه.<sup>(2)</sup>

نشأت ظاهرة التوريق في الو.م.أ منذ مطلع سبعينيات القرن الماضي، وكان السبب البارز لاستحداث هذه التقنية الجديدة هو معالجة أزمات مالية تتعلق بتوزيع القروض العقارية، والتي كانت تغطي عليها معاملات غير مجدية تسببت في العديد من الأزمات المالية.<sup>(3)</sup>

كان الهدف ولا يزال من تقنية التوريق تقادي مثل هذه الأزمات في المستقبل بحيث يمكن توفير الأموال طويلة الأجل لتوظيفها في قروض سكنية طويلة الأجل وقد انتشرت عملية التوريق في معظم دول العالم نظراً للاستحسان الذي شهدته.

يعد التوريق أحد الأسباب الرئيسية التي أدت إلى أزمة الرهن العقاري، حيث تم تحويل قروض الرهن العقاري الأمريكية إلى سندات ثم عرضها وبيعها وتداولها بين العديد من المستثمرين في معظم دول العالم، وأقبلت عليها بشكل كبير مؤسسات مالية وبنوك شهيرة

(1) عبد القادر بلطاس، مرجع سابق، ص 35.

(2) محمد الهاشمي حجاج، مرجع سابق، ص 116.

(3) شوقي جباري، دور الهندسة المالية في تأجيج شرارة الأزمة الراهنة، المؤتمر العلمي حول الأزمة الاقتصادية المعاصرة أسبابها، تداعياتها وعلاجها، جامعة جرش، الأردن، 2010، ص 17.

ذات ثقل كبير في الأسواق المالية العالمية بغرض تحقيق مزيد من الأرباح، والغريب أن العديد من المؤسسات أعلنت بعد وقوع الأزمة المالية بأنها لم تكن على علم بدرجة المخاطرة بنسبة المضاربات المعقدة لعمليات الرهن العقاري والمنتجات والأدوات المالية الأخرى المتعلقة بها.<sup>(1)</sup>

تجدر الإشارة إلى أن البنوك لم تكتفي بالتوسع في الإقراض بل استخدمت المشتقات المالية لتوليد مصادر جديدة للتمويل وبالتالي للتوسع في الإقراض<sup>(2)</sup>، وذلك عندما يتجمع لدى البنك محفظة كبيرة من رهونات العقارية، فإنه يلجأ إلى استخدام هذه المحفظة من رهونات العقارية لإصدار أوراق مالية جديدة يقترض بها من المؤسسات المالية الأخرى بضمان هذه المحفظة، وهو ما يطلق عليه التوريق أو التسنييد، فكأن البنك لم يكتفي بالإقراض الأول بضمان هذه العقارات، بل أصدر موجة ثانية من الأصول المالية بضمان هذه الرهون العقارية، فالبنك يقدم محفظة من رهونات العقارية كضمان للاقتراض الجديد من السوق عن طريق إصدار سندات أو أوراق مالية مضمونة بالمحفظة العقارية، وهكذا فإن العقار الواحد يعطي مالكة الحق في الاقتراض من البنك، ولكن البنك يعيد استخدام نفس العقار ضمن محفظة أكبر للاقتراض بموجبها من جديد من المؤسسات المالية الأخرى وهذه هي المشتقات المالية.<sup>(3)</sup>

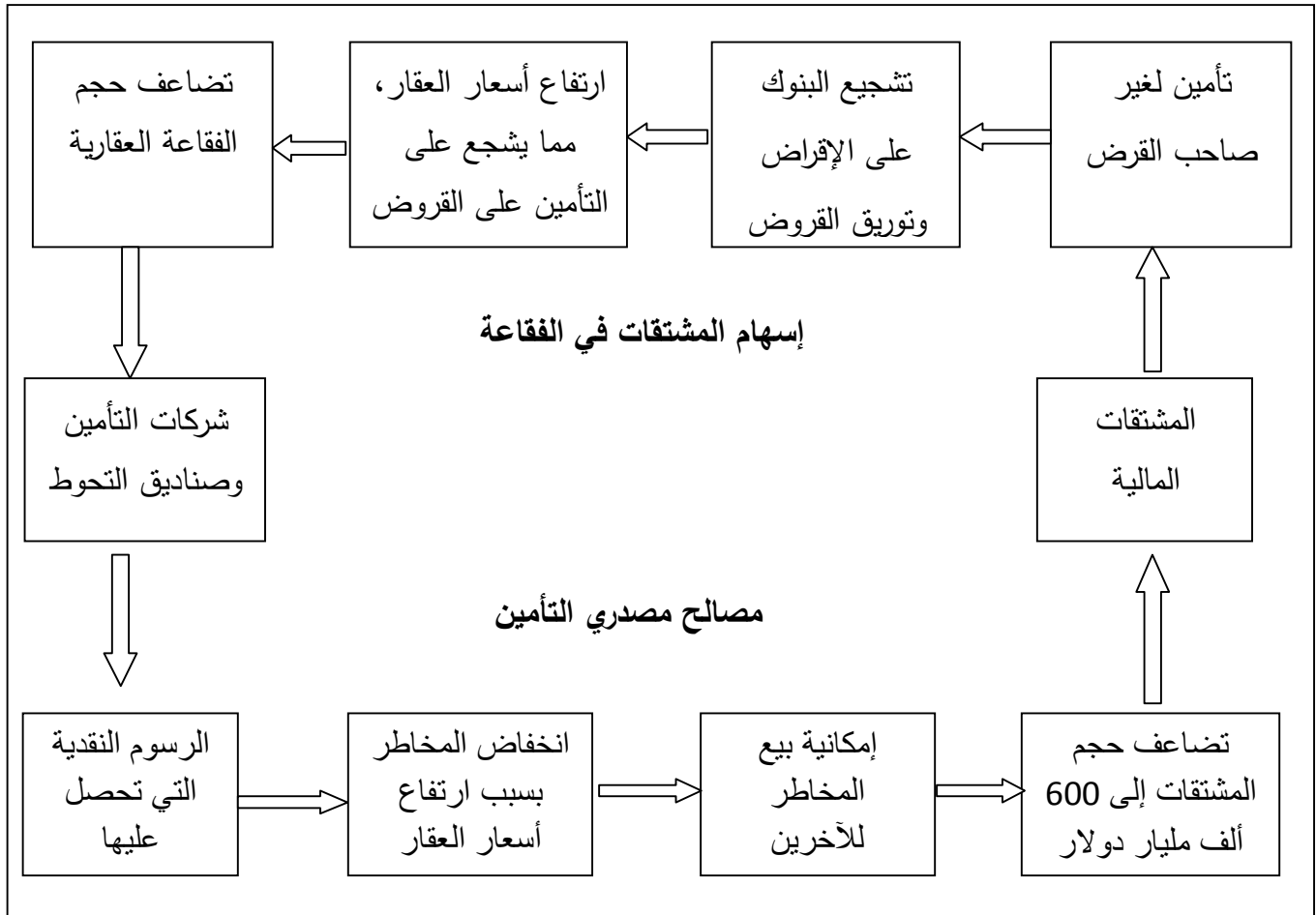
ساهمت المشتقات المالية بشكل كبير في وقوع الأزمة المالية العالمية وفي الزيادة من شدتها، وكان لها دور كبير في نقل الأزمة إلى الأسواق المالية العالمية. والشكل التالي يبين مساهمة المشتقات المالية في إحداث الأزمة المالية الراهنة:

(1) محمد الهاشمي حجاج، مرجع سابق، ص 119.

(2) مصطفى كامل خليل الحجازي، المشتقات المالية وتداعيات الأزمة المالية العالمية، المؤتمر العلمي حول الجوانب القانونية والاقتصادية في الأزمة المالية العالمية، جامعة المنصورة، مصر، 1-2 أبريل 2009، ص 30.

(3) خالد أمين عبد الله، محمد أحمد صقر، الأزمة المالية الدولية وانعكاساتها على أسواق المال والاقتصاد العربي، مركز دراسات الشرق الأوسط، ط1، عمان، الأردن، 2009، ص 28.

الشكل رقم ( 04 ): دور المشتقات المالية في احداث الأزمة المالية الراهنة



المصدر: صالح و غربي عبد الحليم، دور المنتجات الإسلامية في تحقيق الإستقرار الاقتصادي، ورقة بحث مقدمة إلى الملتقى الدولي الثاني حول الأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية والمصرفية، النظام الإسلامي نموذجاً، خميس مليانة، يومي 5-6 ماي 2009، ص15.

وقد اختلفت التقديرات حول القيمة الاجمالية للمشتقات المالية حيث تشير بعض التقارير أن قيمة المشتقات في العالم أثناء انفجار فقاعة الرهن العقاري الأمريكية تجاوزت 590 تريليون دولار، أي نحو 10 أضعاف ما ينتجه العالم كله من السلع والخدمات، وقد انهارت بالكامل المتاجرة بالمشتقات في سبتمبر 2008 وبعد أن شهدت بورصات العالم عمليات بيع للأسهم شبيهة بشكل كبير بعمليات بيع الأسهم عند اندلاع أزمة الكساد الكبير.<sup>(1)</sup>

(1) محمد الهاشمي حجاج، مرجع سابق، ص119.

رابعاً: وكالات التصنيف الائتماني ومساهمتها في الأزمة المالية العالمية<sup>(1)</sup>

يعرف التصنيف الائتماني بأنه عبارة عن "عملية تهدف إلى توفير المعلومات والتقييم المستقل بشأن مدى ملاءة المؤسسة المالية، وقدرتها على الوفاء بالتزاماتها التعاقدية أو جودة الأوراق أو المنتجات المالية، وفي نفس الوقت لا يعتبر التصنيف ضماناً بقدرة المؤسسة على الوفاء بالتزاماتها".

تعتبر شركة "Moody's" أول من أصدر مؤشرات الجدارة الائتمانية في عام 1909 وبحلول عام 1929 كانت "Moody's" تقوم بتصنيف حوالي 50 حكومة مركزية تصدر سندات اقتراض دولياً، وخلال تسعينيات القرن الماضي، ازدهر نشاط تصنيف الدول للجدارة الائتمانية، وأصبح على الأقل هناك تسع شركات تقوم بعملية التصنيف أهمها: "Standard Poor's" و "Fitch moody's" وكل منها يقوم بتصنيف ما يزيد عن 80 دولة مستقلة، ثم انضمت مؤخراً شركات أخرى مثل: "Phelps" و "Duff" و "Ibca" ... وغيرها، ويوضح الجدول الموالي مستويات التصنيف الائتماني حسب أهم الوكالات الدولية.

