

جامعة عبد الحميد بن باديس - مستغانم -

كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير

قسم العلوم الاقتصادية



مذكرة تخرج مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة ماستر أكاديمي

الشعبة : العلوم الاقتصادية      التخصص : بنوك وأسواق مالية

# تحليل الأزمات المالية العالمية أي أثر على الاقتصاد الجزائري

تحت إشراف الأستاذة :

بكريتي لخضر

مقدمة من طرف الطالبة :

لطروش خديجة

أعضاء لجنة المناقشة :

الصفة	الاسم واللقب	الرتبة	من الجامعة
رئيسا	بوبكر محمد	دكتور	جامعة مستغانم
مقررا	بكريتي لخضر	دكتور	جامعة مستغانم
مناقشا	لحمر عباس	دكتور	جامعة مستغانم

السنة الجامعية : 2016/2017

## كلمة شكر

إلهي لا يطيب الليل إلا بشكرك ولا يطيب النهار إلا بطاعتك... ولا تطيب اللحظات إلا بذكرك... ولا يطيب الآخرة إلا بعفوك... ولا تطيب الجنة إلا برؤيتك جل جلالك الشكر لله عز وجل الذي منحنا العقل نميز ما ينفعنا وما يضرنا نشكره ونحمده على نعمه.

و كما جاء في قوله تعالى " : وإن شكرتم لأزيدنكم. "

سورة إبراهيم الآية 7 :

و أتقدم بشكري الجزيل إلى زوجي المثالي و الوالدين الكريمين على مساندتهما طوال المشوار الدراسي.

كما أقدم شكري الخاص إلى الأستاذ المؤطر بكريتي لخضر التي قدمت لي التوجيهات و الإرشادات . دون أن أنسى موظفو في بنك التنمية المحلية الذين قدموا لي العون و أفادوني كثيرا بمعلومات قيمة.  
أشكر كل من ساهم في إنجاز هذا العمل من بعيد أو من قريب.  
و في الأخير إلى عمال مكتبة العلوم الاقتصادية و التجارية وعلوم التسيير

## فهرس المحتويات

	شكر	-
	إهداء	-
المحتويات	فهرس	-
	I, II, III	
1	المقدمة العامة	-
	القسم الأول : الأزمات المالية وتطورها عبر التاريخ	-
	الفصل الأول : دراسة الأزمات المالية	I.
5	تمهيد	-
6	1. مفهوم الأزمة المالية	I.
7	2. أنواع الأزمات المالية	I.
7	1. 2. الأزمات المصرفية	I.
7	1. 2. 2. أزمة العملة (أزمة سعر الصرف)	I.
7	1. 2. 3. أزمة الأسواق المالية	I.
8	1. 2. 4. أزمة المديونية الخارجية	I.
	1. 3. أسباب الأزمات المالية وخصائصها	I.
8	1. 3. 1. أسباب الأزمات المالية	I.
11	1. 3. 2. خصائص الأزمات المالية	I.
12	1. 4. المؤشرات الاقتصادية للتعرض للأزمات المالية	I.
14	خلاصة	-
	الفصل الثاني : التطور التاريخي للأزمات المالية	II.
15	تمهيد	-
16	II. 1. أزمة الكساد العظيم 1929	II.
16	II. 1. 1. تعريف الأزمة	II.
18	II. 1. 2. أسباب الأزمة	II.
19	II. 2. الأزمتم الشهبيرتم في الثمانينات	II.
	II. 2. 1. أزمة أكتوبر 1987	II.
22	II. 2. 2. أزمة أكتوبر 1989	II.

23	ii. 3 : الأزمة الآسيوية 1997
23	ii. 3. 1 : التعريف بالأزمة
24	ii. 3. 2 : انفجار الأزمة
25	ii. 3. 3 : آثار الأزمة على الاقتصاد العالمي
	ii. 4 : أزمة فقاعة الانترنت 2000
	26
26	ii. 4. 1 : التعريف بالأزمة
27	ii. 4. 2 : الأسباب الكامنة وراء الأزمة
29	- خلاصة
	— القسم الثاني : أزمة الرهن العقاري وأثرها على الاقتصاد الجزائري
	iii. الفصل الثالث : أزمة الرهن العقاري
30	- تمهيد
31	iii. 1 : التعريف بالأزمة
31	iii. 1. 1 : بداية الأزمة
32	iii. 1. 2 : الجذور التاريخية للأزمة
35	iii. 2 : أسباب الأزمة المالية العالمية 2008
38	iii. 3 : المراحل الكبرى للأزمة المالية العالمية 2008
42	iii. 4 : مظاهر الأزمة المالية العالمية
44	- خلاصة
	iv. الفصل الرابع : عدوى الأزمات المالية وأثرها على الاقتصاد
45	- تمهيد
46	iv. 1 : انتقال الأزمة عبر الأسواق المالية
46	iv. 1. 1 : تدهور قيمة الأوراق المالية
47	iv. 1. 2 : سوق المعاملات خارج البورصة
48	iv. 1. 3 : سوق المعاملات ما بين البنوك
51	iv. 2 : آثار الأزمة المالية العالمية 2008
	iv. 2. 1 : على مستوى الاقتصاديات المتقدمة والناشئة

55	IV . 2 . 2 : على مستوى الاقتصاديات النامية
56	IV . 3 : أثر الأزمة على الاقتصاد الجزائري
56	IV . 3 . 1 : انعكاسات الأزمة على الميزانية الجزائرية
56	IV . 3 . 2 : انعكاسات الأزمة على برامج التنمية
	IV . 3 . 3 : لأثار الايجابية للأزمة
	57
58	IV . 4 : إجراءات مواجهة آثار الأزمة المالية العالمية
59	- خلاصة
	- الخاتمة العامة

أسى تكرار وتعدد الأزمات المالية خلال حقبة التسعينات ظاهرة مثيرة للقلق والاهتمام، وترجع أسباب ذلك إلى أن آثارها السلبية كانت حادة وخطيرة وهددت الاستقرار الاقتصادي والاجتماعي والسياسي للدول المعنية، إضافة إلى انتشار آثار وعدوى الأزمات المالية لتشمل دولاً أخرى، كنتيجة للانفتاح الاقتصادي والمالي الذي تشهده تلك الدول واندماجها في منظومة التجارة العالمية، كما أن وتيرة تلك الأزمات تكررت وتلاحقت عالمياً فشملت أمريكا، أوروبا وآسيا، ومن ناحية أخرى فإن آثار الأزمات المالية في دول المتقدمة على اقتصاديات الدول النامية كانت مكلفة خصوصاً مع تزايد أهمية الاقتصاديات النامية في حركة التجارة العالمية وتدفقات رؤوس الأموال، ومن الآثار السلبية أيضاً للأزمات المالية على اقتصاديات الدول المتضررة، هي عدم القدرة الكاملة على استخدام أدوات السياسات الاقتصادية في التعامل مع آثار تلك الأزمات، والحد من انتشارها عبر القطاعات الاقتصادية خصوصاً فيما يتعلق بقدرة الدولة.

ويعاني الاقتصاد العالمي منذ شهر سبتمبر 2008 أزمة مالية غير مسبوقة، حيث اعتبرت أخطر وأساء الأزمات في تاريخ الأزمات المالية وهي أزمة الولايات المتحدة الأمريكية ما بين 2007 و2008، وكانت عن مشكلة الرهن العقاري في الـ.م. التي تسببت فيها القروض العقارية الرديئة، ومن ذلك الوقت الأزمات تمتد وتتفاقم، حيث تبعها انهيارات متتالية وعديدة لمؤسسات مالية كبرى من البنوك والشركات وانتشار الديون المعدومة التي أدت إلى انهيار عدد كبير من المؤسسات المالية والعقارية في العالم، كما أنها أزمة مركبة لكونها مصحوبة بارتفاع غير مسبوق في أسعار النفط العالمية، وارتفاع في معدلات التضخم وأسعار الغذاء العالمية، ولذلك تتفاوت التوقعات بشأن السيناريوهات لهذه الأزمة، ولأن هذه الأخيرة (الأزمة المالية العالمية) ما زالت تتفاعل في الساحة الاقتصادية العالمية، ولم تتضح معالمها بعد.

ولأن هذه الأزمة لم تتجاوب بشكل كبير مع الجهود المبذولة لاحتوائها، فقد ساد الحديث عن دخول الاقتصاد الأمريكي ومن ثم العالمي في مرحلة من الركود والكساد، حيث حصل التباطؤ في معدلات النمو والتراجع الحاد في فرص العمل، خاصة وأن هذه الأزمة تختلف عن سابقتها من الأزمات الكثيرة.

أن نقطة انطلاق الأزمة المالية العالمية، بدأت عندما انخفضت أسعار العقار بشكل حاد في النصف الأول من عام 2007 وتعثرت المقترضون وامتناعهم عن السداد، فأدى ذلك إلى نقص حاد في السيولة المصرفية لدى البنوك فضلاً عن انتشار حالة اللايقين أفضت إلى زيادة طلب سحب الودائع من قبل المودعين بسبب التخوف من حدوث أزمة سيولة وفعلاً حدث ما كان متوقعاً، إذ انتقلت الأزمة إلى أسواق المال والبورصة الأمريكية بصورة سريعة، أما السبب الآخر في تفاقم الأزمة هو طريقة بيع الدين أو ما يسمى (بالتوريق) من خلال مراحلها، بصيغة سندات رهون عقارية بفوائد وبيعها في الأسواق المالية العالمية لذلك امتدت الأزمة إلى الأسواق المالية العالمية.

الإشكالية :

تعتبر الأزمات المالية أحد السمات الأساسية للنظام الرأسمالي، الذي يسود أغلب اقتصاديات دول العالم، فما هي الأزمة المالية وما هو أثرها على الاقتصاد الجزائري؟

الأسئلة الفرعية :

للإجابة عن هذه الإشكالية طرحنا بعض الأسئلة الفرعية :

- ماذا نقصد بالأزمة المالية، وكيف تخلق هذه الأزمة ؟
- ما هي أهم الأزمات التي تعرض لها الاقتصاد العالمي؟
- الأزمة المالية العالمية، ماذا نقصد بها، كيف ومتى نشأ؟
- ما هي قنوات انتقال أزمة الرهن العقاري إلى أزمة مالية عالمية؟
- كيف أثرت هذه الأزمة المالية على مختلف اقتصاديات العالم؟

فرضيات الدراسة :

قصد الإجابة على هذه الأسئلة نقدم في هذا الإطار الفرضيات التالية :

- الأزمة المالية هي خلل أو اضطراب حاد في التوازن الاقتصادي؛
- تؤثر أزمة الرهن العقاري على الاقتصاد الجزائري بصورة مباشرة في المدى القصير.

أهمية الدراسة :

وتأتي أهمية هذا البحث من خلال الاهتمام العالمي المتزايد بالأزمة المالية العالمية، والتي نتجت عن مشكلة الرهن العقاري في الولايات المتحدة، التي تسببت فيها القروض العقارية المتعثرة، ومنذ ذلك التاريخ والأزمة تمتد وتتفاقم، رغم الجهود الكبيرة التي بذلتها البنوك المركزية في الولايات المتحدة والاتحاد الأوروبي وفي دول آسيا، بالإضافة إلى المساندة التي تلقتها المؤسسات المالية من الدول النامية والنفطية للخروج من الأزمة، ورغبة منا في البحث عن أثر أزمة الرهن العقاري في الأزمة المالية العالمية داخل النظام الرأسمالي دون التطرق إلى النظام الاشتراكي أو الإسلامي.

أهداف الدراسة :

يمكن بلورة أهداف البحث في النقاط التالية :

- محاولة تعريف الأزمة المالية قصد معرفة أنواعها وأهم الأسباب المؤدية لها؛
- محاولة التعرف بنوع من الدقة على الأسباب التي أدت إلى حدوث الأزمات المالية؛
- التعرف بشكل من التفصيل على كيفية تعامل مختلف اقتصاديات المتقدمة والناشئة مع الأزمات المالية وطرق العلاج؛

– محاولة البحث عن جذور وطبيعة أزمة الرهن العقاري، آليات انتقالها من أزمة مالية في الولايات المتحدة إلى أزمة مالية عالمية.

أدوات ومنهج الدراسة :

بالنظر إلى طبيعة الموضوع وبغية الوصول إلى تحقيق الأهداف الدراسة تم استخدام المنهج التاريخي وذلك بالتركيز على كرونولوجيا أهم الأزمات المالية السابقة للأزمة الرهن العقاري والأزمة المالية العالمية، كما استخدمنا المنهج الوصفي التحليلي الاستنباطي لعرض التطورات التي عرفتها أزمة الرهن العقاري لاستعراض أهم الجوانب النظرية الخاصة بالموضوع.

دوافع اختيار الموضوع :

إن دوافع اختيار هذا الموضوع دون غيره من المواضيع العلمية كمحور بحث، له عدة أسباب فضلا عن أهميته التي سبقت الإشارة إليها، فإن هناك أسباب ذاتية وأخرى موضوعية نوردتها فيما يلي :

• الأسباب الذاتية :

- الرغبة الملحة في البحث أكثر في الموضوع وتبسيط الضوء عليه؛
- كون الأزمات المالية ظاهرة معقدة يصعب قياسها، نظرا لعدم معرفة الأسباب والعوامل الحقيقية لنشأتها؛
- للأزمات المالية أبعاد متعددة، كما لها عدة آثار على الاقتصاد العالمي؛
- إسهامها منا في موضوع كهذا في صرح وميدان البحث العلمي وتدعيم المكتبة.

• الأسباب الموضوعية :

- الإحاطة والإلمام بمثل هذه المواضيع؛
- معرفة كيفية انتقال عدوى الأزمات المالية بين دول العالم؛
- تشجيع الدارسين لتناول موضوع عدوى الأزمات المالية بالبحث والدراسة ومعرفة آثارها على الاقتصاد العالمي.

صعوبات الدراسة :

من بين الصعوبات التي كانت عقبات في مجال البحث عن معلومات تفيدنا في بحثنا المتواضع هذا :

- نقص المراجع حول موضوع الدراسة؛
- قلة المعلومات والإحصائيات الجديدة؛

الدراسات السابقة :

و من بين الدراسات السابقة التي اطلعنا عليها نذكر:

- بلعل فطيمة، الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 وانعكاساتها على الصادرات النفطية، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاد دولي، جامعة بسكرة، 2016/2017، حيث تناولت هذه الدراسة الجانب النظري للأزمات المالية وعرض تحليلي للأزمة المالية العالمية خلال فترة 2007-2008، واختصت في انعكاسات هذه الأزمة على اقتصاديات الدول مبرزة آثارها على الصادرات النفطية.
- عبد الغاني بن علي، أزمة الرهن العقاري وأثرها في الأزمة المالية العالمية، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص تحليل اقتصادي، جامعة الجزائر، 2009/2010، تناولت هذه الدراسة هي الأخرى الإطار النظري للأزمات المالية، وأكدت على طبيعة أزمة الرهن العقاري في الو.م.أ، وقد سلطت الضوء على أثر أزمة الرهن العقاري في الأزمة المالية العالمية وأهم انعكاساتها على الاقتصاد العالمي، إضافة إلى سبل علاجها.
- ساعد مرابط، الأزمة المالية العالمية 2008: جذورها وتداعياتها، مداخلة في الملتقى العلمي الدولي حوا الأزمة المالية والاقتصادية الدولية، جامعة سطيف، أيام الملتقى 20، 21 أكتوبر 2009، تم التطرق في هذه المداخلة إلى كرونولوجيا أهم الأزمات المالية، كما تم التعمق في موضوع الأزمة المالية العالمية لسنة 2008، وعرض تحليلي لأهم الجذور التاريخية لهذه الأزمة وتداعياتها على اقتصاديات العالم.

## الفصل الأول : دراسة الأزمات المالية

تمهيد :

لقد كان للأزمات المالية وقع و أثر كبيرين على اقتصاديات البلدان، إذ أنها غالبا ما سببت تدهورا حادا في الأسواق المالية، نظرا لفشل الأنظمة المصرفية المحلية في أداء مهامها الرئيسية و الذي ينعكس في تدهور كبير في قيمة العملة و في أسعار الأسهم، وبالتالي التأثير السلبي على قطاعات الإنتاج والعمالة، وما ينتج عنه من إعادة توزيع للدخول والثروات فيما بين الأسواق المالية الدولية ككل، ومن هذا فقد قسمنا هذا الفصل إلى ما يلي :

1. مفهوم الأزمة المالية؛
2. أنواع الأزمات المالية؛
3. أسباب الأزمات المالية وخصائصها؛
4. المؤشرات الاقتصادية للتعرض للأزمات المالية.

## المالية

## 1. دراسة الأزمة المالية

يعد موضوع الأزمات المالية من أكثر المواضيع الاقتصادية تداولاً نظراً لطبيعتها، وارتباطها بالاقتصاد المالي والحقيقي، لذا سنتطرق لتعريف الأزمة المالية وأنواعها، وخصائصها.

## 1.1 : مفهوم الأزمة المالية

يختلف مفهوم الأزمة لغوياً، بحيث لها عدة معاني، فهي تشمل كل من مشكلة، خلل، شدة وضيق، اضطراب وتوتر.

أما اقتصادياً فهي تعني حالة اضطراب حاد ومفاجئ في بعض التوازنات الاقتصادية، يتبعه انهيار في عدد من المؤسسات المالية ثم تمتد هذه الانهيارات والتغيرات إلى الأنشطة والقطاعات الاقتصادية الأخرى.<sup>1</sup>

ومن هنا يمكن تعريف الأزمة بأنها تلك الاضطرابات التي تؤثر كلياً أو جزئياً على مجمل المتغيرات المالية، مثل أسعار الأسهم والسندات والأوراق المالية والتجارية، الودائع المصرفية وأسعار صرف العملات، كما عرفت الأزمة المالية على أنها تدهور أو انخفاض مفاجئ في طلب المستثمر على الأصول المالية التي تلعب دوراً هاماً في الاقتصاد القومي، والانخفاض الناتج عن ذلك في سعر الأصل يقلل من النشاط الاقتصادي الكلي مباشرة من خلال تأثيره على قرارات المستهلكين الأفراد والشركات وبشكل غير مباشر من خلال تأثيراتها على أسعار باقي الأصول الأخرى والموازنات المالية للوسطاء الماليين مثل البنوك، وتعرف نتائجها من خلال مظاهر انهيار أسواق البورصة وحوادث مضاربات نقدية كبرى في أسواق المال.<sup>2</sup>

نستخلص من المفاهيم السابقة للأزمة، بأن الأزمة هي : الأحداث المفاجئة التي تفضي إلى اضطراب التوازنات الاقتصادية في عمل المنظومة الكلية أو الجزئية للاقتصاد الوطني، مما يؤدي إلى تأثير سلبي آلي أو جزئي على مجمل المتغيرات الاقتصادية والمالية، لا بل وحتى الاجتماعية منها بما يستلزم إلى إحداث تغييرات سريعة وتحديد الاستراتيجيات اللازمة لإعادة التوازن.

- جرجي شاهين عطية، معجم المعتمد عربي-عربي، بيروت ، دار الكتب العلمية، 2011، ص 65.

## المالية

2- عامر محمد، استراتيجيات إدارة الأزمات والحكومات، مصر، دار العلوم للنشر والتوزيع، 2006، ص 31.

### 1. 2 : أنواع الأزمات المالية :

تصنف الأزمات المالية حسب مصدرها وأسبابها إلى ما يلي :<sup>1</sup>

#### 1. 2. 1 : الأزمة المصرفية

تظهر الأزمات المصرفية عندما يواجه بنك ما زيادة كبيرة مفاجئة في طلب سحب الودائع، وبما أن البنك يقوم بإقراض أو تشغيل معظم الودائع لديه ويحتفظ بنسبة بسيطة لمواجهة طلب السحب اليومي فإن يستطيع بطبيعة الحال الاستجابة لطلبات المودعين إذا ما تخطت تلك النسبة، وبالتالي يحدث ما يسمى أزمة سيولة لدى البنك، وإذا حدثت مشكلة من هذا النوع وامتدت إلى بنوك أخرى، فتدسى في تلك الحالة أزمة مصرفية، وعندما يحدث العكس، أي تتوافر الودائع لدى البنوك وترفض البنوك منح القروض خوفا من عدم قدرتها على الوفاء بطلبات السحب تحدث أزمة في الإقراض، وهو ما يسمى أزمة الائتمان.

#### 1. 2. 2 : أزمة العملة (أزمة أسعار الصرف)

تحدث عندما تتغير أسعار الصرف بسرعة بالغة بشكل يؤثر على قدرة العملة على أداء مهمتها كوسيط تبادل ومخزن للقيمة، لذلك تسمى هذه الأزمة أيضا أزمة ميزان المدفوعات، وتحدث تلك الأزمة لدى اتخاذ السلطات النقدية قرار بخفض سعر العملة نتيجة عمليات المضاربة، وبالتالي تحدث أزمة قد تؤدي لانهيار تلك العملة، وعلى الرغم من أن قرار تعويم أو خفض سعر صرف العملة الوطنية قد يبدو قرارا تطوعيا من السلطة النقدية، إلا أنه في أغلب الحالات يكون قرار ضروريا تتخذه في حالة وجود قصور في تدفقات رأس المال الأجنبي أو تزايد التدفقات الخارجة، بعض تلك الأزمات لها أثر محدود على القطاع غير المالي، أما البعض الآخر فيلعب دورا أساسيا في تباطؤ النمو الاقتصادي وحدوث الانكماش، بل قد تصل لدرجة الكساد.

#### 1. 2. 3 : أزمات الأسواق المالية (حالة الفقاعات)

تحدث العديد من الأزمات في أسواق المال نتيجة ما يعرف اقتصاديا 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 مثلا) هو الربح الناتج عن ارتفاع سعره وليس بسبب قدرة هذا الأصل على توليد الدخل، في هذه الحالة يصبح انهيار أسعار الأصل مسألة وقت عندما يكون هناك اتجاهها قويا لبيع ذلك الأصل، فيبدأ سعره في الهبوط ومن ثم تبدأ حالات ذعر في الظهور فتنهار الأسعار ويمتد هذا الأثر نحو أسعار الأسهم الأخرى سواء في نفس القطاع أو القطاعات الأخرى.

1- عبد الحميد عبد المطلب، الديون المصرفية المتعثرة والأزمة المالية المصرفية العالمية، مصر، الدار الجامعية، 2009، ص ص 189-191.

#### 1.2.4 : أزمات المديونية الخارجية

تعد من الأزمات الكبيرة التي تؤثر في القطاع المصرفي خاصة والقطاعات الاقتصادية عموماً، وتحدث هذه الأزمة عندما يتوقف المقرض عن السداد، ولقد ارتبط هذا النوع من الأزمات كثيراً بعدم قدرة حكومات ودول العالم الثالث على الوفاء بأعباء الديون وخدمتها، ومثال على ذلك ما حدث في الجزائر في أوائل التسعينات، حيث تطلب الأمر إعادة جدولة ديونها ثلاثة مرات.

#### 1.3.3 : أسباب الأزمات المالية وخصائصها

##### 1.3.1 : أسباب الأزمات 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:

#### • عدم الاستقرار الاقتصادي الكلي :

إن أحد أهم مصادر الأزمات الخارجية هو التقلبات في شروط التبادل التجاري، فعندما تنخفض شروط التجارة يصعب على عملاء البنوك المشتغلين بنشاطات ذات العلاقة بالتصدير والاستيراد الوفاء بالتزاماتهم خصوصاً خدمة الديون، وتشير بيانات البنك الدولي إلى أن حوالي 75% من الدول النامية التي حدثت بها أزمة مالية، شهدت<sup>1</sup> :

انخفاضاً في شروط التبادل التجاري : بحوالي 10% قبل حدوث الأزمة، وهذا العامل يعد سبباً رئيسياً للأزمة المالية في كل من فنزويلا والإكوادور، حيث الاعتماد الكبير على الصادرات النفط الخام مع صغر حجم الاقتصاد وقلة تنوعه.

– التقلبات في أسعار الفائدة العالمية : أحد المصادر الخارجية المسببة للأزمات المالية في الدول النامية، فتغيراتها لا تؤثر فقط على تكلفة الاقتراض بل الأهم من ذلك هو تأثيرها على تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر ودرجة جاذبيته في هذه الدول.

– التقلبات في معدل التضخم : هي عامل حاسم في قدرة القطاع المصرفي على القيام بدور الوساطة المالية (منح الائتمان وتوفير السيولة)، وقد اعتبر الركود الاقتصادي الناتج عن ارتفاع مستويات الأسعار سبباً مباشراً لحدوث الأزمات المالية في دول أمريكا الجنوبية والدول النامية.

– التقلبات في أسعار الصرف الحقيقية : يعتبر أحد مصادر الاضطرابات على مستوى الاقتصاد الكلي والتي كانت سبباً مباشراً أو غير مباشر لحدوث العديد من الأزمات المالية، كما حدث في الدول النامية في أمريكا الجنوبية، التي عانت من اضطرابات في أسعار الصرف الحقيقية بمعدل أعلى من أي إقليم

## المالية

في العالم بما في ذلك دول جنوب شرق آسيا، حيث أن الارتفاع الحاد في أسعار الصرف الحقيقية أحد آثار ارتفاع الأرباح في قطاع التجارة الخارجية أو ارتفاع أسعار الفائدة المحلية.

1- إبراهيم عبد العزيز النجار، الأزمة المالية وإصلاح النظام المالي العالمي، مصر، الدار الجامعية، 2009، ص 85.

### • اضطرابات القطاع المالي:

يشكل التوسع في منح الائتمان في التدفقات الكبيرة لرؤوس الأموال من الخارج وانهيار أسواق الأوراق المالية القاسم المشترك الذي سبق حدوث الأزمات المالية في حالة دول جنوب شرق آسيا، فلقد شهدا القطاع المالي في تلك الدول خلال حقبة الثمانيات و التسعينات توسعا كبيرا، تواكب مع الانفتاح الاقتصادي والتجاري والتحرر المالي غير الوقائي وغير الحذر بعد سنوات من الانغلاق وسياسات الكبت المالي بما في ذلك ضغط الاقتراض وصغر حجم و دور القطاع المالي في الاقتصاد.

فلقد عانت تلك الدول من عدم التهيئة الكافية للقطاع المالي وضعف واضح في الأطر المؤسسية القانونية والتنظيمية، من ناحية أخرى أدى التوسع في منح الائتمان إلى حدوث ظاهرتين: تركيز الائتمان سواء في نوع معين من القروض مثل القروض الاستهلاكية أو العقارية مثل ما حدث في الأزمة المالية في كوريا الجنوبية، أو لقطاع واحد كالقطاع الحكومي أو الصناعي أو التجاري كما حدث في تايلاندا.

من الأمور التقليدية التي شاهدها الدول النامية في جميع الأزمات المالية حصول انتعاش كبير في منح القروض، وهذه الظاهرة لم تقتصر على الدول النامية فقط بل شملت أيضا الدول الصناعية مثل فلندا، النرويج، السويد والولايات المتحدة، كما كانت انتكاسة سوق الأوراق المالية القاسم المشترك في العديد من الأزمات المصرفية.<sup>1</sup>

– عدم تلاؤم أصول وخصوم المصارف: تظهر هذه المشكلة بسبب التوسع في منح القروض، وعدم الاحتفاظ بقدر كافي من السيولة لمواجهة التزاماتها الحاضرة والعاجلة في فترات تكون فيها أسعار الفائدة العالمية مرتفعة وأكثر جاذبية من أسعار الفائدة المحلية، وقد يتعرض زبائن البنوك كذلك إلى عدم التلاؤم بالنسبة للعملة الأجنبية، وعدم التلاؤم أيضا بالنسبة لفترات الاستحقاق.

– تحرر مالي غير وقائي: إن التحرر المتسارع غير الحذر للسوق المالي، بعد فترة كبيرة من الانغلاق والتقيد، قد تؤدي إلى حدوث الأزمات المالية، فمثلا عند تحرير أسعار الفائدة فإن البنوك المحلية تفقد الحماية التي كانت تتمتع بها في ظل تقييد أسعار الفائدة كما يسبب لها التحرر المالي ضغوطا تنافسية نتيجة دخول بنوك أخرى للسوق المالي، بالإضافة إلى ذلك يؤدي إلى استحداث مخاطر ائتمانية جديدة قد لا تتحملها البنوك نتيجة ضعف الإعداد التهيئة الرقابية وقلة الموارد والخبرات اللازمة للتعامل معها، وخير مثال على ذلك الأزمات المالية التي حدثت في البرازيل، الشيلي، المكسيك وفنزويلا.

