

نظرا لكثرة الأزمات المالية التي شهدها العالم مع نهاية القرن العشرين وبداية القرن الواحد والعشرين، أصبح موضوع الأزمات يشد انتباه الكثير من الباحثين والاقتصاديين، فالأزمة المالية إذا ما وقعت فإنها قد تجر إلى انهيار اقتصاديات بأكملها، لهذا يقتضي الأمر البحث في الأزمات من حيث المفهوم العلمي للأزمات بشكل عام فالأزمات ليست مالية فقد تكون أزمة اجتماعية، سياسية، ... وهذا طبعا حسب المجال الذي قد تقع فيه.

كما ارتبطت الأزمات المالية في الحقبة الأخيرة كثيرا بما يعرف بالعولمة المالية، حيث أن تحرير الأسواق المالية الدولية اعتبر عاملا أساسيا في انتقال هذه الأزمات و انتشارها على الصعيد الدولي من خلال أثر العدوى *effet de contagion*.

انطلاقا مما سبق ذكره، وقصد التعمق في هذه المفاهيم سوف يتم تقسيم هذا الفصل إلى ثلاثة

مباحث كما يلي:

- مفاهيم عامة حول الأزمات المالية؛

- إدارة الأزمات المالية؛

- العولمة المالية آلية لانتقال الأزمات المالية.

المبحث الأول: مفاهيم عامة حول الأزمات المالية

يعالج هذا المبحث بعض المفاهيم الأساسية المتعلقة بموضوع الأزمة المالية، وذلك من خلال تحديد التعاريف المختلفة لهذه الظاهرة، أنواعها وكذا مراحل تطورها.

المطلب الأول: مفهوم الأزمة المالية

منذ عدة سنوات خلت كثيرا ما سجلت العديد من الدول جملة من الأحداث تعرف في العادة بمصطلح الأزمة المالية. وإن كان من اليسير التعرف على مظاهر هذه الأزمات وإدراكها، يبقى أن صياغة تعريف دقيق للأزمة المالية ليس بالأمر السهل، وبالرغم أن العديد من الاقتصاديين قد حاولوا وصف النتائج الوخيمة لمثل هذه الأزمات لكن القليل منهم فقط حاولوا إعطاء تعريف محدد ومضبوط لهذه الظاهرة.

لكن وبالرغم من قلة الاهتمام الموكل لصياغة تعريف دقيق لمفهوم الأزمة المالية سنحاول رفع الالتباس الذي يحيط بهذا المفهوم، وذلك من خلال بعض التعاريف القليلة المقترحة.

فاستنادا لكتاب بارتو V.Parto: « Cours d'économie politique » عرف بارتلون E.Barthalon الأزمة المالية: " أنها عبارة عن تموج أو تغير كبير تعرفه كل أو بعض قيم المتغيرات المالية التالية: عرض السندات والأسهم وأسعارها، الطلب على القروض، حجم الودائع البنكية وسعر الصرف".¹

تتميز هذه الأزمة بظهور الميل نحو التهرب والتخلي على الأصول المملوكة آنفا وذلك في محاولة لتغيير طبيعتها وتحويلها، ورغبة في الحصول على أصول جديدة يعتبرون أنها تحتوي على ميزتين غير موجودتين في الأصول القديمة التي كانت في حوزتهم من قبل وهما القبول والقدرة على التفاوض، بالإضافة إلى ميزة السيولة.

وانطلاقا من هذا الفكرة، واستنادا لكتاب كينديلبيرقر C. Kindelberger : « Monnaie, Panics and Crashes » يقترح بارتلون E.Barthalon تعريف ثاني للأزمة المالية والتي يعتبر أنها عبارة عن ارتفاع شديد وسريع في الطلب على النقود لأغراض احتياطية.²

¹E.Barthalon, " Crises financières : un panorama des explications ", *Revue problème économique*, La documentation Française, N° 2597, Décembre 1998, p : 01.

² *Idem*, p : 01.

من جهة أخرى وبعد أن أكد على صعوبة ضبط تعريف دقيق لمفهوم الأزمة المالية، أخذ لاکوي لبارث D.Lacoue- Labarthe بالتعريف المقترح من طرف إيشينقران Eichengreen و بورت Portes وهو التعريف الذي اعتبره الأكثر دقة ومصداقية.¹

فاستنادا لهذين المؤلفين فإن الأزمة المالية: هي اضطراب أو اختلال يصيب الأسواق المالية ويتميز بانخفاض معتبر في أسعار الأصول وعدم الملاءة أو عدم قدرة المدينين والوسطاء على الدفع. وينتشر هذا الاختلال على شكل تفرعات عبر النظام المالي، مبطلا قدرة الأسواق على تخصيص رؤوس الأموال في الاقتصاد بشكل فعال، في حالة أزمة مالية دولية يتعدى الاضطراب الحدود الوطنية مما يعيق، وبشكل كبير قدرة التخصيص الدولي (Allocation internationale) لرؤوس الأموال من طرف الأسواق المالية.

كما قام ميشكين F.S.Mishkin بصياغة تعريف للأزمة المالية مؤكدا على دور نوعية وكيفية توزيع المعلومات في مثل هذه الأزمة. هكذا، فحسب Mishkin فالأزمة المالية هي عجز الأسواق المالية على توفير رؤوس الأموال اللازمة للمستثمرين أصحاب المشاريع الأكثر مردودية. ويرجع هذا العجز لما يسمى بالانتقاء العكسي "Sélection adverse" والتصرف غير الأخلاقي "Aléa-moral"، وتجدر الإشارة إلى أن الانتقاء العكسي يتمثل في كون أن المستثمر صاحب المشروع الأكثر مخاطرة هو الذي يكون له حظا أوفر في الحصول على قروض من عند البنوك، أما التصرف غير الأخلاقي "Aléa-moral" فيتمثل في كون المدين، وبعد التعاقد والحصول على قرض من عند البنك، قد يوجهه نحو استثمارات أكثر مخاطرة، والتي من شأنها رفع احتمال عدم القدرة على الدفع ومن ثم عدم استرجاع البنك لأمواله.²

من كل هذا التحليل، يمكن الخروج بتعريف يلخص ويشمل كافة هذه الاقتراحات، فالأزمة المالية هي اضطراب يصيب النظام المالي ويتميز بانخفاض أسعار الأصول المالية، القروض، الودائع البنكية وسعر الصرف. ويقترن كل هذا بإفلاس الوسطاء الماليين والمدينين، ويميل المستثمرون للبحث على السيولة أكثر فأكثر وذلك من خلال التهرب والتخلي عن الأصول الموجودة آنفا لديهم واستبدالها بأصول أخرى. إن هذه الأزمة تنتشر عبر النظام المالي وتؤدي إلى إبطال قدرة هذا النظام على

¹ D. Lacoue- Labarthe, Les crises financières et leur propagation internationale, Edition Economica, Paris, 1992, p : 409.

² F. S. Mishkin, " Le rôle de l'information dans les crises financière et bancaires", Revue problèmes économique, N° 2541, Novembre 1997, p : 50.

تخصيص رؤوس الأموال بشكل فعال في الاقتصاد. هذا وقد تأخذ الأزمة بعدا دوليا إذا تعدى الاضطراب الحدود الوطنية، الأمر الذي يعيق القدرة على التخصيص الدولي لرؤوس الأموال.

يوجد مفهوم آخر كثيرا ما يرتبط بالأزمة المالية هو "الأزمة النقدية"، وكما كان الأمر بالنسبة للأزمة المالية، فالقليل من المؤلفين من ارتأى صياغة تعريف دقيق للأزمة النقدية. بالإضافة إلى هذا فمفهوم الأزمة النقدية بعيد عن أن يكون محل إجماع عند المؤلفين القلائل الذين حاولوا إعطاء تعريف لها.

حسب فوجير (J.P.Faugère) وفوازين (C.Voisin) فالأزمات النقدية تترجم بظهور ضغوطات مضاربية Pression Spéculative تنجر عنها إعادة تحديد قيمة أسعار صرف العملات سواء بالتخفيض أو التدهور السريع والمعتبر لسعر صرف العملة المعنية. حسب هذين المؤلفين قد تكون الأزمة النقدية مجرد تعديل بسيط لسعر الصرف، بحيث تكون عبارة عن تصحيح لقيمة هذا الأخير، ولكن في معظم الحالات فالأزمات النقدية تتولد عن ضغوطات المضاربة التي تؤدي إلى الرفع من الاختلالات بدل امتصاصها.

ومن جهة أخرى، يؤكد (Eichengreen) أن ارتفاع حجم القروض المقدمة قد يدفع لتوقع حدوث أزمة نقدية، في حين أن تناقص نمو حجم القروض المقدمة قد يدفع لتوقع ظهور أزمة بنكية. بالرغم من أن معظم المؤلفين الذين تطرقوا لموضوع الأزمات النقدية قد ربطوها بتطور أسعار الصرف، لكن بشكل عام قد يعتبر أن الأزمة النقدية هي كل اضطراب يؤثر في القيمة التبادلية للعملة.

المطلب الثاني: أنواع الأزمات المالية

يمكن تصنيف الأزمات المالية إلى أربعة أصناف رئيسية وهي كالاتي: أزمة سعر الصرف الأزمة البنكية، أزمة سوق الأوراق المالية، وأخيرا أزمة المديونية.

1- أزمة سعر الصرف

يقال أن هناك أزمة سعر الصرف في حالة حصول انخفاض كبير في قيمة الصرف أو إجبار السلطات النقدية للتدخل من خلال بيع العملات الأجنبية لحماية سعر الصرف أو من خلال رفع كبير في سعر الفائدة.¹

تسمى أزمة سعر الصرف أيضا أزمة الصرف الأجنبي أو أزمة العملة أو أزمة ميزان المدفوعات، وهي أزمة مالية تتمثل في اتباع الحكومة لنظام سعر صرف ثابت مع قيامها بالتوسع في الإنفاق العام بصورة غير طبيعية مما يترتب عليه تولد عجز كبير في الموازنة العامة بحيث يمكن لهذا العجز أن يستمر إذا لم تقم الحكومة بإتباع سياسات نقدية توسعية تتمثل في إصدار نقدي لتمويل هذا العجز مما يؤدي حتما إلى تصاعد معدلات التضخم ومن ثم ارتفاع سعر الصرف الحقيقي وبالتالي تزايد الميزان التجاري وميزان المدفوعات، ومع استمرار الوضع لفترة زمنية سوف تستنفذ الاحتياطات الدولية، وبالتالي تصبح غير قادرة على الدفاع عن سعر صرف العملة المحلية مما يؤدي بالنهاية إلى انهيار سعر الصرف الثابت، بمعنى آخر، فإن الأزمة تحدث عند غياب التنسيق بين السياسات الاقتصادية الكلية الأساسية ونظام سعر الصرف السائد ويكمن مصدر الأزمة في الإفراط في خلق الائتمان المحلي، إما لتمويل عجز الموازنة العامة للدولة أو لتوفير المساعدة للنظام المصرفي الذي يتسم بالضعف.²

عادة ما تسبق أزمة سعر الصرف تحركات غير طبيعية في مجموعة من المؤشرات أهمها:³

- المبالغة في تقييم سعر الصرف، حيث إن الزيادة الحقيقية في قيمة العملة والتي تحدث في إطار زيادة عجز الحساب الجاري هي مصدر تعرض الدولة للخطر. كذلك، فإن نسبة النقد الموسع للاحتياطات تعكس إلى أي حد تغطي مطلوبات النظام المصرفي بالاحتياطات حيث أنه عند حدوث أزمة سعر صرف فإن الأفراد يسرعون لتحويل ودائعهم من العملة المحلية إلى الأجنبية وبالتالي فإن هذه النسبة تعكس قدرة البنك المركزي على توفير تلك المتطلبات.