(1) محمد الهاشمي حجاج، مرجع سابق، ص 121-122.

الجدول رقم (04): التصنيف الائتماني للسندات حسب وكالات "Moody's" و "S&P" و "Fitch"

الخصائص	فيتش	ستاندرد آند بورز	موديز
أقصى درجة الأمان	AAA	AAA	Aaa
جودة عالية أو جيدة	AA+	AA+	Aa1
	AA	AA	Aa2
	AA-	AA-	Aa3
متوسط الجودة	A+	A+	A1
	A	A	A2
	A-	A-	A3
جودة أقل من المتوسط	BBB+	BBB+	Baa1
	BBB	BBB	Baa2
	BBB-	BBB-	Baa3
مضاربة	BB+	BB+	Ba1
	BB	BB	Ba2
	BB-	BB-	Ba3
مضاربة شديدة	B+	B+	B1
	B	B	B2
	B-	B-	B3
مضاربة شديدة		CCC+	C
		CCC	C
		CCC-	C
وجود مشاكل	DDD		
	DD		
	D		

Source : F. Mishkin, Monnaie Banque et marchés financiers, pearson Education France, 9<sup>eme</sup> édition, Paris, 2010, p146.

تمثل الفئة (AAA) أعلى تصنيف لجودة السندات، وتعتبر السندات المصنفة في المجموعات الأولى من كلا التصنيفين فئات الاستثمار، وتتميز بارتفاع القدرة على سداد فوائد وأصل الدين وفقاً لترتيب كل مجموعة بالجدول، أما المجموعات الأخرى فتشمل السندات التي تتوافر على خاصية المضاربة، وتتميز بانخفاض جودتها، وتواجه باحتمالات التوقف عن السداد، وتتزايد تلك الاحتمالات كلما انخفض التصنيف إلى أن تصل لدرجة التوقف الفعلي عن السداد.

لقد انتشر الفساد في الكثير من وكالات التصنيف في الو.م.أ وبعض الدول الأوروبية خلال الفترة التي سبقت الأزمة المالية، بحث كان التقييم لا يعبر عن حقيقة الجدارة الائتمانية للبنوك وشركات التأمين وشركات إعادة التأمين وشركات التمويل العقاري، وبالرغم من أن الديون العقارية للمدينين مرتفعي المخاطر قد اشترت من قبل بنوك كبيرة وقوية مثل: "مورغان ستانلي" و"ليمان برادرز"، فقد قامت وكالات التصنيف الائتماني بمنح السندات التي تضم حزمة من الديون الخطرة والمشكوك فيها تصنيفا مرتفعا وأمنا، وبدرجة أعلى تصنيف (AAA)، وبذلك تحملت مؤسسات التصنيف الائتماني جزءاً من مسؤولية الأزمة المالية العالمية، لأن ذلك التصنيف غير الدقيق جعل البنوك تتجاهل حجم المخاطر التي تتعرض لها أو على الأقل كانت غير مدركة لها آنذاك، لذلك عندما ظهرت حالات العجز عن السداد كانت أولى الجهات المتضررة هي الشركات العقارية التي قدمت القروض العقارية متحملة بذلك مخاطر الائتمان.

#### خامساً: ضعف وعدم كفاية إجراءات الرقابة في القطاع المالي وهشاشة التطبيق<sup>(1)</sup>

ومن أسباب الأزمة أيضاً غياب إجراءات كافية للرقابة والضبط، أو التراخي في تطبيقها إن وجدت، فقد شاع في القطاع المالي مناخ من التساهل والتعاضى عن القواعد السليمة لمنح الاهتمام والتعاضى عن تطبيق الضوابط القوية على ملاءة المؤسسات الائتمانية وآليات علمها، حتى وصلت الأمور إلى حد التسبب والانفلات.

إن هذا المناخ لم يترتب عليه تضخم الديون الرديئة فحسب، بل ساعد أيضاً على انتشار الفساد، وهياً تربة جيدة لتنامي عمليات النصب والاحتيال والتدليس والغش والتوطؤ بين أطراف مختلفة في القطاع المالي. وقد كان لمؤسسات التقييم الائتماني وشركات المراجعة دور ملحوظ في الممارسات الفاسدة التي شهدتها القطاع المالي الأمريكي.

المهم في الأمر أن غياب وتراخي الرقابة والضبط لم يأتي بطريق السهو أو الصدفة، بل إنه جزء لا يتجزأ من مناخ الحرية الاقتصادية والعولمة الناتج عن هيمنة فلسفة الليبرالية الاقتصادية الجديدة التي طبقت في المملكة المتحدة والو.م.أ منذ ما يقارب

(1) أسباب الأزمة الاقتصادية العالمية من منظور الاقتصاد الإسلامي، المؤتمر الدولي الرابع اتجاهات اقتصادية عالمية، بعنوان الأزمة الاقتصادية العالمية من منظور الاقتصاد الإسلامي، كلية العلوم الإدارية، جامعة الكويت، ص14.

ثلاث عقود، والتي عملت دول المركز الرأسمالي والمؤسسات الدولية الخاضعة لها على تسويقها في جميع دول العالم، بما فيها الدول النامية ونجحت في ذلك نجاحا باهرا.

سادسا: علاقة صناديق التحوط بأزمة الائتمان العالمي<sup>(1)</sup>

صناديق التحوط هي عبارة عن صناديق استثمارية تستعمل تقنيات التحوط ضد المخاطر المالية في الأسواق المالية، وهذه الصناديق تفتقر للشفافية في معاملاتها ولا تخضع لقيود تنظيمية وإشرافية للتنظيم عملها، وهو ما جعلها في كثير من الأحيان تشكل خطرا يهدد النظام المالي، ولعل أبرز مثال على ذلك إفلاس صندوق إدارة رؤوس الأموال طويلة الأجل (LTCM) عام 1998، وكذلك أزمة الرهن العقاري التي كشفت عن المخاطر المترتبة عن تعامل صناديق التحوط في المنتجات المهيكلة، و قد قاد لانتشار هذه الظاهرة السيولة النقدية الهائلة والمكسب السريع الذي تحققه هذه الصناديق، إذ تسيطر على ثلث مداورات الأسهم، و بحوزتها أصول بقيمة تريليونين دولار.

ونظرا لكون صناديق التحوط لا تتسم بالشفافية و تستثمر في مشروعات عالية المخاطرة، فإنها استثمرت في سندات معتمدة على القروض الممنوحة في سوق الرهن العقاري، و أصبحت من أكبر المتعاملين في تجارة منتجات التوريق، فهي تمتلك حوالي نصف إصدارات التزامات الدين المعزز بضمان (CDO)، وحصتها مرتفعة خاصة بالنسبة للشرائح الأكثر مخاطرة وهي النتائج الدنيا والوسطى، والتي تعتبر الأكثر عرضة لتراجع قيمة الأصول.

فإذا كانت الخسائر على مجمع ABS (Pool de ABS) أكبر بكثير من تلك المتوقعة من طرف الوكالات أثناء قيامها بتتقيط تلك السندات، فإن كل الشرائح الدنيا والوسطى تنهار كما تتعرض الشرائح الممتاز أيضا لهجمة، و تؤدي عملية إعادة تقييم المخاطر في النهاية إلى انهيار كل سلسلة التوريق، وهو ما حدث فعلا لصناديق التحوط التي أصبحت انطلاقا من مارس 2008 تعاني من شح في السيولة، وقد شهد الوضع تدهورا كبيرا في أعقاب اتساع الأزمة المالية بشكل هائل في شهر سبتمبر 2008، حيث بيعت أصول سائلة بأسعار البيع الاضطراري وألغيت خطوط الائتمان المقدمة للصناديق التحوطية

(1) نادية العقون، مرجع سابق، ص-ص 177-179.

وغيرها من الوسطاء الماليين المعتمدين على الرفع المالي فيما يسمى "الجهاز المصرفي غير الرسمي".

### سابعا: انفصال الاقتصاد المالي عن الاقتصاد الحقيقي

منذ أن طبق نموذج العولمة والليبرالية الجديدة احتدم الانفصال بين الاقتصاديين الحقيقي المتمثل بإنتاج السلع والخدمات، والاقتصاد الورقي الذي تمثله الأدوات المالية المختلفة في الأسواق المالية العالمية، فقد نما الأخير بمعدلات عالية جدا على عكس القطاع الحقيقي والذي كان ينمو ببطء فازدادت الهوة بين هذين القطاعين، فقد أظهرت بيانات بنك المستويات الدولية أن قيمة المشتقات المالية نهاية عام 2007 بلغت نحو (600) تريليون دولار أي ما يعادل 11 مرة من الناتج المحلي الحقيقي العالمي، وفي عام 2008 بلغ حجم التبادل التجاري الخارجي في عقود المتقفات المالية غير المسددة نحو 592 تريليون دولار أمريكي أي ما يعادي (10) أضعاف الناتج المحلي الإجمالي والذي بلغ نحو (60) تريليون دولار لنفس العام، وبذلك فإن الأزمة المالية العالمية تمتد جذورها إلى بداية دخول النظام الرأسمالي حيز التطبيق والممارسة فبعد انفجارها أعطت صورة معبرة عن حجم الفقاعة التي تمت في ظل الانفصام المتزايد بين الاقتصاد الورقي والحقيقي، إذ كانت قيمة أصول بنك "ليمان براذرز" قبل انهياره (700) مليار دولار في حيث تم شراؤه بمبلغ (60) مليار دولار.<sup>(1)</sup>

(1) عبد الكريم جابر شنجار العيساوي والسيد عبد المهدي رحيم حمزة العويدي، الأزمة المالية العالمية وإصلاح النظام النقدي الدولي، مجلة القادسية للعلوم الإدارية والاقتصادية، المجلد 14، العدد 3، 2012، ص 181.

## المبحث الثاني: عدوى وقنوات انتقال الأزمة وأهم الآثار المترتبة عنها

ألقت أزمة الرهن العقاري الأمريكية تبعاتها على الاقتصاد العالمي، وطالت مختلف القطاعات الاقتصادية في الو.م.أ وأوروبا وأدت إلى خسائر مالية يصعب حصرها، ونظرا لمكانة الاقتصاد الأمريكي بين اقتصاديات العالم، فقد كان لتشابك العلاقات الاقتصادية بينه وبين غيره من دول العالم الأخرى الأثر الواضح في تعدي آثار الأزمة المالية إلى جميع أنحاء العالم في وقت قياسي لم يكن متوقعا.