## المالية

– تدخل الحكومة في تخصيص الائتمان : في الكثير من الأحيان كانت الحكومة تقوم بتوزيع الموارد المالية المتاحة على قطاعات اقتصادية و أقاليم جغرافية بعينها في إطار خطة للتنمية أو لخدمة أغراض أخرى قد تكون سياسية بالدرجة الأولى وليست اقتصادية.

1- مروان عطوان، الأسواق النقدية والمالية - البورصة ومشكلاتها في عالم النقد والمال، الجزء الثاني، الجزائر، ديوان المطبوعات الجامعية، 2000، ص 100-101 .

وفي الدول العربية، لا يزال القطاع المصرفي ملكا للدولة، مما يترتب عنه من مشاكل من حيث انخفاض الإنتاجية، قلة الكفاءة و الحافز على الإبداع، وفي كثير من الأحيان يعاني القطاع المصرفي من احتكار الحكومة لنشاطاته، فأدى هذا الوضع إلى حصول الأفراد ذوي النفوذ والاتصالات الواسعة مع الحكومة على القروض دون الأخذ في الاعتبار سلامة المشروع الاستثماري أو القدرة المالية للمقترض.

– ضعف النظام المحاسبي والتنظيمي : تعاني معظم الدول التي تعرضت لأزمات مالية من الضعف في النظام و الأجراء المحاسبية المتبعة و درجة الإفصاح عن المعلومات خصوصا فيما يتعلق بالديون المدومة و نسبتها في محفظة البنك الائتمانية، كما تعاني من ضعف النظام القانوني المساند للعمليات البنكية، و عدم الالتزام بالقانون الخاص بالحد الأقصى للقروض المقدمة لمقترض واحد ونسبتها من رأسمال البنك.

- تشوه نظام الحوافز

إن ملاك البنوك و الإدارات العليا لا يتأثرون ماليا من جراء الأزمات المالية التي ساهموا في حدوثها، فلا يتم إنهاء خدماتهم أو تحميلهم الخسائر التي حدثت من جراء الأزمة، فلقد أثبتت الإدارات عجزها في تعديل هيكل البنك و تدوير المناصب الإدارية، ودلت التجارب على أن الإدارات العليا كثيرا ما نجحت في إخفاء الديون المدومة لسنوات وذلك نتيجة ضعف الرقابة المصرفية من جهة و ضعف الإجراءات المحاسبية من ناحية أخرى، هذا الوضع جعل من الصعب التعرف على العلامات السابقة لحدوث الأزمة من أجل تفاديها.

- 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 البنك الملجأ الأخير للاقتراض بالعملة الأجنبية حيث أن ذلك يعني فقدان السلطات النقدية لاحتياطياتها من النقد الأجنبي و حدوث أزمة العملة مثل المكسيك و الأرجنتين وقد تمخض عن أزمة العملة ظهور العجز في ميزان المدفوعات، ومن ثم تنقص في عرض النقود و ارتفاع أسعار الفائدة المحلية مما يزيد من تفاقم الأزمة.

بالمقابل عند انتهاء سياسة سعر الصرف المرن فإن حدوث أزمة العملة سوف يؤدي فوراً إلى تخفيض قيمة العملة و زيادة في الأسعار المحلية مما يؤدي إلى تخفيض قيمة أصول و خصم المصارف إلى مستوى أكثر توافق مع متطلبات الأمان المصرفي.

## ا. 3 . 2 :خصائص الأزمات المالية

وتبرز الخصائص الأساسية للأزمة المالية في النقاط التالية :

- حدوثها بشكل عنيف ومفاجئ، واستقطابها لاهتمام الجميع؛
- التعقيد، والتشابك، والتداخل في عواملها وأسبابها؛
- نقص المعلومات الكافية عنها؛
- تصاعدها المتواصل يؤدي إلى درجات عالية من الشك في البدائل المطروحة لمواجهة الأحداث المتسارعة؛
- سيادة حالة من الخوف من آثار الأزمة وتداعياتها؛
- إن مواجهة الأزمة يستوجب درجة عالية من التحكم في الطاقات والإمكانيات، وحسن توظيفها في إطار تنظيمي يتسم بدرجة عالية من الاتصالات الفعالة التي تؤمن التنسيق والفهم الموحد بين الأطراف ذات العلاقة.<sup>1</sup>

1- مروان عطوان، مرجع سبق ذكره، ص 103.

#### 1. 4 : المؤشرات الاقتصادية للأزمات المالية

لا توجد مؤشرات واضحة للدلالة على حدوث الأزمات مستقبلا بشكل يقيني، وإلا أمكن معالجة الموقف بمجرد ظهورها، ومن ثم إمكانية تجنب الأزمة، ففي الحقيقة هناك مجموعة من المؤشرات الدالة فقط على مواقف تتسم بتزايد مخاطر التعرض للأزمات، والمنهج الشائع للاستخدام هو بناء " نظام للإنذار المبكر"، وهو يعني تحديد مجموعة من المتغيرات الاقتصادية التي يختلف سلوكها في الفترة التي تسبق الأزمة عن سلوكها المعتاد، فمن خلال مراقبة هذه المتغيرات يمكننا التنبؤ بوقوع الأزمة.

يتسع نطاق المتغيرات، ويتوقف اختيار بعضها دون البعض الآخر على فهم كل شخص لأسباب الأزمة، فإذا كان الاعتقاد السائد أن أسبابها مالية، فسوف يعتمد على العجز المالي الاستهلاك الحكومي، الائتمان المصرفي للقطاع العام ... وغيرها، أما إذا كان يعتقد أن مشكلات القطاع الخارجي مسؤولة أكثر من غيرها عن الأزمات، فإن الأولوية سوف تعطى لمؤشرات أخرى مثل: سعر الصرف الحقيقي، ميزان الحساب الجاري، تغيرات معدل التبادل الدولي، تفاوت أسعار الفائدة المحلية وغيرها.

ويمكن تصنيف هذه المؤشرات التي تعرض الدولة لأزمات وصدمات أو هزات في سوق الأوراق المالية والأسهم أو تعرضها للأزمة في العملات من خلال التطورات في السياسة الاقتصادية الكلية التي تهز ثقة المستثمرين، أو الخصائص الهيكلية للسوق أو خصائص التركيب التي تجعله عرضة لأن يفقد المستثمرون الثقة فيه. (الجدول رقم (1 . 1) )<sup>1</sup>

1- عبد الحكيم مصطفى الشرقاوي، العولمة المالية وإمكانات التحكم - عدوى الأزمات المالية، مصر، دار الفكر الجامعي، 2003، ص 38.

الجدول رقم (1.1) : المؤشرات الاقتصادية للتعرض للأزمات 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 تركيزاً؛	- انخفاض حقيقي لمعدل نمو الصادرات؛
- ارتفاع معدل التغير للديون الخارجية؛	- عجز مالي متزايد؛
- ارتفاع حجم الدين الخارجي قصير 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 بالعملة الأجنبية؛
- الرقابة على دخول السوق والخروج منه.	- انخفاض الاحتياطي العالمي؛
	- انخفاض النمو الاقتصادي الحقيقي؛
	- ارتفاع معدل الأسعار والأرباح؛

## المالية

	<p>- ارتفاع معدلات الفائدة المحلية وارتفاع معدل البطالة.</p>
--	--

المصدر: عبد الحكيم مصطفى الشرقاوي، مرجع سبق ذكره، ص 39.

فإذا نشأت الأزمات نتيجة السياسات الحكومية الضعيفة أو غير الحكومية مع مرور الوقت، فإن كلا من نوعي المؤشرات يجب أن يساهم في تفسير أسباب حدوث الأزمة، ولكن لأن المؤشرات الهيكلية من المحتمل أن تكون بطيئة في التغيير فإن التطورات في الاقتصاد الجزئي تصبح مقيدة إلى حد بعيد في إمكانية التنبؤ بالمدة التي ستحدث فيها الأزمة.

## خلاصة :

تناولنا في هذا الفصل كل ما يتعلق بالمفاهيم النظرية للأزمات المالية، من حيث مفهوم الأزمة المالية وأنواعها، سواء كانت أزمة مصرفية أو أزمة سعر الصرف أي أزمة تتعلق بالعملة، أو أزمة الأسواق المالية أو المديونية الخارجية، كما استعرضنا أسباب حدوث الأزمات المالية وأهم الخصائص التي تتميز بها الأزمات، وكذا تطرقنا للمؤشرات الاقتصادية للتعرض للأزمات المالية.

فالأزمة المالية هي ذلك التدهور الحاد في الأسواق المالية لدولة ما أو لمجموعة من الدول، والتي من أبرز سماتها فشل النظام البنكي في أداء مهامه الأساسية، والذي ينعكس ويؤثر على قيمة العملة، مما ينجم عليه

## المالية

أثار سلبية في مختلف القطاعات الاقتصادية، في مختلف القطاعات الاقتصادية، فأسبابها لا تنحصر في سبب أو سببين وإنما تتضافر مجموعة من الأسباب تؤدي بمجموعها إلى إحداث أزمة. وعليه مصطلح الأزمة يشمل عدة أنواع من الأزمات، تختلف في ما بينها من حيث مصدرها وأسبابها، وفي معظم الأحيان تكون أزمة سبب أخرى فمثلا أزمة سعر الصرف قد تؤدي إلى أزمة بنكية، وهذه الأخيرة قد تكون سبب في إحداث اختلالات في سوق الأوراق المالية وتؤدي إلى أزمة، وتأخذ صورة أخرى وهي أزمة مديونية والتي تكون أحيانا ناجمة عن عدم السداد أي عدم الوفاء بالالتزامات.

## الفصل الثاني : التطور التاريخي للأزمات المالية

شكل تكرار الأزمات المالية ظاهرة مثيرة للقلق والاهتمام لدى مختلف الاقتصاديين المنظرين مع اختلاف أفكارهم، ذلك أن آثارها السلبية كانت حادة وخطيرة وهددت الاستقرار الاقتصادي والسياسي للدول المعنية وبالأخص النظام المالي، والذي ينعكس على السلوك الاقتصادي للأفراد والدول على مستوى الاقتصاد الكلي أو الجزئي، ولعل تتبع الأزمات المالية السابقة يفيد في معرفة أسبابها ومسبباتها، ودور الحكومات في علاج آثارها. وسنحاول في هذا الفصل التطرق إلى أهم الأزمات المالية التي مرت بها مختلف الاقتصاديات المتقدمة والناشئة، وذلك من خلال العناصر التالية :

1. أزمة الكساد العظيم 1929؛
2. الأزمتهن الشهيرتين في الثمانينات؛
3. الأزمة الآسيوية ؛
4. أزمة فقاعة الانترنت 2000.

## II. الدراسة التاريخية لأهم الأزمات المالية

عرف القرن العشرين العديد من الأزمات المالية بمختلف أنواعها و من أبرز هذه الأزمات أزمة الكساد العظيم سنة 1929، وفيما يلي أهم الأزمات التي عرفها الاقتصاد العالمي والتي تركت أثر لا ينسى على اقتصاديات الكثير من الدول.

## II. 1 : أزمة الكساد العظيم 1929

## II. 1. 1 : التعريف بأزمة الكساد الكبير 1929

تعد أشهر الأزمات المالية التي عرفها العالم في القرن العشرين و أقواها أثرا ، وجذورها تعود إلى نهاية الحرب العالمية الأولى حيث عرف الاقتصاد الأمريكي انتعاشا كبيرا بين سنوات 1922 - 1929 نتيجة تدهور الاقتصاد الأوروبي من جهة وازدهار الصناعة الأمريكية بسبب استخدام أساليب التنظيم الصناعي الحديثة، كما عرف الاقتصاد الأمريكي ارتفاع في المرودية الفلاحية وزيادة حجم الاستهلاك بفعل زيادة وتحسن الدخل الفردي، رغم هذا ازدهار اقتصادي فقد عرف الاقتصاد الأمريكي نقاط ضعف هامة منها عدم مساهمة وتيرة الاستهلاك لضخامة الإنتاج، اعتماد الاقتصاد الأمريكي كثيرا على القروض سواء بالنسبة للإنتاج أو بالنسبة للاستهلاك بسبب التسهيلات المقدمة من طرف البنوك في هذا المجال، انتشار المضاربات في البورصة بشكل حاد، حيث ارتفعت أسعار الأسهم ارتفاعا كبيرا بشكل لا يتناسب مع الزيادة الحقيقية في أرباح الشركات، وفي يوم 24 أكتوبر 1929 والذي يعرف باسم الخميس الأسود تم طرح 19 مليون سهم للبيع دفعة واحدة فكان العرض أكبر بكثير من الطلب، مما أدى إلى هبوط أسعار الأسهم بنسبة 13 % ( الشكل رقم II ).

(1) يوضح التغيير في "مؤشر داو جونز"<sup>1</sup>، وانهارت بذلك بورصة "وول ستريت"، ثم توالى الانهيارات في أسواق المال العالمية لتمتد آثار هذه الأزمة المروعة على الجانب الحقيقي للاقتصاد الأمريكي وكان من مظاهر هذه الأزمة ما يلي:<sup>2</sup>

- انخفاض شديد الاستهلاك الكلي -انخفاض الاستثمارات في القطاع الإنتاجي
- ارتفاع معدلات البطالة لتصل إلى حوالي 40% من قوة العمل الأمريكية سنة 1932
- امتداد آثار هذه الأزمة إلى بلدان أوروبا الغربية و مستعمراتها على نحو هدد أركان النظام الرأسمالي ليفسح المجال أمام أفكار اقتصادية جديدة تزعمها المفكر الاقتصادي المشهور كينز.

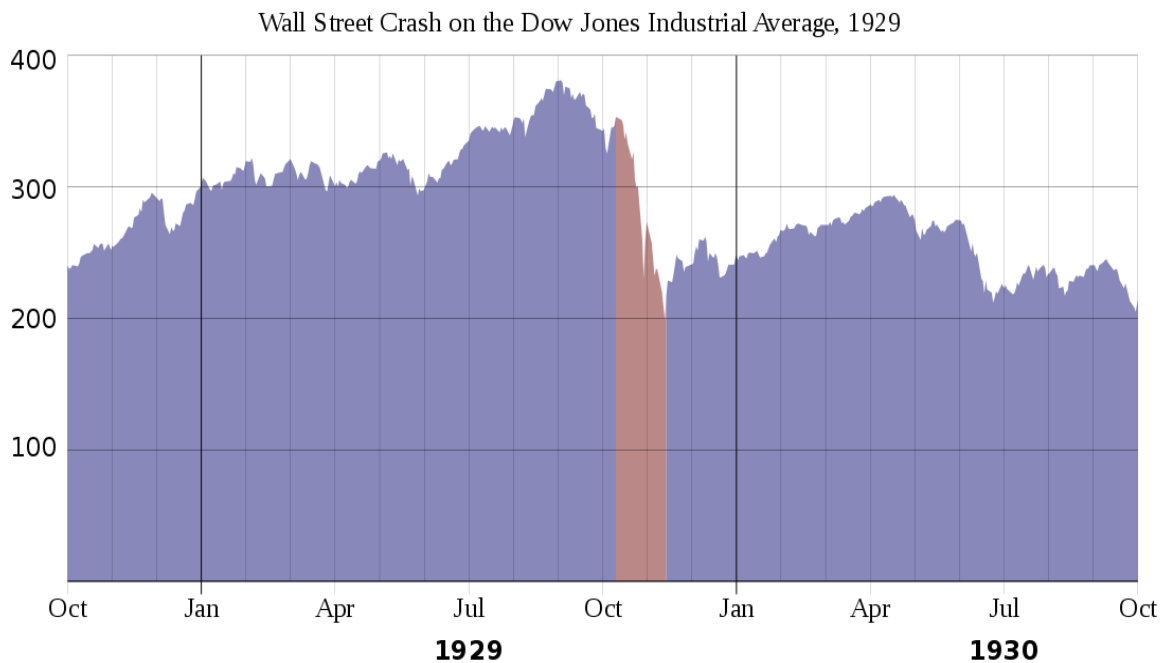
1- مؤشر داو جونز: مؤشر صناعي لأكثر 30 شركة صناعية أمريكية في بورصة نيويورك، أنشأ في 26 ماي 1896.

2- عماد صلاح سلام ، إدارة الأزمات في بورصات الأوراق المالية العربية والعالمية والتنمية المتواصلة. دبي، شركة أبو ظبي للطباعة والنشر، 2002، ص 300-301.

ولقد تميزت هذه الأزمة بالخصائص التالية :

- كان لها ارتباط وثيق بالأزمات الاقتصادية الدورية في النظام الرأسمالي؛
- زعزعة الاستقرار النسبي في النظام الرأسمالي بكامله؛
- استمرت الأزمة لفترة طويلة (1929-1933)؛
- عمق وحدة هذه الأزمة، حيث كان عدد البنوك التي أفلست منذ بداية 1929 حتى منتصف 1933 أكثر من 10.000 بنك في الولايات المتحدة، أي حوالي 40% من إجمالي عدد البنوك، وانخفضت الودائع لدى البنوك بحوالي 33%؛
- انخفاض كبير في مستويات أسعار الفائدة، حيث كان سعر الخصم في بنك إنكلترا خلال عام 1929 في 5.5% مقابل 3.1% بحدود الفترة 1930-1933
- اختلاف أمد ودرجة حدة الأزمة من بلد لآخر بشكل كبير، ففي خريف 1929 انهارت أسعار الأوراق المالية في أسواق الولايات المتحدة الأمريكية، وفي ربيع عام 1931 امتدت الأزمة النقدية والمالية إلى الدول الأوروبية؛
- رافقت الأزمة تقلبات حادة في أسعار العملات، مما نتج عنه انهيار النظام الذهبي في معظم الدول.

الشكل رقم ( II . 1 ) : تطور مؤشر داو جونز الصناعي في بورصة وول ستريت 1929



المصدر: [http://en.wikipedia.org/wiki/Image:1929\\_wall\\_street\\_crash\\_graph.svg](http://en.wikipedia.org/wiki/Image:1929_wall_street_crash_graph.svg)

## II. 1. 2 : أسباب هذه الأزمة

إن الكساد نتج عن عجز الدولة عن زيادة السيولة المالية في السوق لمواكبة الطلب المتزايد، بالإضافة لعدم مواكبة الدولة للحاجة الماسة لتخفيض الضرائب الذي كان من شأنه أن يحيي السوق من انهيار معدلات الاستثمار، بالتالي انخفضت السيولة المالية في السوق وحدث الكساد.

يعود حدوث الأزمات الاقتصادية في الدول الرأسمالية إلى أن النظام الحريرفض أن تتدخل الدولة للحد من نشاط الأفراد في الميدان الاقتصادي فأصحاب رؤوس الأموال أحرار في كيفية استثمار أموالهم وأصحاب الأعمال أحرار فيما ينتجون كما ونوعاً. وهذا ما يمكن أن نسميه فقدان المراقبة والتوجيه. وتستتبع الحرية الاقتصادية حرية المنافسة بين منتجي النوع الواحد من السلع، كما أن إدخال الآلة في العملية الاقتصادية من شأنه أن يضاعف الإنتاج ويقلل من الحاجة إلى الأيدي العاملة، وبالتالي فإن فائض الإنتاج يحتاج إلى أسواق التصريف، وعندما تختل العلاقة بين العرض والطلب في ظل انعدام الرقابة تحدث فوضى اقتصادية تكون نتيجتها الحتمية أزمة داخل الدولة الرأسمالية.

ومن أسباب الأزمة في الولايات المتحدة الأمريكية عدم استقرار الوضع الاقتصادي وسياسة كثافة الإنتاج لتغطية حاجات الأسواق العالمية خلال الحرب العالمية الأولى بسبب توقف المصانع في بعض الدول الأوروبية بعد تحولها إلى الإنتاج الحربي وعودة الكثير من الدول إلى الإنتاج بعد انتهاء الحرب والاستغناء عن البضائع الأمريكية. لهذه الأسباب تكدست البضائع في الولايات المتحدة وتراكمت الديون وأفلس الكثير من المعامل والمصانع وتم تسريح العمال وانتشرت البطالة وضعفت القوة الشرائية وتفاقت حينها المشاكل الاجتماعية والأخلاقية.

إضافة إلى ذلك أثار تلك الدول الأوروبية في تسديد الديون المتوجبة عليها للولايات المتحدة الأمريكية كثيراً من التكهنات عند المواطن الأمريكي، ففقد المستثمرون الأمريكيون والأجانب الثقة في الخزينة الأمريكية، وانعكس ذلك على بورصة وول ستريت إذ أقدم المساهمون في الشركات الكبرى على طرح أسهمها للبيع بكثافة، وأدى ذلك إلى هبوط أسعار الأسهم بشكل حاد وجرمزيماً من الإفلاس والتسريح والبطالة.

وقد ترتب عنها عدة نتائج نذكر منها :

- امتدت آثار هذه الأزمة إلى خارج الولايات المتحدة لتضرب دول أوروبا الغربية على نحو هدد أركان النظام الرأسمالي.
- فقدان شرعية الفروض الأساسية للنظام الاقتصادي الكلاسيكي الحر المعروف بـ "دعه يعمل، دعه يمر".
- قيام اقتصاديون في الغرب بالبحث عن حلول لمشكلات الاقتصاد الحر.
- ظهرت النظرية الكينزية لتؤكد على ضرورة تدخل الدولة في الحياة الاقتصادية.

1- مروان عطية، الأسواق النقدية والمالية - البورصة ومشكلاتها في عالم النقد والمال، الجزء الأول، الجزائر، ديوان المطبوعات الجامعية، 2000، ص 103.

## II. 2 : الأزمات الشهريتين في الثمانينات

لقد حدثت أزماتين شهريتين في الثمانينات هما على التوالي 1987 و 1989، وكان السبب الأساسي لنشوئهما هو تغيرات الأسعار في أسواق رأس المال الناتجة عن اختلال التوازن بين العرض والطلب، لذا سنتطرق لهاتين الأزماتين وأسباب حدوثهما فيما يلي :

## II. 2 . 1 : أزمة 19 أكتوبر 1987

أطلق اسم الاثنين الأسود على 19 أكتوبر 1987، عندما انهارت أسواق المال العالمية ببورصة نيويورك، حيث اندفع المستثمرون مرة واحدة إلى بيع أسهمهم، متسببين في هبوط مؤشر داو جونز بمقدار 508 نقطة في يوم واحد، و سرعان ما انتشر هذا الذعر الذي بدأ في بورصة وول ستريت إلى باقي بورصات العالم، وسادت الفوضى أسواق المال العالمية، وكانت الخسائر كبيرة، ففي بورصة نيويورك 800 بليون دولار، أي بنسبة 26 % ولندن 22 %، وفي طوكيو 17 %، وفي فرانكفورت 15 % ، في أمستردام 12 %.

وبعد الاثنين الأسود انهيار الأكثر قوة في التاريخ بعد انهيار الرهيب في 28 أكتوبر 1929، حيث فقد مؤشر داو جونز الذي يعبر عن تقلبات أسعار 30 نوعا من أسهم الشركات الصناعية الأعرق والأكبر في الولايات المتحدة نسبة 21.6 % من مستواه السابق البالغ 2247.04 نقطة بينما كان أعلى مستوى له حتى بداية الأزمة 2722.41 نقطة، وهبطت أسعار الأسهم في بورصة نيويورك نتيجة الخلل في التوازن بين العرض والطلب الناشئ من جراء سيل متدفق من أوامر البيع لم يسبق له مثيل، أصاب كافة الأسهم، فقد كان كبير لدرجة أن المتخصصين فشلوا في مواجهته من خلال السماسرة، أو من خلال تجار الصفقات الكبيرة، هذا عن السوق الحاضرة .

أما سوق العقود المستقبلية والذي تتعامل فيه مؤسسات متخصصة في الاستثمار بهدف تغطية المخاطر التي قد يتعرض لها مخزونها من الأوراق المالية، وعليه فان تكلفة تأجيل تنفيذ صفقة في هذه السوق يكون أكبر بكثير من تكلفة تأجيل تنفيذ صفقة مماثلة في السوق الحاضرة، لذا فانه في الورق الحاضرة يعطى صانع السوق وقتا للبحث عن طرف آخر للصفقة.

أما في سوق العقود فإن الوقت مكلف و ثمين، و أن التغير في السعر هو الأداة الوحيدة لإعادة التوازن. وباختصار انتهى الأمر بهبوط الأسعار في سوقين وضعف سيولة كلاهما، حيث أصبح من المستحيل التنفيذ الفوري للصفقات التي ترد إلى السوق إلا تكلفة عالية، تمثلت في الانخفاض الشديد في سعر السهم الذي تتضمنه الصفقة، وبقدر لم يتعود عليه العملاء من قبل، مما تسبب في تعرض أسهم 5000 شركة تتعامل في البورصات الأمريكية إلى خسارة قدرها 490 مليون دولار تقريبا، كما أعاققت هذه الأزمة الكثير من الشركات الصناعية حديثة التكوين، حيث كانت تعتمد هذه الأخيرة في تمويل مشاريعها على البورصة بإصدار الأسهم والسندات، لكن هذا التمويل أصبح أكثر صعوبة.<sup>1</sup>

1 - ضياء مجيد الموسوي، الأزمة الاقتصادية العالمية 1986 - 1989 . الجزائر، دار الهدى للطباعة والنشر، 1990 ، ص 87-88 .

وترجع أهم العوامل المساهمة في حدوث الأزمة إلى :

- التطور الهائل في نشاط السوق المالية الدولية الذي بلغ ذروته عام 1987.
- اشتداد وتوثيق الروابط و الصلات بين هذه الأسواق.
- ضخامة الصفقات و العمليات في الأسواق المالية العالمية.
- تنوع الأصول المتعامل بها.
- التقنية العالية و المتطورة جدا المستخدمة في إدارة نشاطها و عملياتها.
- استخدام أحدث الأساليب في الاتصال و أكثرها تطورا، مما زاد في سرعة أداء العمليات و ساعد على سرعة انتقال الأزمات من سوق لآخر.
- طبيعة و خصائص العلاقات النقدية و المالية الدولية، حيث أصبح تداول العملات الرئيسية الدولية، من أهم قنوات انتقال الأزمات و خير برهان على ذلك الدور الهام الذي لعبه الدولار، حيث تسبب تدهور قيمته في تفاقم الأزمة المالية الدولية في أكتوبر 1987.
- نلاحظ أن تحرير عمليات انتقال رؤوس الأموال بين الأسواق المالية الدولية من مختلف أنواع القيود ساعد على إضعاف صيغتها الوطنية، و اكتسابها صفة الدولية، على سبيل المثال استخدم أحدث الأجهزة الالكترونية في هذه الأسواق يسمح بإجراء عمليات عرض أو طلب لأصل، أو مجموعة من الأصول المالية في وقت واحد.

لقد تحول الكثير من المستثمرين من اقتناء الأصول المالية طويلة الأجل (الأسهم) إلى الأصول المالية قصيرة الأجل (السندات) بحثا عن ضمانات أكبر، و تجنباً لمخاطر تقلبات قيم الأسهم في ظل حالات عدم الاستقرار الاقتصادي، مما تسبب في فقدان بورصة نيويورك جزء هاماً من نشاطها في الأسهم، وكان المخرج الوحيد للأزمة هو البحث عن أطراف أخرى من السوق للمساعدة في إزالة الخلل، وهذا ما حدث في اليوم الثاني فقد دخلت الشركات الكبيرة لإعادة شراء أسهمها، كما تدخل البنك المركزي بحث البنوك على منح المزيد من الائتمان لتجار الأوراق المالية . فبدأت أسعار الأسهم بالاتجاه صعوداً شيئاً فشيئاً، مما انعكس إيجابياً على مستويات الأسعار في الأسواق الأمريكية في يوم 21 أكتوبر 1987.