- بالإضافة على ذلك، فإن نسبة نمو عرض النقد الضيق والواسع تشكل مقاييس للسيولة، حيث أن نسبة النمو المرتفعة لهذه المؤشرات قد تشير إلى فائض سيولة والذي قد يؤدي إلى هجمات متوقعة على العملة المحلية وبالتالي أزمة سعر صرف، كما أن مستوى منخفض من الاحتياطات لتغطية الواردات يزيد من احتمالية حصول أزمة سعر صرف.

¹ محمد الفينش، " البلاد النامية والأزمات المالية العالمية "، حول استراتيجيات منع الأزمات وإدارتها، سلسلة محاضرات العلماء الزائرين رقم 17، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب البنك الإسلامي للتنمية، جدة، السعودية، 2000، ص: 7.

² نسيم أوكيل، الأزمات المالية وإمكانية التوقي منها والتخفيف من أثارها: مع دراسة حالة أزمة جنوب شرق آسيا، أطروحة مقدمة لنيل درجة دكتوراه في العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2007-2008، ص: 77.

³ نفس المرجع أعلاه، ص: 88.

- أيضا فإن نسبة منخفضة لنمو الصادرات والتي تشكل عجز الميزان التجاري قد تنعكس سلبا على الجانب المالي، ويؤدي كذلك تدهور شروط التجارة إلى أزمة مالية.

بالإضافة إلى هذه المؤشرات هناك مؤشرات عديدة تدل على قرب وقوع أزمة سعر صرف مثل سعر فائدة الإقراض والإيداع ونسبة نمو المضاعف النقدي، ونسبة الإنتاجية الصناعية وغيرها.

2- الأزمة البنكية

الأزمة البنكية أو المصرفية لا تعدو أن تكون حالة من حالات انهيار أحد المصارف حيث يقوم الدائنون أصحاب القروض قصيرة الأجل بسحب قروضهم بأسلوب مفاجئ من مدين يتسم بالملاءة.¹

في الواقع العملي يصعب التعرف على الأزمة المصرفية نظرا لطبيعة المشاكل من ناحية ولنقص المعلومات والبيانات من ناحية أخرى، كذلك فإن تتبع الأزمات المصرفية التي حدثت في السبعينيات والثمانينيات أو التسعينيات في الدول المتقدمة الصناعية يشير إلى أنها لم تتولد في جانب الخصوم من ميزانيات البنوك في الدول التي حدثت فيها الأزمة، أما في الدول النامية والدول الناشئة فتأخذ الأزمة في العادة شكل هجوم على البنوك لسحب الودائع، مثال ذلك أزمة الأرجنتين، الفلبين تيلاندا، وتركيا في الثمانينيات والتسعينيات.

يمكن ملاحظة أثر المؤشرات الاقتصادية الجزئية والكلية التي تؤدي إلى أزمة مصرفية من خلال مخاطر السوق، وهي تلك التي تحدث عند تغير قيم الأصول الأساسية بسبب ظروف السوق فالبنوك تخضع لمخاطر السوق العالية عندما تتركز محافظها الاستثمارية في قطاعات تتأثر بقوة بظروف الدورة الاقتصادية، وتنقسم مخاطر السوق إلى مخاطر الائتمان التي تحدث عندما يصبح المدينون غير قادرين على سداد ديونهم، وكذا مخاطر السيولة والتي تحدث عندما يسحب المدخرون ودائعهم بكميات كبيرة أو أن تكون الأصول السائلة في البنوك غير كافية لتغطية الودائع المراد سحبها.

هناك عوامل مهمة تحدد الأزمة المصرفية هي العدوى وأزمة الثقة، حيث تنتقل العدوى عندما ينتقل الأثر السلبي للمشاكل في بعض البنوك داخل النظام المصرفي إلى بنوك أخرى والنتيجة أو الآلية التي يمكن تعميمها أن الطلب على الودائع سوف يزيد بشكل كبير وبالتالي إضعاف النظام المصرفي بسبب ما يعرف بسلوك القطيع، حيث أن سلوك المستثمر لا يتحدد بما يعتقد هو عن السوق أو الاقتصاد ولكن بما يظن أنه اعتقاد الآخرين نتيجة لسلوك معين من جانبهم أو نتيجة لتفسيره الخاص والفردي لحدث معين.

¹ أوكيل نسيمية ، مرجع سبق ذكره، 2007-2008، ص: 79.

بينما تتمثل أزمة الثقة بالأزمة التي تنشأ بسبب وجود ضمانات حكومية تهيئ للبنوك فرصة للاقتراض من الخارج لتمويل مشروعات محلية تنسم بالخطورة العالية. فإذا قررت الحكومة إلغاء هذه الضمانات لأسباب معينة فإن البنوك ستواجه مشاكل في السيولة أمام المقرض الأجنبي أو تزيد معدلات القروض المتعثرة في النظام المصرفي، مما يزيد من اضطرابه وتحدث الأزمة. ويمكن ملاحظة عدد من المؤشرات التي تسبق الأزمة المصرفية مثل:¹

- نسبة نمو الائتمان المحلي إلى الناتج المحلي الإجمالي والتي تمثل موقف السياسة النقدية، حيث إن هذه النسبة تزيد عادة في المراحل المبكرة من الأزمة المصرفية، فالنسبة المرتفعة جدا من الائتمان المحلي قد تشير إلى ضعف النظام المصرفي حيث أن ظهور الأزمة يدفع البنك المركزي إلى ضخ نقود إلى البنوك لتحقيق توازنها المالي.

- بالإضافة إلى هذه النسبة تعتبر نسبة نمو الاحتياطات من المؤشرات المهمة لتوقع الأزمة حيث إن النمو السريع في الائتمان المحلي بالنسبة للطلب على النقود وعدم توازن الموازنة وائتمان القطاع العام سوف يستنفذ الاحتياطات. وبالتالي، فإن نسب منخفضة من الاحتياطات بالنسبة للمطلوبات قصيرة الأجل تبدو كمؤشر رئيسي للتعرض للمخاطر.

- كذلك الانخفاض الحاد في الرقم القياسي لأسعار الأسهم قد يسبق الأزمة المصرفية.

- ارتفاع نسبة عجز الحساب الجاري إلى الناتج المحلي الإجمالي بشكل عام يرتبط بالتدفق الداخلي لرأس المال الخارجي الذي يحدث في مرحلة ما من خلال النظام المالي المحلي، وقد يسهل ذلك نمو أسعار الأصول والائتمان المحلي بشكل سريع.

3- أزمة أسواق الأوراق المالية

تتمثل أزمة أسواق الأوراق المالية في ذلك الانخفاض الحاد في قيمة الأصول المالية، وهذا بعد أن تكون قد سجلت في فترات سابقة ارتفاعا في قيمتها نتيجة الشعور التفاؤلي السائد لدى الأعوان من أن شراء الأصل اليوم وانتظار فترة لارتفاع سعره بنسبة أكبر وبيعه لتحقيق مكسب هو أفضل استثمار، مما يدفع بالكثير من المستثمرين إلى الاستثمار في هذا الأصل لأن عائدته مرتفع، غير أن هذا النمو الناتج عن إقبال المستثمرين لا يمكن أن يدوم ولا بد أن تحصل صدمة تغير مساره، أي تدفع الأسعار وكمية السيولة إلى التراجع ومعها يتراجع الاقتصاد ككل فتحدث هنا أزمة أسواق الأوراق المالية أو ما يعرف بأزمة البورصة.²

¹ محمد براق، وخالد بن عمر، القروض البنكية المتعثرة: الأسباب والحلول، المؤتمر العلمي الدولي الثاني حول إصلاح النظام المصرفي الجزائري في ظل التطورات العالمية الراهنة، جامعة ورقلة، الجزائر، يومي 11 و12 مارس 2008، ص ص: 218-220.

² أوكيل نسيمية، مرجع سبق ذكره، 2007-2008، ص ص: 108-109.

رغم أن أسباب هذه الأزمات تختلف من اقتصاد دولة لأخرى على حسب ظروف كل دولة فإن هناك أسبابا عامة طرحها خبراء اقتصاديون وتتمثل في المناخ الذي تتهار فيه البورصات، ومن أبرزها تراكم الديون العامة، والديون المشكوك في تحصيلها، والإسراع في معدلات النمو في اقتصاديات الدول بشكل لا تستوعبه طاقاتها الاقتصادية، وكذلك استخدام القروض قصيرة الأجل لتمويل مشروعات ذات فترات تفرغ طويلة الأجل، هذا إلى جانب تفشي الفساد في الجهاز المصرفي ووصول الطلب إلى أدنى مستوياته بما يؤدي إلى حالة من الركود.

لهذه الأزمات المالية آثار سلبية منها انهيار أسعار الصرف في الدولة، وتدهور العملة الوطنية مما يضعف الثقة بها داخليا وخارجيا، ولجوء الدولة إلى الاقتراض من العالم الخارجي، الأمر الذي يسبب تراكم الديون الخارجية بما يؤثر على النمو الاقتصادي ورفاهية الفرد. كما أن المستهلك النهائي يتحمل الأعباء الناجمة عن ارتفاع الأسعار، وعدم قدرة الدولة على اجتذاب رؤوس الأموال الأجنبية للاستثمار أو سحب الاستثمارات الحالية، مما يؤثر على قدرة الدولة على توفير العملات الأجنبية وتأثر حركة المبادلات التجارية الخارجية، مما يؤدي لزيادة ارتفاع الأسعار، وبالتالي تقليص الدخل الحقيقي الذي يحصل عليه الفرد.

4- أزمة المديونية

يمكن تعريف أزمة المديونية أو أزمة الاستدانة الخارجية على أنها تلك العملية التي تتميز بحركة تدفقات رؤوس الأموال في اتجاه البلدان المقترضة من البلدان الدائنة أو المقرضة، وعند انقطاع حركة التدفقات تحدث أزمة المديونية الخارجية، ويكون سبب هذا الانقطاع في أغلب الأحيان راجع إلى عدم قدرة البلد المدين على الوفاء بالتزاماته الخارجية.¹

تشكل المديونية إحدى الأدوات الرئيسية لنهب ثروات البلدان النامية، وتعميق تخلفها، وورهن اختياراتها الإستراتيجية بتوصيات المؤسسات المالية الدولية. وهناك شبه إجماع لدى معظم الخبراء الاقتصاديين والمحليين الماليين، بأن مشكلة الديون الخارجية التي تنقل كاهل البلد المدين تتفاقم أكثر عندما يجد نفسه يدور في دوامة يصعب الخروج منها، حين يضطر هذا البلد للحصول على قروض جديدة لتمويل خدمات ديونه القديمة سيما عند لجوئه إلى إعادة جدولة الديون وتسديدها، وبذلك يقع في فخ القروض الخارجية فتزداد الأعباء وترهقه خدمة الدين وتكثر احتمالات العجز عن تسديد المديونية الخارجية.