## المطلب الأول: عدوى أزمة الرهن العقاري

نشأت أزمة الرهن العقاري في الو.م.أ، وبلغت ذروتها في سبتمبر 2008 عندما قررت الحكومة عدم إنقاذ بنك الاستثمار "ليمان براذرز" في حين كانت الحكومة الأمريكية قد ساعدت قبل ذلك، بنك الاستثمار "بيرستينرز" والوكالات العقارية "فريدي ماك" و"فاني ماي"، والقرار العكسي في حالة بنك "ليمان براذرز" زعزع الاستقرار في الأسواق المالية العالمية، وقد تطورت الأزمة بعد ذلك بصورة سريعة، مؤثرة بذلك على شركات التأمين كمجموعة "أمريكان إنترناشيونال" غروب (AIG) التي تعتبر أكبر شركة تأمين في الو.م.أ، إلى جانب كثرة حالات الاندماج القسري للبنوك بطريق الإستحواذ، وحالات إشهار الإفلاس التي طالت العشرات من البنوك والمؤسسات المالية العملاقة، حتى بلغ عددها في الو.م.أ وحدها بعد شهرين فقط من انفجار الأزمة المالية تسعة عشر بنكا عملاقا، كإفلاس بنك "ليمان براذرز"، و"ميريل لنش" الذي اشتراه بنك "أوف أمريكا"، وتحول بنكي "مورجان ستانلي" و "جولدن ساكس" بإرادتهما إلى مجموعتين مصرفيتين قابضتين تابعتين لبنك الاحتياط الفيدرالي للحصول على مساعدته في مواجهة الأزمة.<sup>(1)</sup>

وقد انتقلت عدوى الأزمة إلى الأسواق المالية وكانت أسهم القطاع المصرفي قاطرة الانهيار في أسعار الأسهم، وقد زادت الأمور توترا بعد فشل بنكي الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي، والبنك المركزي الأوروبي في التخفيف من تراجع المؤشرات، فمثلا تراجعت أسهم "سي تي جروب" بنسبة 15%، وهبطت أسهم "غولدمان ساكس" بـ 12% أما "مورغان ستانلي" أكبر شركات التعامل في الأوراق المالية للخزانة الأمريكية، فقد تراجعت أسهمها

(1) نادية العقون، مرجع سابق، ص ص 183، 184.

بنسبة 14%، وتملك الخوف باقي البنوك التي بدأت تضيق الخناق على عمليات الإقراض مما هدد المحرك الرئيسي للاقتصاد الأمريكي المتمثل في الائتمان.

إن الأزمات والاضطرابات التي تعصف بالاقتصاد الأمريكي تتعدى الحدود الأمريكية لتلقي بظلالها على قليل من الدول، وهو ما تؤكد ماديات انتشار أزمة الرهن العقاري، ويعزى ذلك إلى قوة الاقتصاد الأمريكي، فهو يمثل ما يقارب ثلث الناتج العالمي، و سيتأثر بأكثر من ثلث التجارة العالمية، وارتكازا على عدد من المؤشرات:<sup>(1)</sup>

- معدل التشابه المرتفع في النسبة الاقتصادية تأثيرا وتأثرا، في ما ارتبط منه بالمراكز الرأسمالية.

- معدل الارتباط المرتفع بين المراكز الرأسمالية وبين القطب الأمريكي من خلال الصادرات والواردات.

- معدل ارتباط الأطراف (الدول النامية) بصفقتها مستودع للخامات بالاقتصاد الأمريكي.

### المطلب الثاني: أهم قنوات انتقال الأزمة المالية إلى أزمة عالمية

هناك عدة قنوات انتقلت من خلالها آثار الأزمة المالية من الدول الصناعية إلى الدول النامية والدول المنخفضة الدخل، ومن هذه القنوات:

#### أولا: قناة الأسواق المالية<sup>(2)</sup>

قد يؤدي أي خلل مالي في أحد الأسواق المالية الدولية الرئيسية إلى اختلالات موازية في الأسواق المالية العالمية الأخرى ما تلبث أن تتحول إلى أزمة مالية واقتصادية عالمية، نظرا لتعاظم دور سوق الأوراق المالية في الدول، وتوجه الكثير من المستثمرين نحوها رغبة في تحقيق الأرباح استنادا إلى عمليات المضاربة التي تتم في هذه السوق، وبما أن السوق الأمريكي يلعب دور القائد للأسواق العالمية (يشكل حوالي ثلث حجم السوق المالي العالمي)، ونظرا لارتباط السوق الأمريكي ارتباطا عضويا وخاصة بالسوق الأمريكي والآسيوي، فإن أي تراجع في نشاط الاقتصاد الأمريكي يجعل الشركات في هذه الدول تعاني من انخفاض حجم مبيعاتها وتراجع ربحيتها، وعندما تظهر مؤشرات هذا التراجع تبدأ

(1) نادية العقون، مرجع سابق، ص 184.

(2) نفس المرجع، ص ص 185-187.

البورصات العالمية في التقهقر، وينعكس ذلك في انخفاض أسعار الأسهم على المستوى العالمي، آخذين في الاعتبار أن مؤسسات المال العالمية سواء كانت أمريكية أو أوروبية تحرص على تنويع محافظها المالية عن طريق الاستثمار في كافة بورصات الأوراق المالية بما فيها البورصات الناشئة، وذلك لتقليل درجة المخاطر المترتبة على تراجع الأسهم في أي البورصات العالمية.

وعلى هذا الأساس كانت إحدى الآثار الأولية لأزمة الرهن العقاري التي تم ملاحظتها تتمثل في انخفاض وتراجع أهم مؤشرات البورصات العالمية، حيث تراجع مؤشر "داوجونز" بنسبة 12%، مؤشر "نيكاي" بنسبة 26%، ومؤشر "CAC40" بنسبة 22%، ومؤشر "داكس" بنسبة 19%، و تراجع أسواق المال في كل من تايلاند وماليزيا وهونج كونج وأندونيسيا وكوريا وسنغافورة وتايوان، في حين كان تراجع سوق الصين أقل من نظيراتها الآسيوية، باعتبار أن الصين لا تمتلك استثمارات مرتبطة بمشكلات الرهن العقاري الأمريكي كما عرفت كل الأسواق المالية الأوروبية هبوطاً، حيث تراجعت أسواق السويد، هولندا، النرويج، بلجيكا، النمسا، الدنمارك، فنلندا، بريطانيا، وألمانيا، بينما فقد مؤشر "ناسداك" نحو 1.7% من قيمته، وهذا التراجع لم يقتصر على أسهم الشركات المالية ولكن جميع الأوراق المالية المدرجة، وذلك يعكس أن الصعوبات التي تواجهها المؤسسات المالية يمكن أن تنتقل إلى الاقتصاد الحقيقي.

ولقد كان لآلية التوريق الدور الكبير في عدوى وانتشار أزمة الرهن العقاري من خلال قيام البنوك الأمريكية بتحويل الكثير من القروض العقارية إلى سندات مغطاة بأصول و طرحها للتداول في البورصات الأمريكية بأقل من قيمتها تحت ضغط الحاجة للسيولة، الشيء الذي أثار حالة تهافت عالمية لاقتنائها، شملت بالإضافة إلى مستثمرين أمريكيين الكثير من المستثمرين من غير الأمريكيين، حيث تم اقتناء تلك الأصول من طرف البنوك وصناديق الاستثمار وشركات التأمين من مختلف أنحاء العالم، وهو السبب الجوهري الذي منح الأزمة عند نشوبها بعدا عالميا.

تأسيسا على ما سبق يمكن القول أن أزمة الرهن العقاري كان من الممكن أن تنحصر في الو.م.أ، ويقتصر موضوع انهيار سوق الإسكان كأزمة إسكان فقط، ولكن الحجم الكبير للدين الأمريكي والاستخدام الواسع للمنتجات المالية المهيكلة المرتكزة على الرهن العقاري في السوق المالي العالمي دفعت بالأزمة إلى أسواق مالية أخرى خارج الو.م.أ ترافق مع شح كبير في السيولة.

### ثانياً: قناة سعر الصرف

لقناة أسواق المال تأثير مباشر على سعر الصرف، كما يمكن دراسة سعر الصرف كقناة انتقال أثر أزمة الرهن العقاري إلى أزمة مالية عالمية.

يعتبر سوق النقد جزء من أسواق المال وفيه تتداول الأدوات المالية قصيرة الأجل وفي مقدمتها العملات، وهذه السوق أكثر عرضة للتأثر من غيرها بالأزمة الاقتصادية العالمية، فقد ساهم الدولار الأمريكي، باعتباره من أهم العملات المتداولة في هذه السوق، في تدويل الأزمة وإعطائها بعدا عالميا فيما يعرف "بالاحتباس الدولارى"، باعتبار أنه ومنذ نهايات الحرب العالمية الثانية والاقتصاد العالمي محتبس ضمن العملة الأمريكية الدولار: عملة "التجارة العالمية" دون منازع "وحدة الاحتياطات الدولية" دون شريك و"آلية التسوية الدولية" دون أدنى تحفظات.<sup>(1)</sup>

وكان للتوتر الذي أصاب الأسواق المالية في الآونة الأخيرة أثر على أسواق النقد الأجنبي، فقد زاد انخفاض سعر الصرف الفعلي الحقيقي للدولار الأمريكي مقارنة بما كان عليه في منتصف 2007 في ظل تراجع الاستثمارات الأجنبية في السندات والأسهم الأمريكية والذي أحدث انخفاض في السندات والأسهم الأمريكية والذي أحدثه انخفاض مستوى الثقة في سيولة هذه الأصول والعائد عليها، فقد انخفض الدولار بما يقارب 15% منذ بداية سبتمبر 2008، مقابل اليورو، وحسب توقعات (Financial Times) فقد يحتل اليورو المرتبة الثانية كعملة عالمية مع 27% من احتياطات الصرف، فقد يظهر اليورو كوزن ثقيل أمام الدولار في السنوات الخمس المقبلة<sup>(2)</sup>، أما الين الياباني الذي يقف شاهداً

(1) نادية العقون، مرجع سابق، ص 187.

(2) عبد الغاني بن علي، أثر أزمة الرهن العقاري في الأزمة المالية العالمية، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية فرع تحليل اقتصادي، جامعة دالي إبراهيم، (2009-2010)، ص 122.

على قوة اليابان في الفترة (1970-1990) فقد تدهور هو الآخر من 6.1% إلى 3.4% فمذ اللحظة الأولى لتطبيق خطة الإنقاذ الأمريكية يتهاوى الدولار في جولة من جولات التهاوي المتكررة والمستمرة.