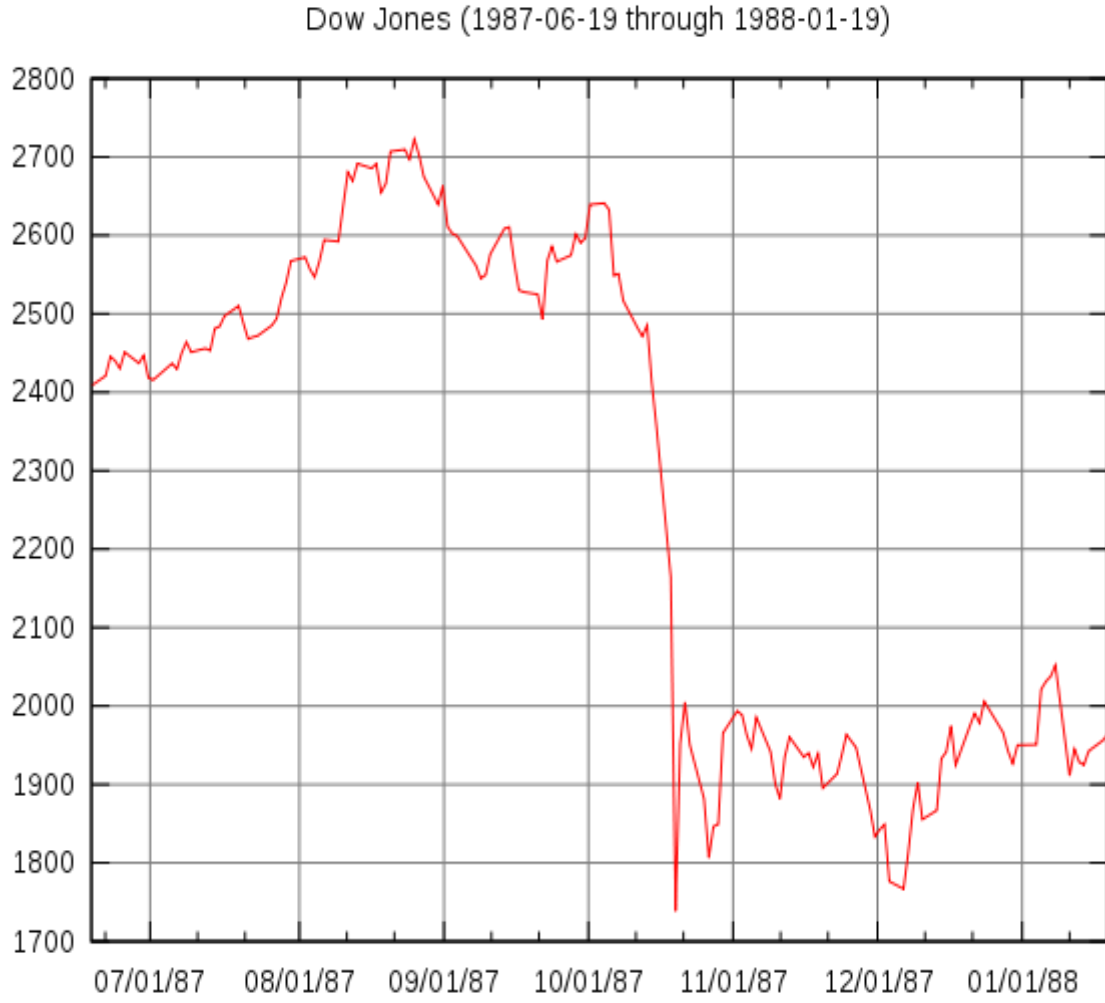
الجدول رقم ( 1 . II ) : نسب انخفاض مؤشرات البورصة 1987

البورصة	نيويورك	لندن	طوكيو	فرانكفورت	أمستردام
نسبة الانخفاض	26%	22%	17%	15%	12%

المصدر: حسني عائشة، دور الحوكمة البنكية في مواجهة الأزمات المالية، مذكرة ماستر في العلوم الاقتصادية، بنوك

وأسواق مالية ، جامعة مستغانم، 2014 ، ص33 .

الشكل رقم ( 2 . II ) : أسعار أسهم داو جونز خلال فترة 1987 - 1988



المصدر : [http://ar.wikipedia.org/wiki/\(\(1987\)\\_اللاثين\\_الأسود#/media/File:Black\\_Monday\\_Dow\\_Jones.svg](http://ar.wikipedia.org/wiki/((1987)_اللاثين_الأسود#/media/File:Black_Monday_Dow_Jones.svg)

## II. 2 . 2 : أزمة أكتوبر 1989

إثر إعلان الحكومة الأمريكية عن ارتفاع أسعار الجملة والتجزئة في شهر سبتمبر 1989 بنسبة 9% و5% على التوالي، مع امتناع البنك المركزي الأمريكي (البنك الاحتياطي الفدرالي) عن تخفيض أسعار الفائدة، تسببت هذه الأخبار في بداية الأزمة صبيحة يوم 13 أكتوبر 1989 عندما فقد مؤشر داو جونز حوالي 190 نقطة، وأقفل عند مستوى 2569 نقطة أي بانخفاض مقداره 7% عن اليوم السابق، وفي طوكيو فقد مؤشر نيكيا<sup>1</sup> 647 نقطة، كما أضع مؤشر فاينانشال تايمز<sup>2</sup> 142 نقطة.

ما تجدر الإشارة إليه أن المؤشرات الاقتصادية لبلدان منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية لم تكن مبررا كافيا للذعر الذي سببته هذه الأزمة، كما أن مؤشرات أسعار الأوراق المالية قد وصلت إلى أعلى مستوياتها خلال 1989، ولقد جاءت هذه الأزمة بعد مرور أقل من سنتين على سابقها، لذلك فإن القلق والتشاؤم الذي أشاعته في نفوس المستثمرين يعود بالدرجة الأولى إلى الخوف من تفاقم الأمور واشتداد الأزمة كما حصل سابقا، رغم أن المعطيات الحقيقية لم تكن تشير إلى احتمال حصول أزمة اقتصادية حقيقية، لهذا يمكن القول أن أزمة أكتوبر 1989 ( التي يطلق عليها الجمعة اليتيمة) تختلف عن أزمة 1987 لأسباب كثيرة أهمها :

- تحسن الظروف الاقتصادية وعدم توافر ما يدل على اقتراب حدوث أزمة اقتصادية.
- نظرا لارتفاع عوائد الأسهم (بسبب ارتفاع مستوى نشاط معظم الشركات و تحسن أرباحها)، فان أصحاب الأسهم لم تكن دوافعهم قوية للتخلي عنها بطرحها للبيع، لهذا كانت زيادة عرض الأسهم للبيع ضعيفة نسبيا وبعيدة عن أحداث تدهور في الأسعار.
- اقتصار بيع الأوراق المالية (الأسهم خاصة) على المستثمرين الصغار، دون تدخل الشركات الكبيرة، مما يعني ضعف حجم ونطاق العمليات وبالتالي عدم تسببها في التأثير بشكل كبير على الأسعار.
- عدم ظهور وانتشار التوقعات حول إمكانية ارتفاع أسعار الفائدة بشكل ملحوظ .
- إن إسراع المستثمرين (في 1987 ) لبيع أسهمهم تسبب فعلا في تسارع انخفاض الأسعار وإلحاق خسائر كبيرة بالبائعين، أما في 1989 فقد فضل المستثمرين التريث و عدم الاستعجال بالبيع، مما ساعد على تهدئة الأسواق و الحد من انخفاض الأسعار.
- في أزمة أكتوبر 1987 اتسم موقف الحكومة باللامبالاة (خاصة في الو.م.أ) ، مما أثر سلبا وزاد في تفاقم الأزمة، لكن في أكتوبر 1989 سارعت الحكومات إلى التدخل لإيقاف الأزمة، عن طريق مواجهة عمليات البيع المتزايدة بحجم كبير جدا من السيولة، وهذا ما ساعد على احتواء الأزمة.

أما في ألمانيا الاتحادية فإن الأوساط المالية لم تكن تعتبر ما يحدث في البورصات أزمة حقيقية وإنما مجرد اضطراب طفيف في أسعار، لا يمتلك مقومات الأزمة، و فعلا اتجهت الأوضاع للاستقرار تدريجيا.

1- مؤشر نيكيا : 225 هو مؤشر رئيسي لسوق الأسهم اليابانية في بورصة طوكيو لتبادل الأسهم، أنشأ عام 1950.  
2- فاينانشال تايمز: (فوتسي FTSE 100) واحدة من أكبر مؤشرات الأسهم البريطانية، حيث تضم أسهم أكبر 100 شركة بريطانية في بورصة لندن، أطلق المؤشر في 3 يناير 1984 .

## II. 3 : الأزمة الآسيوية

## II. 3. 1 : التعريف بالأزمة

شهدت الأسواق المالية لدول جنوب شرق آسيا (النمور الآسيوية) انهياراً كبيراً منذ يوم الاثنين الثاني من أكتوبر 1997 والذي أطلق عليه الاثنين المجنون، وبدأت الأزمة من تايلاند ثم انتشرت إلى بقية دول المنطقة حينما سجلت أسعار الأسهم معدلات منخفضة بشكل حاد.

شكل انخفاض مؤشر كوريا الجنوبية بنحو 1211 نقطة مفاجئاً كبيرة، لأنه لأول مرة منذ أكثر من ثلاثين عام ينخفض إلى هذا الحد، وانخفضت معه مؤشرات بقية بورصات دول المنطقة، دون أن يكون هذا الانهيار متوقفاً بهذه الدرجة والسرعة. نظراً لتمتع هذه الدول بمعدلات نمو مرتفعة وتنوع قاعدتها التصديرية، واندماج أسواقها واقتصادياتها في الأسواق العالمية.

أسباب الأزمة : ظهرت علامات مبكرة لوجود أزمة في دول جنوب شرق آسيا منها:

- انخفاض قيمة العملة الوطنية للاقتصاد التايلندي " البات " بعد فترة طويلة من الاعتماد على نظام سعر الصرف الثابت، وهذا ما حفز على الاقتراض الخارجي وعرض قطاع الأعمال والمال إلى المخاطر.
- فشل السلطات العامة في تقليل الضغوط التضخمية الجامحة والمتجسدة بحالات العجز الخارجي الواسع واضطراب أسواق المال.
- ضعف الإشراف والرقابة الحكومية وبالتالي تصاعد الشكوك السياسية حول التزامات الحكومة، ومدى مقدرتها على إجراء الإصلاحات المناسبة لمواجهة الأزمة.
- وقد ساهمت التطورات الخارجية في تفاقم الأزمة وأهمها :
- التدفقات الضخمة لرؤوس الأموال إلى تايلاند وبقية دول المنطقة، في منتصف التسعينيات، بسبب انخفاض أسعار الفائدة لدى الدول الصناعية في تلك الفترة.
- أدى الانخفاض في قيمة الدولار الأمريكي إلى منافسة العملات الآسيوية التي ترتبط به بشكل أو بآخر، ثم إلى تضائل درجة منافسة الدول الآسيوية في الأسواق العالمية.
- وكانت الدول التي تعرضت للأزمة تعاني من اختلالات اقتصادية داخلية، ومن تلك الاختلالات الاعتماد المفرط على التصدير لتحقيق النمو، والاعتماد الكبير على التدفقات المالية من الخارج (قروض أو استثمارات أجنبية) إضافة إلى الاقتراض غير المغطى من قبل القطاع الخاص المحلي، والانخفاض الحاد في قيمة العملات المحلية.<sup>1</sup>

1- بسام الحجار، العلاقات الاقتصادية الدولية، بيروت، المؤسسة الجامعية للدراسات والنشر والتوزيع، 2003، ص 163.

## II. 3 . 2 : انفجار الأزمة

لقد أعطى نظام سعر الصرف الثابت في بلدان جنوب شرق آسيا ( تايلاند، اندونيسيا، الفيليبين، كوريا الجنوبية، ماليزيا، اليابان والصين) إحساسا زائفا بالأمن، مما شجع هذه البلدان على إبرام ديون ضخمة مقومة بالدولار، إضافة إلى هذا فإن صادرات هذه البلدان كانت ضعيفة في منتصف السبعينيات بسبب ارتفاع قيمة الدولار الأمريكي مقابل الين الياباني وقيام الصين بخفض قيمة عملتها في عام 1994، وقد انعكست تدفقات رؤوس الأموال الضخمة إلى الداخل وضعف الصادرات في اتساع عجز الحساب الجاري إضافة إلى أن قسما كبيرا من التدفقات كان في صورة اقتراض قصير الأجل، ما جعل هذه البلدان معرضة للصدمات الخارجية.

وبفعل عمليات المضاربة على سعر العملة وتدني الأرباح في أسواق الأسهم، اضطرت السياسات النقدية في تلك الأسواق مما أدى إلى رفع سعر الفائدة بهدف وقف التحويلات من العملة الوطنية إلى العملات الأجنبية خاصة الدولار الأمريكي ومحاولة تشجيع مختلف المستثمرين الحائزين للدولار الأمريكي على تحويل المبالغ الموجودة لديهم إلى العملات الوطنية.

وعليه فقد ارتفعت أسعار الفائدة إلى حد 25% في تايلاند و35% في كوريا، وظلت عند هذا الحد لعدة أيام، مما اضطرت المستثمرين في هذه الأسواق إلى التخلي عن الأوراق المالية وإيداع قيمتها في البنوك للاستفادة من سعر الفائدة المرتفع، وهو ما نتج عنه زيادة المعروض من الأوراق المالية في السوق دون أن يقابله طلبات شراء، الأمر الذي أدى إلى انخفاض شديد في أسعار الأسهم وصل إلى 25-50% من الأسعار السائدة في السوق. انعكاسات الأزمة على الأسواق الأخرى : منذ أن تراجعت قيمة العملة التايلندية البات في يوليو 1997م، انخفضت أسعار العملات والأصول في كل دول جنوب شرق آسيا نتيجة هروب رؤوس الأموال من أسواق هذه البلدان، مما كان له تأثير مدمر وواسع المدى على اقتصاديات العديد من دول المنطقة وحتى البعيدة منها. وأدت الأزمة المالية لدول جنوب شرق آسيا إلى إلحاق العديد من الأضرار على اقتصادياتها وعلى مناخها السياسي والاجتماعي، ولعل من أهمها:

- تضاءل الثقة بالأنظمة الاقتصادية -خاصة المالية منها- والسياسية القائمة.
- الانسحاب المفاجئ لرؤوس الأموال الأجنبية في الوقت الذي ساهمت هذه الأموال في رفع معدلات النمو لهذه الدول خلال السنوات الأخيرة التي سبقت الأزمة، وخاصة في القطاعات الموجهة للتصدير.
- أدت التحويلات الرأسمالية للخارج إلى خفض في الإنفاق العام والخاص وزيادة عجز الحساب وتفاقم في المديونية للخارج.<sup>1</sup>

1- رايس مبروك، العولمة المالية وانعكاساتها على الجهاز المصرفي في حالة الجزائر، رسالة ماجستير، جامعة بسكرة، 2005، ص 108.

## II. آثار الأزمة على الصعيد العالمي

- أدت الأزمة إلى تدهور في مؤشرات البورصات الأوروبية، وانخفاض في أسعار الأسهم وخاصة لكبريات الشركات متعددة الجنسيات، وبالتالي من المتوقع أن يؤدي ذلك إلى هبوط عام في الأسعار وإلى حدوث بطالة قد تجر إلى ثورات اجتماعية.
- الانخفاض في قيمة عملات الدول المعنية بالأزمة، نجم عنه تزايد في عرض المنتجات الآسيوية في الأسواق العالمية نظراً لانخفاض أثمانها.
- السياسة المتبعة لعلاج الأزمة: كان صندوق النقد الدولي بمثابة المفتاح الرئيسي أو اللاعب الأساسي في تنسيق الدعم النقدي لاقتصاديات الدول الآسيوية المضطربة، وتركزت أهداف صندوق النقد الدولي على توفير الاستقرار والتوسع المتوازن في التجارة والنمو، ولكن بسبب الأزمة المالية الآسيوية فإن صندوق النقد الدولي قد عمق أنشطته في أربع اتجاهات وهي:
  - تدعيم وتقوية الدور الإشرافي لصندوق النقد الدولي على سياسات الدول والأعضاء.
  - المساعدة في تقوية وتشغيل الأسواق المالية وتقديم المساعدات الفنية.
  - تقديم المشورة السياسية والمساعدات المالية بسرعة عند ظهور الأزمة.
  - المساعدة في ضمان عدم تهميش الدولة العضو وزيادة فعاليتها في جذب الاستثمار الخاص.
- لكن تعرض دور صندوق النقد الدولي في برامج الإنقاذ الآسيوية إلى انتقاد حاد، لأن المبدأ الأساسي الذي تركزت عليه برامج الإنقاذ لا يتناسب مع الأزمة، فقد عمد الصندوق إلى تقديم الأموال بشروط تقضي بفرض نظام مالي منضبط، وكانت تايلاند واندونيسيا وكوريا الجنوبية قد خفضت قيمة عملتها قبل المباشرة ببرامج الإنقاذ ولهذا لم يفرض عليها هذا الشرط من قبل صندوق النقد الدولي.
- ولجأت النمور الآسيوية إلى صندوق النقد الدولي والبنك الدولي بالتنسيق مع بعض الدول المتقدمة لتتخطى هذه الأزمة، وطبقت أغلب الدول الآسيوية الشروط التي فرضت عليها فيما عدا ماليزيا التي كانت الدولة الوحيدة التي لم تقبل مساعدة صندوق النقد الدولي.<sup>1</sup>

الجدول رقم ( II . 2 ) : انخفاض قيمة العملات وهبوط أسعار الأسهم في بعض البلدان الآسيوية

( أول جويلية 1997 - 16 فيفري 1998 )

الدولة	انخفاض قيمة العملات مقابل الدولار (%)	تغيرات في مؤشر أسعار الأسهم (%)
إندونيسيا	93.1	- 81.74
تايلاند	87.09	- 48.37
كوريا	83.04	- 63.06
ماليزيا	55.43	- 58.41
الفلبين	51.37	- 49.17

المصدر: عماد صلاح سالم، إدارة الآزمات في بورصات الأوراق المالية العربية والعالمية والتنمية المتواصلة، أبو ظبي، شركة أبو ظبي للطباعة والنشر، 2002، ص 325.

1- رايس مبروك، مرجع سبق ذكره، ص 109.

## II. 4 : أزمة فقاعة الإنترنت 2000

## II. 4. 1 : التعريف بالأزمة

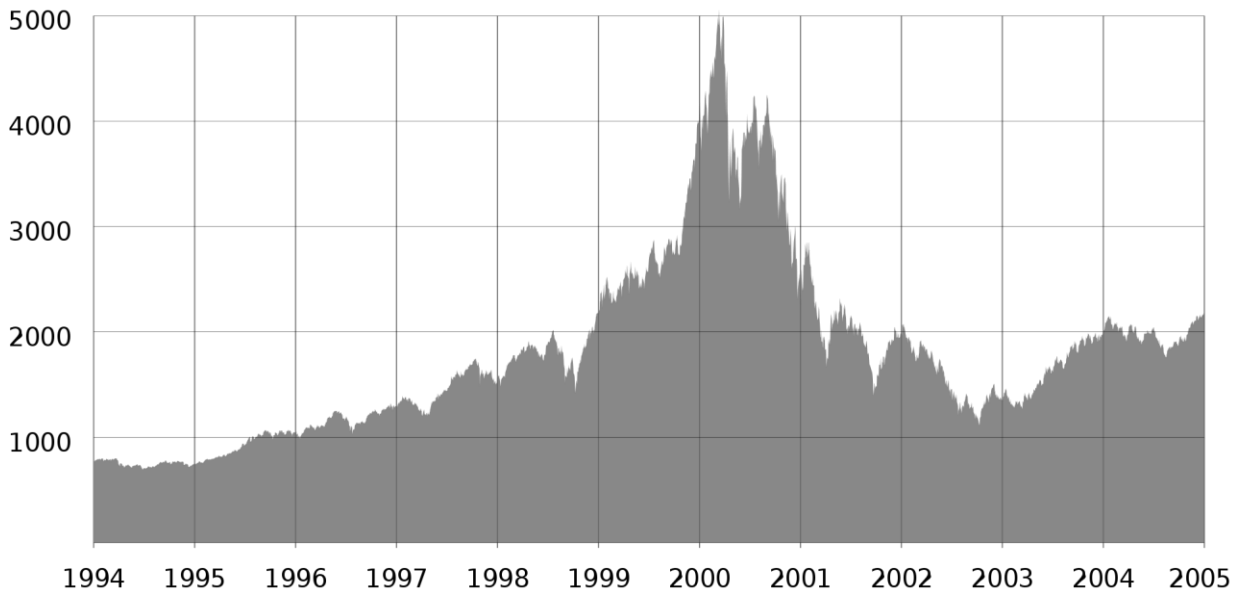
فقاعة الإنترنت ( وتعرف أيضا باسم فقاعة الدوت-كوم أو فقاعة تكنولوجيا المعلومات) كانت فقاعة اقتصادية امتدت في الفترة ما بين 1995 و2000. في هذه الفترة، نمت أسواق البورصة في الدول الصناعية بشكل ملحوظ في الصناعات المتعلقة بالإنترنت.

تمثل هذه الأزمة الفترة من عام 1995م إلى آذار/مارس 2000م، حيث انهار مؤشر ناسداك<sup>1</sup> - وهو أول المؤشرات في السوق المالي العالمي- بعدما بلغ قمته متجاوزا حد 5100 نقطة ليحدث أزمة عنيفة في الولايات المتحدة امتدت آثارها لبعض الدول الأخرى في العالم.

ويرجع انهيار المؤشر إلى ضمه شركات التكنولوجيا ومنها شركات الإنترنت، التي لعبت دورا أساسيا في تسيير الأعمال وتسهيل التجارة وعمليات التسويق وحركات المخزون، فقد عملت تلك الشركات منذ نشأتها وفق مبدأ المضاربة في هذا السوق، وبعد نجاح بعض العمليات بدأ وهم تحقيق الثروة يراود المستثمرين في الاقتصاد الجديد.

ومثلت عبارة الاقتصاد الجديد الفكرة الاستثمارية التي قامت عليها الفقاعة، حيث أخذ الجميع يتحدث عن هذا الاقتصاد الجديد والآفاق الواسعة من الإيرادات والعوائد التي سيفتحها، ودخل محللو الأسهم على خط الترويج لفكرة شركات "الدوت كوم"، الأمر الذي ساهم في ارتفاع عدد ضحايا الأزمة الذين قدروا بالملايين نتيجة تهافتهم على شراء أسهم شركات الدوت كوم.

## الشكل رقم ( II . 3 ) : تطور مؤشر ناسداك 1994 - 2005



المصدر : [https://en.wikimedia.org/Nasdaq\\_Composite\\_dot-com\\_bubble.svg](https://en.wikimedia.org/Nasdaq_Composite_dot-com_bubble.svg)

1- مؤشر ناسداك : (NASDAQ) جاءت تسميته من اختصار (نظام تحديد الأسعار المؤتمن التابع للمؤسسة القومية لوسطاء الأوراق المالية). هو المؤشر الرئيسي للسوق التكنولوجي الأمريكي، يضم عدة مؤشرات منها مؤشر ناسداك 100 ومؤشر ناسداك المركب، أنشأ عام 1971.

## II. 4 . 2 : الأسباب الكامنة وراء الأزمة

ترجع أزمة الدوت كوم التي ظهرت في آذار/مارس 2000م إلى:

- الاعتقاد الجازم الذي كان سائدا بين المستثمرين بأن شركات الانترنت هي صناعة المستقبل، وأن هذه الشركات ستشكل الأركان الأساسية للاقتصاد الجديد، والذي يعد بتحقيق معدلات نمو خيالية وعوائد لا حصر لها؛
- سوء عملية تقييم الأسهم حيث كان أداء الأسهم في مؤشر ناسداك استثنائيا، فقد نمت أسعار أسهم الشركات نموا سريعا في البورصة دون أن تحقق أرباحا تساند هذا النمو في القيمة الرأسمالية السوقية لها؛
- لعبت وسائل الإعلام دوراً مهماً في تكوين الفقاعة وذلك من خلال التقارير التي كانت تبث يوميا من كل حذب وصوب، والتي هدفت إلى خلق مناخ تفاؤلي حول عمليات الاستثمار في قطاع الدوت كوم؛
- دخول مستثمرين ليس لديهم خبرة في مجال شراء الأسهم، يحركهم دافع واحد هو حلم الثروة القادم، ومن الطبيعي ألا يهتم مثل هؤلاء المستثمرين بالأسس السليمة التي يفترض أن يقوم عليها القرار الاستثماري أو بأهمية تكوين محافظ استثمارية لها القدرة على الاستدامة.
- من جانبها، كانت الحكومة الأمريكية تنظر إلى ما يحدث في سوق أسهم شركات الانترنت، على أنه يمثل هيكلا جديدا للثروة في الاقتصاد الأمريكي، وأنه يحمل أخبارا سعيدة بالنسبة للميزانية الأمريكية ولإدارة جمع الضرائب، وقد استمر النفخ المتواصل على مدار سنوات، ما أدى إلى تكوين فقاعة ضخمة جدا لأسعار أسهم شركات الدوت كوم، حتى بلغ الضغط مستواه الحرج في مارس 2000م، عندما بلغت قيمة مؤشر ناسداك 5132.52، وهي أقصى قيمة بلغها المؤشر خلال الأزمة.
- إن اندفاع المستثمرين لحماية أنفسهم من خطر الخسائر أدى إلى دفع السوق نحو الانهيار، وبالفعل انتشر الذعر بين المستثمرين والذين أخذوا في بيع أسهمهم وكانت الكارثة ما بين كانون يناير 2000م حتى مارس 2001م، فقد خسر المتعاملون في السوق نحو تريليون دولار، ثم تم مسح هذا الرقم من ثروة المستثمرين ومن القيمة الرأسمالية للأسهم المتداولة في سوق ناسداك وهي خسارة ضخمة جدا.
- وقبيل حدوث الانهيار كانت القيمة السوقية لأسهم شركات التكنولوجيا تتجاوز 1.4 تريليون دولار، وعند انتهاء الانهيار كانت مؤشرات القيمة السوقية تشير إلى انخفاض هذه القيمة الرأسمالية إلى نحو 400 مليار دولار فقط، ولم يقتصر أثر الانخفاض في أسعار الأسهم على شركات دوت كوم وإنما انتقل إلى قطاعات أخرى في البورصة "غير تكنولوجية"، وانهار عدد كبير من الشركات في قطاعات مختلفة، ولكن الشركات المرتبطة بالإنترنت كانت الأكثر تأثرا بالأزمة، ونتيجة للخسائر الكبيرة التي طالت شركات التكنولوجيا أثناء الأزمة، فقد قام عدد منها بعد انتهاء الأزمة، بتحويل مدخراتها بغرض استثمارها في أصول آمنة من وجهة نظرهم.<sup>1</sup>

1- ودان بوعيد الله، عدوى الأزمات المالية وانعكاساتها على الدول النامية دراسة حالة الأزمة المالية العالمية، مذكرة ماجستير، تخصص تحليل اقتصادي، جامعة مستغانم، 2010/2009، ص 64.

ولقد ترتب عن هذه الأزمة عدة نتائج ما يلي :

- استمرار انخفاض مؤشر ناسداك إلى غاية سنة 2003، حيث قدرة نسبة الانخفاض بحوالي 78%؛
- تزامن أحداث 11 من سبتمبر 2001 مع هذه الأزمة أدى إلى غلق الأسواق المالية الأمريكية بشكل مؤقت إلى حين زوال أثار تلك الأزمة؛
- انخفاض معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي حيث لم يتجاوز 8.0% سنة 2001؛
- قيام البنك الفيدرالي الأمريكي بتخفيض سعر الفائدة من 25.6% إلى حدود 1% خلال فترة قصيرة، من أجل تحفيز النمو الاقتصادي وخوفا من شبح الركود الاقتصادي.

## خلاصة :

لقد رافقت الأزمات المالية الاقتصاد الرأسمالي منذ الثورة الصناعية، ولكنها تتباين في حدتها ومداهها بين أزمة وأخرى، بحسب الظروف المؤسسية والهيكلية التي واجهت هذه الدول، ومع ذلك فقد دفعت الكثير من علماء الاقتصاد الرأسمالي إلى دراسة هذه الأزمات ومعرفة أسبابها والحلول اللازمة للخروج منها وتجاوزها، إذ تعرضت مختلف اقتصاديات الدول المتقدمة والناشئة حتى الدول النامية إلى أزمات مالية عديدة، اختلفت في الأسباب والحلول حسب الأنظمة النقدية والمالية المتبعة في تلك الدول، كنظم الصرف غير الملائمة للأوضاع الاقتصادية وسياسات الإنفاق الحكومي.

ولقد بينت مختلف الأزمات المالية التي مست اقتصاديات هذه الدول، أن أزمة سعر الصرف أكثر تكرارا من الأزمات الأخرى، حيث تتضمن انخفاضا حادا في القيمة الاسمية للعملة الوطنية، وهبوطا في الاحتياطات الدولية، واحتمال تخلي البلد عن نظم الصرف غير الملائمة لأوضاعه الاقتصادية والمالية، أما الأزمة المصرفية فتشير إلى حدوث تسرب كبير للودائع عبر الجهاز المصرفي، وينبع ذلك أساسا من الانخفاض المتواصل في نوعية موجودات البنوك، وارتفاع حجم الديون المتعثرة، والتقلب في أسعار الأصول، وفشل المنشآت الصناعية والتجارية في تسديد ديونها للقطاع المصرفي.