¹ نسيمه أوكليل، مرجع سابق الذكر، 2007-2008، ص ص: 110 - 111.

إن التطور المفزع الذي حدث في حجم الديون الخارجية للدول النامية، وبالتوازي ارتفاع أعباء خدمة هذه الديون أثار الفرع لدى الدول الدائنة قبل الدول المدينة خاصة عندما توقفت كبريات الدول المدينة عن دفع أعباء ديونها الخارجية (المكسيك، البرازيل، الأرجنتين) من جراء النمو الهائل الذي حدث في تلك الأعباء.

المطلب الثالث: مراحل الأزمة المالية

من خلال تحليل الأزمات السابقة (أزمة 1929، أزمة 1987، الأزمة المكسيكية سنة 1994... الخ)، لوحظ وجود بعض التشابهات فيما يخص مسار حدوث هذه الأزمات، والتي تسمح بالخروج بوصف لأهم المراحل التي قد تعرفها الأزمة المالية بشكل عام.

من خلال هذا المنطلق حاول بوردو (M.Bordo) أن يعدد تسع مراحل تلخص مسار وقوع الأزمة المالية ويمكن ذكرها كما يلي:¹

- المرحلة الأولى: ظهور تغير في التوقعات Anticipation بشكل عام والذي عادة ما يصطحب بظهور مخاوف حول الوضع الاقتصادي.

- المرحلة الثانية: ظهور المخاوف حول ملاءة بعض الهيئات المالية. وقد تكون حالة عدم القدرة على الدفع هذه ناجمة عن سوء التسيير، أخطاء في التنبؤ Prévision، مخاطرة مبالغ فيها، أو نقص في السيولة الموجودة في جل النظام بشكل عام.

- المرحلة الثالثة: ظهور الميل لتحويل الأصول الحقيقية والأصول المالية غير السائلة Illiquide لجعلها على شكل نقود، الأمر الذي ينجر عنه انخفاض في أسعار الأصول وارتفاع في أسعار الفائدة مما يحدث ما يعرف بأزمة سيولة.

- المرحلة الرابعة: تصبح بعض البنوك التجارية والهيئات الأخرى، والتي كانت قادرة على الدفع سابقاً، في حالة عدم الملاءة Insolvabilité ويرجع هذا الأمر إلى انخفاض قيمة حافظاتها المالية الراجع بدوره إلى ارتفاع مبيعات الأصول، حيث يعتبر عجز البنوك والوسطاء الماليين الآخرين مرحلة أساسية في الأزمة المالية وانتشارها. ضف إلى ذلك، فالعديد من الاقتصاديين يعتبرون أن الأزمات المالية تتطابق والأزمات البنكية.

- المرحلة الخامسة: يتولد عن حالة عدم الملاءة في المرحلة السابقة، ظهور إقبال كبير وسريع للمودعين نحو البنوك من أجل سحب ودائعهم، مما قد يؤدي إلى ظهور هلع بنكي معمم Panique

¹ D. Lacoue Labarthe, Op cit, 1992, pp: 410-412.

- bancaire généralisée. فالمودعون بشكل عام يتخوفون من تكبد خسائر معتبرة في ودائعهم البنكية لا سيما في حالة إفلاس البنوك. فمن ثم فهم يحاولون تحويل ودايعهم إلى نقود قانونية.
- المرحلة السادسة: يؤدي الهلع البنكي إلى ارتفاع الطلب على النقود، فنسبة الودائع على النقود التي بحوزة الجمهور تقل، كما أن البنوك تخفض من نسبة الودائع إلى الاحتياطات، وذلك بتخفيض حجم القروض التي تقدمها قصد تحسين مستوى سيولتها.
- المرحلة السابعة: يعرف النشاط الاقتصادي الحقيقي انخفاضا وحالة من الركود، نفس الشيء يقال عن الاستثمار والمستوى العام للأسعار وذلك جراء انخفاض عرض النقود.
- المرحلة الثامنة: انخفاض مستوى الأرباح وقيم صافي الأصول والذي يتزامن مع ارتفاع عدد حالات الإفلاس.
- المرحلة التاسعة: ظهور أزمة مديونية Crise d'endettement ناجمة عن انخفاض أسعار الأصول أثناء عملية التصفية من جهة وانخفاض المستوى العام للأسعار من جهة أخرى.
- ويمكن تلخيص هذه المراحل من خلال الشكل الموالي:

الشكل رقم 1: مراحل الأزمة المالية

المصدر: شكل معد انطلاقاً من التحليل السابق.

الملاحظ على المراحل التي قدمها بوردو M.Bordo لحدوث الأزمة المالية أنها لم تعط صورة أو فكرة عن الظواهر التي قد تميز فترة ما قبل الأزمة المالية، والتي تكون قد أدت بشكل مباشر أو غير مباشر إلى ظهور هذه الأخيرة. كما أن الواقع الحالي للنشاط البنكي يبرز أنه يمكن للبنوك المركزية التدخل لتفادي وقوع الهلع البنكي المعمم من خلال تقديم ضمانات على الودائع مثلاً أو زيادة عرض النقود. بمعنى أن سبب إفلاس البنوك هو أمر أكبر من يكون هلعا بنكيا.

إن العديد من الاقتصاديين الذين حاولوا وضع وصف لمراحل وقوع الأزمة المالية اتفقوا مع بوردو M.Bordo في المراحل التي وضعها، إلا أنهم أكدوا على عدة ظواهر أخرى لم يتطرق لها بوردو M.Bordo في تحليله.

أشار ميشكين Mishkin في وصفه لمجموع التسلسلات التي قد تتضمنها الأزمة المالية إلى مشكل عدم تناظر المعلومات *Asymétrie de L'information* ما بين الأعوان الاقتصاديين مما يخفض من فرص التوظيف والاستثمار وعلى حد السواء، لا سيما مع ارتفاع حالة عدم التأكد في الاقتصاد. ويؤدي كل هذا إلى ارتفاع المخاوف حول السيولة في البنوك، الأمر الذي قد يترجم بارتفاع حالات سحب الودائع وإلى ميل البنوك إلى تشكيل احتياطات قصد مواجهة هذه المسحوبات، وينجر عن هذا انخفاض عرض القروض.

وفي المرحلة النهائية تسجل حالات من الإفلاس لدى البنوك والمؤسسات، لاسيما تلك التي قامت بتوظيفات ذات مخاطرة مرتفعة.

المبحث الثاني: إدارة الأزمات المالية

أصبحت الأزمات المالية في الوقت الراهن ظاهرة طبيعية يمكن أن تنتاب النشاط الاقتصادي مما جعل البحث في مؤشرات وقوعها وأساليب تسييرها، وكذا إجراءات التوقي منها أمراً ضرورياً. على هذا الأساس، سيتم استعراض هذه المؤشرات والإجراءات من خلال النقاط الآتية أدناه:

المطلب الأول: الوقاية من الأزمات المالية

نظرا للعجز والصعوبات التي قد تسببها الأزمات المالية في النظام المالي، وبالأخص في قدرته على تخصيص رؤوس الأموال، ومختلف الآثار السلبية التي تنجر عن الإفلاسات المتتالية وهروب رؤوس الأموال، يتبين أن محاولة إيجاد سبل الوقاية من هذه الأزمات أصبحت ضرورة ملحة، هذه الإجراءات الوقائية يجب أن تمس نشاط النظام البنكي ونشاط الأسواق المالية على حد سواء.

يشير ليسبيس J.L.Lespès إلى أن مهمة الوقاية من الأزمات المالية لا يمكن توكلها إلا لعون يكون محررا من كل إرادة للبحث عن تحقيق الأرباح، أو بتعبير آخر، لا يهدف من وراء توليه لمهمة الوقاية تحقيق أرباح أو عوائد ما، فهو يأخذ على عاتقه مهمة الوقاية قصد توفير خدمة عمومية خاصة وهي الحفاظ على الاستقرار الاقتصادي. كذلك، فإن الوقاية من الأزمات وتسييرها تستدعيان درجة من السلطة لا توجد إلا لدى الدولة.¹

بالإضافة إلى ذلك فالاستقرار المالي يهم بشكل خاص الدولة. حيث يعتبر مقداشي (Z.Mikdashi) أن ظهور عجز أو إفلاس متسلسل أو عدم القدرة على الدفع في النظام البنكي، قد يعود سلبا على الثقة الموضوعية في اقتصاد البلد المعني، الأمر الذي يترجم بهروب أو خروج رؤوس الأموال منه، وهو ما يؤدي إلى تدهور سعر صرف العملة الوطنية وإلى آثار سلبية على الناتج الوطني الإجمالي، التشغيل والمستوى العام للأسعار.²

وأول نمط للوقاية يهتم أساسا بالنظام البنكي، وذلك للدور الهام الذي يلعبه في النظام المالي. إضافة إلى هذا، فإن آثار العدوى Contagion تكون معتبرة لدى النظام البنكي نظرا لعدم تناظر المعلومات Asymétrie de L'information بين البنك والمودعين، والذين بشكل عام ليس لديهم إمكانية تقييم البنوك كل على حدى، بل ينظرون إليها على شكل كل متجانس أو وحدة متجانسة، هذا من جهة، كذلك لكون البنوك أقل رسملة بالنسبة لتعهداتها إذا ما قورنت بهيئات مالية أخرى.

هكذا، فالبنك لا بد أن يسير تحت قيد السيولة Liquidité والقدرة على الدفع أو الملاءة Solvabilité لمواجهة هذا الخطر النظامي، وثمة هناك عدة آليات في هذا الصدد. في البداية نذكر نظام الرقابة الداخلية Système de contrôle interne للبنك، والذي يسمح بالحصول على معلومات

¹ J. L. Lespès, Le risque de système, Edition Armand colin, Paris, 2003, p : 241

² Z. Mikdashi, Les banques à l'ère de la mondialisation, Edition Economica, Paris, 2005, p : 290.

صادقة، وباحترام الإجراءات والحدود الخاصة بدرجة المخاطرة. إضافة إلى ذلك فهو يسمح بالكشف عن الاختلالات وعن حالات عدم احترام التنظيمات والقواعد المعمول بها.¹

بالإضافة إلى نظام الرقابة الداخلية الخاص بالبنك، والذي قد تكون فعاليته محدودة خاصة في وجود منافسة حادة بين البنوك، فالسلطات تضع تنظيمات لضبط الهيئات البنكية وتفرض بعض المعايير على البنوك تخص أساسا محوري السيولة والملاءة ويمكن الذكر على سبيل المثال لا الحصر ما يأتي أدناه:

- معيار الأموال الخاصة، والتي لا بد أن تكون مساوية على الأقل لـ 8% من قيمة الأصول ذات المخاطرة، وذلك بعد ترجيحها بالنسبة للبنوك التي تمارس عمليات دولية، عادة ما تعرف هذه النسبة بنسبة Cook.²

- نسبة تقسيم أو توزيع المخاطر، حيث تعتبر المخاطرة معتبرة أو كبيرة إذا وصلت أو تجاوزت قيمتها 15% من الأموال الخاصة للبنك.