وهناك عدد من القنوات التي من خلالها يمكن أن يؤدي انخفاض القيمة الفعلية الاسمية للدولار إلى زيادة أسعار السلع الأساسية بالدولار وذلك على النحو التالي: (1)

**قناة القوة الشرائية والتكلفة:** معظم السلع الأساسية - لاسيما النفط الخام والمعادن النفيسة، والمعادن الصناعية، والحبوب كالقمح والذرة - مسعرة بالدولار الأمريكي وانخفاض قيمة الدولار يجعل السلع الأساسية أرخص من منظور المستهلكين في المناطق بخلاف منطقة الدولار، وبالتالي يؤدي إلى زيادة طلب تلك المناطق، أما على جانب العرض، فإن الضغوط على الأسعار قد تنشأ من انخفاض الأرباح مقومة بالعملة المحلية من منظور المنتجين خارج منطقة الدولار.

**قناة الأصول:** بالنظر إلى دور قناة القوة الشرائية والتكلفة، يؤدي انخفاض قيمة الدولار إلى تخفيض العائدات بالعملة الأجنبية على الأصول المالية المقومة بالدولار، وهو ما يمكن أن يجعل الأسعار الأساسية فئة (أصول بديلة) أكثر جاذبية للمستثمرين، وفضلا على ذلك يؤدي انخفاض قيمة الدولار إلى زيادة مخاطر الضغط التضخمي في الو.م.أ مما يدفع المستثمرين إلى الانتقال صوب أصول حقيقية - كالسلع الأساسية - من أجل التحوط من التضخم فعلى سبيل المثال انتعشت أسعار السلع الأساسية في سبعينيات القرن العشرين عندما ساد ارتفاع التضخم.

**القنوات الأخرى:** يمكن أن يؤدي انخفاض قيمة الدولار إلى إرخاء السياسات النقدية في الاقتصاديات الأخرى وخاصة في البلدان التي تربط عملاتها بالدولار، وقد يؤدي هذا إلى تخفيض أسعار الفائدة وإلى زيادات في السيولة، ومن ثم يؤدي إلى تشطيب الطلب على السلع الأساسية وغيرها من الأصول، غير أن انخفاض قيمة الدولار لم يكن سوى عامل واحد من بين عوامل أثرت على أسعار السلع الأساسية في السنوات الأخيرة.

(1) صندوق النقد الدولي - آفاق الاقتصاد العالمي - أبريل 2008، ص 48.

والخلاصة أن تقلبات قيمة الدولار الأمريكي لها تأثير كبير على معظم أسعار السلع الأساسية غير أن حجم التأثير يختلف باختلاف السلع الأساسية والآفاق الزمنية، ويكون التأثير قويا بدرجة كبيرة على الذهب والنفط الخام وتليها في ذلك المعادن الصناعية، غير أنه لا يبدو أن تقلبات قيمة الدولار تمثل محددًا مهما في حالة الحبوب.<sup>(1)</sup>

### ثالثًا: قناة التجارة الخارجية

إضافة إلى تدفقات الأموال والأصول بين الدول فإن التحرير التجاري المصاحب لتعزيز ظاهرة العولمة قد أدى إلى مضاعفة حجم التجارة الدولية في السلع والخدمات، وتعتبر السوق الأمريكية من أكبر الأسواق العالمية من حيث الحجم والقوة الشرائية، فهي الأولى على صعيد صادرات الخدمات التجارية، حيث تصل مساهمتها إلى حوالي 14% من تجارة الخدمات التجارية العالمية، كما تعتبر الو.م.أ أكبر مستورد في العالم، وهذا يوفر آلية أخرى لنقل تغيرات أسعار السلع المتاجر فيها دوليا، إلى جانب تأثير الدولار على أسعار السلع الأساسية، يمكن أن يساهم أيضا في انتشار الأزمة من خلال قناة التجارة، نظرا لحجم الدولار في فوترة التجارة العالمية، وهو ما يعني أن دخول الولايات المتحدة في ركود سيقود تراجعًا بدرجات متفاوتة في اقتصاديات كافة الدول الأخرى.<sup>(2)</sup>

حيث عرفت أسعار السلع الأولية (الذهب، الألمنيوم، النحاس، الذرة، القمح...) انهيارا كبيرا خلال النصف الثاني من سنة 2008، لتعرف بعد ذلك استقرارا في أوائل 2009 على الرغم من الزيادة الكبيرة في المخزون نتيجة ضعف الطلب أثناء فترة الركود. فقد قام المستثمرون بتصفية مراكزهم في أصول السلع الأولية لذات الأسباب التي أدت إلى خفض نسب التمويل بالديون بطريقة غير منظمة، فالكثير من الأدوات الاستثمارية المرتبطة بالسلع الأولية هي منتجات مالية متداولة في السوق الثانوية، كما أن المستثمرين اضطروا إلى تصفية بعض المراكز في استثمارات السلع الأولية التي كانت تعتمد على الرفع المالي بدرجة كبيرة، إضافة إلى سعيهم إلى زيادة حيازاتهم من الأصول الآمنة.<sup>(3)</sup>

(1) عبد الغاني بن علي، مرجع سابق، ص 124.

(2) نادية العقون، مرجع سابق، ص 189.

(3) صندوق النقد الدولي "الحفاظ على التعافي"، آفاق الاقتصاد العالمي (أكتوبر 2009)، ص 45.

وعموماً، ساهم انخفاض الطلب وانكماش التجارة الدولية في انتشار الأزمة، حيث خضعت البلدان الأكثر توجهاً نحو التصدير لانكماش كبير في الناتج المحلي الإجمالي (ألمانيا 4.7%، اليابان 5.2%)، كما ظهر بعض التأثير على صادرات عدد من الاقتصاديات التي تربطها بالو.م.أ معاملات تجارية كثيفة، وتأثرت البلدان النامية بشكل متباين، حيث حدث تراجع في إيرادات الصادرات التي تحققها البلدان المصدرة للمعادن نظراً لانخفاض أسعارها عن الذروة التي كانت وصلتها في منتصف عام 2007، وعانى آخرون من تراجع في التحويلات المالية من المهاجرين أو انخفاض الاستثمار الأجنبي المباشر، حيث انخفض حجم الاستثمار الأجنبي المباشر في جميع أنحاء العالم بنسبة 37% عام 2009. أما في البلدان الناشئة فقد كان امتداد المشاكل محدوداً، ولم تتشب أزمة كبرى، كما لم يحدث هروب لرأس المال على نحو يزعزع الاستقرار، غير أن النشاط التجاري ككل استمر عند مستوى جيد، إذ ارتفع حجم التجارة العالمية من السلع والخدمات ولكن بمعدل نمو أقل مقارنة بالسنوات السابقة، حيث بلغ حجم التجارة العالمية (متوسط التغير السنوي للصادرات والواردات العالمية كنسبة مئوية) 3.3% عام 2008، مقارنة بما نسبته 7.2% عام 2007، 9.2% عام 2006 و 7.7% عام 2005.<sup>(1)</sup>

ومن الجدير بالذكر أن الآليات والقنوات السابقة الذكر لا تعمل بشكل منفصل عن بعضها البعض بل تتفاعل بشكل آني فيما بينها، فالضغوط والأزمات التي يتعرض لها الاقتصاد الأمريكي بما يترتب عنها من آثار يمكن أن تنتشر من خلال القنوات المذكورة أعلاه إلى بقية دول العالم ولكن بدرجات متفاوتة وذلك اعتماداً على درجة انفتاحها ومدى ارتباط أسواقها بالسوق الأمريكي.

(1) نادية العقون، مرجع سابق، ص 190.

**المطلب الثالث: تداعيات الأزمة المالية العالمية**

إن التداخل بين الاقتصاديات بفعل العولمة المالية جعل الأزمة المالية العالمية تؤثر على معظم اقتصاديات العالم، ويمكن تلخيص أهم تداعيات الأزمة على الاقتصاد العالمي فيما يلي:

**أولاً: أثر الأزمة على أسواق رأس المال**

إن أول تداعيات الأزمة المالية على البورصة الأمريكية إذ انخفض مؤشر داوجونز الصناعي لأسهم الشركات الأمريكية الكبرى من 9258 نقطة إلى 8579 نقطة أي بمقدار 679 نقطة وبمعدل 7.3%، وقد انتقلت الأزمة إلى معظم الأسواق المالية، فبعد هبوط أسهم بورصة "وول ستريت" انخفض المؤشر العام في أهم البورصات العالمية، ولتوضيح حجم الخسائر التي لحقت بالبورصات العالمية وحجم الانخفاض الذي لحق بالأوراق المالية، وأهم الأنشطة الاقتصادية التي تأثرت بالأزمة المالية ندرج الجدول التالي:

جدول رقم (05): معدل الانخفاض في قيمة الأوراق المالية وأكبر القطاعات المتضررة في أهم الدول (سنة 2008)

الدولة	معدل الانخفاض	أكبر القطاعات المتضررة
الولايات المتحدة	36%	قطاع البنوك والعقارات والسيارات
اليابان	46%	قطاع السيارات والصادرات
ألمانيا	41%	قطاع البنوك والسيارات، والدولة الثانية في العالم التي واجهت ركودا اقتصاديا
بريطانيا	34%	قطاع البنوك والعقارات، وأول دولة في العالم تواجه ركودا
كندا	34%	العقارات وهي الدولة الصناعية الوحيدة التي حققت نمو أثناء الأزمة
فرنسا	42%	قطاع البنوك والسيارات
الصين	50%	النشاط الصناعي، واضطرت الدولة إلى الإعلان عنه بعد تكتم لانخفاض الصادرات
الهند	50%	النشاط الصناعي، رغم أنها استمرت في تحقيق معدلات نمو ولكن دون 7%
إيطاليا	49%	قطاع الطيران
المكسيك	33%	قطاع البترول
روسيا	66%	قطاع البترول
أندونيسيا	50%	قطاع الأخشاب وتراجع معدلات النمو من 10% إلى 6%
كوريا الجنوبية	42%	قطاع التصدير
تركيا	53%	وهي نسبة عالية في ضوء تواضع دور البورصة بها
السعودية	40%	قطاع البترول
جنوب إفريقيا	36%	وهي نسبة عالية في ضوء تواضع دور البورصة بها
أستراليا	42%	قطاع الزراعة
البرازيل	44%	قطاع المعادن والأخشاب والسيارات
الأرجنتين	65%	سبب عدم تعافي اقتصادها بصفة كاملة من أزمة 2001

المصدر: ناصر مراد، الأسباب، الآثار والسياسات المواجهة، مرجع سابق، ص 6.