## الفصل الثالث : أزمة الرهن العقاري

من خلال دراسة أسباب الأزمات المالية السابقة، والتي كانت أغلبها نتيجة للأنظمة النقدية والمالية المتبعة في الدول التي كانت مصدر الأزمة، يأتي هذا الفصل لنلقي فيه الضوء على طبيعة الأزمة التي كانت لها عدة تسميات منها: أزمة الرهن العقاري، أزمة الائتمان، أزمة الإسكان الأمريكية، أو الأزمة المالية العالمية، والتي كانت من أبرز تجلياتها نقص السيولة في السوق وسيولة التمويل في النظام البنكي الأمريكي، مبرزين فيها الأسباب المباشرة وغير المباشرة لها.

وكثيرا ما تعتبر الأسواق المالية أماكن تهيمن فيها المصلحة الشخصية الجامحة، ويعترف فيها المشاركون بقيمة واحدة لا غير وهي النقود، إن هذا التقديس المفرط للمال قد نجم عنه الكثير من الأنشطة غير القانونية في القطاع المالي، وهو ما كشفت عنه أزمة المالية العالمية لسنة 2008، لقد تطرقنا في هذا الفصل لعدة عناصر أساسية وهي :

1. أزمة الرهن العقاري؛
2. أسباب الأزمة المالية العالمية 2008؛
3. المراحل الكبرى للأزمة المالية العالمية 2008؛
4. مظاهر الأزمة المالية العالمية.

### III. أزمة الرهن العقاري

لقد شهد الاقتصاد العالمي سنة 2008 أشد وأعنف أزمة مالية بعد أزمة الكساد الكبير سنة 1929: وعليه سنتطرق لنشأة وتطور أزمة المالية العالمية 2008، بتحديد أهم مراحلها، ثم التطرق إلى أهم الأسباب التي ساعدت في استفحالها

#### III. 1 : التعريف بالأزمة

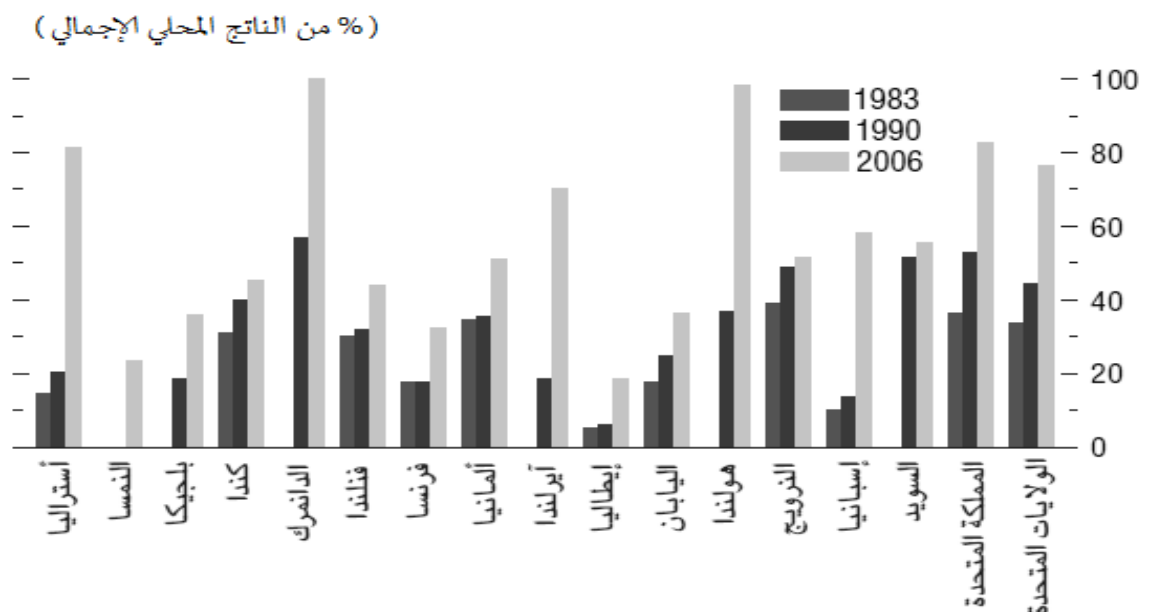
يواجه الاقتصاد العالمي في المدة الراهنة أزمة مالية حقيقية عصفت بالأسواق المالية K وأثرت على البنوك والمؤسسات المالية بصفة خاصة منذ 2008.

#### III. 1 . 1 : بداية الأزمة

اندلعت في الولايات المتحدة في بداية سنة 2007، حيث تولدت هذه الأخيرة عن شدة المخاطرة في الإقراض إلى جانب الانكماش في جانب العقارات، نتيجة تسويقها لمحدودي الدخل بالولايات المتحدة الأمريكية بشروط بسيطة وسهلة مبدئياً، ولكن بعقود كانت صياغتها بمثابة فخ لهذه الفئة متجاهلة بذلك قاعدة الحذر وتقييم المخاطر، حيث تضمنت نصوصاً تجعل القسط يرتفع مع طول المدة أي في كل مرة لا يتم فيها السداد تتضاعف فوائد القسط، وهنا كان الارتفاع ثلاثة أضعاف المبلغ مع عدم وجود ضمانات مناسبة، فضلاً عن وجود بنود أخرى بالعقد ترفع الفائدة عند تغييرها من البنك الفيدرالي الأمريكي، وما يسمى بالرهن العقاري ذي الفائدة القابلة للتغيير.

فبسبب طمع وجشع المقرضين في تحقيق أرباح خيالية وسريعة وبمخاطر كبيرة، فهذا يظهر أن العامل الأخلاقي هو العنصر الأساسي المتخفي وراء الأزمة.

الشكل رقم (1.III) : الديون العقارية القائمة



المصدر: صندوق النقد الدولي، آفاق الاقتصاد العالمي، أبريل 2008، ص 105.

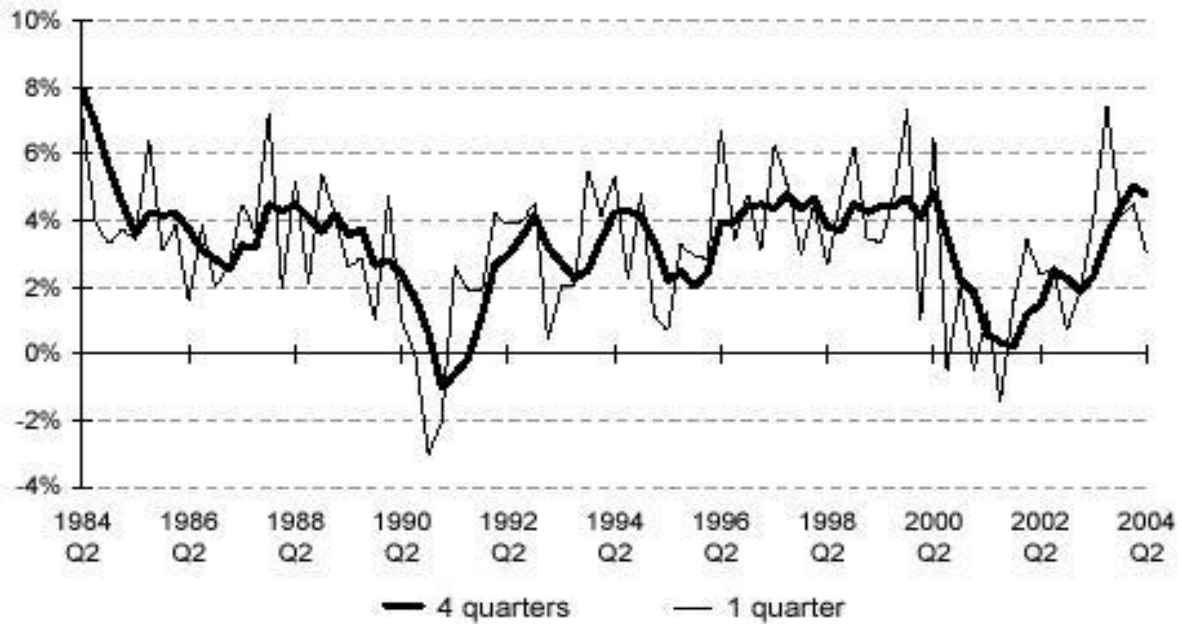
## III. 1. 2 : الجذور التاريخية للأزمة المالية

يجمع الكثير من الباحثين والمتخصصين على أن الأزمة المالية الراهنة لم تكن وليدة اللحظة، وإنما لها جذور تاريخية ارتبطت ببعض الأحداث الاقتصادية التي أثرت سلباً على أداء الاقتصاد الأمريكي أهمها ما يلي :

أولاً : التأثير السلبي لأزمة أسواق المال الآسيوية لعام 1997 و أزمة قطاع تكنولوجيا المعلومات وشركات الانترنت لسنة 2000 على أداء الاقتصاد الأمريكي ، كما أن أحداث 11 سبتمبر عام 2001 زادت في تفاقم الأزمة ، و من بين التأثيرات السلبية لهذه الأزمات نذكر ما يلي 1 :

- تراجع معدلات الاستهلاك مما أدى بالشركات الأمريكية إلى تخفيض إنتاجها مع تراجع كبير في أرباحها؛
  - هروب مليارات الدولارات من الأموال المستثمرة داخل أمريكا للخارج بسبب إجراءات تجميد الأصول المتخذة في إطار سياسة مكافحة الإرهاب التي أعلن عنها عقب أحداث 11 سبتمبر 2001؛
  - انخفاض معدلات نمو الناتج المحلي الإجمالي للولايات المتحدة الأمريكية ليصل إلى 0.8 % عام 2001؛
- والشكل الموالي يوضح تطور معدلات نمو الناتج المحلي الإجمالي خلال الفترة (1984 - 2004).<sup>1</sup>

الشكل رقم (2.III) : تطور معدلات نمو الناتج المحلي الإجمالي للولايات المتحدة الأمريكية خلال الفترة 1984-2004

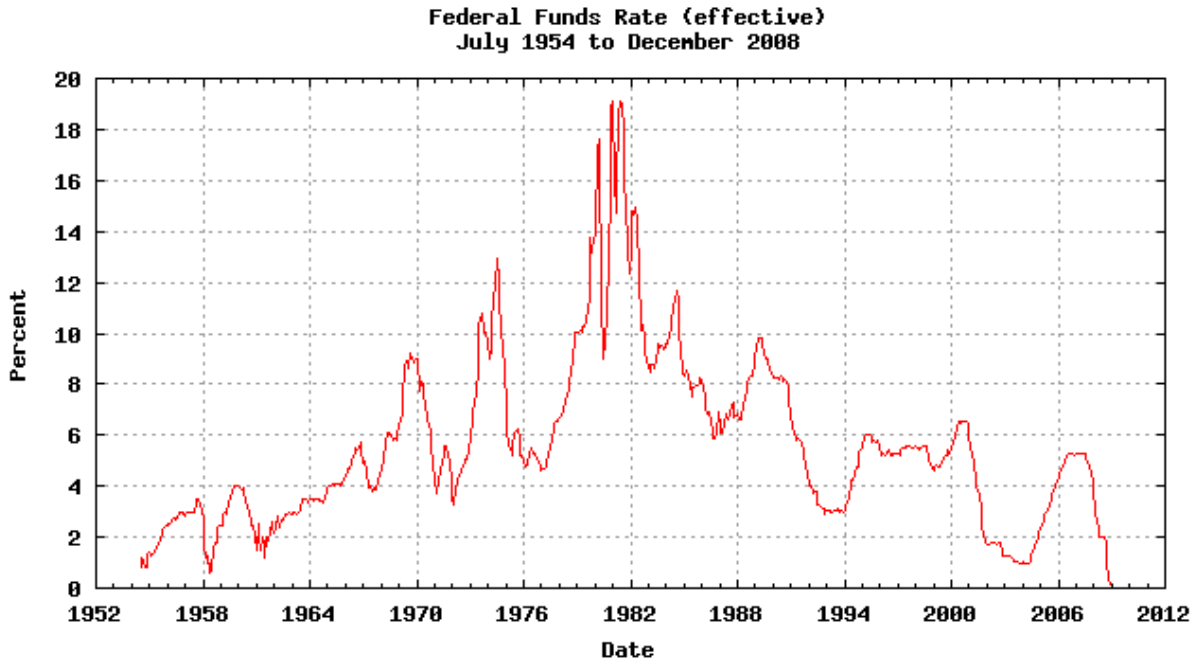


المصدر : [http://bigpicture.typepad.com/comments/images/real\\_gdp\\_growth.jpg](http://bigpicture.typepad.com/comments/images/real_gdp_growth.jpg)

ثانياً : قيام الاحتياطي الفدرالي الأمريكي بتخفيض أسعار فائدة الإقراض بين البنوك استجابة لتوقعات الاقتصاديين باحتمال وقوع ركود اقتصادي عام 2001 ، وذلك من 6% في شهر جانفي 2001 إلى 1.75% في شهر ديسمبر من نفس السنة، والشكل الموالي، وكان أدنى مستوى له منذ عام 1961، أنظر الشكل (2.III) الذي يبين تطور أسعار الفائدة الرسمي.

1- أبو بكر مصطفى محمود، الأزمة المالية العالمية بين غياب الرؤية، القاهرة، دار الجامعة الجديدة، 2009، ص 152.

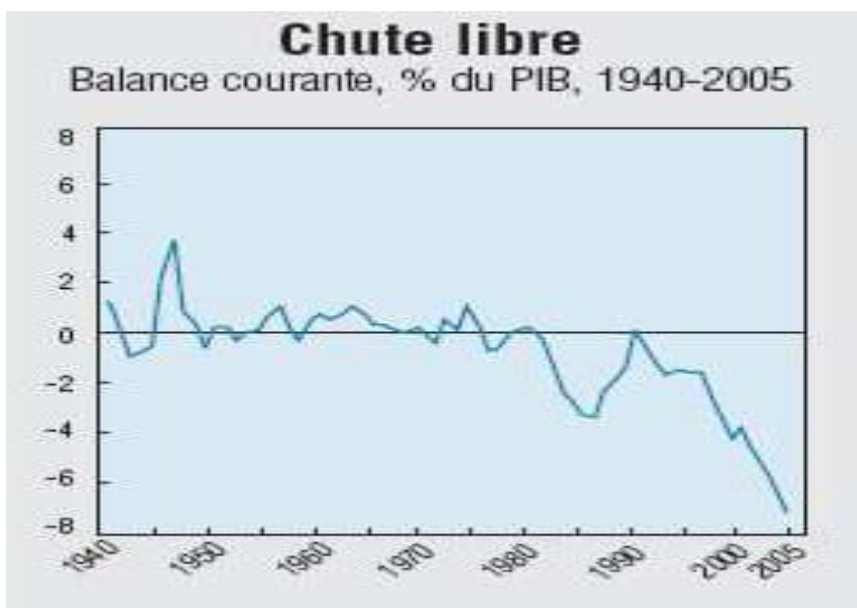
الشكل رقم (III. 3) : تطور أسعار الفائدة للاحتياطي الفدرالي للإقراض ما بين البنوك 1954- 2008



المصدر : [http://upload.wikimedia.org/wikipedia/commons/e/e2/Federal\\_Funds\\_Rate\\_\(effective\).png](http://upload.wikimedia.org/wikipedia/commons/e/e2/Federal_Funds_Rate_(effective).png)

ثالثا : العجز المتواصل لميزان المدفوعات التجاري للولايات المتحدة الأمريكية إلى مستويات جد مقلقة، حيث وصل هذا العجز في سنة 2005 إلى 800 مليار دولار، أي ما يعادل 6.4% من الناتج الإجمالي المحلي للولايات المتحدة الأمريكية، وما يعادل 1.5 % من الناتج الإجمالي المحلي العالمي، ويرجع الاقتصاديين ذلك إلى الزيادة الكبيرة في حجم النفقات العمومية الأمريكية بسبب تكلفة حربها على الإرهاب وغزوها للعراق وأفغانستان، زيادة وتيرة الاستهلاك مقارنة بالإنتاج وزيادة وتيرة الاستثمارات خاصة في قطاع السكن والعقار مقارنة بالادخار.

الشكل رقم (III. 4) : ميزان المدفوعات التجاري الأمريكي 1940- 2005



المصدر : US Bureau of Economic Analysis

رابعا : تحول وجهة الاستثمارات الأمريكية والأجنبية نحو قطاع السكن والعقار، وهذا بسبب أزمة قطاع تكنولوجيا المعلومات وشركات الانترنت وتدني معدلات العائد على الاستثمار في القطاعات البديلة لقطاع تكنولوجيا المعلومات من جهة، ونتيجة كذلك لسياسة التحفيز التي أنتجتها الحكومة الأمريكية لتشجيع المواطنين الأمريكيين على شراء المساكن والعقارات، مما أدى إلى زيادة الطلب على المساكن العقارات بنسبة تجاوزت 100% خلال الفترة 2001-2003، ولقد أحدثت حالة الازدهار والانتعاش، في القطاع العقاري تفاقولا لدى المستثمرين والشركات العقارية، أدت إضافة إلى عوامل أخرى حثت على تشجيع الشركات العقارية والمؤسسات المقرضة على تخفيض معايير الإقراض، هذه الأخيرة كانت أحد الأسباب الرئيسية لنشوء أزمة الرهن العقاري التي سنتطرق إليها فيما يلي.

## III. 2 : أسباب الأزمة المالية العالمية 2008

مع زيادة الطلب على المساكن والعقارات بالولايات المتحدة الأمريكية وارتفاع أسعارها تبعاً لذلك، حفز هذا الوضع البنوك والمؤسسات المالية على زيادة حجم الاستثمارات في هذا القطاع سواء بالتوسع في منح القروض حتى بأدنى الضمانات، أول من خلال التوسع كما ونوعاً على التداول بالأوراق المالية ومشتقاته المبتكرة والمربطة بهذا القطاع، وهذا انطلاقاً من فرضية أساسية هي : الارتفاع المستمر لأسعار المساكن والعقارات، ولكن حدث ما لم يكن في الحسبان، حيث انخفضت أسعار المساكن والعقارات وانفجرت فقاعة أسعار المساكن، ممهدة لإفلاس عدد كبير من البنوك والمؤسسات المالية الأمريكية، كما امتدت شرارة هذه الأزمة باقي البنوك والمؤسسات المالية العالمية، ويرجع الكثير من الاقتصاديين أزمة الرهن العقاري أو أزمة فقاعة أسعار المساكن إلى ما يلي<sup>1</sup> :

## 1. التوسع في منح القروض العقارية عالية المخاطر (Prêt hypothécaire subprime)

تسمى هذه القروض أيضاً بالقروض العقارية من الدرجة الثانية، وهي عبارة عن قروض تمنح للمقترضين الذين لا تتوفر فيهم شروط الإقراض التقليدية المرتبطة بالقطاع العقاري، وهذا بسبب تاريخه الائتماني السيئ أو ليس له مساهمة شخصية أولية، أو ليس له وثائق عن دخله، ولهذا فإن عملية الإقراض هذه توصف بأنها عملية مرتفعة المخاطر، ومن أجل جعل المقترضين يتحملون أعباء هذه القروض من جهة ومن جهة أخرى جعلها مربحة للمؤسسات المالية المقرضة تم ما يلي :

- تقسيم فترة سداد القرض إلى مرحلتين، مرحلة تمهيدية تتراوح من سنتين إلى ثلاثة سنوات ومرحلة لاحقة، في المرحلة التمهيدية تكون معدلات الفائدة منخفضة في البداية حيث تمكن المقترض من دفع معدلات الفائدة المنخفضة دون أن يدفع أي أقساط من أصل القرض، ولكن في المرحلة اللاحقة ترتفع معدلات الفائدة وأقساط خدمة القرض (تطبيق معدل فائدة متغير)، ويرتكز هذا النظام من التمويل على مبدأ أساسي هو ارتفاع أسعار المساكن خلال الفترة التمهيدية للقرض، ونشير هنا أن أسعار المساكن كانت تزداد بنسبة 10-20% سنوياً، هذا يعني أن القرض الذي قيمته 100% سوف ينخفض إلى 80% في فترة وجيزة.

- تمكين المقترضين من إعادة تمويل قروضهم بسبب ارتفاع أسعار المساكن، حيث تشير الأرقام أن القروض العقارية القابلة للتعديل ارتفعت من 50% تقريباً عام 1999 لتصل إلى حوالي 80% في عام 2006.

1- سرارمة مريم، دور المشتقات المالية وتقنية التوريق في أزمة 2008 دراسة تحليلية، مذكرة ماجستير، العلوم الاقتصادية والتسيير، تخصص مالية، جامعة قسنطينة، 2012، ص 136-138.

## 2. توريق القروض العقارية (Titrisation)

أن هذا الابتكار المالي الجديد يعد من الأسباب التي أدت إلى تفاقم وتدويل الأزمة المالية، ويتمثل هذا الابتكار في تحويل القروض العقارية إلى مجموعة من السندات المرهونة بالعقار، وبيعها لبنوك استثمار و مؤسسات مالية محلية أو أجنبية، حيث وخلال الفترة 2001-2006 تم تحويل من 60% - 80% من القروض العقارية عالية المخاطر إلى سندات يتم تداولها في الأسواق المالية، هذا يعني أن بنوك ومؤسسات مالية أخرى ستشارك في تحمل مخاطر هذه القروض التي منحت لأشخاص ذوي سجل ائتماني ضعيف أو غير معروف.

## 3. ضعف رقابة السلطات النقدية :

لقد ساعد على ازدهار الابتكارات المالية السابقة مناخ السياسة النقدية المتساهل للاحتياطي الفدرالي الأمريكي وضعف رقابته على المؤسسات المالية، هذا الضعف أدى إلى عدم احترام الكثير من البنوك للاحتياط الائتماني الأدنى، كما تم إدخال ما يعرف بقيود خارج الميزانية لتسجيل عمليات شراء الأصول المرتبطة بالتمويل العقاري والتي لم تكن تخضع للقيود الرقابية، كذلك لجأت المؤسسات المالية للاقتراض قصير الأجل المرهون مثل اتفاقية إعادة الشراء، كما تم تركيز وبيعها من الحكومة الأمريكية أصول التمويل العقاري في مؤسستي الإقراض العقاري " Fannie Mae " و " Freddie Mac " من أجل تمكين ذوي الدخل المتوسطة والمنخفضة الاستفادة من القروض العقارية حيث استحوذت هاتين الشركتين على ما يقارب 45% من إجمالي القروض العقارية، كما

أنهما كانت تدعمان ما يقارب 97% من السندات المرتبطة بقروض الرهن العقاري.

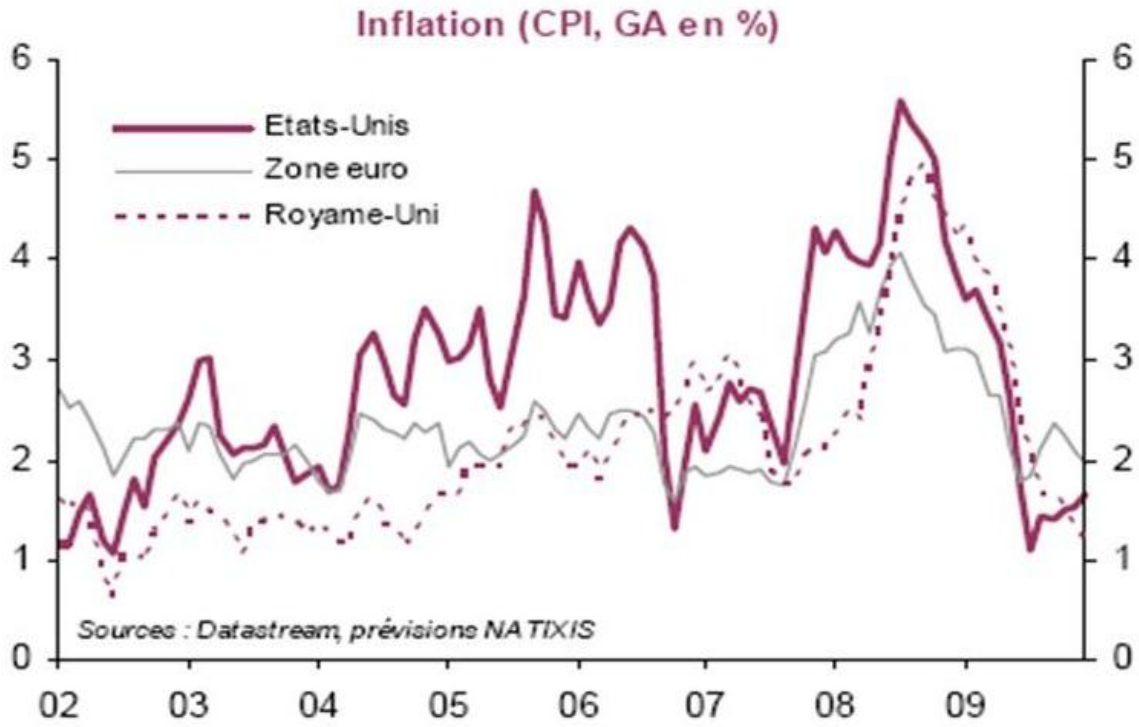
## 4. تصنيف وكالات التصنيف الائتماني السندات العقارية تصنيف مرتفع الأمان :

أقدمت مؤسسات التصنيف الائتماني بمنح سندات الرهن العقاري تصنيف مرتفع الأمان (AAA) نظرا لأن القروض العقارية عالية المخاطر قد اشترت من قبل بنوك كبيرة ومعروفة مثل " Lehman Brothers " و " Stearns Bear " ولذلك تحملت وكالات التصنيف الائتماني جزءاً من، مسؤولية الأزمة المالية العالمية، لأن ذلك التصنيف غير الدقيق جعل البنوك تتجاهل حجم المخاطر التي قد تتعرض لها، أو على الأقل غير مدركة لها.

## 5. ارتفاع حالات التخلف عن السداد و انفجار فقاعة أسعار المساكن :

بارتفاع أسعار المساكن و أسعار البترول في العام تعرض الاقتصاد الأمريكي إلى ضغوط تضخمية قوية مما أجبر الاحتياطي الفدرالي الأمريكي إلى رفع أسعار الفائدة للإقراض ما بين البنوك الشكل رقم (III. 5) يوضح ذلك، حيث ارتفع سعر الفائدة إلى 4.7% في شهر أبريل، أدى هذا إلى زيادة حالات التخلف عن السداد خاصة بالنسبة للقروض العقارية عالية المخاطر، حيث تجاوزت نسبة التخلف عن السداد بالنسبة لهذا النوع من القروض 15% في سنة 2007، ونتيجة لذلك ارتفعت حالات الحجز عن الروهونات العقارية من قبل الجهات المقرضة لتزيد من حجم عرض المساكن بعد التوسع الكبير في بناء المساكن والعقارات، فأصبح حجم عرض المساكن والعقارات أكبر بكثير من حجم الطلب عليها فبدأت أسعار المساكن في الانخفاض السريع فحدث انفجار في فقاعة أسعار العقار، وأصبحت البنوك تتعرض يوميا لنقص حاد في السيولة، مما أدى إلى إفلاس العديد منها مثلا البنك العملاق " Lehman Brothers "، وامتدت الأزمة إلى الأسواق المالية المحلية والعالمية بسبب الانخفاض الحاد في قيمة أصول التمويل العقاري، كما تهاوت بعدها أصول مالية أخرى و تسببت هذه

الاختلالات المالية تراجعا كبيرا في الإنفاق الاستثماري و الاستهلاكي على مستوى الاقتصاد الأمريكي وعلى مستوى الاقتصاديات الرئيسية الأخرى في العالم، وبدأ شبح الركود والكساد الاقتصادي يحوم حول العالم.  
الشكل رقم (III. 5) : تطور أسعار الفائدة في الو.م.أ : تسارع التضخم



المصدر:

<http://slideplayer.fr/slide/8838091/26/images/25/Les+raisons+de+la+hausse+des+taux+d%E2%80%99int%C3%A9r%C3%AAt+aux+Etats-Unis:+l%E2%80%99acc%C3%A9l%C3%A9ration+de+l%E2%80%99inflation.jpg>

### III. 3 : المراحل الكبرى للأزمة المالية العالمية 2008

نوجز المراحل الكبرى في الأزمة المالية التي اندلعت في بداية عام 2007 بسوق الرهن العقاري الأمريكي لتتحول إلى أزمة مالية واقتصادية عالمية مع بداية سنة 2008 وبداية سنة 2009 بالنظر لارتباط معظم اقتصاديات دول العالم بالاقتصاد الأمريكي كما يلي :

في شهر أوت 2007 بدأ القلق يزحف إلى المتعاملين في سوق الأوراق المالية، مما أدى لبنك الاحتياط الفدرالي الأمريكي " البنك المركزي " إلى التدخل لتدارك الأمر حتى لا تتسع الأزمة، غير أن هذا لم يمنع من انخفاض قيم أسهم الكثير من البنوك الكبرى المتخصصة في الإقراض العقاري خلال الفترة من أكتوبر حتى ديسمبر 2007، مما دفع البنك المركزي الأمريكي إلى تخفيض سعر الفائدة بنسبة 0.75 % ليصل إلى 3.5% بدلا من 4.5% في 22 جانفي 2008 من أجل احتواء الأزمة.