- معيار موارد التمويل الدائمة، والذي بمقتضاه يجب أن تكون قيمة الموارد المالية التي لدى البنك إمكانية للحصول عليها طيلة فترة معينة تعادل على الأقل نسبة معينة (60% مثلا بالنسبة للتنظيم الفرنسي) من الاستخدامات المالية لنفس الفترة.³

- نسبة السيولة، والتي تقارن قيمة الأصول السائلة أو قصيرة الأجل مع الخصوم قصيرة الأجل.⁴

إضافة إلى هذا، تجدر الإشارة إلى أن مسألة توفير المعلومات حول المخاطر المحتملة التي قد تساهم في تحسين نوعية القرارات المتخذة ومن ثم العمل على المحافظة على استقرار النظام البنكي. لكن لا بد من التذكير أن المعلومات التي يقدمها المقترض لبنكه بصفة إرادية، عادة ما تكون خاطئة أو مزيفة.⁵

على هذا الأساس، يمكن تفسير إقدام السلطات على إنشاء مخلف آليات الإعلام، والتي توفر للدائنين عدة معلومات عددية حول نشاط ونتائج الوسطاء الماليين وزبائنهم، وعادة ما تعرف آلية تركيز Centralisation المعلومات حول المخاطر باسم مركزية المخاطر Centrale des risques.

¹ M. Aglietta, *Macro-économie financière*, Edition la découverte, Paris, 2001, p : 79.

² Z. Mikdashi, *La mondialisation des marchés bancaires et financiers*, Edition Economica, Paris, 2004, pp : 51 – 52.

³ S. M. Hommet, *Le système bancaire français*, Edition Dunod, Paris, 2001, p : 54.

⁴ *Idem*, p : 54.

⁵ *Ibid*, p : 55.

بالإضافة إلى ما سبق، قد تلجأ السلطات إلى إنشاء نظام للتأمين على الودائع *Système d'assurance des dépôts*. ويهدف هذا الأخير إلى ضمان القيمة الاسمية وسيولة قيمة معينة من الودائع في حالة إفلاس البنك.

أما فيما يخص تمويل التأمين على الودائع، ففي البداية تقدم الدولة أو البنوك المضمونة في العادة المساهمة الابتدائية قصد تغطية تكاليف الإنشاء، أما فيما يخص التكاليف الجارية فهناك ثلاث طرق للتمويل إما أن تدفع البنوك بشكل دوري علاوات التأمين أو أن تقدم المساهمات من طرف البنوك عند إفلاس أحدهم أو قد يتم انتهاج نمط مختلط بمعنى دمج للطريقتين السابقتين.

إن النقد الذي يمكن توجيهه إزاء التأمين على الودائع يتمثل في ظهور ميول أكبر لدى البنك اتجاه المخاطرة، فالتأمين على الودائع قد ينشأ لدى البنك ميل نحو الإهمال والتماطل والتقليل من الأموال الخاصة واللجوء إلى المخاطر العالية، وتعرف هذه الظاهرة بالتصرف غير الأخلاقي *Aléa moral*، والذي يتمثل في كون إبرام العقد قد يؤدي إلى تغيير تصرف أحد المتعاقدين بما قد يلحق الضرر بالمتعاقدين الآخر أو الطرف المقابل.¹ ويعتبر أجليتا (M. Aglietta) أن التصرف غير الأخلاقي بالنسبة لبنك دالة للفرق بين المبلغ المؤمن عليه وتكلفة التأمين.²

إضافة إلى هذا، يشير دافيرون (J. Daviron) أنه لو كانت البنوك محمية بشكل عام، وكان كل مودع على يقين أنه سيحصل على كامل ودائعه في حالة حدوث إفلاس، فسيصبح التصرف غير الأخلاقي مزدوجاً، فالمودعون لن يراعوا نوعية التسيير، وبالتوازي فسيميل البنك على تحمل مخاطر أكبر وذلك قصد الرفع من مردوديته وقدرته على التنافس.

إضافة إلى البنوك، فمن الضروري أن يتسع نطاق الوقاية من الأزمات المالية إلى الأسواق المالية باعتبارها عنصراً من النظام المالي، في هذه الأسواق فإن الوقاية تعني الحد من تقلبات الأسعار ورد فعل التدفقات أو عدد الصفقات من جهة، ومن جهة أخرى فهي تعني ضمان سيولة السوق المالية.³

قصد جعل التعاملات في الأسواق المالية أكثر أماناً تعتمد السلطات في العادة إلى وضع تنظيمات قصد الإبقاء على الثقة وإبعاد حالة عدم التأكد. يجدر هنا التذكير أن في أزمات الأسواق المالية، فإن هروب المستثمرين قد يكون إنما هو استجابة لإرتفاع سريع للمخاطر، وظهور حالة من

¹ J. M. Siroen, *Finances internationales*, Edition Armand colin, Paris, 1997, p : 81.

² M. Aglietta, *Op cit.*, 2001, p : 88.

³ J. Lecas-leux, " Des défaillances financières au risqué systémiques: quelques enseignement des accidents financiers", *Revue cahiers français*, N° 289, Jan- Fév, 1999, p : 53.

عدم التأكد إزاء سيولة كل مدين، وأمام هذا الارتفاع في المخاطر سيحاول كل عون التنازل عن تعهداته ويبحث عن الحصول على السيولة. وسينجر عن هذا انخفاض في حجم السيولة وهو الأمر الذي قد يؤدي إلى ظهور إفلاس متسلسل وعدم القدرة على الدفع لدرجة قد تعيق سير السوق المالية.¹

قصد إبعاد حالة عدم التأكد هذه سيكون من الضروري أن يتخذ كل متعامل في النظام المالي قراراته بعد أن يكون على دراية تامة لكل المعلومات التي تعتبر مفيدة له، في هذا الصدد كثيرا ما تعتمد السلطات إلى وضع آليات للإعلام، بحيث تسمح بتوفير ونشر معلومات عديدة حول نتائج الوسطاء الماليين وزبائنهم.

إن صدق المعلومات ومدى صحتها قد يساهم في السير الحسن للأسواق، بحيث تتم المعاملات بالأسعار المناسبة، ومن ثم تجنب ما يعرف بالفقاعات المضاربة *Bulles spéculatives*. هذه الأخيرة تصدر عن محاكاة التصرفات (*Mimétique*) ما بين المستثمرين، بحيث بسبب قلة المعلومات الموجودة سيحاول كل مستثمر تقليد المستثمرين الآخرين، بحيث يعتقد أنهم أفضل إعلاما منه، أي يحوزون على معلومات أفضل منه.

قصد تفادي هذه المشكلات عملت سلطات العديد من البلدان على إنشاء لجان لعمليات البورصة *Commissions des opérations de Bourse* على غرار لجنة SEC في الولايات المتحدة الأمريكية، والتي أنشأت بعد أزمة سنة 1929.²

إن هدف مثل هذه اللجان هو المحافظة على الإدخارات، وذلك بفحص مدى صحة وصدق المعلومات المقدمة بمناسبة عمليات مالية، وهي تعمل على نشر المعلومات في الأسواق المالية وضمان المساواة في المعاملة بين مختلف المساهمين. إضافة إلى ذلك، فالتنظيمات المعمول بها تمنع بشكل عام عدة ممارسات من شأنها التأثير سلبا على نشر المعلومات في الأسواق المالية والمساواة بين كافة المتعاملين في كيفية الحصول عليها ومن هذه الممارسات نجد جنحة الإفشاء بمعلومات سرية، جنحة نشر معلومات زائفة، جنحة التلاعب بالأسعار...³

استنادا إلى دراسة سابقة استنتج ميلكين (M.Milken) الذي كان موظفا لدى بنك الأعمال دريكسل لامبارت *Drexel lambert* أن الحافظة المالية المكونة بشكل منوع *Diversifie* من سندات جيدة وأخرى رديئة (*Junk Bonds*) سيكون لها مردودية أكبر من الحافظة المالية المكونة من سندات

¹ J. Sgard, " Comment contrôler une panique : Le won coréen en 1997", *Revue politique économique*, N° 02, Avril 1999, p : 58.

² F. Teulon, *Le marché de capitaux*, Edition Seul, Paris, 2006, p : 55.

³ C. Ducoulaux – Favard, N. Rontchevsky, *Infractions boursières: déficit boursier – Manquements administratifs*, Edition Joly, Paris, 1997, pp : 27 – 29.

عادية.¹ ولقد عرف سوق السندات الرديئة ازدهارا كبيرا حيث بلغت قيمة المعاملات بمثل هذه السندات ما يقارب 200 مليار دولار سنة 1989، ونذكر هنا أن المؤسسات التي تلجأ إلى إصدار السندات الرديئة هي تلك المؤسسات التي تحصل على تأشيرات سيئة أو ضعيفة من وكالات التأشير Agence de notation نظرا للمخاطرة الكبيرة الموجودة في إقراض هذه المؤسسات، وبالتالي لا يبقى لهذه المؤسسات سوى إصدار سندات في السوق المالية، بنفس معدلات الفائدة التي تصدر بها مؤسسات أخرى تحظى بتأشيرة جيدة لسنداتهما. في سنة 1989 وجهت إلى M.Milken عدة تهم، لا سيما تهمة الإفشاء بمعلومات سرية والتلاعب بأسعار الأصول المالية في السوق المالية. أما بنك Drexel Lambert فقد اضطر إلى إعلان حالة التوقف عن الدفع يوم 14 فيفري سنة 1990. إن هذا المثال يبين دور التنظيمات الخاصة بالأسواق المالية في الوقاية من الأزمات المالية.²

في النهاية، لا بد من التذكير أنه في حالة الأزمة المالية فعادة ما يقوم المستثمرون باستبدال والتهرب من الأصول الموجودة بحوزتهم وقد يكون الأصل المعني هو العملة الوطنية، ومن ثم إمكانية التأثير على سعر الصرف. هكذا تمتلك السلطات النقدية عدة وسائل من شأنها السماح بالحفاظ على قيمة العملة الوطنية، وذلك تبعا لنظام الصرف المتبع. ففي نظام الصرف الثابت مثلا، تتدخل السلطات ببيع أو شراء العملات وذلك باستعمال الاحتياطات الرسمية، ولذلك لا بد على السلطات أن تعمل على إبقاء سعر الصرف قريبا من القيمة الأساسية المرتبطة بتعادل القدرة الشرائية، إضافة على هذا، فمن الجدير الإشارة إلى دور سعر الفائدة كوسيلة فعالة متاحة لدى السلطات النقدية.³

بعد أن استعراض مختلف الوسائل التي تستعمل للوقاية من الأزمات المالية، لا بد من الإشارة أنه وبالرغم من فرض مختلف قواعد الوقاية الاحتياطية هذه، فلم يمنع هذا من ظهور الأزمات، وهو الأمر الذي قد يظهر ضرورة تسييرها، قصد إعادة للنظام المالي قدرته على تخصيص رؤوس الأموال.