ثانيا: أثر الأزمة على معدلات النمو الاقتصادي

شهد الاقتصاد العالمي تباطؤا كبيرا منذ بداية عام 2008 نتيجة لهذه الأزمة، ودخلت معظم اقتصاديات الدول الرأسمالية في فترة انكماش اقتصادي، وبهذا شكلت الأزمة قيودا على النمو في تلك الدول وعلى الاقتصاد العالمي برمته بحكم الصلات والروابط المالية والاقتصادية التي تربط الدول الرأسمالية بكل دول العالم، وتشير التقارير الدولية إلى أن معدل النمو الحقيقي للاقتصاد العالمي تراجع إلى حوالي 3.2% في عام 2008.<sup>(1)</sup> ويمكن إيضاح أثر الأزمة على معدلات نمو الناتج المحلي الإجمالي من خلال الجدول التالي:

الجدول (06) : معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي لبعض الدول %

2008	2007	معدل نمو الناتج الوطني الخام
1.8	2.1	فرنسا
1.9	2.6	ألمانيا
1.8	3.0	المملكة المتحدة
0.5	1.4	إيطاليا
1.7	2.6	منطقة اليورو
1.2	2.2	الولايات المتحدة الأمريكية
1.7	2.1	اليابان
4.8	5.4	البرازيل
10	11.9	الصين
7.8	8.7	الهند
7.5	8.1	روسيا

Source: www.alternatives-economiques.fr

(1) محمد أبو حمود: جذور الأزمة المالية الاقتصادية وتجلياتها، المؤتمر الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية العالمية المعاصرة من منظور اقتصادي إسلامي، جامعة العلوم الإسلامية العالمية، عمان، الأردن، يومي 1 و 2 ديسمبر 2010، ص6.

ثالثا: أثر الأزمة المالية على معدلات البطالة<sup>(1)</sup>

تعرض سوق العمل إلى هزة كبيرة وتدهور الوضع المالي والإداري للشركات مما اضطرها للتخلي عن عدد كبير من موظفيها، فوجد على سبيل المثال أن شركة "كانتري وايد فاينانشيال" قد أعدت خطة للاستغناء عن 12 ألف موظف من جراء انعكاسات الأزمة، ووصل عدد الباحثين عن عمل إلى ما يربو على 7% من قوة العمل في الو.م.أ وهو معدل مرتفع لم يتحقق منذ عام 1974، وتتفاوت تقديرات الاقتصاديين حول عمق الأزمة ومداهما الزمني وكذلك معدلات البطالة في الدول المختلفة.

ومع تباين التأثير المحتمل للأزمة على مستويات البطالة في الدول المختلفة فمما لاشك فيه أن تأثير الأزمة الاقتصادية على مستويات التشغيل في العالم سيكون فادحا. ويقدر تقرير منظمة العمل الدولية الصادر في شهر يناير/ كانون الثاني 2009 حول الاتجاهات العالمية للتشغيل أن زيادة عدد المتعطلين عن العمل في العالم قد تتراوح ما بين 30-50 مليون شخص.

رابعا: الركود الاقتصادي<sup>(2)</sup>

أدت الأزمة المالية إلى دخول الاقتصاد العالمي في ركود اقتصادي نتيجة انخفاض الاستهلاك وتقليص اتفاق الشركات والنشاط الإسكاني، وانعكس ذلك على العجز في الميزان التجاري للدول المتقدمة، إذ حققت الو.م.أ عجزا قياسيا خلال سنة 2008 بلغ 455 مليار دولار وبزيادة قدرها 50% مقارنة بسنة 2007، وحقق الميزان التجاري لدول الإتحاد الأوروبي في سنة 2008 عجزا بقيمة 27.2 مليار أورو (ما يعادل 36 مليار دولار) مقارنة بـ 16.1 مليار أورو سنة 2007، وتفاقم العجز التجاري في روسيا إلى 44.8 مليار أورو مقارنة بـ 32.9 مليار أورو، فيما بقي العجز ثابتا مع الصين بمقدار 86 مليار أورو، بينما تراجع في اليابان بشكل طفيف إذ بلغ 19.6 مليار أورو مقارنة بـ 20.2 مليار سنة 2007.

(1) حسين عبد المطلب الأسرج، الأزمة الاقتصادية العالمية وسياسة مواجهتها في الدول العربية، الملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، جامعة فرحات عباس، سطيف، 20-21 أكتوبر، 2009، ص10.

(2) ناصر مراد، مرجع سابق، ص 7.

ويؤدي ركود الاقتصاد العالمي إلى انخفاض الاستثمار وتراجع الاستثمار الأجنبي المباشر خاصة في الدول النامية، وبالتالي انخفاض الطلب على الطاقة، ويؤدي إلى انهيار أسعار المحروقات مما يؤثر سلباً على الدول التي تصدر البترول، بحيث تنخفض حصة الصادرات، مما يشكل ضغوطاً متزايدة على الموازنات العامة ومستوى الإنفاق ومعدلات النمو.

### المبحث الثالث: الجهود الدولية والإقليمية المبذولة لاحتواء الأزمة

انطلاقاً مما أحدثته الأزمة من آثار عميقة في اقتصاديات دول العالم تم اتخاذ العديد من الإجراءات لمراجعة الآثار السلبية للأزمة المالية سميت ببرامج الإنقاذ المالي، حيث قامت الو.م.أ وبقية الدول الرأسمالية المتضررة في إطار برنامج الإنقاذ بتطبيق سياسات حكومية في مجال المالية العامة والائتمان عملت على خفض معدلات الفائدة بهدف تسهيل الافتراض وتشجيع الاستثمار، وإقرار مجموعة من الحوافز المالية والضريبية لتنشيط الاقتصاد وتجنيد الشركات والبنوك خطر الإفلاس، كما قامت بضخ كميات كبيرة من الأموال في أسواقه لدعم البنوك والمؤسسات المالية لإنقاذها ولاسترجاع الثقة فيما بينها.

#### المطلب الأول: خطة الولايات المتحدة الأمريكية

أعدت وزارة الخزانة الأمريكية خطة عاجلة لإنقاذ المؤسسات المالية والبنوك المتعثرة، عرفت باسم "خطة الإنقاذ المالي"، بمجرد الإعلان عن إفلاس العديد من البنوك في منتصف سبتمبر 2008، واقترح هذه الخطة "هنري بولسن" وزير الخزانة الأمريكية والتي تم رفضها في البداية من قبل مجلس النواب الأمريكي، غير أنه تمت الموافقة عليها في 03 أكتوبر 2008 بعد إدخال تعديلات عليها، وتقوم خطة الإنقاذ المالي على إنشاء صندوق لشراء الديون المتعثرة من المؤسسات المالية بمبلغ 700 مليار دولار، وأعطيت لهذه الخطة مهلة تنتهي بنهاية عام 2009، مع إمكانية تسديدها لمدة سنتين اعتباراً من تاريخ إقرارها.<sup>(1)</sup>

(1) محمد الهاشمي حجاج، مرجع سابق، ص 129.

وتنص الخطة أيضا على مساهمة الدولة في رؤوس أموال وأرباح الشركات المستفيدة من هذه الخطة، مما يسمح بتحقيق أرباح إذا تحسنت ظروف الأسواق.<sup>(1)</sup>

تهدف خطة الإنقاذ الأمريكية إلى تأمين حماية أفضل للمدخرات والأموال العقارية وحماية الملكية وتشجيع النمو الاقتصادي وزيادة عائدات الاستثمار إلى أقصى حد ممكن، كما تهدف إلى توفير السيولة اللازمة في الأسواق المالية والقطاع المصرفي لمنع انهيار النظام المالي الأمريكي.

تعد هذه الخطة أكبر تدخل حكومي في الو.م.أ منذ الكساد الكبير، وما يلاحظ أن ضخ هذه الأموال الضخمة ينم في الو.م.أ في ظل عجز غير مسبوق في الميزانية وعجز كبير في الميزان التجاري وعدم تسجيل أي فائض فيه منذ عام 1971، إضافة إلى أن الو.م.أ تعاني من تزايد الدين الحكومي العام، ورغم كل ما ساهمت به هذه الخطة في إنقاذ الكثير من البنوك والمؤسسات المالية إلا أنها تعتبر مجرد مسكنات آنية لا أكثر، تم بها وقف الانهيار وإعادة جزء من الهدوء والثقة للأسواق في المدى القصير، حيث انحصرت خطة الإنقاذ على التدخل المباشر في السوق دون أي معالجة للاختلالات الجوهرية التي أدت إلى حدوث الأزمة.<sup>(2)</sup>

### المطلب الثاني: خطة دول منطقة اليورو<sup>(3)</sup>

بمجرد انفجار الأزمة وتعدي آثارها إلى جميع البلدان، أعلنت كل دولة من الدول الأوروبية عن تحركات أحادية تفنقر إلى التنسيق المشترك وتتضمن خطط إنقاذ مالية هائلة .

**أولا: فرنسا**

اعتمد البرلمان الفرنسي خطة اقترحتها الحكومة لإنقاذ المصارف بمبلغ 360 مليار يورو (491 مليار دولار)، وتسعى الخطة إلى إنماء أزمة الثقة الراهنة في الأسواق وضمان إعادة تمويل المصارف في شكل ضمانات قروض لتنشيط عملية الإقراض بين المصارف وتوفير أموال أخرى لإعادة هيكلة رؤوس الأموال تلك المتعثرة منها، واعتبر العديد

<sup>(1)</sup> فريد كورتل، الأزمة المالية العالمية: التنبؤ بالأزمة، فرص الاستثمار المتاحة في ظلها والحلول الممكنة لمواجهتها، الملتقى العالمي الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحكومة العالمية جامعة فرحات عباس، سطيف، 20-21 أكتوبر 2009، ص 10.

<sup>(2)</sup> محمد الهاشمي حجاج، مرجع سابق، ص 129.

<sup>(3)</sup> فريد كورتل، مرجع سابق، ص 11-12.

من المراقبين أن الخطة لن تمنع الاقتصاد الفرنسي من الانزلاق نحو الركود، وأن الأمر يتطلب اتخاذ قرارات أكثر تكلفة من أجل تحفيز الاقتصاد و توجيهه نحو النمو.

وقد حرص الرئيس "نيكولا ساركوزي" على تأكيد أن ما ستقدمه الدولة من مساعدات لن يكون هدية للبنوك، وقال إن المبلغ المرصود في الخطة هو المبلغ الأقصى، وأنه ربما لا يضح كاملاً في حالة عودة الأسواق إلى العمل بشكل اعتيادي مجدداً.