في شهر فيفري 2008 انتقلت عدوى الأزمة إلى المملكة المتحدة (بريطانيا)، مما اضطر الحكومة البريطانية إلى تأمين أحد البنوك وهو بنك "نورذن روك" ليكون بنك إقراض عقاري في بريطانيا تؤمنه الحكومة.

في ماي 2008 اعترف وزير المالية البريطاني بأن الأزمة المالية دخلت منعطفا جديدا ينذر بدخولها مطاف الأزمات المالية العالمية، لخطرة النتائج التي تتوقع أن تسفر عنها، حيث توقع إغلاق ما يقارب ثلث شركات التوريق العقاري في بريطانيا، والبالغ عددها 12000 شركة خلال سنة 2008.

ومع توجه الأزمة إلى المزيد من الانكماش في مجال منح الائتمان، أصاب الركود سوق العقار في بريطانيا، وشبهها البعض في ذلك الحين بحرب الاستنزاف التي تسقط خلالها الشركات الضعيفة، تبعا لذلك خفض بنك إنجلترا المركزي سعر الفائدة الأساسي إلى 5% ونبه هذا إلى خطورة الأزمة على المستوى الدولي، وأرسل إشارة واضحة للمؤسسات في أمريكا وأوروبا بأهمية التدخل، واتخاذ الإجراءات الملائمة للسيطرة على الأزمة.

بدأت البنوك المركزية في كلا البلدين توجه اهتماماتها للقطاع البنكي، ودفعت هذه البنوك من أجل السيطرة على الأزمة اتجاه الاندماج بين البنوك المتخصصة، وكانت البداية في مارس 2008 عندما ساعد بنك الاحتياط الفدرالي " GP Morgan Chase " لشراء بنك الأعمال البريطاني " بير ستيرنز " بسعر متدني بسبب نقص السيولة، ثم أعقب ذلك إعلان البنك البريطاني " اليانس لايسستر " في 14 جويلية أ، بنك " سانتاندر " الإسباني قد قام بشراؤه بقيمة 1.33 مليار جنيه استرليني.

تعدى الأمر نطاق البنك المركزي الأمريكي في 17 سبتمبر 2008 عندما أعلنت وزارة الخزانة الأمريكية وضع المجموعتين العملاقتين في مجال منح الائتمان العقاري " Freddie Mac " و " Fannie Mae " تحت الوصايا طول الفترة التي احتاجها لإعادة هيكلة ماليتهما، مع كفالة ديونها حتى حدود 200 مليار دولار، وبعدها أعلن بنك الأعمال الاستثماري العملاق " Lehman Brothers " عن إفلاسه، وقد قدرت خسائره ب600 مليار دولار، كانت جميعها استثمارات في مجال الرهن العقاري.

كما أن أحد أبرز البنوك الأمريكية وهو " أوف أمريكا" الاندماج مع بنك للأعمال في وول ستريت وهو بنك " Merrill Lynch " بطريقة الاستحواذ، بعد إعادة تقييم أسهم البنكين قبل الاندماج لتكون النسب (1-0.86)، وهي نفس السياسة التي اتبعها بنك " Lloyeds TSB " البريطاني نظير استحواذه على بنك " HBS " رابع أكبر بنك في بريطانيا.

في 16 سبتمبر 2008 قرر بنك الاحتياط الفدرالي والحكومة الأمريكية التدخل لإنقاذ أكبر مجموعة تأمين في العالم " AIG Americana International Group " عبر منحها مساعدة بقيمة 85 مليار دولار مقابل امتلاك جزء من رأسمالها.

وتعدت الأزمة المالية نطاق القطاع البنكي إلى الأسواق المالية، وأدت إلى حدوث حالة عدم الثقة في القطاع البنكي، مما أثر على الأسواق المالية، فتعرضت البورصات العالمية لهزات عنيفة كما أحجمت البنوك الإقراض لبعضها البعض، وقلت السيولة لدى الكثير منها، وتوالت عمليات الإعلان عن الإفلاس.

في 21 سبتمبر 2008 اضطر بنك الأعمال المستقلان " Golden Sacks " و " Morgan Stenly " إلى التحول لمجموعتين قابضتين بحيث يحصل " Golden sacks " على بقية خمسة مليارات دولار من الملياردير " Warren Buffett " يسمح بنك " " في مقابل ذلك للبنك الياباني " Mitsubishi UFJ " بأن يمتلك حصة في رأسماله.

كما اضطرت المجموعة الأمريكية " Washington Mutual " سادس أكبر بنك أمريكي من حيث الأصول إلى إشهار إفلاسها فأغلقتها السلطات الأمريكية وحولت ودائعها إلى منافسها " GP Morgan " مقابل 1.9 مليار دولار.

لم تسلم اليابان من هذه الأزمة حيث أعلنت شركة التأمين اليابانية " YAMATO " إفلاسها، ثم تعدت الأزمة لهولندا حيث انهار سعر سهم المجموعة البنكية والتأمين البلجيكية الهولندية العملاقة " Fortes " في البورصة بسبب شكوك على قدرتها على الوفاء بالتزاماتها.

مع بداية شهر نوفمبر تم شراء بنك " فيفيث أوف جراند ريبند " لأصول بقيمة 36 مليار دولار من بنك " FreeDom " البالغ قيمتها 287 مليار دولار، أما باقي الأصول التي كانت معظمها قروض فقد احتفظت بها مؤسسة التأمين لتقرر مصيرها في وقت لاحق، بعد أن قررت السلطات الأمريكية إغلاقه ليصبح هو البنك 17 الذي ينهار تحت أثر الأزمة.

كل هذا تلتها عدة انهيارات لمجموعة من البنوك، ومن هنا يتضح كيف نشأت الأزمة في الولايات المتحدة الأمريكية، وكيف تطورت بعد ذلك بصورة سريعة تشهد بها كثرة حالات الاندماج بطريقة الاستحواذ وحالات إشهار الإفلاس التي طالت العشرات من البنوك والمؤسسات العملاقة.

الشكل رقم (III 6) : مراحل تشكل أزمة الرهن العقاري 2008



المصدر: طارق عبد العال حماد، حوكمة الشركات والأزمة المالية العالمية، مصر، الدار الجامعية، 2009، ص 14.

## III. 4 : مظاهر الأزمة المالية العالمية

تبرز تداعيات الأزمة المالية العالمية في مجموعة من المؤشرات الخطرة التي تهدد بالاقتصاد الأمريكي والعالمي ويمكن إيجازها ضمن النقاط التالية :

- إفلاس متواصل لكثير من البنوك، والمؤسسات العقارية، وشركات التأمين، وقد بلغ عدد البنوك المنتهية 11 بنك، من بينها "بنك إندي ماك" الذي يستحوذ 32 مليار دولار من الأصول، وودائع بقيمة 19 مليار دولار، ومن المتوقع مع منتصف عام 2009 غلق ما يقرب 110 بنك تقدر قيمة أصولها بحوالي 850 مليار دولار؛
- تدهور حاد في نشاط الأسواق المالية العالمية جراء تأثيره بالقطاع المصرفي والمالي، وهو ما في يفسر تقلب مستوى التداولات ترتب عنها اضطرابا وخللا في مؤشرات البورصة بتراجع القيمة السوقية لـ 8 مؤسسات مالية عالمية بحوالي 574 مليار دولار خلال العام؛
- ارتفاع نسبة الديون العقارية على نحو 6.6 تريليون دولار، بلغت ديون الشركات نسبة 18.4 تريليون دولار، وبذلك فإن المجموع الكلي للديون يعادل 39 تريليون دولار أي ما يعادل 3 أضعاف الناتج المحلي الإجمالي، كما بلغت نسبة البطالة 5%، ومعدل التضخم 4%؛
- تراجع كبير في نسب نمو الدول الصناعية من 1.4% سنة 2008 إلى حدود 0.3% سنة 2009 مع توقع تقرير منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية أن تصل نسب النمو عام 2009 في الولايات المتحدة إلى 0.9%، مقابل 0.1% لليابان ، و0.5% لأوروبا؛
- تراجع أسعار النفط بدول منظمة الدول المصدرة للبترول "أوبك" إلى ما دون 55 دولار للبرميل؛
- إعلان رسمي بدخول إيطاليا وألمانيا كأول وثالث اقتصاد أوروبي في مرحلة ركود اقتصادي؛
- التعثر والتوقف والتصفية وإفلاس العديد من البنوك؛
- انخفاض حاد في مبيعات السيارات وعلى رأسها أكبر المجموعات الأمريكية "فورد"، "جنرال موتورز" هذه الأخيرة التي هي على وشك الإفلاس وهو ما يهدد بمليوني عامل.

اندلعت أزمة الرهن العقاري Mortgage Crisis في الولايات المتحدة الأمريكية في بداية العام 2007 حيث كان هناك ندرة في السيولة في أسواق الائتمان والأجهزة المصرفية العالمية، إلى جانب بداية الانكماش في قطاع العقارات في الولايات المتحدة، والممارسات المرتفعة المخاطرة في الإقراض والاقتراض.

وقد ظهرت الأزمة بصورتها الحالية عندما انفجرت فقاعة سوق العقارات، والتي نتجت عن تسويق العقارات لمحدودي الدخل في الولايات المتحدة بطريقة ملتفة وشروط تبدو سهلة للوهلة الأولى، ولكن بعقود كانت صياغتها بمثابة فخ لمحدودي الدخل فقد كانت في مجملها التفاف على قوانين الدولة والحد الائتماني. حيث تضمنت العقود نصوصا تجعل القسط يرتفع مع طول المدة. وعند عدم السداد لمرة واحدة تؤخذ فوائد القسط 3 أضعاف عن الشهر الذي لم يتم سداده. فضلا عن وجود بنود في العقود ترفع الفائدة عند تغييرها من البنك الفيدرالي الأمريكي، فيما يسمى بـ الرهن العقاري ذي الفائدة القابلة للتغيير Adjustable Rate Mortgages ARM

حيث شهدت السنوات السابقة لذلك تساهلا ملحوظا في شروط الائتمان واتجاها طويلا لارتفاع أسعار العقارات، حيث ارتفعت أسعار العقارات (بالتحديد السكنية منها) بما يقرب 124% خلال الفترة 1997-2006، مما حفز الكثيرون على الاقتراض لتمويل شراء مساكنهم الخاصة، حيث ارتفع معدل التمليك السكني في الولايات المتحدة الأمريكية من 64% في 1996 إلى 69.2% في 2004.

وفي ظل الارتفاع العام لأسعار تلك العقارات أخذ كثير منهم في الاقتراض بضمان قيمتها - التي لم تسدد في الأساس - وكان الاعتماد في هذه القروض بشكل أساسي على قيمة العقار التي تتزايد باستمرار في السوق كضمان، وبعد فترة، وتحديدًا خلال عامي 2006 و 2007 بدأت أسعار الفائدة في الارتفاع على غير المتوقع مما أدى إلى تزايد التزامات محدودي الدخل حيث ارتفعت أعباء قروض العقارات التي التزموا بها، بالإضافة إلى القروض التي تشكل قيمة العقارات ضمانا لها، فامتنع الكثيرون عن السداد بعد أن أرهقتهم الأقساط المتزايدة، وبدأت أسعار العقارات تهوى لأسفل.

ولاحقًا ذلك الوضع قامت البنوك وشركات العقار ببيع ديون المواطنين في شكل سندات لمستثمرين عالميين بضمان العقارات، الذين لجئوا بدورهم - بعد أن تفاقمت المشكلة- لشركات التأمين التي أوجدت من الأزمة فرصة للربح بضمان العقارات فيما لو امتنع محدودو الدخل عن السداد، فقامت بتصنيف سندات الديون لفتتين (أ) قابله للسداد (ب) لا يمكن سداها، وبدأت شركات التأمين بأخذ أقساط التأمين على الأزمة المالية السندات من هؤلاء المستثمرين.

وفي ظل تلك الظروف قام البنك الفيدرالي الأمريكي بخفض أسعار الفائدة حيث قام في جانفي 2008 بخفض معدل فائدته الرئيسية ثلاثة أرباع النقطة إلى 3.50% وهو إجراء ذو حجم استثنائي، ثم تخفيضه تدريجيا إلى 2% بين جانفي وأفريل من ذات العام.

ولدى تفاقم الأزمة وتوقف محدودي الدخل عن السداد، اضطرت الشركات والبنوك لمحاولة بيع العقارات محل النزاع والتي رفض ساكنوها الخروج منها، فعجزت قيمة العقار عن تغطية التزامات أيا من

البنوك أو شركات العقار أو التأمين، مما أثر على السندات فطالب المستثمرون بحقوقهم عند شركات التأمين، فأعلنت أكبر شركة تأمين في العالم "ايه آي جي" AIG عدم قدرتها على الوفاء بالتزاماتها تجاه 64 مليون عميل تقريبا مما دفع بالحكومة الأمريكية إلى منحها 85 مليار دولار مقابل مساعدة بقيمة امتلاك 79.9% من رأسمالها، ولحق بها كثير من المؤسسات المالية الأمريكية مثل "مورجان ستانلي" و"جولدمان ساكس"، وفي سبتمبر 2008 أعلن بنك "Lehman Brothers" إفلاسه.

وقد قدرت خسائر المؤسسات المالية حول العالم في جويلية 2008 بما يقارب من 435 مليار دولار أمريكي، وشهدت البورصات في أوت 2007 تدهورا شديدا أمام مخاطر اتساع الأزمة وتدخلت المصارف المركزية لدعم سوق السيولة.

هذه الأزمة ما لبثت أن ظهرت آثارها بأن شهد الاقتصاد الأمريكي انكماشاً ملحوظاً على مدار العام 2008، ظهرت جليلة في معدلات البطالة، حيث وصلت معدلات البطالة إلى 6.1%، وهو المعدل الأعلى في خمس سنوات في سبتمبر 2008. حيث قام أصحاب العمل بالاستغناء عما يقارب من 605000 وظيفة منذ بداية الشهر الأول من هذا العام، وقد انعكست هذه الصورة السلبية على سوق الأوراق المالية في صورة انخفاضات حادة في أسعار الأسهم والسندات.

امتد أثر الأزمة المالية بطبيعة الحال ليشمل الدول الأخرى وعلى رأسها دول الاتحاد الأوروبي، حيث هبط الإنتاج الصناعي الأوروبي في ماي 2008 بمعدل 1.9%، وهو الانخفاض الأكثر حدة في شهر واحد منذ أزمة سعر الصرف في 1992. وقد سجل الاقتصاد الأوروبي في الربع الثاني من العام انخفاضا قدره 0.2%، على سبيل المثال ارتفعت حالات البطالة في الاقتصاد البريطاني حسب إحصاءات "مكتب الإحصاءات القومية إلى 904900، بزيادة حوالي 32500 حالة وذلك في أوت 2008. بينما شهد الاقتصاد الأيرلندي في الربع الأول من العام انكماشاً في إجمالي الناتج المحلي قدره 1.5%، وهي السابقة الأولى لها منذ عام 1983، وكذلك انكماشاً قدره 0.5% في الربع الثاني لتصبح بذلك أيرلندا أولى دول الاتحاد الأوروبي دخولا في الكساد الاقتصادي.

## خلاصة

أن أزمة عام 2008 هي ليست بجديدة بالنسبة للنظام الرأسمالي لكنها تعد الأضعب والأقوى من بين الأزمات التي عرفها النظام الرأسمالي منذ انتهاء الحرب العالمية الثانية، وهي أزمة مركبة إذ لها تشابكات وترابطات خلفية مع الأزمات التي شهدتها النظام الرأسمالي منذ سبعينات القرن الماضي، هذه الأزمة عصفت بالأسواق المالية والرهنية وأثرت على البنوك والمؤسسات المالية في دول العالم الأخرى بشكل لم يسبق له مثيل منذ أزمة عام 1929 .

وهي في البداية سميت أزمة الرهن العقاري أو القروض السيئة، نتيجة توسع البنوك والمؤسسات المالية في نسب التمويل العقاري دون ضمانات كافية مما أثر ذلك سلفاً على قدرتها المالية، الأمر الذي أدى في مرحلة تالية إلى ظهور حالات الإفلاس.

## الفصل الرابع : عدوى الأزمات المالية وأثرها على الاقتصاد

كثيرا ما نجد المحللون يرجعون سبب الأزمة المالية العالمية إلى أزمة الرهن العقاري، إلا أننا في هذا الفصل نحاول إبراز كيف كان لتأثير الأوراق المالية التي عرفتها السوق الثانوي للرهن العقاري على المعاملات في أسواق المال، وبالأخص سوق المعاملات ما بين البنوك وسوق المعاملات خارج البورصة، هذا من خلال قنوات انتقال أزمة الرهن العقاري.

كما أن هذه الأزمة لم تكن بالسهلة على اقتصاديات العديد من الدول التي مستها الأزمة في الصميم، سنحاول التطرق لأهم الآثار التي خلفتها الأزمة المالية العالمية لسنة 2008، وقد قسمنا هذا الفصل إلى العناصر التالية :

1. انتقال الأزمة المالية عبر الأسواق المالية؛
2. آثار الأزمة المالية العالمية 2008؛
3. أثر الأزمة المالية العالمية على الاقتصاد الجزائري؛
4. إجراءات مواجهة آثار الأزمة المالية العالمية.

#### IV. عدوى الأزمة المالية وأثرها على الاقتصاد

سرعان ما انتشرت أزمة الرهن العقاري، التي وقعت في أوت 2007، مع انحراف السوق الأمريكية للرهون العقارية عالية المخاطر عن مسارها الصحيح بسبب تراجع أسعار العقار، وامتد أثرها لتلحق أضرارا بالغة بالأسواق والمؤسسات المالية في النظام المالي، ولدراسة أثر أزمة الرهن العقاري على الأزمة المالية العالمية وذلك من خلال انتقالها عبر أسواق المال.

#### IV.1 : انتقال الأزمة المالية عبر الأسواق المالية

من بين الآثار الأولية لأزمة الرهن العقاري التي يمكن ملاحظتها تتمثل في الأرباح المتوقعة المخصومة من الشركات المدرجة في البورصة، وفي تطور أسعار الأسهم (الملحق رقم 6) فمئذ الذروة التي بلغت في منتصف جويلية 2007، فمؤشرات جميع الأسواق المالية انخفضت انخفاضا حادا، حيث خسر مؤشر داو جونز بنسبة %12، "Euro Stoxx" %20، ومؤشر "Nikkei" بنسبة %26، CAC40 %22، ومؤشر Dax بنسبة %19، و Footsie %12.

الانخفاض في أسعار الأسهم لم يقتصر فقط على أسهم الشركات المالية ولكن جميع الأوراق المالية المدرجة وذلك يعكس أن الصعوبات التي واجهتها المؤسسات المالية يمكن أن تنتقل إلى الاقتصاد الحقيقي، بما في ذلك

عن طريق الائتمان، والانخفاض في الأرباح المستقبلية، حتى في الوقت الذي نشأت أزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة، في ضوء تغير مؤشرات السوق، فإن المستثمرين يتوقعون أن عواقب الأزمة ستكون أقوى في أوروبا من الولايات المتحدة.

وتعتبر قناة أسواق المال الأكثر تأثيرا في انتقال الأزمات المالية نظرا لأهمية الاستثمار في الاقتصاد الدولي من خلال تعاضم دور سوق الأوراق المالية في الدول، نظرا لتوجه كثيرا من المستثمرين نحوها رغبة في تحقيق الأرباح استنادا إلى عمليات المضاربة التي تحصل في تلك الأسواق على الأدوات الاستثمارية المتاحة.<sup>1</sup>

#### IV.1.1 : تدهور قيمة الأوراق المالية

نادرا ما انخفضت الأوراق المالية للشركات من المرتبة AAA بأكثر من مرتبة واحدة في وقت واحد، ولهذا السبب فقد أدرك المستثمرون أن احتمال تعرض الأوراق المالية الائتمانية المهيكله لتدهور سريع وحاد أكبر من احتمال حدوث ذلك لسندات الشركات، ولا يحدث التدهور بصورة أكثر تكرارا في الأوراق المالية دون الممتازة فحسب، بل أنه يقلل عدة درجات من تصنيفها مرة واحدة في العادة، بسبب حساسية التصنيف الائتماني لهذه الأوراق المالية

للزيادات في الخسائر الائتمانية المتكبدة، ونتيجة لذلك اهتزت ثقة المستثمرين بأراء وكالات التصنيف الائتماني فقد تم تسعير علاوات الائتمان على الأوراق المالية (MBS) من المرتبة AAA بنفس مستوى سندات الشركات من المرتبة BBB منذ أوت 2007، وكان هذا يشكل مشكلة خاصة للبنوك التي احتفظت بالشرائح الممتازة الأسى المصنفة AAA من التزامات الديون المضمونة (CDO) التي تكفلها، ولم تتوافر لعدد من البنوك الخبرة اللازمة لتحليل التعرض إلى مخاطر هذه الأوراق المالية، واعتمدت بصورة فعالة على وكالات التصنيف الائتماني في ضمان الدقة الواجبة وبالتالي فعندما بدأ تدهور مرتبة هذه الأوراق المالية من المرتبة AAA في جويلية

2007، تكبدت هذه البنوك خسائر كبيرة.

1- عبد الغاني بن علي، أزمة الرهن العقاري وأثرها في الأزمة المالية العالمية، مذكرة ماجستير، تخصص تحليل اقتصادي، 2010، ص 113.

ويتبين ذلك بنقص السيولة في سوق الأوراق المالية التي تساندها رهونات، على سبيل المثال، فإن الانخفاض الكبير في مؤشرات ABX والتي تظهر أن سندات القروض العقارية الثانوية تم قطع الجزء الأكبر من قيمتها الأولية، وهذا ما تشير إليه العمليات الحسابية المبنية على افتراضات معدلات التخلف عن السداد. ومع تدهور التصنيف الائتماني للأوراق المالية أدى ذلك إلى استمرار الهبوط في أسعار الأوراق المالية في البورصات وخاصة المرتبطة بالرهن العقاري، ومع فقدان الأوراق المالية المتداولة في البورصات في المتوسط ما بين 40 % و 50 % من قيمتها حتى نهاية 2008 وهو ما فاقم أزمة السيولة مع انخفاض مستويات التداول في أسواق النقد والبورصات، وهو ما أحدث خلافاً في مؤشرات الهبوط والصعود، وكان الاتجاه النزولي هو الأكثر حدوثاً في نهاية الأثر، وقد انعكس كل ذلك في نقص السيولة لدى الأفراد والشركات والمؤسسات المالية، مما أدى إلى تجميد الحصول على القروض من المؤسسات المالية إلا بأسعار فائدة عالية جداً وضمائن مشددة للغاية.

#### IV. 1. 2 : سوق المعاملات خارج البورصة

على خلاف البورصات، فالأسواق التي تعمل خارج البورصة تتصف بطابع أقل رسمية، رغم أنها تكون عادة شبكات حسنة التنظيم من علاقات التداول التي تركز على وسيط أو أكثر، ويعمل الوسطاء كصناع للسوق عن طريق تحديد الأسعار التي يبيعون بها أو يشترون بها إلى الوسطاء الآخرين وإلى عملائهم، ولا يعني ذلك أنهم يتقدمون بالضرورة للوسطاء الآخرين بنفس الأسعار التي يتقدمون بها للعملاء، وعلاوة على ذلك يمكن للوسطاء الانسحاب من صنع سوق، مما يتسبب في نقص السيولة، القدرة على شراء أو بيع ورقة مالية، وباختصار فإن الأسواق التي تعمل خارج البورصة أقل شفافية وتعمل بقدر أقل من القواعد التي تعمل به البورصات، وكانت تجري المتاجرة في جميع الأوراق المالية والمشتقات - التي انطوت عليها الأزمة المالية الراهنة في أسواق خارج البورصة، يبلغ وسطاء الأسواق خارج البورصة عروضهم ويطلبون الأسعار المحددة ويتفاوضون حول أسعار التنفيذ على الهاتف، وبشكل متزايد من خلال المراسلات الفورية، رغم أن العملية كثيراً ما تعزز من خلال استخدام لوحات الإعلانات الإلكترونية حيث يعرض الوسطاء أسعارهم المعلنة، وتعرف عملية التفاوض من خلال الهاتف، سواء كانت من زبون إلى وسيط أو من وسيط إلى وسيط، أي تتم العملية بين مشتركين اثنين فقط يلاحظان الأسعار المحددة أو التنفيذ، أما الآخرون في السوق فلا يكونون على علم بالمبادلة، رغم أن بعض الأسواق التي تقوم على السمسرة تعلن عن أسعار التنفيذ وحجم المبادلة، غير أنه لا يتاح سبيلاً للاطلاع على شاشات السمسار لا يمكن لأي شخص في السوق أن يتاجر بذلك السعر. ورغم أن عملية المفاوضة الثنائية كثيراً ما تكون ذات طابع آلي مرتفع، فإن ترتيبات الاتجار لا تعتبر تبادلاً لأنها ليست مفتوحة أمام جميع المشترين على قدم المساواة.

كما أنه يتم المتاجرة في التزامات الديون المضمونة التي تقسم مخاطر الأصول المعينة إلى شرائح عديدة يتم بيع كل منها بشكل منفصل (وغيرها من الأوراق المالية المهيكلية والمشتقات الائتمانية في أسواق تعمل خارج البورصة، وكما أنه لا توجد عمليات لاكتشاف السعر، وهو ما يعني بدوره عدم وجود طريقة سهلة وحاسمة

لتقييم الأوراق المالية أو المشتقات، ومن بين المشاكل المستمرة في المؤسسات المالية، صعوبة الوفاء باشتراطات الإفصاح والإبلاغ عندما تكون هناك أسعار سوق تستخدم في تقييم مراكز المشتقات المالية والائتمانية.<sup>1</sup>

1- عبد الغاني بن علي، مرجع سبق ذكره، ص 114.

ونتيجة لذلك فالأصول التي كانت تقيم في يوم من الأيام بأسعار السوق أو على الأقل بسعر قياسي مماثل تحتسب قيمتها الآن من نماذج بدون بيانات واقية، ويزيد الاعتماد المتزايد على مثل هذا التقدير للقيمة من تآكل الثقة في السوق لأن المشاركين يكونون غير واثقين من قيمة حيازاتهم وحيازات الأطراف الأخرى. لقد أسهم نقص السيولة في الأسواق التي تعمل خارج البورصة في تعميق الأزمة واتساع نطاقها وذلك بانسحاب الوسطاء الذين واجهوا ضائقة في تمويل ميزانياتهم العمومية من ناحية أخرى كانوا يحوزون كمية زائدة على الحد من الأصول عديمة السيولة ولم يكن هناك وجود وسطاء للمتاجرة وبخاصة في أوراق مالية مثل التزامات الديون المضمونة، وسندات البلديات، والمشتقات الائتمانية. ولم يكن المستثمرون يستطيعون، مع عدم وجود مشتريين، أن يقللوا من خسائرهم بالتخلص من المراكز الخاسرة، ولم يكن بمقدورهم بيع تلك المراكز لتلبية المطالبات بتخصيص المزيد من الضمانات للقروض التي تمول حيازات أخرى. ولم يعد الكثير من تلك الأسواق في ظروف المتاجرة العادية، ومع ضخ السيولة من طرف البنوك المركزية، إلا أنها لم تستطع أن تعيد بشكل مباشر استعداد المستثمرين للمتاجرة في الأوراق المالية، وكذلك لم يتخذ صناع السياسات خطوات لتحسين ممارسات صنع السوق التي يقوم بها الوسطاء في الأسواق التي تعمل خارج البورصة.