المطلب الثاني: تسيير الأزمات المالية

يستعرض هذا المطلب أهم الطرق المستعملة في تسيير أزمات الأسواق المالية والأزمات البنكية، كل على حدى، ثم في مرحلة ثانية سيتم استعراض طريقة تسيير مشتركة بين الأزميتين السابقتي الذكر، باعتبار أنها تساهم في إبعاد حالة التأكد ودعم استقرار الأسعار في أسواق الأصول

¹ C. Duflaux, L. Margulici, *Finance internationale et marché de gré à gré*, Edition Economica, Paris, 2001, p : 74.

² C. Duflaux, L. Margulici, *Op cit*, 2001, p : 75.

³ F. Teulon, *Op cit*, 2006, p : 55.

المالية من جهة، كما أنها تحمي البنوك من ندرة السيولة من جهة أخرى، ألا وهي طريقة مقرض الملاذ أو الملجأ الأخير¹. Le prêteur en dernier ressort

بالنسبة للأزمات البنكية وبشكل عام، فإن هناك ثلاث طرق أساسية عادة ما تلجأ إليها السلطات لمواجهة هذا الصنف من الأزمات، وهي كما يأتي:²

1- إعادة هيكلة الميزانيات Restructuration des bilans

وهي تشمل مجمل الطرق التي تهدف إلى إعانة البنك للخروج من حالة عدم القدرة على الدفع والسماح له لمواصلة نشاطه بشكل عادي، ويمكن ذكر من هذه الطرق ما يلي:³

قد تسمح السلطات أن يقوم بنك ما قائم بامتصاص Absorption البنك المفلس أو الذي يعرف حالة عدم القدرة على الدفع، هذا وقد يحصل أن يمتنع البنك الذي يقوم بعملية الامتصاص على اقتناء أصول البنك المفلس جميعها، بل تنحصر عملية الامتصاص على بعض الأصول التي تتميز بالملاءة. في هذه الحالة، قد تلتزم شركات التأمين على الودائع باقتناء الأصول التي لا تتميز بالملاءة أو تلك المشكوك في تحصيلها.

وقد استعملت هذه الطريقة في العديد من الحالات في الولايات المتحدة من طرف شركة التأمين على الودائع (FDIC) Federal deposit insurance corporation تحت اسم الشراء وإعادة الطرح Purchase and assumption

قد تعتمد شركة التأمين على الودائع إلى تقسيم أنشطة البنك المفلس على بنكين آخرين أو أكثر كذلك وقصد تفادي أن يقع رأسمال البنك المفلس تحت رقابة بنك أجنبي، قد تعمل السلطات على إنشاء بنك محلي يأخذ على عاتقه بعض أصول وتعهدات البنك المفلس.

قد تقوم شركة التأمين على الودائع بتقديم مساعدة مالية على شكل أموال خاصة أو كتمويل مؤقت، خاصة إذا كانت السلطات متيقنة من وجود مخاطرة نظامية. هذا، وقد يأخذ هذا الإجراء شكل تأميم حتى ولو كان مؤقتاً، على غرار ما حصل في البنوك السويدية سنة 1992 أين استدعى إنقاذ النظام المالي إعادة رسملة البنوك Recapitalisation.⁴

¹ L. Scialom, " La fonction du prêteur en dernier ressort ", *Revue problème économique*, N° 2541, Novembre 1997, p : 75.

² T. Lambert, J. Le cacheux, A. Mahuet, " Quels systèmes de surveillance ", *Revue problèmes économiques*, N° 2542, novembre 1997, pp : 72 – 74.

³ Z. Mikdashi, *Op cit*, 2005, p : 304.

⁴ M. Aglietta, " Crise et cycles financières : une approche comparative ", *Revue d'économie financière*, N° 26 Aout 2003, p : 43.

2- طريقة الهجر Le Laissez-faire

تتمثل في الرفع المؤقت للقيود التنظيمية المفروضة على البنوك، وذلك قصد إعطاء الوقت لهذه الأخيرة لحل مشاكلها من تلقاء نفسها وتتفادى بالتالي الوقوع في حالة إفلاس.

فبإمكان السلطات النقدية أن تخفف وتيسر شروط إعادة تمويل البنوك مثل تسهيل شروط إعادة الخصم. وتشكل هذه الطريقة حلا جيدا خاصة إذا كانت الصعوبات ظرفية وليست مزيفة.

3- التصفية La Liquidation

وهي تتمثل في غلق البنك وبيع أصوله بصفة منفصلة. إن هذه الطريقة تعتبر كحل أخير للأزمة البنكية، وذلك نظرا للأثار السلبية التي قد تتجر عن عملية التصفية، حيث إن بيع الأصول بسرعة وفي فترة محددة ومعينة تتميز بندرة السيولة، قد يجبر على بيع الأصول بسعر أقل. هكذا فالتصفية قد تستعمل بشكل عام في حالة بنك صغير الحجم نسبيا أو في حالة ما إذا كان اختفاء الهيئة المصرفية المعنية لا ينجر عنه آثار نظامية، حيث إن إفلاس بنك كبير نسبيا قد يؤدي إلى عدة آثار سلبية، حيث قد تشكل هذه الظاهرة مصدرا للهلع البنكي وحالة عدم التأكد.¹

لهذا السبب، لا يمكن تصور قيام السلطات بغلق بنك كبير الحجم نسبيا، لأن هذا قد يمس بالثقة الموضوعية في النظام البنكي بأسره. بتعبير آخر، لا بد على السلطات أن تقوم بوقف انتشار الإفلاس المتسلسل وعدم الملاءة، وذلك بحماية كافة دائني ومودعي البنك كبير الحجم والذي يعرف صعوبات متعلقة بملاءته.

إلى جانب هذه الطرق الثلاث توجد طريقة أخرى للتسيير، تعتبر نادرة التطبيق، وتتمثل في تعليق إمكانية إرجاع الودائع من طرف البنوك للمودعين الذين يطالبون بالحصول عليها وسحبها فيكون هذا بموجب قرار صادر من البنك المركزي. إن هذه الطريقة التي عادة ما تستخدم عند اشتداد إقبال المودعين على البنوك كنتيجة للهلع البنكي، قد سبق وأن طبقت إبان أزمة سنة 1929، وهو ما يعرف بـ "Bank Holidays" أو الشغور البنكي، وهو الأمر الذي سمح بالقضاء على الهلع البنكي حسب فريدمان M. Friedman.²

بشكل عام، يمكن القول أن من بين مختلف الطرق التي تم استعراضها، تبدو إعادة هيكلة الميزانيات أنها الطريقة الأكثر استعمالا.

¹ T. Lambert, J. Le cacheux, A. Mahuet, *Op cit*, 1997, p : 72.

² M. Aglietta, *Op cit*, 2001, p : 78.

بالنسبة للأسواق المالية وحتى أسواق الصرف، فإن تسيير الأزمات يترجم بالوقاية من التغير السريع لأسعار الأصول المالية والارتفاع المفرط لعدد الصفقات من جهة، وبضمان السيولة في الأسواق من جهة أخرى. على ضوء هذا، سنتركز عملية تسيير أزمات الأسواق المالية على هاتين الفكرتين.

لمواجهة التغير السريع لأسعار الأصول المالية والارتفاع المفرط لحجم الصفقات، يمكن استعمال ما يعرف بالقاطعة Coupe Circuit. و تتمثل وسيلة الوقاية هذه في كونها آلية تعمل على تعليق سير المعاملات في الأسواق المالية إذا ظهر اضطراب في سير هذه الأخيرة. ويمكن التمييز بين ثلاثة أنواع من القواطع:¹

- قواطع خاصة بحجم المعاملات؛
- قواطع خاصة بتغيرات أسعار الأصول المالية؛
- قواطع تصدر من عند السلطات التي تخول لها مهمة تسيير السوق المعنية.

القواطع الخاصة بالمعاملات يمكن أن تفسر بكون إذا تخطى حجم النشاط في السوق عتبة معينة، يصبح من الصعب على بعض الأنشطة الموازية (كالإمكانيات الموجودة لضمان المواصلات الهاتفية، الإشهار والإعلان) أن تساير حجم العمليات المالية المفرط، ويمكن أن تعتبر في مثل هذه الحالة أن هناك غياب لسوق بآتم معنى الكلمة.²

أما القواطع الخاصة بتغيرات أسعار الأصول المالية فهي تفسر بكون أن في العديد من الحالات تكون تقلبات أسعار الأصول أكبر من المستوى النهائي الذي تؤول إليه الأسعار في نهاية المطاف فيستحسن القيام بتعليق مخطط للعمليات في السوق بدل تركه يقع من تلقاء نفسه. بتعبير آخر، هذه القواطع تمنح للمتعاملين في السوق المالية مهلة قصد السماح لهم بتجنب اتخاذ قرارات مبنية على حالة عدم التأكد وقلة المعلومات، خاصة في حالة الهلع المالي. إضافة على هذا، تمنح السلطات الوقت اللازم لإصدار ونشر المعلومات التي من شأنها إعادة الثقة والسماح باتخاذ القرارات الخاصة بالبيع والشراء.

مما سبق يستخلص أن القواطع تعتبر وسائل هامة في تسيير الأزمات المالية، لكون أن تعليق سير العمليات في الأسواق المالية إبان بداية الأزمات المالية قد تمنح للمستثمرين الوقت لاتخاذ القرارات العقلانية والسماح بانتشار المعلومات. هذا، وتجدر الإشارة إلى أن آلية القاطعة قد تعمم

¹ J. L. Lespés, *Op cit*, 2003, p : 245.

² *Risque systémique dans les marchés des valeurs mobilières*, O.C.D.E, Rapport Annuel, 2001, p : 26.

استعمالها بعد سنة 1987، فقد تم تشغيل هذه الآلية سنة 1989 في الولايات المتحدة الأمريكية عند وقوع ما يعرف بـ Mini Krach.¹

المحور الثاني في تسيير أزمات الأسواق المالية يتعلق بضمان وجود السيولة في الأسواق المالية. في هذا الإطار، يعتبر (F.Teulon)² أن الأصل المالي يعتبر سائلا، إذا توفرت إمكانية التنازل عنه في أي وقت وإذا كان السوق الذي تتم فيه المعاملات يسمح لكل المتدخلين بالحصول على القيمة المقابلة للسند، دون أن تتسبب هذه المبيعات في انخفاض معتبر في أسعار السند المعين، لكن خلال الأزمات المالية، يلاحظ أن كل المتعاملين يحاولون وفي آن واحد التنازل عن أصولهم قصد اقتناء أصول أخرى يعتقدون أنها توفر لهم القدرة على التفاوض وسيولة أكبر، إن البحث المفرط على السيولة قد ينجر عنها تخفيف للمعاملات وارتفاع خطر ظهور إفلاس متسلسل، الأمر الذي يؤدي إلى صعوبات في سير السوق. لهذا السبب، عادة ما تتدخل السلطات لتوفير السيولة اللازمة لسير السوق.