### ثانياً: ألمانيا

وافقت الحكومة على خطة لإنقاذ البنوك تتضمن تأسيس صندوق لإعادة استقرار إلى الأسواق، وخصصت له 400 مليار يورو ( أكثر من 540 مليار دولار )، وقال وزير المالية الألماني "بيرشتانبيروك" إن الخطة تهدف إلى تحقيق ميزانية متوازنة، ودعى إلى تقييد رواتب مسؤولي المصارف التي تستفيد من خدمة الإنقاذ الحكومية وتحديد العلاوات ومستحقات إنهاء الخدمة.

ومن جهة أخرى توصلت مجموعة من البنوك وشركات التأمين في ألمانيا إلى إتفاق بشأن تفاصيل خطة لإنقاذ ثاني أكبر شركة للتمويل العقاري بألمانيا وهي: "هيبوريل ستيت (إيتش آر إس)"، ورصد لهذه الخطة حوالي 35 مليار يورو، غير أنها انهارت لأن الضمانات الخاصة بالقروض التي حصلت عليها الشركة من العديد من المؤسسات المالية قد انتهت صلاحيتها.

### ثالثاً: بريطانيا

أقرت بريطانيا خطة تضح بموجبها 250 مليار جنيه من أموال الحكومة على أكبر بنوك البلاد وتشمل الخطة عرض السيولة قصيرة الأجل على البنوك وإتاحة رؤوس أموال جديدة لها، إضافة إلى توفير أرصدة كافية للنظام المصرفي من أجل مواصلة تقديم قروض متوسطة الأجل وتشترط الخطة البريطانية على البنوك الحد من المزايا الممنوحة للمسؤولين التنفيذيين وتخفيض التوزيعات في هذه المصارف ويمكن إيجاز أهم خطط الإنقاذ المتبعة والتدابير المعتمدة في أهم دول منطقة اليورو في الجدول التالي:

جدول رقم (07): التدابير المعتمدة وخطط لإنقاذ الوطنية لاحتواء الأزمة المالية في بعض الدول.

الدولة	مبلغ الخطة	التدابير المعتمدة
الولايات المتحدة الأمريكية	700 مليار دولار	- تقديم مساعدات للعائلات للتقليل من ارتفاع حالات عدم القدرة على التسديد. - اعتماد سياسة نقدية مرنة بضخ السيولة والتأثير على معدل الفائدة. - التدخل من قبل الاحتياطي الفدرالي للقيام بدور مقرض الملاذ الأخير، ومن الخزانة الأمريكية للقيام بدور المشتري الأخير. - تخفيض الضرائب على الشركات والطبقات المتوسطة، وضمنان الدولة لودائع زبائن البنوك.
بريطانيا	640 مليار أورو	- صندوق إعادة رسملة البنوك إلى غاية 47 مليار أورو، ويمكن للدولة أن تملك إلى غاية 60% من رأس مال البنك. - ضمان القروض ما بين البنوك بـ 321 مليار أورو. - سيولة بمبلغ 256 مليار أورو.
ألمانيا	480 مليار أورو	- صندوق إعادة رسملة البنوك إلى غاية 80 مليار أورو. - ضمان القروض ما بين البنوك بمبلغ 400 مليار أورو.
فرنسا	360 مليار أورو	- صندوق إعادة رسملة البنوك إلى غاية 40 مليار أورو. - ضمان القروض ما بين البنوك بمبلغ 320 مليار أورو.
هولندا	200 مليار أورو	- صندوق إعادة رسملة البنوك إلى غاية 20 مليار أورو، ويستقدم المبلغ أيضا لضخ السيولة. - ضمان القروض ما بين البنوك بمبلغ 180 مليار أورو.
إسبانيا	100 مليار أورو	- ضمان القروض ما بين البنوك بمبلغ 100 مليار أورو مع عدم وجود لرسملة بنكية.
إيطاليا	100 مليار أورو	- تلتزم الحكومة باتفاق ما هو ضروري لمساعدة بنوكها وضمنان استقرار النظام
البرتغال	20 مليار أورو	- ضمان القروض ما بين البنوك، ويستخدم المبلغ لضخ السيولة

المصدر: ناصر مراد، الأزمة المالية العالمية: الأسباب، الآثار وسياسات المواجهة، مرجع سابق، ص 8.

## المطلب الثالث: خطة الدول السبع الصناعية

اجتمع وزراء مالية الدول السبع الكبرى (الو.م.أ، المملكة المتحدة، فرنسا، ألمانيا إيطاليا، اليابان وكندا) في أكتوبر 2008 في واشنطن وتعهدوا بالعمل معاً لإعادة الاستقرار إلى الأسواق المالية العالمية واستعادة التدفقات النقدية ودعم النمو الاقتصادي العالمي، واتفقوا على "خطة تحرك" تهدف إلى إعادة الثقة في أسواق المال من خلال:<sup>(1)</sup>

- اتخاذ إجراءات حاسمة واستعمال جميع الوسائل لدعم المؤسسات المالية الكبرى (أي التي يؤدي إفلاسها إلى حالات إفلاس أخرى)، والسعي إلى عدم إفلاسها بتملك حصص من البنوك لإعادة الثقة في الأسواق المالية.
- اتخاذ جميع الإجراءات الضرورية لتحريك القروض والأسواق النقدية كي تتمكن المؤسسات المالية من الحصول على سيولة ورؤوس أموال.
- استعادة ثقة المودعين من خلال تأمين ودائعهم عن طريق ضمانات قوية و متماسكة من قبل السلطات العامة لاستعادة ثقة المودعين في سلامة ودائعهم وتمكين البنوك من جمع رؤوس الأموال الكافية من القطاعين العام والخاص على حد سواء لتتمكن من مواصلة إقراض العائلات والشركات.
- القيام بكل ما هو ضروري من أجل تحريك سوق قروض الرهن الذي كان سبب الأزمة المالية الحالية.
- مواصلة التحرك معاً من أجل إحلال الاستقرار في أسواق المال وإعادة تدفق الأموال لدعم النمو الاقتصادي العالمي.

(1) بوعشة مبارك، مرجع سابق، ص14.

المطلب الرابع: خطة دول مجموعة العشرين<sup>(1)</sup>

أقرت مجموعة العشرين<sup>(\*)</sup> في قمته التي عقدت في الثاني من نيسان /أبريل 2009 خطة لإنعاش الاقتصاد العالمي، من خلال ضخ 1.1 تريليون دولار منها 500 مليار دولار سيتم تقديمها إلى صندوق النقد الدولي، بالإضافة إلى 50 مليار دولار في صورة مساعدات مباشرة للمؤسسات المصرفية بهدف تعزيز سياسات الإقراض وميزانيات المصارف، كما تتضمن الخطة تقديم 200 مليار دولار لتعزيز التجارة العالمية، حيث من المتوقع أن يصل إجمالي المبالغ التي سيجري ضخها إلى نحو 5 تريليون دولار في نهاية عام 2010.

ويمكن القول أن القمة أظهرت نوعاً من التضامن الدولي في مواجهة الأزمة الاقتصادية العالمية، في محاولة لحسم الجدل الدائر حول احتمالات تصاعد النزاعات الحمائية والصراعات الاقتصادية بين الدول الكبرى، في مساعيها إلى النجاة بنفسها من الأزمة الاقتصادية العالمية، كما شكلت نتائج القمة تعزيزاً لدور الدولة التي اتفق زعماء دول قمة العشرين على تدخلها ببرامج هائلة تبلغ تكلفتها نحو 5 تريليون دولار من أجل إنقاذ اقتصادياتها من آثار انفلتات قوى السوق وعدم عدالتها في توزيع الدخل. وينظر إلى هذا الأمر على أنه تحول واضح على النموذج الليبرالي المتوحش المنفلت من أي ضوابط أو رقابة.

كما عززت القمة دور المؤسسات المالية الحكومية الدولية وعلى رأسها صندوق النقد الدولي الذي تضاعفت موارده، لكنها تركت له الحرية في صياغة البرامج التي يفرضها على الدول المتضررة اقتصادياً من جراء الأزمة، والتي تلجأ إليه من أجل إعادة جدولة ديونها للحصول على قروض جديدة، على الرغم مما تتعرض له هذه البرامج من انتقادات حادة باعتبارها أحد مسببات الأزمات الاقتصادية في البلدان التي طبقتها.

(1) بديعة لشهب، الأزمة المالية العالمية محاولة في الفهم والتجاوز، بحوث اقتصادية عربية، العدد 52/خريف 2010، ص72.

(\*) تضم مجموعة العشرين إضافة إلى الدول الثماني الكبرى مجموعة القوى الناشئة (الصين، روسيا، البرازيل، الأرجنتين، الهند، أستراليا، السعودية، ج إفريقيا، كوريا الجنوبية، اندونيسيا، المكسيك، تركيا).

## خلاصة:

تشير العديد من المعلومات والتقارير الاقتصادية أن آثار الأزمة المالية الأمريكية الحالية هي من أعنف الأزمات الاقتصادية العالمية بعد أزمة الكساد الكبير للأعوام 1929-1933 والتي عصفت بالاقتصاد العالمي آنذاك.

تفجرت الأزمة المالية الراهنة عندما حصل عجز كبير في سيولة البنوك التجارية ومؤسسات الإقراض، أما السبب الحقيقي وراء نقص السيولة المصرفية هو سياسات التوسع والإفراط في منح القروض وخصوصا القروض العقارية إلى طالبيها، بغض النظر عن الملاءة المالية أو الموقف المالي للمقترض والتساهل في المطالبة بضمانات كافية للجهة المانحة للقروض سواء بنوك تجارية أو مؤسسات إقراضية، والهدف من وراء هذه الآلية المتبعة كان تحقيق الربح السريع لهذه البنوك والضامن الوحيد هو قيمة العقار وخصوصا أن سوق العقار منذ 2001 كان يشهد رواج وارتفاع في أسعاره، ولذا فإن البنوك قد سارعت في منح القروض بطريقة سهلة دون ضمانات كافية.

الأزمة بدأت عندما انخفضت أسعار العقار بشكل حاد في النصف الأول من عام 2007 وتعثر المقترضين وامتناعهم عن السداد أدى إلى نقص حاد في السيولة المصرفية لدى البنوك، بالإضافة إلى انتشار حالة اللايقين ساعدت في زيادة طلب سحب الودائع من قبل المودعين بسبب التخوف من حدوث أزمة سيولة وفعلا حدث ما كان متوقعا حيث انتشرت الأزمة إلى أسواق المال والبورصة الأمريكية بصورة سريعة.

أما السبب الآخر في تفاقم الأزمة هو طريقة بيع الدين أو ما تسمى بطريقة التوريق من خلال مراحلها، بصيغة سندات رهون عقارية بفوائد وبيعها في الأسواق المالية العالمية، وبالتالي انتشرت الأزمة وشملت الأسواق المالية العالمية.