#### IV. 1. 3 : سوق المعاملات ما بين البنوك

في عام 1960 كانت توجد سوى ثمانية بنوك أمريكية لديها فروع في بلدان أجنبية، وكان مجموع أصولها لا يتجاوز 4 مليارات دولار، أما في عام 2007 فيقدر عدد البنوك الأمريكية التي لها فروع في الخارج حوالي 100 بنك، مع إجمالي أصول أكثر من 1500 مليار دولار، ويمكن تفسير هذا النمو المدهش للبنوك الدولية من خلال ثلاثة عوامل، النمو السريع للتجارة الدولية والشركات المتعددة الجنسيات

- أن الشركات الأمريكية تستقر خارج الولايات المتحدة فهي تحتاج لتمويل؛

- أنشطة التأمين والاستثمار في الخارج؛

- أرباح البنوك الأمريكية المودعة بالدولار في الخارج تحت ما يسمى بالأورو-دولار.

أما عدد البنوك التجارية في الولايات المتحدة فهي أكثر من 7500 بنك ولديها 86 بنك لديها أصول أكثر من 10 مليار دولار، وتدير أكثر من 73 % من مجموع أصول البنوك التجارية، ومن هذا يتبين لنا أن أكبر سوق معاملات ما بين البنوك هو في الولايات المتحدة مما يؤثر على الاقتصاديات الأخرى.

الجدول رقم (IV . 1) : توزيع حجم المصارف التجارية المؤمن عليها في 30 سبتمبر 2005

الأصول (دولار)	عدد البنوك	حصة كل بنك (%)	نسبة الأصول (%)
أقل من 100 مليون	3523	46.72	1.92
100 مليون – 1 مليار	3552	47.10	11.45
10 مليار – 100 مليار	380	5.04	12.76

أكثر من 10 مليار	86	1.14	73.86
المجموع	7541	100	100

المصدر: صندوق النقد الدولي، آفاق الاقتصاد العالمي، ابريل 2008، ص 119.

وعلى الرغم من تباطؤ نمو الائتمان المصرفي في الولايات المتحدة ومنطقة اليورو فقد ظل ذلك النمو قويا، بينما بدأ تباطؤ نمو الائتمان في اليابان في نهاية سنة 2006، وهو سابق للاضطراب العالمي الحاصل نتيجة أزمة الرهن العقاري، ومن العسير تفسير البيانات المعنية، ففي الولايات المتحدة حدث ارتفاع حاد في نمو الائتمان بعد شهر أوت 2007 وذلك بسبب الارتفاع الكبير في القروض التجارية والصناعية وهو ما جاء في جانب منه نتيجة صرف الائتمانات المرتبطة بعمليات شراء الحصص المرفوعة ماليا والتي سبق أن ضمنت البنوك الاكتتاب فيها قبل اندلاع حالة الاضطراب في الأسواق المالية ولكن لم تستطع البنوك تحويلها إلى قروض مشتركة أو أن تبيعها بعد ذلك، غير أن نمو الائتمان هبط منذ ذلك الحين وقاده الهبوط الملحوظ في الإقراض المقدم إلى قطاع العقارات (وهو يمثل أكثر من نصف الإقراض المصرفي)، حدث تشديد حاد في معايير الإقراض المصرفي في الولايات المتحدة ومنطقة اليورو، وتم تشديدها بقدر ما في اليابان وفي الولايات المتحدة ومنطقة اليورو، ورغم تشديد المعايير في حالة الإقراض المقدم إلى قطاعي المؤسسات والأسر، لاسيما في الولايات المتحدة، فإنه يبدو أن الطلب على ذلك الإقراض شهد هو الآخر هبوطا كبيرا. وفي الوقت ذاته شهد النمو في حيازات البنوك من الأوراق المالية زيادة كبيرة تعود في جانب منها إلى إعادة استيعاب البنوك في ميزانيتها العمومية للأصول الواردة من الكيانات غير المدرجة في الميزانيات العامة.

لم يبدأ الاضطراب في السوق القائمة فيما بين البنوك إلا عندما أعلن البنك الفرنسي "BNP Paribas" في جوان 2007 أنه أوقف المسحوبات من صناديق التحوط نتيجة الخسارة التي تكبدها لاستثماراته في أوراق مالية مرتبطة بقروض الرهن العقاري الثانوية وأحد هذه الصناديق احتاج إلى رؤوس أموال مما أدى البنك إلى ضخ 3.2 مليار دولار له كقروض، وخلال شهر واحد أي في جويلية، قامت وكالتي التصنيف الائتماني "ستاندر آند بورز" و "موديز" بتخفيض التصنيف الائتماني لعدد من الأوراق المالية المرتبطة بقروض الرهن العقاري عالية المخاطر، مما أدى إلى انهيار الأوراق المالية التي كان يحتفظ بها البنك الفرنسي BNP Paribas.

وخوفا من نشوء طلب قوي من الزبائن على المسحوبات النقدية، حولت صناديق السوق بصورة دفاعية محافظها من الودائع المصرفية المتوسطة وطويلة الأجل ومن الأوراق التجارية (أساسا الديون المستحقة للشركات) لأوراق آجال استحقاقها ليلة واحدة وأجال مغالية في القصر وأثار هذا طلبا قويا على السيولة قصيرة الأجل وتسبب في انهيار سوق الأوراق التجارية التي تساندها أصول (ABCP) وهي الأوراق قصيرة الأجل التي استخدمت لتحويل الاستثمارات الخارجة عن الميزانية العمومية في الأصول طويلة الأجل، وجعل هذا من الصعب على البنوك في أوروبا وأمريكا الشمالية الاقتراض لأجل أطول من ليلة واحدة، وحتى على الرغم من أنه كان هناك بعض المخاوف بشأن ملاءة البنوك في هذه المرحلة فلم تكن جوائز الإقراض لأجل أطول أمدا كافية لتعويض خطر الإقراض لطرف مقابل قد يعاني من مشاكل.

1- عبد الغاني بن علي، مرجع سبق ذكره، ص 116-118.

كما القي الانهيار في الطلب على (ABCP)، الضوء على أدوات الاستثمار المهيكلة (Structured Investment Vehicle - SIV) التي كفلها عدد من البنوك بصورة مباشرة أو التي قدم لها التزامات كبيرة للمساعدة بالقروض، وفي الأساس انكبت هذه الكيانات الخارجة عن الميزانية العمومية على تحويل السيولة بأن تتلقى الحصيلة قصيرة الأجل لمبيعات (ABCP) لتشتري بها أصولاً أطول أجلاً وهو ما يماثل ما تفعله البنوك تقليدياً في الميزانية العمومية عندما تتلقى الودائع وتقدم القروض. ولكن نظراً لأنها كانت خارج الميزانية العمومية، فلم تكن تحتاج لقدرة كبير من الأموال للوفاء بالمتطلبات القانونية للبنك، ومع انهيار سوق (ABCP) كان على البنوك أن تقرض هذه الكيانات وسرعان ما أصبح عليها أن تقرر ما إذا كانت تدمجها رسمياً في ميزانياتها العمومية أم لا، وقد فعل بعض البنوك ذلك ووسع نطاق ميزانيته العمومية ومقدار رأس المال الذي تقتضيه، ولم يفعل البعض الآخر ذلك، مما أطلق العنان لبيع الأصول وإجبار المستثمرين على تكبد الخسائر.

وقد أدى نقص سيولة سوق (ABCP) في 2007 إلى نقص السيولة في سوق المعاملات ما بين البنوك، عندما جرى اللجوء لمثل هذه الحدود للتسهيلات الائتمانية الطارئة، أو عندما وضعت البنوك أصولاً لأدوات الاستثمار المهيكلة (SIV) أو قنواته في ميزانيته العمومية لتفادي خطر تقوض سمعتها لدى المستثمرين، وإذا أصبحت البنوك غير واثقة من احتياجاتها من السيولة، فقد اكتنزت السيولة مما زاد من تفاقم عدم السيولة في ما بين البنوك.

ويساعد الخوف من تشويه السمعة في تفسير السبب في عزوف البنوك عن استخدام حدود التسهيلات الائتمانية المساندة التي كانت تحتفظ بها مع بعضها البعض، إذ كانت تخشى من انتشار الشائعات بأنها أصبحت غير سائلة، ولأسباب مماثلة عزفت البنوك عن استخدام دعم الطوارئ للسيولة المقدم من البنوك المركزية. ونتيجة لذلك، طور بنك الاحتياطي صيغة من تسهيل نافذة الخصم به ليتيح لطائفة واسعة من البنوك التقدم لطلب السيولة دون ذكر اسمه، وتسعى بنوك مركزية أخرى إلى ضمان ألا يثير استخدام تسهيلات إشارات في السوق.

ويقدر صندوق النقد الدولي إجمالاً، أنه بالنسبة لكل أنواع المؤسسات المالية، سواء في الولايات المتحدة أو خارجها، فإن الخسائر المرتبطة بالولايات المتحدة قد تبلغ 945 مليار دولار (صندوق النقد الدولي 2008)، وفي حين أن هذه التقديرات عرضة للخطأ بطبيعتها—بسبب عدم قلة المعلومات عن مدى التعرض للمخاطر واستخدام أسعار السوق التي قد تغالي في قيمة الأوراق المالية استناداً للأساسيات والتدفقات المالية—فإنها تشير إلى أنه لا يزال هناك مزيد من الخسائر يتعين الكشف عنه.

فقد بدأت آخر مراحل أزمة الرهن العقاري في سبتمبر 2008، عند خروج عدة مؤسسات مالية أمريكية ذات التأثير على النظام المالي بصورة مفاجئة من السوق، وكان قرار بنك "ليمان برذرز" بإعلان الإفلاس بصفة خاصة، قد ترك صداه في مختلف جوانب الأسواق المالية، مما أدى إلى تفاقم الانكماش الحاد في السيولة

بأسواق المالية، وتزايد القلق بشأن مخاطر الأطراف المقابلة، وقد ارتفعت تكلفة التمويل بالدولار الأمريكي ارتفاعاً حاداً على المستوى العالمي، كما تعرضت أسواق المال الأخرى إلى ضغوط حادة.<sup>1</sup>

1- عبد الغاني بن علي، مرجع سبق ذكره، ص 119 - 121.

#### 2. IV : آثار الأزمة المالية العالمية 2008

في إطار أن الأزمة المالية العالمية هي زلزال القرن الواحد والعشرين فقد أحدثت العديد من الآثار على مستوى مختلف الاقتصاديات المتقدمة والناشئة والنامية، حتى أن تلك الآثار أخذت تتفاعل لدرجة أنها أخذت تلوح بدخول الاقتصاد العالمي إلى شبح الكساد الكبير الذي حدث في 1929 بما أحدثه من آثار ودمار في كل جوانب الاقتصاديات في العالم، فقد تركت هذه الأزمة مجموعة من الآثار على أكثر من مستوى، يمكن إجمالها كما يلي:

#### 1. 2. IV : على مستوى الاقتصاديات المتقدمة والناشئة

انعكست الأزمة الرهن العقاري في بداية الأمر على الاقتصاد الأمريكي ثم على الاقتصاد العالمي وذلك من خلال قنوات الانتقال وخاصة قناة أسواق المال لتشمل مختلف الأسواق الأخرى في معظم اقتصاديات دول العالم وبالأخص المتقدمة والناشئة.

#### 1. على مستوى الاقتصاديات المتقدمة

في أواخر عام 2008 شهدت الأسواق المالية حالة من الاستقرار، وإن ظلت خاضعة لضغوط في الفترة المتبقية من السنة المالية 2009 ، وظلت أوضاع العديد من أسواق الأسهم منخفضة عن مستويات الذروة المسجلة بنسبة تزيد عن 40%، وبعد سنوات طويلة من التراكم القياسي للدين، دخلت المؤسسات المالية والأسر في مرحلة انخفاض الرفع المالي المؤلمة، مدفوعة بتزايد حالات شطب الديون المصرفية في ظل تدهور جودة الائتمان والتحول في اتجاه الادخار عبر الفترات الزمنية بالنسبة للأسر وبعض الشركات. وفي الوقت الحالي نجد أن العديد من توقعات "النظام المصرفي غير الرسمي"، القائمة على أساس زيادة الرفع المالي، بدأت في الزوال. فقد اتسع نطاق الضغوط المالية الناجمة عن دورة الرفع المالي امتد أجلها، نتيجة تناوب حلقة الآثار المرتدة الضارة مع الاقتصاد الحقيقي، ومع انكماش الناتج أدت زيادة احتمالات عدم السداد في قطاعي الشركات والأسر المعيشية إلى اتساع فروق العائد وازدياد الخسائر المرتبطة بالائتمان في الميزانيات العمومية للبنوك، وفي الربع الرابع من 2008، شهدت اقتصاديات المتقدمة انخفاضاً غير مسبوق في الناتج بلغ % 70 محسوباً على أساس المعدل السنوي.

وفي الولايات المتحدة، تسببت أكبر أزمة مالية منذ الكساد الكبير في دفع البلاد إلى هاوية الركود العميق، حيث تكشفت الضائقة الائتمانية وواصلت أسعار الأصول هبوطها، وكانت مشاعر عدم اليقين الزائدة وخسائر الثروة الضخمة فضلاً على انخفاض توقعات الإيرادات من أسباب تراجع ثقة المستهلكين إلى أدنى مستوياتها مما أدى إلى حدوث طفرة كبيرة في معدلات الادخار، ومع انخفاض معدلات الاستهلاك، تراجع إجمالي الناتج المحلي الحقيقي بنسبة تزيد عن 6% في الربع الرابع من 2008 و7.5% في الربع الأول من 2009، وارتفعت نسبة البطالة إلى 5.8%<sup>1</sup>.

1- إبراهيم عبد العزيز النجار، الأزمة المالية وإصلاح النظام المالي العالمي، مصر، الدار الجامعية، 2009، ص ص 75 76.

لقد ساهمت أزمة الرهن العقاري في نقل أثار الأزمة المالية العالمية بسرعة لعدد من دول العالم وبالأخص في قطاع البنوك، ففي بريطانيا:

- أعلن RBS (Royal Bank of Scotland) عن تكبده خسائر قياسية بلغت قيمتها 24.1 مليار جنيه إسترليني ( 34.7 مليار دولار ) خلال عام 2008 وهي تعتبر من أكبر الخسائر في تاريخ المؤسسات في بريطانيا، وقد ذكرت تقارير أن البنك سيشتط ما يصل إلى 20 ألف وظيفة أي أقل بقليل من 10 % من القوة العاملة لديه حول العالم التي تبلغ 220 ألف موظف؛

- أعلن بنك (HSBC) البريطاني في مارس 2009 أن أرباحه قبل حساب الضرائب بلغت 6.5 مليار جنيه إسترليني ( 9.3 مليار دولار ) عام 2008 بانخفاض نسبته % 62 مقارنة بأرباح عام 2007 ويعتبر البنك وهو أكبر البنوك في أوروبا في وضع جيد للغاية ماليا حتى الآن مقارنة بمؤسسات مالية أخرى؛

- استحوذت الحكومة البريطانية في 8 مارس 2009 على حصة أغلبية تصل إلى % 65 في مجموعة "Lloyeds" المصرفية التي تعاني من اضطرابات مالية لترفع بذلك حصتها السابقة والتي كانت % 43 وستغطي الحكومة تأمين ما يصل إلى 260 مليار جنيه ( 365 مليار دولار ) من الأصول المتعثرة للمجموعة؛ هذا وقد أعلنت مجموعة "Lloyeds" المصرفية مؤخرا عن تكبدها خسائر بلغت 11 مليار جنيه إسترليني ( 15.5 مليار دولار ) عام 2008 بسبب اندماجها الذي أيدته الحكومة مع بنك "هاليفاكس" بنك "أوف اسكوتلندا إتش بي أو أس" في أوج الأزمة المصرفية في سبتمبر 2008.

وإذا كانت سويسرا تعتبر رائدة السرية البنكية في العالم إلا أنه قد تأثرت بالأزمة المالية العالمية ففي 15 مارس 2009 ذكر الرئيس السويسري ووزير المالية "هانز رودلف بيرز" أن سويسرا وافقت على تخفيض القواعد المتعلقة بسرية البنوك والتعاون بدرجة أكبر لمنع التهرب الضريبي، ويذكر أن سويسرا أكبر مركز للتعاملات المصرفية الخارجية في العالم ولديها نحو تريليون دولار من إجمالي الثروات المودعة في الخارج، وقد تعرضت سويسرا لضغط لتخفيض قواعد سرية البنك بسبب تحقيق أمريكي عن احتيال ضريبي استهدف بنك "يو بي أس" أكبر بنوك سويسرا الذي تطالبه السلطات الأمريكية بتقديم كشوف حسابات 52 ألف من عملائه.

ومن ناحية أخرى أحدثت الأزمة المالية العالمية ركودا في سوق السيارات في العالم نتيجة حذر المستهلكين في عمليات الشراء على أمل أن تنخفض أسعارها نتيجة لتعرض بعض شركات السيارات الكبرى لخسائر مالية متأثرة بالأزمة المالية العالمية وقد أدت الأزمة المالية إلى انخفاض مبيعات السيارات في العالم وفي الأسواق الأوروبية والأمريكية على وجه الخصوص، كما دفعت شركات تصنيع السيارات التخفيض من إنتاجها، حيث تراجع مبيعات السيارات في دول الاتحاد الأوروبي بحوالي % 9.2 في أكتوبر 2008، وأعلنت شركات السيارات الكبرى في الدول الصناعية الكبرى السبع تقليص إنتاجها في وذلك نتيجة لتراجع مبيعاتها.

وفي أوروبا تعرضت النظم المالية لصدمة أشد وأطول أمدا من المتوقع، وكانت السياسات الاقتصادية الكلية عموما أبطأ من أن تتفاعل معها، كما تدهورت الثقة في ظل تراجع نشاط قطاعي الأسر والشركات، وأدى التعرض لمخاطر الأصول الأمريكية إلى عواقب جسيمة في النظام المصرفي الأوروبي نظرا لشدة الارتباط فيما بين كبرى المؤسسات المالية في أوروبا وارتفاع درجة التمويل بالديون فيها. وبالتالي تعرضت اقتصاديات معظم البلدان المتقدمة إلى نوبات انكماش حادة في السنة المالية 2009.

وفي آسيا، وقع الضرر الأكبر على الاقتصاديات المتقدمة نتيجة زيادة تعرضها لمخاطر انخفاض الطلب الخارجي، لاسيما بالنسبة للسلع الاستهلاكية. فقد سجل الاقتصاد الياباني انكماشاً بواقع 14%، محسوبا على أساس المعدل السنوي في الربع الرابع من 2008، في ظل قوة الين الياباني وزيادة تقييد الائتمان نسبيا بالإضافة إلى المشاكل التي طرأت في قطاع التصدير، غير أن بوادر الانتعاش بدأت تظهر في بعض أنحاء المنطقة في 2009 وقامت اقتصاديات متقدمة أخرى مثل كندا وأستراليا ونيوزلندا بمعالجة صدمات معدلات التبادل التجاري السلبية، وأثر الانخفاض الكبير في الثروة الخاصة، وفي حالة كندا ضعف الطلب في الولايات المتحدة. غير أنه بعد سنوات من اعتماد سياسات المالية العامة الاحترازية وزيادة القواعد التنظيمية المتحفظة في النظام المالي، أصبحت هذه البلدان أكثر قدرة من غيرها من الاقتصاديات المتقدمة على الحد من الانخفاض في الطلب.

## 2. على مستوى الاقتصاديات الناشئة

لقد كثر الاهتمام بالاقتصاديات الناشئة وبالأخص برازيل روسيا والهند والصين وذلك لما تلعبه من دور مهم على مستوى الاقتصاد العالمي إذ تعتبر محرك النمو الاقتصادي العالمي إلا أنها تأثرت بالأزمة المالية العالمية نتيجة للضغط المالي من خلال الروابط التجارية كرد فعل إزاء تراجع الصادرات إلى الاقتصاديات المتقدمة وقت الأزمة تعبيراً عن تباطؤ الطلب الراهن أو المتوقع اكتسبت الروابط التجارية أهمية متزايدة على مدى العشرين عاماً الماضية، حيث ارتفعت الصادرات إلى الاقتصاديات المتقدمة من أقل من 10% إلى ما يقارب من 20% من إجمالي الناتج المحلي للاقتصاديات الناشئة. ويأتي حوالي نصف هذه الصادرات في الوقت الراهن من آسيا الصاعدة، خاصة الصين، وفضلاً عن ذلك قد يتفاقم انتقال الأزمة من خلال الروابط التجارية والمالية نتيجة ظهور آثار جانبية، وتنتقل هذه الآثار من خلال انتشار التداعيات من الاقتصاديات الناشئة المتأثرة بالأزمة وعودتها إلى الاقتصاديات المتقدمة ومن خلال الآثار الانتشارية ضمن مجموعة الاقتصاديات الناشئة، وحسب توقعات صندوق النقد الدولي سوف تنخفض معدلات واردات الاقتصاديات النامية والناشئة بـ 8.8% - أما الصادرات فهي كذلك ستخفض بـ 6.4% - عام 2009 مقارنة بعام 2008.

وقد أدى انكماش التدفقات الرأسمالية العالمية والهروب من المخاطر ألحق ضرر بالغ ببلدان أوروبا الصاعدة، فقد اعتمدت كثير من بلدان المنطقة اعتماداً بالغاً على التدفقات الرأسمالية من البنوك الغربية بهدف الحفاظ على رواج الائتمان المحلي. وظهرت حالات انكشاف كبيرة في البنوك الأوروبية عبر الحدود وامتلكت المؤسسات المالية الأجنبية المتعثرة العديد من البنوك في أوروبا الصاعدة.<sup>1</sup>

1- إبراهيم عبد العزيز النجار، مرجع سبق ذكره، ص 78.

وفي خريف عام 2008 تدهورت الأوضاع تدهورا حادا، حيث سجلت فروق العائد على السندات السيادية ارتفاعا شاملا وانخفضت أسعار الصرف انخفاضاً حادا في البلدان التي تعتمد نظم الصرف المرنة. وحدث هبوط مفاجئ في النشاط الاقتصادي بل وأزمات مكتملة في بعض من جراء اقتران هبوط الطلب على الواردات في أسواق البلدان المتقدمة وانهايار أسعار العقارات وضعف إمكانية الحصول على الائتمان وانخفاض أسعار العملة في سياق حالات عدم الاتساق البالغ بين أسعار العملات في الميزانيات العمومية. ومع سرعة هبوط الصادرات والنتائج وتردي الإيرادات الحكومية، حصل عدد من البلدان على الدعم من صندوق النقد الدولي وغيره من المؤسسات المالية الدولية للحفاظ على استقرار ميزان المدفوعات.

ومن ناحية أخرى نجد أن الاتجاه العام السائد الآن في توجه الأموال الاستثمارية للاستفادة من الفرص المتاحة في الأسواق الناشئة يظهر تباينا بين دولة وأخرى خلال عام 2008، نالت الأسواق الناشئة حصة كبيرة من نشاطات الاندماج والاستحواذ خلال السنتين القادمتين، وقد تم تصنيف الأسواق الناشئة من حيث الفرص بإدراجها في ميزان يتراوح بين 1 و 5 وتربعت الهند والصين في المرتبة الأولى بحصولها على 3.64 و 3.59 درجة على التوالي وحلت أوروبا الشرقية بعدهما مباشرة بينما حلت كل من البرازيل وروسيا في المرتبة الأخيرة. ويتوقع أن يصل العدد الإجمالي لصفقات الاندماج والاستحواذ خلال عام 2008، بما فيها الصفقات الآسيوية، إلى 11000 صفقة بقيمة إجمالية تبلغ 639 مليار دولار. من جانب آخر، فقد استفادت الشركات الأوروبية من ضعف الدولار واستحوذت على بعض الشركات الأمريكية.

كما شهدت بلدان كومنولث الدول المستقلة أكبر هبوط في النشاط الاقتصادي خلال العام الماضي، حيث تعرضت اقتصادياتها إلى ثلاث صدمات كبرى. فقد توقفت عمليات التمويل الخارجي تماما أو انخفضت إلى حد كبير؛ وهبطت مستويات الطلب في أسواق الصادرات بالمنطقة، وشهدت أسعار السلع الأولية هبوطا حادا، لاسيما أسعار الطاقة. وكانت النظم المالية في العديد من دول الكومنولث المستقلة منفتحة للغاية وشديدة التأثر بالاضطرابات المالية الوافدة من الخارج. وبعد سنوات سادها النمو القوي، يتوقع انكماش الناتج بأكثر من 5% في عام 2009، ولم يتراجع التضخم بنفس القدر المشاهد في الأسواق الصاعدة الأخرى بسبب انتقال آثار الانخفاض في أسعار العملة، فقد أدى ضعف العملات إلى فرض عبء كبير على كاهل الشركات غير المالية في بلدان كومنولث الدول المستقلة التي كانت تقترض بالعملة الأجنبية، مما استدعى إجراء تخفيضات ضخمة في الاستثمار والتوظيف، وتعرضت أمريكا اللاتينية لذات الصدمات الثلاث التي تعرضت لها بلدان كومنولث الدول المستقلة، ولكن الأثر الكلي كان أقل حدة مقارنة بأوروبا نظرا لقوة الميزانيات العمومية في القطاعين العام والخاص نسبيا، ولأن النظم المالية كانت أقل انكشافا من حيث الخصوم للأجهزة المصرفية في البلدان المتقدمة، واستطاع العديد من الاقتصاديات الكبيرة استخدام سعر الصرف كأداة لامتناع الصدمات، ومع ذلك أسفرت الأزمة المالية عن بيع مكثفة في أسواق الأسهم في أواخر 2008، وحدوث ارتفاع حاد في تكاليف التمويل، وزيادة مفاجئة في فروق العائد على ديون الشركات والديون السيادية. كذلك تناقضت التدفقات الرأسمالية في

البلدان التي تعتمد نظم الصرف المرنة وانخفضت قيمة عملاتها المحلية انخفاضاً حاداً. وسرعان ما أعقب ذلك تباطؤ في نمو الائتمان وهبوط معدلات الإنتاج الصناعي والتصدير.

وقد تعرضت بلدان أمريكا الوسطى ومنطقة الكاريبي كذلك لهبوط حاد في إيرادات أنشطة السياحة وتحويلات المغتربين إلى المنطقة، وطلب العديد من البلدان في أمريكا الوسطى ومنطقة الكاريبي للحصول على الدعم من صندوق النقد الدولي والمؤسسات المالية الدولية الأخرى.

#### IV. 2. 2 : على مستوى الاقتصاديات النامية

من حسن حظ الاقتصاديات النامية أن أسواقها المالية ليست متطورة بالقدر الكافي من حيث المنتجات المتداولة فيها، ومن حيث مرونة أسواقها للتغيرات الاقتصادية، إلا أن ذلك لم يمنع الدول النامية من التأثر بالأزمة على النحو التالي :

- ستعاني الاقتصاديات النامية المعتمدة في نموها على الاستثمار الأجنبي المباشر صعوبات نتيجة سحب أو تراجع حجم الاستثمارات فيها. وقد لاحظ تقرير الاستثمار العالمي لسنة 2008 أن عمليات الاندماج والشراء تراجعت في النصف الأول من سنة 2008 ، إذ كانت قيمة هذه الصفقات أقل بما نسبته 29 % عن مستواها المسجل في النصف الثاني من سنة 2007، ويقدر أن تبلغ تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر في 2008 قرابة 1600 مليار دولار، أي بنسبة انخفاض 10 % عن مستواها لسنة 2007 إلا أن التأثير في التدفقات إلى الدول النامية سيكون أقل. ولهذا التراجع انعكاساته على مستوى التشغيل، الاستهلاك... الخ، ويمكن أن يفسر تراجع الاستثمارات في بعض جوانبه بإعادة المستثمرين ضخ رؤوس أموالهم في الدول الصناعية بعد خطط الإنقاذ المعتمدة؛
- تراجع تحويلات العاملين إلى الدول النامية. ذلك أن هذه التحويلات أصبحت أحد مصادر التمويل الخارجية في الدول النامية، حيث تشير بعض التقارير إلى أن إجمالي تحويلات العاملين في الخارج إلى الدول النامية انتقل من 96.5 مليار دولار سنة 2001 إلى 188.5 مليار دولار سنة 2005 ، وذلك بسبب التطور الحاصل في عدد العمالة المهاجرة حول العالم، وانخفاض تكلفة خدمات التحويل، وتوقف الولايات المتحدة على رأس عشرين دولة مرسله لتحويلات العاملين في العالم، مما يعكس درجة التأثير الذي يمكن أن تمارسه الأزمة على هذه التدفقات؛
- خسائر الصناديق السيادية التابعة للدول النامية والعاملة على مستوى الأسواق المالية للدول الصناعية المعنية بالأزمة؛
- إمكانية تراجع الدول الصناعية عن تعهداتها بخصوص زيادة المعونات إلى البلدان النامية المتضررة من آثار الأزمة، بفعل تراجع النشاط الاقتصادي في الدول الصناعية، وهو ما يمكن أن يزيد من عدد الفقراء، ويعمق مستويات الفقر في الدول النامية؛
- أدى تباطؤ معدلات النمو العالمي إلى تراجع الطلب على النفط الذي يعتبر أهم مكون لصادرات بعض الدول النامية (العربية منها) مما دفع إلى انخفاض أسعاره، ويقوم الكثير من هذه الدول بإعداد ميزانياتها وتقدير برامجها على أساس الأسعار المرجعية للنفط. وهذا ما يعني أنه في حالة استمرار ذلك، فإن

الكثير من البرامج والمشاريع سوف تعرف التوقف، وستكون هناك مراجعات تقشفية لأولويات الإنفاق العام.<sup>1</sup>

1- إبراهيم عبد العزيز النجار، مرجع سبق ذكره، ص 86.