إضافة إلى ما سبق، فالحديث عن ضمان سيولة السوق يدفع إلى التطرق إلى طريقة هامة في تسيير الأزمات المالية، وهي ما يعرف بمقرض الملاذ الأخير أو ملجأ الإقراض الأخير. إن هذه الطريقة هي في الأساس مهمة مالية عادة ما يقوم بها البنك المركزي، والتي تتمثل في توفير السيولة للهيئات المالية التي تعرف ندرة في هذه الأخيرة قصد تفادي انتشار الإفلاس عبر النظام المالي.

إن مقرض الملاذ الأخير باعتباره يهتم بالاستقرار الكلي للنظام المالي، لا بد أن يقرض بدون حدود إلى المقترضين القادرين على الوفاء والذين يشهدون ندرة في السيولة نظرا لتردد المقرضين في حالة انتشار الهلع المالي.³

لكن في المقابل، لا يمكن أن نعتبر أن تدخل مقرض الملاذ الأخير هو مجرد إعادة للتمويل بل هو في الحقيقة عبارة عن خرق لقواعد السوق، باعتبار أنه يجنب للوسيط المعني حالة الإفلاس.⁴

تجدر الإشارة إلى أن مقرض الملاذ الأخير يتدخل لإنقاذ الهيئات المالية التي تعاني من قلة السيولة، وليس لإنقاذ تلك التي تعرف حالة عدم الملاءة، الأمر الذي يسمح بالتقليل من التصرف غير الأخلاقي Aléa moral للهيئات المالية.⁵

¹ Idem, p : 28.

² F. Teulon, *Op cit*, 2006, p : 43.

³ J. M Siroen, *Op cit*, 1997, p: 271.

⁴ F. Lobe, *Banques et marchés du crédit*, Edition la découverte, Paris, 1997, p : 186.

⁵ M. Aglietta, *Op cit*, 2001, p : 98.

المبحث الثالث: العولمة المالية آلية لانتقال الأزمات المالية

من ضمن التحولات التي شهدتها الاقتصاد العالمي هو تحرير التجارة بكافة جوانبها السلعية و الخدمية وحتى الاستثمار، والذي تبعه تحرير في انتقال رؤوس الأموال بشتى أنواعها، هذا التحرير ساعد على اندماج الأسواق المالية في العالم. إن تطور هذا الاندماج والتكامل وصل إلى ما يعرف حاليا بالعولمة المالية.

المطلب الأول: مفهوم العولمة المالية

تعدد الاقتصاديون الذين حاولوا صياغة تعريف للعولمة المالية، فمنهم من عرفها بلفظ العولمة المالية، وهناك من اعتبر أن العولمة المالية هي عبارة عن تكامل مالي دولي *Intégration financière internationale* وعرفها انطلاقاً من هذا المفهوم. إضافة على ذلك، فلا بد من الإشارة إلى أن مصطلح العولمة إنما هو مأخوذ في الأصل من الاقتصاد الصناعي ولا سيما ما يرتبط بالشركات متعددة الجنسيات.

حسب تولون F. Teulon¹ "العولمة المالية أو التكامل المالي هي ظاهرة تتميز بظهور سوق موحدة لرؤوس الأموال تسير على الصعيد العالمي وذلك كنتيجة للتحركات الآنية للمعلومات، رفع الرقابة عن الصرف وتجانس الخدمات المالية المقترحة على المقترضين". هكذا أصبح للأعوان الاقتصاديين الذين يودون اقتراض أو توظيف رؤوس الأموال، استقلالية أكبر، مادام أنه يمكنهم القيام بهذه العملية سواء في الأسواق الوطنية أو الدولية. أما كروزيت Y. Crozet² وآخرون² فيعتبرون أن العولمة المالية هي الارتباط أو الاتصال المتبادل بين مختلف الأسواق المالية بفضل تقنيات الإعلام الآلي وهو ما يسمح بالتحركات الآنية لرؤوس الأموال. في هذا الإطار يمكن إعطاء مثال عن بورصة

¹ F. Teulon, *Op cit*, 2006, p : 65.

² Y. Crozet, L. Abdelmalki, D. Dufourt, R. Sandretto, *Les grandes questions de L'économie internationale*, Edition Nathan, Paris, 2004, p : 138.

ناسداك NASDAQ الذي تسمح بالتسعير لآلاف الأسهم في لندن ونيويورك، وكذلك قلوبيكس GLOBEX¹ التي هي شبكة للتفاوض خارج ساعات التفاوض.

يعتبر بليون D. Plihon² أن العولمة المالية تترجم بظهور سوق موحدة لرؤوس الأموال على الصعيد العالمي، من ثم فيمكن للمؤسسات المتعددة الجنسيات سواء كانت صناعية أو مالية أن توظف أو تقترض رؤوس أموال دون حدود، حيثما ومتى شاءت، وذلك باستعمال الوسائل المالية المتوفرة. فحسب بليون Plihon أصبح ما يسمى بالنظام المالي الدولي الذي يهدف إلى التخصيص الأمثل لرؤوس الأموال على المستوى الدولي، والذي بهذا يمثل سوق كبيرة وموحدة لرؤوس الأموال، هذا النظام يلغي بعدي المكان والزمان في النشاط المالي، حيث يلغي البعد المكاني نظرا لارتباط الأسواق بفضل الشبكات العصرية للاتصال. كما يلغي كذلك البعد الزمني نظرا لكون الأسواق المالية دوليا تتمركز في مناطق زمنية مختلفة، فيمكن اعتبار أن العمليات في النظام المالي الدولي تتم بشكل متواصل على مدار اليوم.

ويرى أليجريت (J. P. Allégret)³ أن العولمة المالية يترجمها كون رؤوس الأموال أصبحت أكثر قابلية للتبادل فيما بينها. فارتفاع القابلية للانتقال والمبادلة أدت إلى ارتفاع حجم التحركات الدولية لرؤوس الأموال، وكذلك إلى ظهور متعاملين وأقسام جدد في الأسواق المالية الدولية.

ويمكن الاستدلال عن العولمة المالية بمؤشرين هما:⁴

- المؤشر الأول يخص تطور حجم المعاملات عبر الحدود في الأصول المالية في الدول الصناعية المتقدمة، حيث تشير البيانات إلى أن المعاملات الخارجية في الأسهم والسندات كانت تمثل أقل من 10% من الناتج المحلي الإجمالي في هذه الدول سنة 1990، بينما وصلت إلى ما يزيد عن 100% في كل من الولايات المتحدة الأمريكية وألمانيا سنة 2006 وإلى ما يزيد عن 200% في فرنسا وإيطاليا وكندا في نفس السنة.

- أما المؤشر الثاني فيخص تطور تداول النقد الأجنبي على الصعيد العالمي، وتجدر الإشارة إلى أنه على الرغم من تزايد درجة تكامل الأسواق المالية فإنها لم تصل بعد إلى درجة التكامل في الأسواق السلعية أي أن العولمة المالية لازالت في درجة أقل من العولمة الإنتاجية.

¹ H. Bourguinat, *Finance internationale*, Edition P.U.F, France, 2002, p : 107.

² D. Plihon, *La montée en puissance de La finance spéculative*, Edition Economica, Paris, 2006, pp : 3 – 4.

³ J. P. Allegret, " L'ampleur de la globalisation financière ", *Revue problème économique*, n° 2541, Novembre 1997, p : 14.

⁴ أوكيل نسيمية، مرجع سبق ذكره، 2007-2008، ص: 152.

يرى سيروين (J. M. Siroen)¹ أن العولمة المالية، وإن كانت مرتبطة بانخفاض تكلفة العمليات المالية عن بعد، لكن في الحقيقة، قد أسهمت عدة متغيرات أساسية في تحفيزها وهي معدل التضخم، سعر الصرف، سعر الفائدة. ولقد ربط سيروين Siroen العولمة المالية بتطور النظام النقدي الدولي، فالنظام النقدي الدولي يسمح بتطور العلاقات المالية الدولية ويحفزها، وذلك من خلال تحرير القابلية لتبديل العملات وتحرير التحركات الدولية لرؤوس الأموال، وشبه غياب التنظيمات الدولية. ضف إلى ذلك فهو يحفزها بفضل عدم استقرار النظام وصعوبة تطبيق مبادئه والذي يتولد عنه انتهاج تصرفين متضادين ومتكاملين في آن واحد: ظهور وسائل تسمح للبعض بتغطية المخاطر، وللبعض الآخر الحصول على عوائد انطلاقاً من هذه الوسائل. فالعولمة المالية بالمفهوم الحالي هي نتاج للتطور الذي عرفه النظام النقدي الدولي.

المطلب الثاني: أسباب ظهور وتنامي العولمة المالية

قصد تفسير ظهور العولمة المالية وتناميها يمكن الاستناد إلى ما يسمى بقاعدة " الدلالات الثلاثة" « D » Les trois و المتمثلة في:

- إزالة الحواجز البيئية الفاصلة بين الأسواق Décloisonnement des marché.
- التخفيف من القيود التنظيمية Déréglementation.
- اللامساواة المالية Désintermédiation financière.

1- إزالة الحواجز البيئية الفاصلة بين الأسواق

يتضمن إزالة الحواجز البيئية من جهة، انفتاح الأسواق المالية الوطنية نحو الأسواق الأجنبية أو بالأحرى زوال الحواجز الموجودة بين الأسواق الوطنية والأسواق الأجنبية كرفع الرقابة على الصرف مثلاً كذلك فهي من جهة أخرى زوال الحواجز البيئية الفاصلة بين الأسواق الوطنية نفسها ومن ثم يحصل شبه تقارب بين مختلف الأسواق: السوق النقدية، السوق المالية، سوق الصرف الأسواق لأجل، كذلك مع ما يسمى بالأسواق المشتقة Les marchés dérivés². هكذا، فقد أصبح بإمكان المستثمر أو المقترض أن يبحث عن أفضل مردودية أو أفضل حماية أو تغطية وذلك بواسطة الانتقال من نوع معين من السندات إلى نوع آخر، من عملة إلى أخرى، ومن طريقة للتغطية إلى

¹ J. M Siroen , *L'économie mondiale* , Edition Armand colin, Paris, 1998, p : 273.

² D. Plihon, " Les mutations du système financière international", *Revue cahiers français, L'économie mondiale*, N°269, Janvier- Février, 1995, p : 11.