جاءت خطط إنقاذ عديدة وفي مقدمتها خطة الإنقاذ الأمريكي التي تضمنت أساسيات مهمة وهي (الإقراض، التأميم، الدمج) للبنوك والمؤسسات المتعثرة بهدف إنقاذ هذه المؤسسات وإنقاذ الاقتصاد والحيلولة دون انهيار القطاع المالي والمصرفي وبالتالي انهيار الاقتصاد الكلي، هذه الخطط قررتها العديد من الدول بهدف الحد من الأزمة وليس الحل لمعالجة الأزمة وأسبابها.

# الخاتمة العامة

إن الأزمات المالية، رغم أنها ظاهرة قديمة نسبياً، عرفت تزايداً في عددها وتوسع نطاقها انطلاقاً من ثمانينيات القرن العشرين، مع تصاعد ظاهرة العولمة المالية وما رافقها من تحرير لأسواق رأس المال ونزع كل القيود المنظمة لها وتغير في هيكل وبنية التدفقات المالية الدولية، وتقليص دور الدولة في الحياة الاقتصادية، إلى جانب التطورات الكبيرة في مجال تكنولوجيا الإعلام والاتصال. فالعولمة المالية بشكل عام تجلب معها تغيرات في سلوك مختلف المتعاملين الاقتصاديين والجهات الفاعلة في مجال التمويل.

ويمكن القول أن العولمة المالية من شأنها أن تتيح العديد من المزايا بالتوظيف الجيد للموارد المالية وتسهيل تمويل الاستثمارات من خلال حركة الادخار العالمي، وتوزيع أحسن لمخاطر المقترضين، كما تؤدي العولمة إلى جملة من المخاطر أهمها التهرب الضريبي وفتح قنوات جديدة لغسيل الأموال، إلى جانب الانفصال الكبير بين القطاع الحقيقي والقطاع المالي، كما أنها أدت في كثير من الأحيان إلى حدوث أزمات مالية مكلفة، إذ أنها توفر من خلال ما تتضمنه من تحرير مالي وتكامل للأسواق المالية العالمية أهم قنوات انتشار الأزمات المالية وتوسع نطاقها، حيث تجد الصدمات المحلية مناخاً مناسباً لها في الأسواق المالية المتصلة فيما بينها فتبدأ بالانتشار لتشمل مجمل النظام المالي العالمي فيما يعرف بالعدوى المالية.

وتعود الأسباب الحقيقية الكامنة وراء الأزمة المالية الأمريكية في الانخفاض المتوالي لأسعار الفائدة باعتبارها متغير حاسم في سيرورة أزمة الرهن العقاري والتوسع في منح الائتمان والاستعمال المكثف للمشتقات المالية والتوسع في عملية التوريق، إلى جانب بعض الممارسات التي سادت أسواق المال وغياب الشفافية وغيرها، وقد ترتب عن هذه الممارسات العجز المتزايد للمقترضين، وخاصة العائلات ذات الجدارة الائتمانية الضعيفة، عن تسديد ما عليهم من ديون مع ما رافق ذلك من انخفاض في قيمة العقارات التي تعتبر كضمانات لتلك الديون، لتنتقل بعد ذلك تأثيرات الأزمة إلى كل المؤسسات والأسواق المالية في الو.م.أ، وتمتد عدواها إلى الأسواق المالية في أوروبا ثم إلى العديد من البلدان الأخرى.

## النتائج والتوصيات:

### أولاً: النتائج

- إن العولمة وما تفرزه من رهانات تخلق باستمرار العديد من الثغرات التي تجعل من حدوث أزمات مالية جديدة أمراً ممكناً وفي أي وقت، كما أن العولمة المالية بكل ما تتضمنه من تحرير مالي وتكامل للأسواق المالية العالمية، توفر أهم قنوات تدويل وعدوى الأزمات المالية.
- عادة ما تحدث الأزمات المالية بصورة مفاجئة نتيجة لأزمة ثقة في النظام المالي مسببها الرئيسي تدفق رؤوس أموال ضخمة للداخل يرافقها توسع مفرط وسريع في الإقراض دون التأكد من الملاءة الائتمانية للمقترضين.
- تتعد الأسباب الكامنة وراء حالات عدم الاستقرار وتفاقم ظاهرة الأزمات التي أصبحت تميز الأسواق المالية العالمية، وتتمثل أهم تلك الأسباب في التحرير المالي المفرط، استفحال ظاهرة المضاربة، ضعف الرقابة والإشراف على المؤسسات المالية وغياب الشفافية والإفصاح عن المعلومات. وقد ساعد في ذلك التطور الكبير الذي عرفته الهندسة المالية، مع ظهور مؤسسات جديدة كصناديق التحوط، وعموماً لا تختلف الأزمات في جوهرها وأسباب حدوثها، في حين تختلف فيما يتعلق بالقطاع الذي نشأت فيه وكذلك حجم وفداحة الخسائر المترتبة عنها.
- أن الأزمة المالية بدأت بمشكلة في سوق الرهن العقاري الذي تسببت حكومة الو.م.أ بتدخلها لمنح قروض لذوي الدخل المنخفضة دون شروط تفوق قدرتهم على التسديد وذلك سعياً منهم لتوفير مساكن لائقة لهم.
- تعتبر المشتقات المالية أدوات فعالة في تسيير المخاطر، لكنها تؤدي في المقابل إلى اتساع النشاط المضاربي وزيادة حالات عدم الاستقرار وتكرار الأزمات المالية، كما تساعد على انتشارها وتوسع نطاقها.
- أن أساس التقدم الاقتصادي يرتكز بالدرجة الأولى على الاقتصاد الحقيقي وبالتالي فإن الاقتصاديات المبنية على المضاربة تؤدي إلى أزمة حقيقية.

ثانياً: التوصيات

- الاستفادة من الدروس التي خلفتها الأزمات السابقة والأزمة المالية العالمية 2008 للوقاية من الأزمات التي من الممكن وقوعها مستقبلاً.
- توخي الحذر والانضباط في المعاملات المصرفية.
- توسيع النشاطات الائتمانية الموجهة للاقتصاد الحقيقي باعتباره الركيزة الوحيد لخلق الثروة بدلاً من اقتصاد المضاربة.
- عدم السماح للبنوك والمؤسسات المالية بخلق النقود من خلال التوسع في منح القروض وتوزيعها، فالنشاط المالي يجب أن يكون بمثابة المرآة العاكسة التي تعكس وتسهل عملية تبادل السلع والخدمات الحقيقية المنتجة.
- المزيد من الحيطة والحذر في تقييم المنتجات المركبة وذلك من خلال فهم الروابط المالية والحد من الإفراط في الاعتماد على التصنيف الائتماني.
- مراقبة ضبط ووضع ضوابط عمل ومراقبة الأسواق المالية والعقارية.
- للخروج من الأزمة لابد من إعادة الثقة في الأسواق المالية أولاً من خلال تدخل الحكومات والبنوك المركزية لضمان توفر السيولة للجهاز المصرفي، ثم العمل على مستوى دولي لحل الأزمة وعدم الانجراف وراء التوترات السائدة في العالم والشائعات التي تطيح بالتفكير والهلع، والذي يؤدي إلى تفاقم الأزمة.

# قائمة المراجع

## قائمة المراجع

### أولاً: المراجع باللغة العربية

#### أ - الكتب

1. أمين عبد الله خالد ، محمد أحمد صقر، الأزمة المالية الدولية وانعكاساتها على أسواق المال والاقتصاد العربي، مركز دراسات الشرق الأوسط، ط1، عمان، 2009.
2. أمين عبد الله خالد ، محمد أحمد صقر، الأزمة المالية الدولية وانعكاساتها على أسواق المال والاقتصاد العربي، مركز دراسات الشرق الأوسط، ط1، عمان، الأردن، 2009.
3. بلطاس عبد القادر ، تداعيات الأزمة المالية العالمية -أزمة Sub-prime، دار النشر، Légrende، 2009.
4. جمال الخطيب شذا ، العولمة المالية ومستقبل الأسواق العربية لرأس المال، مؤسسة طابا، ط1، مصر، 2002.
5. حماد عبد العال طارق ، التطورات العالمية وانعكاساتها على أعمال البنوك - القاهرة- الدار الجامعية، 2001.
6. راتب النابلسي محمد ، الأزمة المالية العالمية دلائل اقتصادية على سطوع المنظومة الرأسمالية من بين أنقاض الرأسمالية، دار الفكر، دمشق، ط2، 2009.
7. سعيد محمد الرملاوي محمد ، الأزمة الاقتصادية العالمية إنذار للرأسمالية ودعوة للشريعة الإسلامية، دار الفكر لجامعي، ط1، مصر، 2011.
8. عبد الحميد عبد المطلب ، الديون المصرفية المتعثرة والأزمة المالية المصرفية العالمية، الدار الجامعية، مصر 2009.
9. عبد الحميد عبد المطلب ، العولمة واقتصاديات البنوك، الدار الجامعية، مصر 2001.
10. عبد العال حماد طارق ، المشتقات المالية (المفاهيم، إدارة المخاطر، المحاسبية)، الدار الجامعية للنشر، مصر، 2001.
11. عبد العزيز النجار إبراهيم ، الأزمة المالية وإصلاح النظام المالي العالمي، الدار الجامعية، مصر، 2009.
12. عبد المطلب عبد المجيد ، العولمة الاقتصادية، الدار الجامعية، مصر، 2006.

13. عطوان مروان ، الأسواق النقدية والمالية (البورصات ومشكلاتها في عالم النقد والمال)، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزء2، الجزائر، 2000.
14. علي إبراهيم العامري محمد ، الإدارة المالية الدولية، دار وائل للنشر، ط1، الأردن 2013.
15. غالم لظفي عبد الله، العولمة المالية وآثارها على الأنظمة المصرفية العربية، دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان، 2013.
16. فارس الفارس عبد الرزاق ، الأزمة المالية العالمية، الأسباب والتداعيات والحلول، مركز الإمارات للدراسات والبحوث الإستراتيجية، أبوظبي، ط 1، 2010.
17. كامل آل شبيب دريد ، الاستثمار والتحليل الاستثماري، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009.
18. كريم حمزة حسن ، العولمة المالية والنمو الاقتصادي، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2011.
19. مسعداوي يوسف ، دراسات في المالية الدولية، دار الرياء للنشر والتوزيع، عمان، 2013.
20. مصطفى الشرقاوي عبد الحكيم ، العولمة المالية وإمكانيات التحكم، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2005.
21. نصر مهنا محمد ، إدارة الأزمات، مؤسسة شباب الجامعة، مصر، 2004.