#### IV. 3 : أثر الأزمة على الاقتصاد الجزائري

أما عن تأثير الأزمة المالية على الاقتصاد الجزائري هو بنسب أقل مقارنة بالدول العربية الأخرى ويرجع ذلك للأسباب التالية :

- عدم وجود سوق مالية بالمعنى الفعلي في الجزائر؛
- عدم وجود ارتباطات مصرفية للبنوك الجزائرية مع البنوك العالمية بالشكل الذي يؤثر عليها؛
- انغلاق الاقتصاد الجزائري بشكل نسبي على الاقتصاد العالمي، ذلك أن الإنتاج الجزائري لا يعتمد على التصدير باستثناء المحروقات وذلك ما يجعله في مأمن من أي كساد قد يصيب الاقتصاد العالمي والكثير من الدول التي تعتمد على صادرات قد تتأثر بالركود والكساد في الدول المستهلكة لمنتجاتها؛
- اعتماد الحكومة الجزائرية على موازنة بسعر مرجعي يقل كثيرا عن أسعار السوق وهذا ما يجنبها أي انعكاسات في حالة انخفاض أسعار البترول.

وبصفة عامة فإن تأثير الاقتصاد الجزائري بالأزمة المالية يتوقف على درجة وكيفية اندماجها في الاقتصاد العالمي، في الحالة الراهنة للاقتصاد الجزائري يمكن أن تنتقل تداعيات الأزمة المالية العالمية الراهنة إليه من خلال قنوات عدة، أهمها أشكال توظيف واستثمار احتياطات الصرف الوطنية، وتقلب كل من قيمة عملات احتياطات الصرف وسعر برميل النفط ومعدلات الفائدة على الذمم والديون الخارجية وأسعار السلع والخدمات المستوردة. ويمكن تقسيم انعكاسات الأزمة المالية على الاقتصاد الجزائري كالتالي :<sup>1</sup>

#### IV. 3 . 1 : انعكاسات الأزمة المالية على ميزانية الدولة الجزائرية

يرتبط جانب الإيرادات من الميزانية العمومية بشكل مباشر بالاقتصاد العالمي؛ من خلال قطاع المحروقات، فتبعية الاقتصاد الوطني لسعر برميل النفط هي بمثابة "حبل الصرة بين الجنين وأمه"، وأن درجة التبعية هذه تشتد أكثر فأكثر بالنسبة لميزانية الدولة، حيث تشكل إيرادات الجباية البترولية نسبة عالية من إيرادات الميزانية وذلك حوالي ثلاثة عقود من الزمن. علما أن إيرادات الميزانية خارج الجباية النفطية لا تتجاوز في أحسن الأحوال نسبة 40 % إن الوضع بالنسبة لميزانية التجهيزات ليس بأحسن حال من حيث تبعيتها للجباية النفطية، من خلال تحليل علني لمكونات ميزانية الدولة الجزائرية نخلص بكل تأكيد إلى أن الجزائر بدون عائدات نفطية تكون معرضة لندرة حادة في الموارد المالية ذات تداعيات خطيرة.

#### IV. 3 . 2 : انعكاسات الأزمة على برامج التنمية

بكل تأكيد فإن النظام المالي الجزائري يعاني من مشاكل عويصة معروفة في معظمها، وهي مشاكل قديمة لا علاقة لها إطلاقا بأزمة القروض العقارية عالية المخاطر ولا بالأزمة المالية العالمية الراهنة، كذلك فإن المشاريع الاستثمارية الوطنية التي تضمنها البرنامج الخماسي 2009/2005 لن تتأثر من جراء انهيار أسعار المحروقات.

كما أن الاستثمارات التي سيتضمنها البرنامج الخماسي 2010/2014 قد تكون هي الأخرى وبالكامل في منأى عن الأزمة، أو في أسوأ الأحوال، تكون قليلة التأثير أي كان مستوى انخفاض أسعار النفط خلال الفترة التي يغطيها

البرنامج، باعتبار أن مجموع أغلفتها المالية قد يكون في حدود 286 مليار دولار.<sup>1</sup>

1- بوقصة سليمة، الأزمة المالية العالمية والاقتصاد الجزائري، رسالة ماجستير، تخصص علوم اقتصادية وعلوم التسيير، جامعة البليدة، 2009، ص 160.

حتى في حالة تجاوز الاحتياجات التمويلية المبلغ المذكور فإن احتياطاتي الصرف التي بلغ عند نهاية ديسمبر 2008 حوالي 137 مليار دولار أمريكي تكون كافية لتلبيتها، بكل بساطة فإن القدرات التمويلية الجزائرية ستسمح لها بتحمل الآثار السلبية للأزمة خلال السنوات القليلة القادمة، لكن ينبغي أن لا يغيب عن أذهاننا بأنه، مع بقاء كل الأشياء الأخرى على حالها، فإن مدفوعات الجزائر إلى باقي العالم ستزداد خلال السنوات القادمة وذلك تحت تأثير عوامل عدة كصيانة الحضيرة الوطنية للسيارات بجميع أنواعها، والتي عرفت تطورا كميا ونوعيا كبيرا خلال الفورة النفطية الأخيرة، وتجديد صيانة التجهيزات المختلفة الأخرى.

#### IV . 3 . 3 : الآثار الإيجابية للأزمة

بالرغم من الآثار السلبية التي خلفتها الأزمة المالية العالمية على الاقتصاديات العالمية، لا يمكننا في المقابل إغفال بعض الآثار الإيجابية الممكنة لهذه الأزمة على الاقتصاد الوطني، منها :

- إمكانية عودة الأموال المهاجرة أو جزء منها نتيجة الشعور بعدم الأمان في حالة إبقائها مودعة في البنوك الصناعية؛
- إمكانية ازدهار بعض القطاعات المحلية الراكدة في الدول النامية مثل العقارات، باعتبارها ملاذا بديلا للاستثمار في الأوراق المالية؛
- تنوع مخاطر المحافظ الاستثمارية بزيادة حصص دول أخرى بدلا من حصر التوظيف في أسواق البلاد الصناعية، وهذا ما يعمل على تغيير خريطة العالم الاستثمارية والفرص التي ستقدمها مناطق الاستقطاب الجديدة التي توفر الضمانات وفرصا استثمارية لرؤوس الأموال العالمية؛
- زيادة الاهتمام بالاستثمارات المباشرة على حساب الاهتمام بالاستثمار في الأوراق المالية نتيجة عدم استقرار البورصات، فهناك مناطق جذب استثمارية كبيرة بدأت تبلور في أوروبا وآسيا والدول النامية، وهو ما يمكن أن يؤدي إلى إعادة الاستقرار إلى النظام المالي العالمي، وهذه المسألة في غياب الأهمية لإعادة هيكلة العلاقات الدولية في مرحلة ما بعد الأزمة.<sup>1</sup>

1- بوقصة سليمة، مرجع سبق ذكره، ص 162.

#### IV. 4 : إجراءات مواجهة آثار الأزمة المالية العالمية

- رغم أن الجزائر لم تتأثر بالأزمة المالية العالمية بطريقة مباشرة إلا أنها تأثرت بطريقة غير مباشرة إلا أنها اتخذت عدة إجراءات لمواجهة تداعيات الأزمة المالية العالمية على الجزائر من خلال ما يلي:<sup>1</sup>
- إقامة اقتصاد جزائري قوي من خلال تشجيع صادرات خارج المحروقات وتنوع مصادر الدخل بحيث يعتمد على القطاع الفلاحي، الصناعي، السياحي والخدمات؛
  - تشجيع إنشاء مؤسسات صغيرة ومتوسطة حيث أنها أقل تأثراً بالأزمة المالية العالمية؛
  - ضرورة مساهمة البنوك في تمويل الاستثمارات الحقيقية، وإصلاح المنظومة البنكية من خلال إتباع الأدوات وقواعد التسيير البنكي وفق المعايير الدولية؛
  - ضرورة جذب الاستثمارات الأجنبية المباشرة وإسهام الكفاءات الجزائرية الموجودة بالخارج في إنعاش الاقتصاد الوطني، وذلك بالعمل على تهيئة بيئة مستقرة ومحفزة للاستثمار خاصة القطاعات خارج المحروقات؛
  - تحسين إدارة المخاطر والسرعة في اتخاذ القرار لمواجهة الأزمة المالية العالمية؛
  - ضرورة الضغط على الواردات لمواجهة النقص في حصيلة الصادرات والحفاظ على فائض الميزان التجاري؛
  - ترشيد النفقات العامة ومكافحة كافة أشكال الفساد ومظاهر تبذير المال العام؛
  - تنوع الاحتياطات من النقد الأجنبي لزيادة حصص العملات الحرة الرئيسية على حساب الدولار؛
  - توفير المعلومات المالية من طرف البنك المركزي واتباع أسلوب الشفافية لاجتناب المضاربة؛
  - تحلي السلطات والمتعاملين الاقتصاديين بالحذر في معاملاتهم مع الشركات الأجنبية، من خلال التحري حول وضعية هذه الشركات، وكذلك البنوك التي تتعامل معها.

1- بوقصة سليمة، مرجع سبق ذكره، ص 166.

#### خلاصة

على إثر أزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة وما ترتب عنها من أزمة مالية عالمية شملت المؤسسات المالية وحتى غير المالية، وامتدت تداعياتها إلى الاقتصاد الحقيقي وانتقلت العدوى لتشمل جميع الاقتصاديات العالمية، وكان من أهم هذه النتائج حدوث أزمة سيولة كبيرة في أسواق المال العالمية، انخفاض الطلب على المواد الأولية الأساسية تراجع النظرية الرأسمالية خاصة بعد حالة الذعر الشديدة التي أصابت أسواق تداول الأوراق المالية انخفاض في أسعار العقارات وخاصة العقارات الأمريكية، تعرض عدد كبير من كبرى الشركات العالمية لشبح الإفلاس وتسريح العمال وبالتالي ارتفاع معدلات البطالة.

ولقد أثرت الأزمة أيضا على الاقتصاد الجزائري بشكل غير مباشر إلا أنه بحكم علاقتها الاقتصادية مع العديد من الدول، جعلت الأزمة تؤثر على ميزانية الدولة، وبرامج التنمية، كما كانت لها آثار إيجابية على الاقتصاد الجزائري، وتخوفا من الأزمة والآثار السلبية الناتجة عنها اتخذت الجزائر مجموعة من الإجراءات لمواجهة هذه الأزمة التي مست العديد من اقتصاديات العالم المتقدمة منها والناشئة.

## الفصل التطبيقي : دراسة تطبيقية حول بنك التنمية المحلية "BDL"

إن بنك التنمية المحلية هو من البنوك القديمة ولكن من خلال الفصول السابقة ذكرها والمعلومة حول أنواع البنوك، فإن بنك التنمية المحلية هو جديد العهد بالنسبة لها جميعاً، أما اقتصادياً فقد طرأ على بنك التنمية المحلية عدة تغيرات محاسبية ومالية من جراء دخول النظام المحاسبي المالي الجديد، ولكن بالنسبة لمجمع الاستغلال فالتغيرات كانت طفيفة.

قسمنا هذا الفصل إلى عدة عناصر وهي :

1. عموميات حول بنك التنمية المحلية

2.

1.7 : عموميات حول بنك التنمية المحلية

1.1.7 : تعريف بنك التنمية المحلية

الاسم الكامل للمؤسسة هو : بنك التنمية المحلية

باللغة الفرنسية : Banque de Développement Local وباختصار يدعى BDL.

هو أحدث البنوك في الجزائر، وانبثق من القرض الشعبي الجزائري، تأسس بموجب المرسوم رقم 185/85 المؤرخ في 1985/04/30، مقره الرئيسي بسطاوالي ولاية تيبازة.

يعتبر بنك التنمية المحلية من أوسع الشبكات البنكية على الصعيد الوطني، إذ يمتلك على 148 وكالة موزعة على مديرية جهوية، ويشغل أكثر من 9603 موظف، 39% منهم إطارات.

تأسس بنك التنمية المحلية برأس مال قدره سبعة ملايين دينار جزائري ويبلغ رأس ماله الحالي 36 مليار و800 مليون د.ج.

ومن بين فروع بنك التنمية المحلية : الفرع البنكي لولاية مستغانم الذي تأسس في 1985/07/01 يضم 11 وكالة موزعة على ثلاث ولايات كما يلي :

ولاية تيارت 3 وكالات	ولاية غليزان 4 وكالات	ولاية مستغانم 4 وكالات
تيارت	غليزان	مستغانم
قصر الشلالة	زمورة	سيدي علي
السوقر	واد رهيو	عين تادلس
	مازونة	

2.1.1 : طابع نشاط المؤسسة طابع نشاط المؤسسة

يعتبر بنك التنمية المحلية بنك تجاري، ويعتبر بنك ودائع، يتمحور دوره بصفة عامة في استقبال الودائع ومنح القروض، فهو يعتبر همزة وصل بين أصحاب الأموال (المدخرين) والطلبين لها (المستثمرين)، كما يقوم البنك بعدة عمليات مختلفة على الحسابات الجارية، توفير، منح القروض... إلخ. يعتبر بنك التنمية المحلية من الأطراف الفعالة في الاقتصاد الوطني وهذا نظير العمليات التي يقوم بها، حيث يساهم وبشكل مباشر في تنمية وتطوير الاقتصاد الوطني وذلك باستقبال رؤوس

الأموال وضخها نحو الاقتصاد وبالتالي يتم خلق ودعم مشاريع استثمارية واستغلالية هامة، كما له تأثير اجتماعي وذلك بمنح قروض موجهة للعقار والاستهلاك.

### 3.1.1.7 : الوظائف الأساسية للبنك

من بين الوظائف التي يقوم بها البنك ذات طابع تجاري ما يلي :

- قبول الودائع التي قد تكون بعضها تحت الطلب لأجل محدد؛
- المساهمة في تمويل المشروعات وذلك من خلال منح القروض؛
- شراء وبيع الأوراق النقدية وحفظها لحساب معاملين معه؛
- تأجير الخزائن الحديدية لحفظ الوثائق والممتلكات الثمينة؛
- تحويل العملة الأجنبية إلى العملة الوطنية لسداد التزامات الزبائن فيما يتعلق بعمليات الاستيراد.

### 2.7 : الهيكل الداخلي لبنك التنمية المحلية

#### 2.7.1 : الإطار القانوني للمؤسسة

إن بنك التنمية المحلية ملك الدولة خاضع للقانون التجاري ويتولى العمليات المألوفة، يعتبر بنك الودائع ويقوم بكل العمليات لحاسبات جارية، توفير، قروض، صفقات، وخدمات متفرقة، كما يقوم بتقديم قروض قصيرة و متوسطة و طويلة الأجل لكل القطاعات الاقتصادية

باستثناء القطاع الفلاحي، حيث يوجد بنك خاص لهذا القطاع وهو بنك (BADR)، إذ تختصر وظائفه فيما يلي :

- القيام بالعمليات المألوفة المقيدة بالقانون التجاري؛
- تمويل الاستثمار الإنتاجي المخططة في طرق الجماعات المحلية؛
- تمويل عمليات الرهن؛
- تمويل عمليات الاستيراد والتصدير؛
- تمويل القروض العقارية وقروض الاستهلاك.

2.2.V العمل في المؤسسة

1. عدد العمال والموظفين الإجمالي :

تحتوي المديرية الجهوية لبنك التنمية المحلية لولاية مستغانم على 34 موظف.

- عدد العمال والموظفين حسب التقسيمات الآتية :

- جنس العمال والموظفين (ذكور/ إناث)

- نوعية التوظيف (عامل دائم/ عامل مؤقت)

عدد العمال الإجمالي	عدد الإناث	عدد الذكور	عامل دائم	عامل مؤقت
34	10	24	كل العمال	00

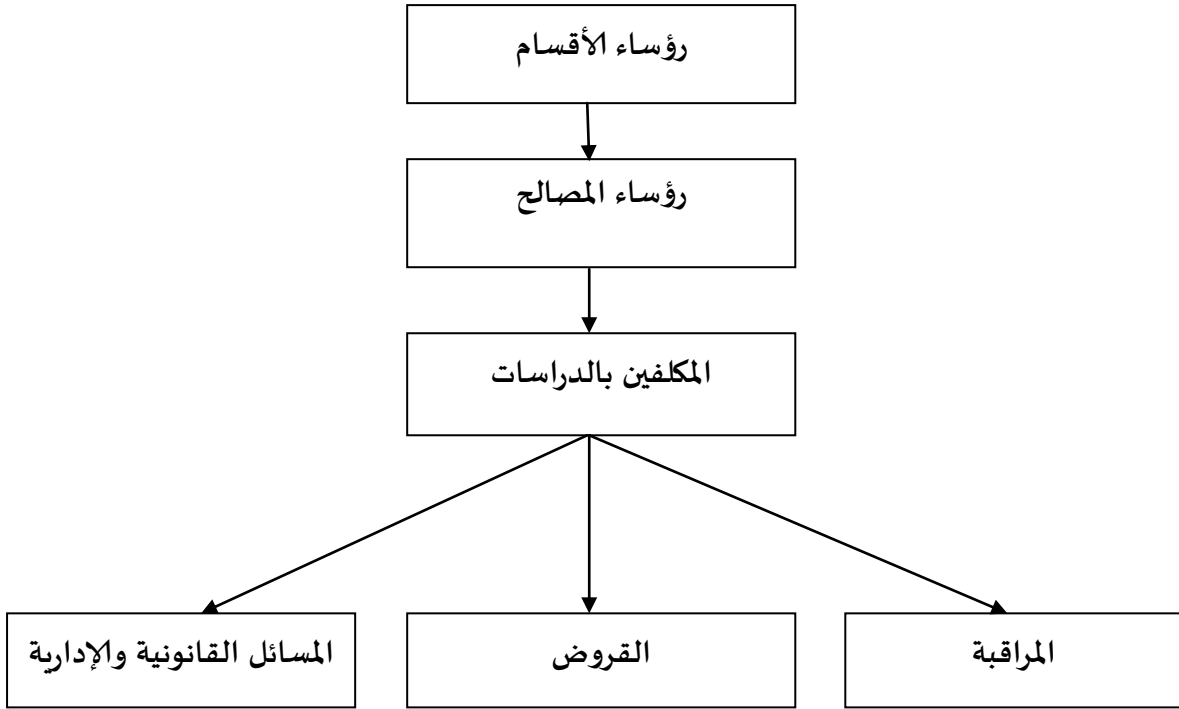
عدد الموظفين في الوكالات الثمانية الأخرى حسب التقسيمات التالية :

الوكالات	عدد الموظفين	عدد الإناث	عدد الذكور
عين تادلس	422	03	11
مستغانم	423	08	18
سيدي علي	424	06	13
مستغانم الظهر	425	09	18
مازونة	434	03	11
سوقر	459	04	11
تيارت	466	08	14
غليزان	469	05	15

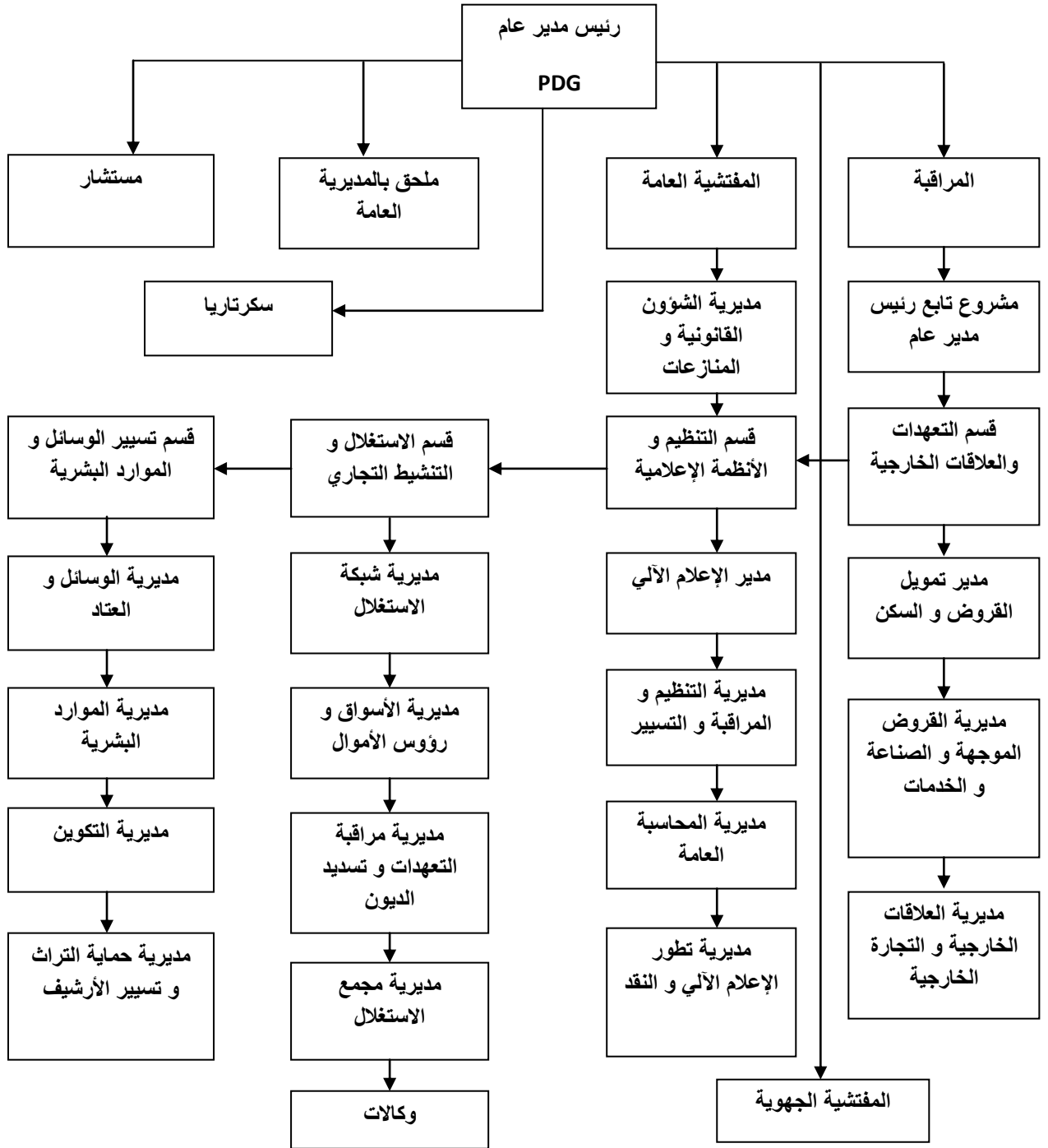
2. الشهادات العلمية والكفاءات المهنية :

إن معظم الشهادات المتحصل عليها لموظفي بنك التنمية المحلية الجهوي لمستغانم شهادات في الاختصاص منها : علوم مالية، علوم اقتصادية، علوم قانونية، كما أن هناك التكوين المهني الذي توفره المؤسسة لصالح عمالها وموظفيها في المدارس العليا مما مكن العاملين غير الجامعيين التحصل على شهادات عليا في عدة اختصاصات متعلقة بمجال البنوك.

3. المناصب والمهام :



3.2.V : الهيكل التنظيمي للبنك



3.V : أنشطة بنك التنمية

1.3.V : وظائف كل قسم في البنك

1. قسم القرض والتنشيط التجاري :

يختص هذه الفرع في تجميع الموارد والمراحل لتجارية الخاصة بالوكالات ومراقبة المشاريع حتى تحقيقها، حيث تتمثل مهامه فيما يلي :

- متابعة ملف زبائن الوكالات يوميا وفي مجال القانون؛
  - تهيئة المشروع السنوي الخاص بوظائف وكالات الشبكة الجهوية ومتابعة تحقيقاتها؛
  - ضمان مراقبة احترام كل ما يتعلق بالقواعد الداخلية والخارجية فيما يخص قواعد الأمان من طرف الوكالات واستعمال الوفد للقرض من خلال الوكالة؛
  - إرسال يوميا تقارير خاصة بكل النشاطات إلى مجموعة الاستغلال والحالات المطلوبة من طرف المديرية الرئيسية للقروض؛
  - التأكد من التسيير الإداري الخاص بالقروض.
- 1.1 . مصلحة الدراسة والقروض :

يتمثل دورها في دراسة ومراقبة ملفات الضرائب والتأمينات ومدى مساهمة القرض في تنمية وتطوير المشروع أو تجديده ودراسته من الناحية المحاسبية والميدانية.

1.2 . مصلحة الأمانة والتعهدات :

هذا المكتب مكلف بما يلي :

- مراقبة مصداقية التصاريح المتعلقة بالقروض في مجال المفاوضات مع اتخاذ الحذر ومراقبة مصداقية استعمال القرض مع احترام شكله ومضمونه وضماناته؛
  - تسيير ملفات الوافدين على طلب القروض والوكالات وإبلاغ مديرية مجموعة الاستغلال عن كل تجاوز في مجال توزيع القروض؛
  - تخزين وتسيير محفظة فعالية الأوراق التي لم يتم المحاسبة عليها من طرف الوكالات؛
  - تأسيس ونقل تقرير النشاطات فصليا المرتكزة على تعاقدات مجموعة الاستغلال بالإضافة إلى مديريات القرض.
- 1.3 . مصلحة القروض النوعية :

وهذه المصلحة مكلفة بما يلي :

- مساعدة الوكالات لتحقيق أهداف الاستغلال في مجال البنوك وتجمع الموارد وتوثيق القروض؛

- تحقيق مشروع المعاملات التجارية الخاصة بمديرية مجموعة الاستغلال ومساعدة الوكالات لتحقيقه؛
  - تسيير ملف زبائن الوكالات يجب توطيد العلاقات بين الوكالات.
2. قسم الأعمال القضائية :

تتمثل مهامه في :

- حل المنازعات واسترجاع الديون في حالة وجود أسباب أو ظروف لدى المقترض في وضع قانوني ومتابعته من ضمان تسديد الديون عن طريق الاتصال بالمقترض للإقراض (تسديد القرض وقت استحقاقه) وهذا عن طريق تنبيه بإرسال شعار كتنبية أول؛
  - مساعدة الوكالات في الإطار القانوني كحل المشاكل الاجتماعية كانتهاك الحقوق ومشاكل مالية كالدفاع عن حقوق البنك في حالة وجودها؛
  - المتابعة بالعلاقة مع المحامين، الموثقين ...، وهذا في حالة القيام ببيع الضمانات الرسمية بالمزاد العلني أو توزيع الأموال الموجودة بالبنك على المورثين.
3. قسم الإدارة :

وتقوم هذه المصلحة بدراسة الميزانية بشكل دقيق متابعة القروض من الناحية القانونية والقضائية في الحالة وجود بعض المشاكل وتضم الأقسام التالية :

### 3. 1 . مصلحة تسيير الوسائل :

تهتم هذه المصلحة بتقديم الخدمات الإدارية والوسائل الضرورية فهي تقوم بدراسة الميزانية وكل ما يتعلق بها وبدراسة اليومية وتوفير جميع الوسائل الضرورية.

### 3. 2 . مصلحة تسيير المستخدمين :

تهتم هذه المصلحة بكل ما هو شخصي فهي تعول على القيام بالتسيير الأحسن والجيد وهذا كل ما يخص العمال، من خلال قيامها بدراسات متعددة تتمثل فيما يلي : الشخصية الذاتية وسمعتهم الأخلاقية في إطار مشوارهم المهني كما يهتم بالمراقبة ومنح التقاعد والتكوين لجيد للإطارات....