طريقة أخرى. من ثم فقد نقول أن كل هذه الأسواق (نقدية، مالية، صرف، مشتقة) وطنية كانت أم أجنبية قد أصبحت عبارة عن أجزاء للسوق المالية العالمية.¹

وكمثال عن رفع الحواجز الفاصلة بين الأسواق، يمكن ذكر حالة الولايات المتحدة الأمريكية أين تقرر إزالة ما يسمى بـ Glass-Steagall act والذي وضع سنة 1933، وكان يفصل بمقتضاه بين أنشطة البنوك التجارية والبنوك المختصة في توظيف القيم المنقولة، حيث استعمل بعد أزمة سنة 1929 كوسيلة للحد من خطر النظام، لكن انطلاقاً من بداية الثمانينيات، سمح للبنوك التجارية بإصدار وتوظيف السندات لحساب شركات أخرى. ولقد تم توقيف العمل بهذا القانون انطلاقاً من سنة 1996. ومن ثم، فقد رفع الحاجز بين نشاط البنك التجاري والبنك المتخصص في توظيف القيم المنقولة، ما يترجم زوال الاختصاص أو التخصص البنكي Déspécialisation bancaire.²

أما من أمثلة التقارب بين الأسواق الوطنية والأجنبية، ما يعكسه تقليل ثم رفع الرقابة عن الصرف كما حدث في انكلترا سنة 1979 وفي فرنسا سنة 1987 كذلك الاتفاق الذي وقع بين ألمانيا واليابان في أكتوبر 1987، والذي يسمح بمقتضاه لسنة بنوك يابانية أن تسير في ألمانيا عمليات إصدار سندات محررة بالمارك الألماني. وفي المقابل يسمح للسبع البنوك الكبرى الألمانية أن تسير في اليابان عمليات إصدار سندات محررة بالين الياباني.³

2- رفع القيود التنظيمية

قد يعتبر رفع القيود التنظيمية Déréglementation أنه مبالغ فيه كونه يعطي صورة لأسواق دون نصوص تنظيمية ولا مراقبة. ففي الحقيقة هذا المصطلح يعبر عن تعديل للتنظيمات التي كانت سارية المفعول وذلك قصد تشجيع المنافسة، وتحفيز الابتكارات المالية Innovation financière.⁴ يعني رفع القيود التنظيمية على المستوى الوطني تشجيع المنافسة بين مختلف الهيئات المالية وذلك بإزالة الفوارق بين مختلف أنواع هذه الهيئات (بنك مختص في الودائع، بنك مختص في توظيف القيم المنقولة...) وتقليل الرقابة والتنظيمات الخاصة بالنشاط البنكي كإزالة التحديد الإداري للحد أو السقف لبعض أسعار الفائدة، تأطير القروض... أما على المستوى الدولي، فرفع القيود التنظيمية تعني إزالة العوائق التي تحول دون التحركات الدولية لرؤوس الأموال والعمليات الخاصة بتبادل العملات. يرجع ظهور الميل نحو رفع القيود التنظيمية إلى عدة أسباب من أهمها:

¹ Idem, 1995, p : 12.

² F. Teulon, Op cit, 2006, p : 70.

³ P.Jaquet, " Les principales étapes de la mondialisation financière ", Revue problème économiques, n° 2669, du 14 Juin 2000, p : 02.

⁴ C. Duflaux, L. Margulici, Op cit, 2001, p : 24.

- ظهور الرغبة في تشجيع المنافسة قصد التخفيض من تكلفة الحصول على الأموال.
- ظهور احتياجات تمويل معتبرة خاصة عند الإدارة العمومية وضرورة فتح الأسواق المحلية لغير المقيمين.

- تطور أسواق الأورو- عملات Marché de L'euro- devise التي قد تعتبر بمثابة أسواق موازية غير منظمة non réglementé ، من أهمها سوق الأورو- دولار Euro- dollars.

هكذا، فإن عملية رفع القيود التنظيمية انطلقت في الولايات المتحدة الأمريكية ابتداء من وسط السبعينيات حيث تم إزالة التنظيمات الخاصة بوضع سقف أو حد لأسعار الفائدة، لا سيما بإلغاء رسم تعديل أسعار الفائدة سنة 1974 وتنظيم "كيو" « θ » réglementation سنة 1980،¹ كما تم توقيف العمل بقانون Glass- Steagall تدريجيا، ليتم حذفه نهائيا سنة 1996 كما سبق وأن أشرنا.

ولقد امتدت عملية رفع القيود التنظيمية إلى اليابان وذلك مع انفتاح النظام المالي الياباني في سنوات 1983 - 1984، وإلى الاتحاد الأوروبي مع نشأة السوق الموحدة التي تضمنت حرية تحركات رؤوس الأموال والتبادل الحر للخدمات المالية، كما تم رفع كل الأنظمة الوطنية لرقابة الصرف مع إنشاء السوق الموحدة لرؤوس الأموال في أوروبا سنة 1990.

ونظرا لكون عملية رفع أو إزالة القيود التنظيمية كان هدفها الأساسي تشجيع المنافسة، فلقد أدت هذه العملية إلى ظهور ما يسمى بالابتكارات المالية Innovations financières، أي ظهور خدمات أو منتجات مالية Produits financières جديدة مقترحة على المستثمرين والمدخرين. كذلك فقد أدت إلى ارتفاع قابلية رؤوس الأموال للتحرك الدولي وارتفاع قابلية المبادلة بين مختلف الوسائل أو المنتجات المالية.²

3- اللاموساطة مالية

يمكن أن نعرف اللاموساطة مالية أو Désintermediation على أنها إقدام المتعاملين الدوليين مباشرة نحو الأسواق المالية دون اللجوء إلى الوسطاء الماليين والبنكيين، قصد القيام بعمليات الاقتراض والتوظيف، أي هو تطور أو تقدم للجوء مباشرة للأسواق المالية في ظل تراجع الوساطة المالية التي تقدمها البنوك والهيئات المالية الأخرى. بتعبير آخر، هي انتقال العمل مما يعرف

¹ M. Bassoni, A. Beiton, Problèmes monétaires internationaux, Edition Armand Colin, Paris, 1998, p : 79.

² Idem, p : 26.

باقتصاديات المديونية Economie d'endetment نحو العمل بما يعرف باقتصاديات الأسواق المالية
1.Economie des marchés des capitaux

هكذا، فإن المؤسسات، بدل الحصول على التمويلات بالاستدانة من البنوك، أصبحت تتجه أكثر نحو البحث عن تمويلات من الأسواق المالية سواء بإصدار أسهم، سندات، ومن سندات الخزينة Billet de trésorerie بالنسبة للقروض قصيرة الأجل.

يعتبر ظهور أزمة المديونية ابتداء من سنة 1982 واحد من الأسباب الرئيسية التي دفعت إلى الميل نحو التمويل عن طريق الأسواق المالية. ففي الفترة من سنة 1960 إلى 1970، كانت معظم الشركات الدولية لرؤوس الأموال تتم من دول الشمال إلى دول الجنوب أي أهم الدول المصنعة تمول العجز الخارجي لما يعرف بالدول السائرة في طريق النمو.

ففي الفترة التي تلت الصدمة البترولية سنة 1973، عملت العديد من البنوك على رسكلة جزء من الفوائض التي حققتها الدول المنتجة للبترول، بمعنى استقبال هذه الفوائض على شكل ودائع وتحويلها إلى قروض، حيث قدمت قروض للدول السائرة في طريق النمو الغير منتجة للبترول.

ومع تنامي حجم هذه القروض من جهة، وكذلك السياسة النقدية الأمريكية المطبقة سنة 1979 والتي أدت إلى ارتفاع أسعار الفائدة وسعر صرف الدولار، كل هذا أدى إلى صعوبة دفع خدمة المديونية وتسجيل حالات عدم القدرة على الدفع أولها كانت في المكسيك.

أدت أزمة المديونية إلى ميل البنوك إلى التخلي عن دورها كوسيط مالي وذلك من خلال ما يعرف بالتوريق Titrisation. وتتمثل هذه العملية في إيجاد مدخرين يرغبون في اقتناء سندات قصيرة الأجل قابلة للتجديد تضمن للمقترض تمويل طويل الأجل مع الحصول في أغلب الأحيان على تعهد من البنك على اقتناء هذه السندات في حالة عدم إيجاد مقتني لها في السوق، أي هي إصدار سندات لصالح مقترض ما مرفوقة بتعهد من البنك.²

نظرا لتردي معدل السيولة للعديد من البنوك من جراء أزمة المديونية، حاولت هذه الأخيرة إخراج هذه الديون المشكوك في تحصيلها من ميزانياتها وجعلتها عبارة عن عملية خارج الميزانية Hors bilan. أو بتعبير آخر، فقد أخرجت البنوك هذه الديون من ميزانياتها وجعلتها على شكل

¹Y. Crozet, L. Abdmalki, D. Dufourt, R. Sandretto, Op cit, 2004, pp : 145 – 146.

² H. Bourguinat, Op cit, 2002, p : 97.

سندات، وحاولت هذه البنوك أن تلعب دور الوسيط قصد إيجاد مقتني لهذه السندات، علما أن هذه الأخيرة قابلة للتجديد بسعر فائدة متغير.¹

تجدر الإشارة إلى ملاحظة هامة حول العمليات خارج الميزانية Hors bilan، فبالرغم أنها تحسن من مستوى معدل السيولة، إلا أنها في المقابل تلزم البنك أكثر مع أنها لا تظهر في ميزانيته. على هذا الأساس، فهي تصعب من عملية الاطلاع على الوضع الحقيقي للبنوك المعنية. كذلك فهي تجعل البنوك أكثر ميلا للمخاطرة، كونها قد تمنح بشكل أسهل قروضا في شكل عملية توريق
2. Titrisation

وبالرغم أن مثل هذه العمليات قد تسمح في المقابل بتوزيع أفضل للمخاطر، أي بدل تركيز المخاطر على بعض البنوك فقط، يصبح الخطر موزعا على جل المودعين الذين يقتنون هذه السندات.

المطلب الثالث: آثار العولمة المالية

بعد استعراض مفهوم العولمة المالية وعوامل انتشارها، فلا بد الآن من تقييم هذه الظاهرة من خلال تحليل آثارها الإيجابية والسلبية.

1- الآثار الإيجابية للعولمة المالية

لقد سبق التعرض إلى أن العولمة المالية ما هي إلا تبلور نظام مالي دولي والذي من شأنه العمل على تخصيص رؤوس الأموال لا سيما باندماج مختلف الأسواق الوطنية لتشكيل سوق مالية دولية. و طبعا قد ينتج عن هذا جملة من الانعكاسات الإيجابية على العلاقات المالية والاقتصادية الدولية.

أول نتيجة إيجابية يمكن ملاحظتها هي ارتفاع المنافسة بين مختلف الأسواق المالية الدولية والمنافسة بين مختلف أقسام النظام المالي. على هذا الأساس، فالأسواق المالية الوطنية، مختلف أقسام النظام المالي، وحتى الدول ستحاول من رفع درجة تنافسيتها حتى تقوم بجلب أقصى قدر ممكن من رؤوس الأموال والادخارات ومحاولة إيجاد في المقابل فرص توظيفها. وقد تدخل في هذا الإطار عملية التحديث التي عرفتها العديد من الأسواق المالية، والتي تضمنت أساسا إزالة العمل بالسلة

¹ J. P. Allegret, *Op cit*, 1997, p : 162.

² H. Bourguinat, *Op cit*, 2002, p : 103.