#### ب- الرسائل العلمية:

22. أحمد صافي وليد ، سوق الأوراق المالية ودورها في التنمية الاقتصادية-حالة تطبيقية سوق عمان المالي، رسالة ماجستير، جامعة الجزائر، 1997.
23. براج دلال ، إستراتيجيات إعادة هيكلة المصارف التجارية في ظل تحديات العولمة المالية، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية تخصص، مالية بنوك، جامعة المسيلة، 2012.
24. ديش فاطمة الزهراء، الأزمة المالية العالمية وتأثيرها على البلدان النامية-الحل المصرفي الإسلامي نموذجا، مذكرة تخرج لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود، بنوك ومالية، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، 2011.

25. رشام كهينة، واقع وأفاق الربط بين الأسواق المالية العربية في ظل التكامل الاقتصادي العربي، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاديات المالية والبنوك، جامعة أمحمد بوقرة، بومرداس، 2009.

26. عبد الغاني بن علي، أثر أزمة الرهن العقاري في الأزمة المالية العالمية، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية فرع تحليل اقتصادي، جامعة دالي إبراهيم، (2009-2010).

27. العقون نادية ، العولمة الاقتصادية والأزمات المالية: الوقاية والعلاج، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاد التنمية، جامعة الحاج لخضر، باتنة، 2012-2013.

28. غزلان سعيد ، أثر العولمة على الاستثمارات الأجنبية المباشرة، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص نقود ومالية، جامعة الجزائر، 2004.

29. مزبود إبراهيم، انعكاسات العولمة المالية على قطاع الخدمات المالية والمصرفية العربية- واقع وتحديات- حالة بعض البلدان العربية، أطروحة لنيل شهادة دكتوراه في علوم التسيير، فرع نقود ومالية، جامعة الجزائر 03، 2010.

30. الهاشمي حجاج محمد ، أثر الأزمة المالية العالمية على أداء الأسواق المالية العربية (دراسة حالة سوق الدوحة للأوراق المالية خلال الفترة 2007-2009)، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، قسم علوم التسيير، تخصص مالية الأسواق، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2011-2012.

#### ج- المجلات:

31. التوني ناجي ، الأزمات المالية، مجلة جسر التنمية، سلسلة دورية تعنى بقضايا التنمية في الأقطار العربية، المعهد العربي للتخطيط، العدد 29، مايو/أيار، الكويت، 2004.

32. جابر شنجار العيساوي عبد الكريم والسيد عبد المهدي رحيم حمزة العويدي، الأزمة المالية العالمية وإصلاح النظام النقدي الدولي، مجلة القادسية للعلوم الإدارية والاقتصادية، المجلد 14، العدد 3، 2012.

33. جبار محفوظ ، العولمة المالية وانعكاساتها على الدول المتخلفة، مجلة العلوم الإنسانية، العدد7، جامعة باتنة، ديسمبر2002.
34. سعدي فاطمة الزهراء، مجلة الاقتصاد الجديد، التحرير المالي: المكاسب والمخاطر الناتجة عنه ، العدد 05، جانفي2012.
35. لشهب بديعة ، الأزمة المالية العالمية محاولة في الفهم والتجاوز، بحوث اقتصادية عربية، العدد 52/خريف 2010.

#### د- الملتقيات:

36. أبو حمود محمد، جذور الأزمة المالية الاقتصادية وتجلياتها، المؤتمر الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية العالمية المعاصرة من منظور اقتصادي إسلامي، جامعة العلوم الإسلامية العالمية، عمان، الأردن، يومي 1 و 2 ديسمبر 2010.
37. أحمد صافي وليد ، الأزمة المالية العالمية 2008/طبيعتها، أسبابها وتأثيراتها المستقبلية على الاقتصاد العالمي والعربي، الملتقى الدولي الثاني حول الأزمة المالية الراهنة والبدائل المصرفية والمالية، المركز الجامعي بخميس مليانة، معهد العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، 5-6 ماي 2009.
38. أسباب الأزمة الاقتصادية العالمية من منظور الاقتصاد الإسلامي، المؤتمر الدولي الرابع اتجاهات اقتصادية عالمية، بعنوان الأزمة الاقتصادية العالمية من منظور الاقتصاد الإسلامي، كلية العلوم الإدارية، جامعة الكويت.
39. بن موسى كمال ، عبد الرحمان بن ساعد، مداخلة بعنوان "الأزمة المالية العالمية وتداعياتها على البنوك الإسلامية، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر3.
40. بوعشة مبارك، الازمة المالية، الجذور والأسباب والآفاق، الملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، جامعة فرحات عباس، سطيف، 20-21 أكتوبر2009.
41. جباري شوقي ، دور الهندسة المالية في تأجيج شرارة الأزمة الراهنة، المؤتمر العلمي حول الأزمة الاقتصادية المعاصرة أسبابها، تداعياتها وعلاجها، جامعة جرش، الأردن، 2010.

42. خلف السكارنة بلال ، خطط الطوارئ ودورها في إدارة الأزمات المالية، ورقة بحث مقدمة إلى المؤتمر العلمي الثالث تحت عنوان "الأزمة المالية العالمية وانعكاساتها على اقتصاديات الدول، التحديات والآفاق المستقبلية"، يومي 28-29 أبريل 2009.
43. خميسي بن رحيم محمد ، "المنتجات المالية المشتقة: أدوات مستخدمة لتغطية المخاطر أم لصناعتها" الملتقى العلمي الدولي حول: الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحكومية العالمية، جامعة سطيف 20-21 أكتوبر 2009.
44. دررور أسماء ، نسرين بن زاوي، الأزمة المالية الحالية ومستقبل العولمة المالية، الملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحكومة العالمية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف، 20-21 أكتوبر 2009.
45. رزيق كمال ، حسن توفيق، الجوانب النظرية للأزمة المالية، المؤتمر العلمي الأول حول تداعيات الأزمة الاقتصادية العالمية على منظمات الأعمال، جامعة الزرقاء الخاصة، الأردن، يومي 10-11 نوفمبر.
46. الشيخ الداوي ، مداخلة تحت عنوان (الأزمة المالية العالمية، انعكاساتها وحلولها)، في إطار مؤتمر الأزمة المالية العالمية وكيفية علاجها من منظور النظام الاقتصادي الغربي والإسلامي، جامعة الجنان، طرابلس، لبنان، يومي 13-14 مارس 2009.
47. صالح صالح وغربي عبد الحليم، دور المنتجات الإسلامية في تحقيق الإستقرار الاقتصادي، ورقة بحث مقدمة إلى الملتقى الدولي الثاني حول الأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية والمصرفية، النظام الإسلامي نموذجاً، خميس مليانة، يومي 5-6 ماي 2009.
48. صندوق النقد الدولي "الحفاظ على التعافي"، آفاق الاقتصاد العالمي (أكتوبر 2009).
49. عبد المطلب الأسرج حسين ، الأزمة الاقتصادية العالمية وسياسة مواجهتها في الدول العربية، الملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحكومة العالمية، جامعة فرحات عباس، سطيف، 20-21 أكتوبر، 2009.

50. كامل خليل الحجازي مصطفى ، المشتقات المالية وتداعيات الأزمة المالية العالمية، المؤتمر العلمي حول الجوانب القانونية والاقتصادية في الأزمة المالية العالمية، جامعة المنصورة، مصر، 1-2 أبريل 2009.

51. كورنل فريد ، الأزمة المالية العالمية: التنبؤ بالأزمة، فرص الاستثمار المتاحة في ظلها والحلول الممكنة لمواجهتها، الملتقى العالمي الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية جامعة فرحات عباس، سطيف، 20-21 أكتوبر 2009.

52. مرابط ساعد، بلميهوب، مداخلة بعنوان: العولمة المالية وتأثيرها على أداء الأسواق المالية الناشئة، الملتقى الدولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات، دراسة حالة الجزائر والدول النامية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، كلية العلوم الاقتصادية والتسيير ومخبر العلوم الاقتصادية والتسيير.

53. مراد ناصر ، الأزمة المالية العالمية (الأسباب، الآثار وسياسات مواجهتها)، الملتقى العلمي الدولي، حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية، والحوكمة العالمية، جامعة فرحات عباس، سطيف، أكتوبر 2009.

54. منير النجار أحمد ، عولمة الأسواق المالية وأثرها على تنمية الدول النامية مع الإشارة للسوق المالي الكويتي، المؤتمر العلمي الرابع، الريادة والإبداع، استراتيجيات الأعمال في مواجهة تحديات العولمة، جامعة فيلاديلفيا، 15-16/3/2005.

#### هـ - التقارير:

55. صندوق النقد الدولي - آفاق الاقتصاد العالمي - أبريل 2008.

#### و - المواقع الإلكترونية

56. [www.alternatives-economiques.fr](http://www.alternatives-economiques.fr)

57. حمزة بن حسين الفعر الشريف، الأزمة المالية العالمية: قراءة في مآزق الأسباب والنتائج وبحث عن مخرج، بحث منشور في الأنترنت.

#### ثانيا: المراجع باللغة الفرنسية

58. F. Mishkin, Monnaie Banque et marches financiers, pearson Education France, 9eme édition, Paris, 2010.

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

## المخلص

إن العولمة المالية يمكن أن توفر الكثير من المزايا، إلا أن هناك العديد من الخصائص والعوامل التي ساعدت على تطورها وانتشارها والتي يمكن اعتبارها في الوقت نفسه كعوامل مسببة للأزمات المالية، حيث تزايدت حالات عدم الاستقرار وانتقلت من سمتها القصيرة الأجل المعتادة، وباتت ظاهرة دورية طويلة المدى تضرب في العمق وملاصقة لسيرورة دورات الاقتصاد الرأسمالي، حتى أصبح اقتصاد المراكز الصناعية الكبرى يدعى باقتصاد الأزمات وبات انتشار عدوى الأزمات أسرع مما كان عليه بسبب العديد من قنوات الانتقال الداعمة لهذا الانتشار.

وجاءت أزمة الرهن العقاري نتيجة لتوسع المؤسسات المالية الأمريكية في منح القروض السكنية بصورة لم يسبق لها مثيل من ناحية، وزيادة نسبة القروض إلى قيمة الممتلكات من ناحية أخرى، وقد ترتب عن هذه الممارسات العجز المتزايد للمقترضين عن تسديد ما عليهم من ديون وهو ما أدى بدوره إلى انخفاض في قيمة العقارات، لتنتقل بعد ذلك تأثيرات الأزمة إلى المؤسسات والأسواق المالية في الو.م.أ، وتمتد عدوها إلى الأسواق المالية العالمية.