### 4. قسم المراقبة :

هذا القسم مكلف بـ :

- تحقيق المراقبة والمحاسبة في مديرية الاستغلال ووكالاتها؛
- مراقبة ومتابعة متوسط أيام المحاسبة الآتية من الوكالات والحالات اليومية من مديرية المحاسبة العامة (الميزانية/ الأرقام/ الحالات) ومصداقية العمليات البنكية؛

- التأكد بطريقة هامة من احترام تطبيق التعليمات والقواعد الداخلية والخارجية للمعاملات البنكية؛
- مراقبة على فترات التعهدات بمختلف طبيعتها؛
- نقل على حالات التواصل وحالات الوكالات إلى مديرية المحاسبة العامة.

### 3.V . 2 : المقومات الأساسية للتنمية المحلية

القاعدة الأساسية لنجاح التنمية المحلية تكون بالمشاركة فنجاح تجربة أي دولة في النمو يرجع إلى اعتمادها على مواردها المحلية وأثمن هذه الموارد هو العنصر البشري، وإذا ما تجاهلت الدولة هذا العنصر وركزت على عناصر أخرى فإنها ستخلق عبئ مستمر على التنمية وهو وجود عنصر بشري يزداد عددا ويقل كفاءة دون أن يقدر على تقديم جهد متزايد لخدمة التنمية، وعليه فإن تحقيق التنمية المحلية رهين باعتماد وتفعيل العناصر التالية:

1. المشاركة الشعبية : هي ركيزة من الركائز الأساسية للتنمية المحلية، فلم تعد المشاركة مجرد مطلب سياسي أو شعاريستخدم للمناورة، ولكنها أصبحت ضرورة حتمية، ولكن على الرغم من قدم هذا المفهوم قد انتشرت في العقود القليلة الماضية، ليس فقط في المناقشات الأكاديمية للسياسات ولكن في البرامج السياسية الفعلية للجماعات والأحزاب فهناك من ينظر إلى المشاركة باعتبارها إستراتيجية تربوية وعلاجية، ومن أشهر ممثلي هذه النظرة "موري روس" حيث يرى أن تنظيم المجتمع وسيلة لمساعدة الناس على حل مشكلاتهم ومن ثم فالمشاركة إستراتيجية لتنمية الكوادر التي تقوم على مبدأ الطوعية في التنظيمات أو الجماعات داخل المجتمع، إذ أن عملية المشاركة من أكثر القضايا التنظيمية في صنع القرار، ومن ثم تؤدي إلى مزيد من التجسيد الفعلي لمبادئ الديمقراطية، وهناك من يرى أن عملية المشاركة ما هي إلا نتيجة للثورات والسخط العام وعدم الرضا، ومن ثم فهي بمثابة حل جزئي لهذه التوترات.

2. اللامركزية السياسية والإدارية والمالية : اللامركزية هي أسلوب في التنظيم يقوم على أساس توزيع السلطات والاختصاصات بين السلطة المركزية وهيئات أخرى مستقلة قانونا، ولكن التشابك الذي يطرح هذا المفهوم يقتضي توضيح مفهوم كل من اللامركزية السياسية واللامركزية الإدارية.

فاللامركزية السياسية تعني توزيع الوظائف الحكومية المختلفة التشريعية والتنفيذية والقضائية بين الحكومة المركزية والحكومات المحلية.

## 3.3.3 : معوقات التنمية المحلية

من العوامل التي تعيق التنمية المحلية وتعمل على تعثرها كثيرة ومتنوعة فمنها ما هو ثقافي واجتماعي وسياسي والبعض الآخر اقتصادي، وإداري بالإضافة إلى المتغيرات والعوامل المستحدثة كالإرهاب والمناخ.....الخ. ومن أهم هذه المعوقات لدينا:

1. اختلال التوازن في عملية التنمية المحلية : التوازن هنا يعني الشمولية في التنمية والتكامل بين الأفاق المختلفة بطريقة متوازنة، ولذلك فمن المستحيل تنمية النسق التكنولوجي دون تنمية نسق التعليم، أو الذهاب إلى تنمية المدينة دون تنمية الريف وعليه يجب التنسيق بين مختلف عمليات التنمية في جميع الاتجاهات.

2. معوقات قيمية: إن النسق القيمي يلعب دورا فعالا في تطوير مجال التنمية المحلية وانخفاض مستوياته ينعكس سلبا عليها باعتباره نسقا محوريا في توجيه السلوك والدوافع والانجاز نحو الفعل الاجتماعي المحلي الموجه للتنمية المحلية، وكذا الأهمية البالغة التي تلعبها القيم في تكوين البناء الاجتماعي والاقتصادي في المجتمعات المحلية، وذلك لأن القيم ترتبط بالركيزة الأساسية للتنمية المحلية أو بجوهرها إن صح التعبير إلا وهو الفرد، حيث تصنف القيم والمعايير المعوقة للتنمية في المجتمع المحلي كالآتي :

- الانعزالية وصور اللامبالاة والاعتماد على الغير؛
- عدم تقدير قيمة العمل؛
- ازدياد العمل اليدوي؛
- عدم تقدير قيمة العمل والزمن.

3. معوقات ثقافية: تعتبر المعوقات الثقافية من بين أهم التحديات التي تواجهها هذه المجتمعات المحلية فغالبا ما يكون سبب فشل معظم المشروعات في المجتمعات المحلية نتيجة إلى جهل الباحثين لثقافة وخصوصيات ذلك المجتمع أو المنطقة، فما يصلح في مجتمع ما أو جهة ما أو منطقة ليس بالضرورة يصلح في مجتمع آخر يختلف عنه خاصة إذا كانت تلك المشاريع مستوردة من مجتمعات تختلف من حيث المستوى الثقافي والظروف المحيطة بها والمتغيرات المتحركة بها.

كما يعد الهيكل السكاني في المجتمع المحلي والتركيبية الاجتماعية المكونة له كأحد العوامل المؤثرة في التنمية المحلية، فضلا عن عوامل أخرى تتمثل في المتغير الديموغرافي وما ينتج عنه من تفاقم مشكلة البطالة واختلال التوازن السكاني.

والمعتقدات هي التي يطلق عليها القوى الخارقة وهي على نمط أو شكل المعتقدات والاتجاهات التي تنبع من الأنساق الدينية والأعراف والعادات والتقاليد السائدة في جماعة من الجماعات، وهي تمثل معيقا من معوقات التنمية الاجتماعية المحلية عند الرغبة في إحداث التغيير.

4. معوقات إدارية: وتتمثل هذه المعوقات في تعقد الإجراءات وتفشي الروتين والبطء الشديد في إصدار القرارات، وانتشار اللامبالاة والسلبية، وسيطرة المصالح الشخصية على علاقات العمل الرسمية، وعدم وضع الرجل المناسب في المكان المناسب، وصعوبة التنسيق بين الوحدات الإدارية الجديدة والأجهزة التقليدية القائمة، ونقص الكفاءات الإدارية المؤهلة والمدربة والقادرة على تحمل مسؤولية التنمية المحلية في المجتمعات المحلية، ويعود ذلك بالأساس لعدم الاهتمام بإدارة الموارد البشرية التي لها الدور الفعال في عملية التنمية المحلية،

وأهم معوقات التنمية المحلية من الناحية الإدارية وهي كالاتي:

- سوء إدارة المنشأة وعدم كفاءة الجهاز الحكومي.
- سوء توزيع الاختصاصات وخاصة الفنية في بعض القطاعات.
- ضعف الأداة التنفيذية وسوء إدارتها لبعض الوحدات الحكومية وبخاصة الوحدات المحلية.
- عدم واقعية الأهداف ورفع الشعارات الرنانة المتعلقة بها.
- تراخي الجهات الإدارية وضعف سلطاتها مما أدى إلى انتشار رقعة الفساد، وارتفاع الأسعار بشكل فاحش.
- تسرب العمالة الماهرة الفنية والتقنية من كثير من القطاعات الإنتاجية الأساسية (أي هجرة الأدمغة).
- عدم وجود سياسات فعالة لاستخدام وتوزيع القوى البشرية طبقا لاحتياجات التنمية المحلية الفعلية في المجتمع المحلي.
- عدم التخطيط الجيد لمشاريع التنمية المحلية بما يتماشى والحاجات الأساسية للمجتمع المحلي.

5. معوقات سياسية: تتميز معظم المجتمعات المحلية بخصائص سياسية تعيق عملية التنمية المحلية، ومن أهمها نذكر:

- تفتقر معظم المجتمعات المحلية إلى المناخ الديمقراطي السليم مع ضعف المشاركة السياسية من قبل أفرادها، بسبب ضعف مستوى أعضاء المجالس المنتخبة المساهمة في إدارة مقاليد التنمية المحلية.
- سيطرة العلاقات والروابط التقليدية والقبلية على عملية اتخاذ القرارات السياسية بشأن برمجة المشاريع التنموية في المجتمعات المحلية.
- تمركز القوة السياسية في المجتمعات المحلية في أيدي جماعات معينة، أي عدم توزيع السلطة توزيعاً عادلاً بين الجماعات السياسية المحلية ( غياب التداول السلمي على السلطة) فالسلطة تحتكر من قبل جماعة واحدة.

- ضعف المشاركة السياسية وتدني مستوى الثقافة السياسية لدى مواطني هذه المجتمعات المحلية، بالإضافة إلى غياب الوعي السياسي والمشاركة السياسية لأفرادها تتيح ولاشك الفرصة لتنفرد الصفوة الحاكمة باتخاذ القرارات دون مناقش أو منافس أو منازع.
  - تتميز المجتمعات المحلية بالتغير السريع والفجائي والجذري وعدم الاستقرار السياسي نتيجة لغياب المشاركة السياسية الفعلية، الشيء الذي يعيق التنمية المحلية بشكل مباشر.
  - الانسداد الحاصل في معظم المجالس المحلية المنتخبة نتيجة الصراعات الحزبية الضيقة، وضعف القوانين والتشريعات المنظمة لسير عمل هذه المجالس، أدى إلى انعدام ثقة المجتمع المحلي في هذه المجالس، الأمر الذي أدى في النهاية إلى تعثر التنمية المحلية.
6. معوقات اجتماعية: تتمثل المعوقات الاجتماعية في المجتمعات المحلية في النظم الاجتماعية السائدة، والعادات ، والتقاليد، والقيم الموروثة، التي تقف عقبة دون تحقيق التنمية المحلية، فقد يعوق نظام الملكية السائد في مجتمع معين برامج ومشروعات التنمية المحلية، كما يعتبر نظام من النظم الاجتماعية التي تعيق مجهودات التنمية المحلية، كما توجد فئات في معظم المجتمعات المحلية ترغب في المحافظة على القيم، وتقف عقبة أمام ما هو جديد، فهم يخشون من تهديد هذه التنمية لمصالحهم، وما يصاحب ذلك من قضاء على ما يتمتعون به من حقوق وامتيازات، كما قد تنبع المقاومة كذلك من بعض مراكز القوى والنزاعات التقليدية والرجعية المحافظة، ومن أهم معوقات التنمية المحلية نذكر:
- \* الزيادة السكانية وأثرها على التنمية المحلية: تعتبر الزيادة السكانية من بين أهم معوقات التنمية المحلية في المجتمعات المحلية خاصة في الدول النامية، وذلك لما يترتب عنها من آثار سلبية على التنمية المحلية والتي تعد بمثابة مؤشر للتخلف ومن أهم التحديات التي تواجه التنمية المحلية في المجتمع المحلي، وتتمثل أهم تلك الآثار فيما يلي:
- تؤدي أي زيادة سكانية إلى نقص متوسط الدخل الفردي باعتبار متوسط دخل الفرد هو ناتج قسمة الدخل الكلي على عدد السكان.
  - تتأثر الخدمات المقدمة للسكان في المجتمع تأثيراً سلبياً خاصة الخدمات الرئيسية مثل ( التعليم والخدمات الصحية وتوفير المياه الصالحة للشرب ووسائل النقل والاتصالات والكهرباء.... الخ.) بزيادة عدد السكان بالنظر لمحدودية دخل الدولة بوجه عام وإمكانياتها في المجالات الخدماتية وهو ما يؤثر تنمياً المجتمع المحلي.
  - تبتلع الزيادة السكانية كل زيادة في الإنتاج وتستنزف كل عائد للجهد البشري المبذول.

- يؤدي التزايد السكاني إلى تفاقم المشاكل الاجتماعية والاقتصادية التي يعاني منها المجتمع وبخاصة المجتمع المحلي، مما يلزم الدولة تخصيص مبالغ ضخمة لمواجهتها، كان بالإمكان توجيه تلك الأموال إلى الاستثمار الذي يعمل على تحريك عملية التنمية المحلية.

4.7 : خدمات بنك التنمية المحلية

1.4.7 : قروض الاستثمار

أي مشروع استثماري جديد، تمديد أو تجديد وسائل الإنتاج يمكن أن يمول من قبل بنك التنمية المحلية من خلال القروض المتوسطة المدى، والتي لا تتجاوز سبعة (07) أعوام. مدة تسديد القروض هو مقرون عموماً بالفترة الاقتصادية للثروات المالية والقدرة على التسديد والتي يولدها المشروع.

ما هي أنواع القروض الاستثمارية التي يمكن أن يمنحها بنك التنمية المحلية؟ ويتمثل في القروض الاستثمارية المباشرة وغير المباشرة :

- قروض متوسطة المدى (CMT المحلية)؛
- ضمانات القرض الخارجي (قرض المشتري)؛
- ضمانات كمبيالات الممولين الأجانب (المعدات).

ما يجب القيام به للمطالبة بقرض للاستثمار؟

تقدموا إلى بنك التنمية المحلية مرفقين بملف طلب قرض في ثلاث نسخ.

مما يتكون الملف؟

يجب أن يشمل الملف الخاص بكم ما يلي:

طلب خطي من الشركة، يتم فيه تحديد صفة القرض المطلوب، قيمته ومدته، والغرض منه، وأخيراً الضمانات الممكنة إقترانها. ويجب أن يتم توقيع هذا الطلب من قبل الشخص المخول للإلتزام بالشركة.

1. الوثائق القانونية والإدارية:

- 1. نسخة طبق الأصل مصادق عليها للسجل التجاري؛
- نسخة طبق الأصل مصادق عليها للقانون الداخلي الخاص بالشركات؛
- محضر اجتماع الجمعية العامة للمساهمين بحيث المدير أو المدير التنفيذي للشركة لديه صلاحية الاقتراض، إذا لم يكن هناك حكم في القانون الداخلي للشركة يعارض ذلك؛
- نسخة طبق الأصل مصادق عليها من قرار منح المزايا التي تصدرها ANDI .
- نسخة طبق الأصل مصادق عليها للجريدة الرسمية للإعلانات القانونية؛
- نسخة طبق الأصل مصادق عليها لعقد الملكية بقرار منح أو الاستفادة من قطعة أرض.

2. الوثائق الضريبية والمحاسبية :

- دراسة تقنية واقتصادية ومالية شامل للمشروع: عرض المشروع، ودراسة السوق، إحصائيات وجدول حساب النتائج المتوقعة؛
- الشهادات الضريبية والاجتماعية للثلاثة (03) أشهر الأخيرة؛
- الحصيلة مع الجدول يبين فيه الثلاث (03) أنشطة الأخيرة، عندما يتعلق الأمر بطلب قرض بهدف التمديد أو التجديد؛
- تقرير محافظ الحسابات؛
- فاتورة شكلية و / أو عقد شراء المعدات؛
- تقدير مفصل للقيمة المادية لأشغال البناء والهندسة المدنية؛
- المراقبة الفنية و / أو وثائق تدعم وتبرر الأشغال المنجزة سابقا للعمل والوسائل المكتسبة.

3. الوثائق التقنية :

- رخصة البناء؛
- الرسم المعماري؛
- التصريح للاستئجار والدراسة الجيولوجية؛
- مخطط إنجاز المشروع .

2.4.V : قروض الاستغلال

يمكن لبنك التنمية المحلية منح قروض لمدة أقصاها 24 شهرا لتمويل الأصول ( من السلع المخزنة والمستحقات) مؤسستكم خلال دورة الاستغلال. ويمكن للقرض الممنوح في هذا السياق أن يتخذ شكل قرض نقدي و/أو قرض عن طريق التوقيع.

1. القروض النقدية أو المباشرة :

- الخصوم التجارية؛
  - السحب على المكشوف مرفق؛
  - على المكشوف في بعض الحالات؛
  - القروض الموسمية؛
  - مقدم على الفواتير؛
  - الألقاب مقدم على الطلب؛
  - مقدم على عقود الأسواق العمومية.
2. القروض الغير مباشرة أو عن طريق التوقيع

- الضمانة.
- الضمانات الجمركية ( وجوب وجود فواتير جمركية- تقديم القرض للرفع- قبول مؤقت لفاتورة الضمان د-18 إلى بالمستودع الجمركي- تقديم الفاتورة د-18).
- التقديم المتنازع فيه.
- رسوم على ودائع متنازع عليها. (CIC)
- ضمانات على الأسواق (مزادات – CBE - CRA معيار مسبق أو العرض)
- الإعتمادات المستندة ( التصدير والاستيراد)

مكونات ملف القرض :

طلب خطي مكتوب، يتم فيه تحديد طبيعة القرض المطلوب، المبلغ، مدة القرض، و الهدف منه، وأخيرا الضمانات المقترحة. هذا الطلب يجب أن يكون موقع من قبل شخص مخول الصلاحيات من طرف المؤسسة.

1. الوثائق الإدارية والقانونية:

- نسخة طبق الأصل مصادق عليها للسجل التجاري.
- نسخة طبق الأصل مصادق عليها للقانون الداخلي للمؤسسات.
- محضر اجتماع الجمعية العامة للمساهمين من خلالها يتم السماح للمدير العام أو التنفيذي للمؤسسة القيام بتعاقدات للحصول على مساعدات مالية، إذ الم يتم توفير هذا الحكم من قبل القانون الداخلي للمؤسسة.
- نسخة طبق الأصل مصادق عليها للجريدة الرسمية.
- نسخة طبق الأصل مصادق عليها لعقد الملكية أو عقد الإيجار للمباني التي يمارس فيها نشاط المؤسسة.

2. الوثائق المالية والمحاسبية :

- آخر ثلاث حوصلات مع جداول النشاطات التي تم غلقها، في حالة إذا ما كان أول طلب قرض. ويتم إقران هذه الأرصدة بتقرير محافظ الحسابات و القرار الذي خرجت به جمعية المساهمين، للمؤسسات ذات الأسهم والمؤسسات ذات مسؤولية محدودة.
- الوضعية الحسابية الأخيرة- الميزانية و جدول النشاطات الأخير- من أجل تجديد ملف طلب القرض.
- تقرير محافظ الحسابات.
- حصيلة مباشرة النشاط و الانتهاء منه، بالنسبة للمؤسسات في مرحلتها الأولى في ممارسة نشاطها العملي.
- خطة التدفق المالي لهذا النشاط.
- جدول التكاليف بالنسبة لمؤسسات المختصة في البناء السكنات.
- استمارة الهوية حسب الأسواق لمؤسسات المختصة في البناء السكنات
- برنامج تمويل و تدعيم حسب الأسواق لمؤسسات المختصة في البناء السكنات
- حالة تقدم الأشغال لمؤسسات المختصة في البناء السكنات
- شهادتي التأهيل و التصنيف المهني

## خلاصة :

من خلال هذه الدراسة التطبيقية التي قمنا بها في مؤسسة بنك التنمية المحلية BDL والتي تطرقنا فيها إلى تقديم البنك، وذلك بعرض تعريفها وطابع نشاطها وإطارها القانوني، وكذلك تطرقنا إلى دراسة الهيكل التنظيمي للمؤسسة عمالها وموظفيها ومهام كل قسم من أقسام هذه المؤسسة.

ثم قمنا باستعراض المقومات الأساسية ومعوقات التنمية المحلية إضافة إلى شرح قروض الاستثمار وقروض الاستغلال المقدمة من طرف البنك وأهم الوثائق المطلوبة لملف طلب القرض.

من خلال دراستنا لهذا الموضوع الذي تناول أزمة الرهن العقاري وأثرها في الأزمة المالية العالمية والذي أبرزنا من خلاله أهم الأزمات المالية التي مرت بها مختلف الاقتصاديات المتقدمة والناشئة، مبرزين في ذلك الدروس المستفادة من هذه الأزمات المالية، كما تمت دراسة السوق الثانوي للرهن العقاري في الولايات المتحدة باعتباره مصدر الأزمة من خلال التطرق إلى تطور التمويل العقاري وآليات التوريق كجزء من الهندسة المالية، لنصل في الأخير لتسليط الضوء على أهم الانعكاسات التي خلفتها الأزمة المالية العالمية على مختلف الاقتصاديات، ومن ثم التطرق إلى انتقال عدوى الأزمات المالية عبر الأسواق المالية.

#### صحة الفرضيات :

- الفرضية الأولى مقبولة وصحيحة؛
- الفرضية الثانية مرفوضة لأن تأثير أزمة الرهن العقاري على الاقتصاد الجزائري يكون في المدى المتوسط أو الطويل وليس على المدى القصير.

#### نتائج الدراسة:

ويمكن حصر أهم نتائج هذه الدراسة فيما يلي:

- تشير التجارب العالمية إلى بعض الأسباب الرئيسية والتي من أهمها المضاربات الوهمية، والممارسات غير الأخلاقية وغير القانونية، والفسل في تنظيم السوق، وضعف الإفصاح والشفافية. كما أن توجه العالم نحو الانفتاح والعمولة و مع زيادة الترابط بين الأسواق المالية الناشئة والأسواق المالية في البلدان المتقدمة، عرفت عدت اقتصاديات أزمات مالية، هذه الأزمات مست دول مختلفة من العالم، ومؤخرا الولايات المتحدة ثم انتشرت لتمس معظم دول العالم ، ولكن وعلى الرغم من اختلاف هذه الأزمات جغرافيا وتاريخيا إلا أنها ذات خصائص مشتركة؛
- من الآثار السلبية أيضا للأزمات المالية على اقتصاديات الدول المتضررة، هي عدم القدرة الكاملة على استخدام أدوات السياسة النقدية في التحكم في عرض النقد مما يعني فقدان تلك الدول لأداة هامة من أدوات السياسات الاقتصادية في التعامل مع آثار تلك الأزمات، والحد من انتشارها عبر القطاعات الاقتصادية خصوصا فيما يتعلق بقدرة الدولة على التحكم في التضخم والحفاظ على مستويات أسعار صرف مناسبة؛
- انقطاع الصلة بين الاقتصاد المالي والاقتصاد العيني، وقد لعب القطاع المصرفي والقطاع المالي بصفة عامة دوراً هائلاً في زيادة حجم الأصول المالية المتداولة وزيادة الثقة فيها، وعمل التوسع المالي بإصدار أنواع متعددة من الأصول المالية المتنوعة بشكل مستقل عن الاقتصاد العيني على جعل الأسواق المالية بعيدة عما يحدث في الاقتصاد العيني أو الحقيقي و شكل قاعدة لقيام الأزمة؛
- ضعف المنافسة بين المؤسسات المالية نتيجة التخصص بفعل القوانين والتنظيمات السائدة آنذاك، بحيث كان يفرض على هذه المؤسسات مجال عمل معين دون غيره، الأمر الذي جعل

- الأسواق المالية منفصلة عن بعضها البعض بفعل الحواجز، فكان الائتمان العقاري يخضع لسيطرة جهات الإقراض المتخصصة التي واجهت قدرا محدودا من التنافس في الأسواق المالية؛
- إحكام سيطرة الدولة النشاط المالي وخاصة ما تعلق بنشاط القطاع المصرفي الذي كان قطاعا مدارا إذ توصل الأمر في بعض الحالات إلى اتخاذ قرارات بتأميم أو المشاركة في رأس مال بعض البنوك، أما بعد تحرير أسواق الرهن العقاري، فقد اتجهت جميع الاقتصاديات المتقدمة إلى اعتماد نماذج أكثر تنافسية من التمويل العقاري مما فسح المجال أمام المستهلكين للحصول على القروض المرتبطة بالمساكن بسهولة أكبر، بفضل زيادة تنوع مصادر التمويل؛
  - سبب حدوث أزمة الرهن العقاري توسع المؤسسات المالية الأميركية في منح القروض السكنية بصورة لم يسبق لها مثيل من ناحية وزيادة نسبة القروض إلى قيمة الممتلكات (المساكن) من ناحية أخرى، وقد قدمت المؤسسات المالية تلك القروض لعدد كبير من المستهلكين أصحاب الملاءة الضعيفة أو الجدارة الائتمانية الرديئة؛
  - كل تلك الاضطرابات أحدثت حالة من عدم التأكد في المستقبل وانهبير الثقة في الأسواق المالية، وأصبح الذعر وانهبير الثقة في الأسواق المالية هو العامل المشترك بين المستثمرين على مستوى العالم، مما عرف بأزمة ثقة؛
  - أدى سحب الودائع بصورة مفاجئة إلى انهيار تلك المؤسسات المالية حتى لو كان وضعها جيدا وسليما، نتيجة أزمة ثقة، وهذا الأمر يطلق عليه أثر الدومينو بحيث لو انهارت ورقة واحدة من أوراق لعبة الدومينو انهارت باقي الأوراق، ومن أكثر الأمور حدة في هذه الأزمة حدوث خسارة لم يسبق لها مثيل في السيولة، كما سعت البنوك إلى الحفاظ على ما لديها من سيولة أمام الضغوط الواقعة عليها؛
  - عولجت أزمة الرهن العقاري بضخ السيولة من طرف البنوك المركزية باعتبارها أزمة سيولة ليست إلا، وكذلك ساعدت الصناديق السيادية البنوك التي كانت بحاجة للسيولة، لكن الزيادة المستمرة في عدم اليقين المحيط بمدى قدرة المؤسسات المالية على تجاوز خسائرها، وتدهور التصنيف الائتماني للأوراق المالية المرتبطة بالرهن العقاري الثانوية وغيرها من أشكال الائتمان، تطورت أزمة الرهن العقاري إلى أزمة مالية بداية بتدهور التصنيف الائتمان للأوراق المالية حتى أصبحت أكبر صدمة مالية منذ الكساد الكبير، ملحقة الضرر البالغ بالأسواق والمؤسسات الأساسية في النظام المالي.

## الاقتراحات والاستنتاجات :

وبناء على النتائج المتوصل إليها من خلال هذا البحث ارتأينا تقديم الاقتراحات التالية :

- البحث عن حلول بديلة للسياسات النقدية التوسعية التي تؤدي إلى توسع كبير في منح الاقتراض وسوء تقدير للمخاطر، وبالتالي قد تتسبب في أزمات لاحقة؛
- تبني مؤشرات متابعة تطور أسعار الأصول للتمكن من اكتشاف بداية تكون الفقاعات المالية؛
- يجب على صناع القرار التركيز على التنظيم الذي يكفل تكريس موارد كافية للإشراف والرقابة وإدارة المخاطر للتخفيف من المخاطر الناجمة عن الابتكارات المالية نتيجة تحرير الأسواق المالية؛
- ضرورة إشراف الدولة على الاقتصاديات الوطنية، وإعادة النظر في الفرضيات الليبرالية التي تنادي بعدم تدخل الدولة في الاقتصاد؛
- تقنين وتقييد نشاط المضاربين وصناديق التحوط وشركات التأمين غيرها من المؤسسات المالية؛ التركيز على الاستقرار المالي قبل التحرير المالي.

إن ما يعيشه العالم اليوم من أزمة عامة وشاملة لا يمكن بأي حال من الأحوال اختصارها واختزالها في أزمة مالية مهما كان مدلول هذا المصطلح من ضيق أو اتساع لأن الأمر لا يتوقف عند هذا الحد بل يتعداه إلى أزمة فكر بمفهومه العام والشامل، فالفكر الليبرالي الرأسمالي الغربي ومن بعده النظام الاقتصادي الآن ومع هذه الأزمة يعد استمراره محل جدل كبير، بل شك حتى بين أنصاره منذ أزمة الكساد الكبرى.

## آفاق الدراسة :

ومع كل ما تقدم، فإننا لا نعتقد أنه تم الإلمام بكل جوانب وعناصر الموضوع، بالإضافة إلى أن هناك العديد من الأسئلة لا زالت عالقة والتي تحتاج إلى إجابات متعمقة يمكن اعتبارها كمجالات لأبحاث مستقبلية، ويمكن أن نسوق بعضها فيما يلي :

- دور السياسة النقدية من تجربة تقلبات أسعار الأصول؛
- انعكاس الأزمات المالية على النظامين النقدي والمالي الدوليين؛
- فعالية السياسات النقدية والمالية في علاج الأزمات المالية.