La corbeille، تعميم استعمال الإعلام الآلي في عمليات التسعير Cotation، فتح السوق للأجانب
وتحرير قيمة العمولات التي يتحصل عليها والوسطاء...¹

كما أدى ارتفاع التنافس بين الأسواق المالية، ومختلف أقسام النظام المالي إلى ظهور
الابتكارات المالية Les innovations financières وذلك على غرار المشتقات المالية، المستثمرون
الهيئويون وكذلك ما يعرف بالسندات الرديئة Junk bonds، والتي صاغها ميلكين M. Milken
لحساب بنك دريكسل بيرناهام لامبيرت Drexel Burnaham Lambert.

إضافة إلى هذا، فقد أدى هذا التنافس إلى انخفاض تكلفة التمويل خاصة بفضل عملية التوريق
Titrisation والتي خفضت من تكلفة الوساطة البنكية.²

إضافة إلى كون العولمة قد أسهمت في رفع التنافس بين الأسواق المالية، فكان من المفروض
أن يعمل تحرير وانفتاح هذه الأسواق على ضمان تخصيص أفضل وأكثر فعالية لرؤوس الأموال. وقد
يتسنى هذا بفضل ظهور الابتكارات المالية أي اتساع في وسائل التوظيف والتمويل المقترحة، ارتفاع
سرعة انتقال المعلومات وتأثيرها على أسعار الأصول وانخفاض تكاليف التمويل نظرا للتنافس كما
سبق الإشارة إليه. وقد تسمح هذه العملية، أي التخصيص الأكثر فعالية لرؤوس الأموال، بضمان
التمويل برؤوس أموال خارجية أو أجنبية لاستثمارات ذات معدل مردودية أكبر من متوسط أسعار
الفائدة المعمول بها دوليا. لكن هناك من يعتبر أن العولمة المالية لم تؤدي إلى التخصيص الأفضل
لرؤوس الأموال.

كذلك في إطار الحديث عن إيجابيات العولمة المالية، يمكن القول أن عملية التوريق
Titrisation قد سمحت بتوسيع عدد ومجال الأعوان الاقتصاديين الذين من شأنهم تقديم رؤوس
أموالهم وادخاراتهم، والتي ستتحول إلى موارد للتمويل. أو بتعبير آخر، فقد رفعت هذه الآلية من قدرة
النظام المالي على تعبئة مختلف الموارد المالية المتوفرة. كما أتاحت إمكانية تنويع المحافظ من
الأصول الدولية الأمر الذي قد يعتبر أفضل طريقة للحصول على أفضل مردودية مقابل درجة مخاطرة
معينة.³

بالإضافة إلى هذا، فعملية التوريق تعني كذلك توزيع القرض على عدة ممولين قصد تغطيته
ومن ثم فمن شأنها الرفع من درجة سيولة النظام البنكي الدولي، كما أن ارتفاع حجم الأصول المالية

¹ H. Bourguinat, *Les vertiges de la finance internationale*, Edition Economica, Paris, 2005, p : 134.

² H. Bourguinat, *Op cit*, 2002, p : 101.

³ H. Bourguinat, *Op cit*, 2005, p : 134.

المتداولة من شأنه تسهيل وإسراع عملية انتشار تأثير تغيرات أسعار الفائدة في النظام المالي الأمر الذي قد يرفع من درجة فعالية سياسة سعر الفائدة.

في الأخير، تجدر الإشارة إلى أن ظهور المنتجات المشتقة قد يسمح بتغطية بعض المخاطر الأمر الذي قد يدفع إلى تشجيع الاستثمارات والمبادلات بشكل أكبر من انعدام وجود هذه التغطية.

2- الآثار السلبية للعولمة المالية

بالرغم من الآثار الإيجابية سالفة الذكر، فلا يخلو انتشار العولمة المالية من المخاطر وبعض النتائج السلبية، وهي في الحقيقة عديدة من أهمها ما يأتي أدناه:

في البداية تجدر الإشارة أن العولمة المالية قد تسببت في لا استقرار وسائل التمويل لا سيما مع ظهور المستثمرين الهئويين. إن مثل هؤلاء المستثمرين يسرون مبالغ معتبرة من الادخارات، كما أنهم يحاولون دوما تعديل حوافظهم المالية قصد الحصول على المردودية المثلى. من ثم، فعمليات التعديل هذه، والتي تكون عبارة عن عمليات شراء وبيع، قد تنتج عنها تحركات رؤوس أموال أكبر من حجم التدفقات الصافية التي يظهرها ميزان المدفوعات.

كما أدت العولمة المالية إلى انتقال رؤوس الأموال من تمويل عمليات الاستثمار والإنتاج إلى تمويل الاستثمارات المالية بمعنى الاستثمار في المحافظ المالية، وهذا بحثا عن مردودية أعلى، وصيغ أسهل لاسترجاع رأس المال.¹

إضافة إلى هذا، فالعولمة المالية، وعبر نشأة الأسواق المشتقة، قد شجعت على المضاربة نظرا لآثار الرافعة المالية التي توفرها. فالمنتجات المشتقة وبالرغم من كونها وسائل لمواجهة خطر الصرف وتقلبات أسعار الفائدة، لكن في المقابل تعتبر من الوسائل المفضلة لدى المضاربين، خاصة للتسهيل على المضاربة التي تقدمه بفضل أثر الرافعة، بمعنى تجميد سيولة قليلة نسبيا إذا ما قورنت بالربح المستهدف. إضافة إلى ذلك، فتقريبا نصف العمليات أو الصفقات في الأسواق المشتقة تتم في الأسواق بالتراضي *Marché gré à gré* التي لا تخضع للتنظيمات والذي قد يشكل تناميا للخطر النظامي.

هناك من يعتبر كذلك أن ارتفاع حجم المعاملات يكون قد أدى إلى ارتفاع عدد الجرائم الاقتصادية، خاصة قضايا الرشوة والإفشاء بمعلومات سرية من طرف بعض الأعوان.² ويمكن إعطاء في هذا الصدد مثلا عن ميلكين M. Milken الذي يعتبر مؤسس السندات الرديئة *Junk Bonds* وقد حكم عليه سنة 1990 بـ 10 سنوات سجن نظرا لاقتراه جرائم من هذا النوع.

¹ Y. Crozet, L. Abdmalki, D. Dufourt, R. Sandretto, *Op cit*, 2004, p : 147.

² F. Teulon, *Op cit*, 2006, p : 219.

من أهم النتائج السلبية للعولمة المالية هي انفصال تطور القطاع المالي عن القطاع الحقيقي بمعنى انفصال بين حجم وقيمة المعاملات من جهة، وبين الأساسيات Fondamentaux من جهة أخرى. فعلى سبيل المثال لا الحصر، فالمعاملات في أسواق الصرف الناتجة عن عمليات مالية أكبر خمسين مرة من تلك الناتجة عن التجارة الدولية في السلع والخدمات. إن انفصال قيمة الأصول المالية عن أساسياتها ما هو في الحقيقة إلا تشكّل لما يعرف بالفقاعات المضاربة Bulles Spéculative. على هذا الأساس يستنتج أن العولمة المالية، وعبر ارتفاع قيمة وحجم المعاملات المالية التي أصبحت بعيدة عن الأساسيات قد رفعت من احتمال وقوع أزمات مالية.¹

استناداً إلى النقاط السابقة، يمكن القول أن العولمة المالية قد انجر عنها خطر نظام دولي Risque de système mondial أي أنها أدت إلى عولمة خطر النظام.²

ومن الاعتقادات الخاطئة أن الابتكارات المالية خاصة المشتقات المالية قد قللت من المخاطر لكن في الحقيقة، فما هي إلا عبارة عن عملية نقل للمخاطر، فالخطر يبقى دائماً قائماً، ولم يقلل. بل ذهب باجيت بلان D. Paget- blanc³ إلى اعتبار أن تطور استعمال المنتجات المشتقة من شأنه رفع خطر عدم السيولة بشكل كلي. فإذا كانت هذه المنتجات تسمح للمشتري بالتغطية لكن، وبالمقابل نظراً لوجود أثر الرافعة، فبإمكانها أن تتسبب في أزمة سيولة كلية.

هذا ويعتبر بليون D. Plihon⁴ أن الأزمة المالية، التي قد تنتج عن وجود خطر نظامي دولي راجع بدوره إلى العولمة المالية قد تحدث في فترتين. ففي الفترة الأولى تتسبب المضاربة في حدوث اضطراب، هذا الأخير ينشط ويحفز من طرف الابتكارات المالية المختلفة. بعد هذا يبدأ الاضطراب في الانتشار عبر النظام المالي الدولي وهو ما يعرف بأثر العدوى Effet de contagion، خاصة وأن الأنظمة والأسواق المالية أصبحت مرتبطة فيما بينها حالياً.

فبفضل الوسائل الحالية للاتصال، تنتشر المعلومات بشكل يكاد أن يكون آنياً، وكل سوق مالية قد تتأثر بالمعلومات المتأتية من الأسواق الأخرى. فتصرفات المتعاملين في سوق قد تعتبر هامة كسوق وول ستريت مثلاً، قد تؤثر مباشرة في تصرفات المتعاملين في باقي الأسواق. وقد يؤدي هذا إلى ما يعرف بالعدوى عن طريق التصرفات المحاكية أو المقلدة Contagion mimétique ومن ثم فالمعاملون لا يتخذون قراراتهم من خلال التحليل الموضوعي للمعطيات وإنما يقلدون فقط تصرفات

¹ D. Plihon, *Op cit*, 2006, p : 05.

² J. L. Lespés, *Op cit*, 2003, p : 232.

³ E. Paget blanc, " Risques de marché: entre autorégulation et réglementation internationale ", *Revue problème économique*, N° 2604, du 17 février 1999, p : 53.

⁴ D. Plihon, *Op cit*, 1995, p : 16.

الآخرين. وبالتالي، فيمكن لمتغيرات قد تكون غير مرتبطة بالحالة المالية لبلد ما أن تؤدي إلى ظهور أزمة مالية فيه.

خلاصة الفصل الأول

عمل هذا الفصل على إعطاء بعض المفاهيم النظرية المتعلقة بالأزمات المالية، هذه الأخيرة تعبر عن اضطراب يصيب النظام المالي، بحيث يؤثر سلبا على قدرة هذا الأخير في تخصيص رؤوس الأموال في الاقتصاد. كما أن الوقاية من الأزمات المالية هي مهمة تقع على عاتق الدولة، وتتمثل أهم طرقها في كل من الرقابة الداخلية في البنوك، فرض احترام معايير السلامة الاحترازية من طرف الهيآت المالية، استعمال مركزية المخاطر، وضع نظام لتأمين الودائع.

أما في الأسواق المالية، فتستعمل طرق أخرى كوضع أنظمة لنشر المعلومات، استعمال القاطعات، وإنشاء لجان لتنظيم العمليات في الأسواق المالية. كما تعتبر طريقة "الملاذ الأخير للاقراض" من أهم الطرق المستعملة في مواجهة الأزمات وتسييرها.

إلى جانب هذا، تلعب العولمة المالية دورا رئيسيا في تكريس الأزمات المالية وانتقالها على المستوى الدولي، فالاندماج المالي المتزايد بين الدول ساهم في الرفع من سرعة انتقال عدوى الأزمات المالية.