



الموضوع:

دور المؤشرات البورصية في التنبؤ بأزمة الرهن العقاري

مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماستر في العلوم الاقتصادية
تخصص: اقتصاديات المالية وبنوك

تحت إشراف الأستاذ:
-د/ أيت عكاش سمير

من إعداد الطالبة:
- عكموش نورة

لجنة المناقشة:

-أ/ رسول حميد.....رئيسا

-د/ أيت عكاش سمير.....مشرفا

-أ/ حميدي عبد الرزاق....مناقشا

كلمة شكر

كلمة شكر

قال الرسول صلى الله عليه وسلم: "من لم يشكر الناس لم يشكر الله و من أزدى

إليكم معروفا فكافئوه فإن لم تستطيعوا فادعوا له"

أولا وقبل كل شيء، أحمد المولى سبحانه وتعالى الذي ثبت أقدامنا وشد عزمنا

ومتن عودنا وزرع في ذواتنا صبرا و زاد في نفوسنا عزما في الإقبال على

هذا العمل إلى آخر حرفه منه مذلا كل العقبات ومصونا علينا كل

الصعوبات، فاللهم لك الحمد حمدا كثيرا طيبا مباركا فيه

ملئ السموات والأرض وما بينهما.

أتوجه بخالص الشكر والتقدير للأستاذ المشرف الدكتور أيت عكاش سمير الذي

أشرف على هذا العمل عرفانا بفضله وتقديرا لمجهوداته لما أولاه لنا

من العون التوجيه والتشجيع.

كما أتقدم بجزيل الشكر إلى عمال مكتبات كلاً من المدرسة العليا للصيرفة

والمدرسة العليا للتجارة لحسن استقبالهم ومساعدتهم لنا في جمع المراجع.

كذلك أتقدم بعظيم الشكر إلى السيدة "ليديا" مديرة مدرسة

اللغات "Campus Avenir" التي ساعدتني

في عملية الترجمة.

كما لا يفوتني التقدم بالشكر إلى الأساتذة الأفاضل أعضاء لجنة المناقشة على

قبولهم مناقشة وتقييم هذا البحث.

الإهداء

إهداء

أهدي هذا العمل إلي:

إلى أغلى ما أملك في هذه الحياة والديا الكريمين اللذان جعلتا من تعليمي قضية مقدسة وعمراي دوما برفئهما وحنانهما حفظهما الله

وأمدّ في عمرهما.

إلى من ترعرعت معهم ونما تحني بينهم، شموع البيت إخواني: ماسينيسا ويوقرتين.

إلى مرشدات دربي أخواتي: أميرة، كاهنة، ثنة وأزواجهن.

إلى الكتاكيت الصغار: يحيى، نريمان، أمين، خيلاس، قايا ويونس.

إلى زهرة البيت أختي الصغيرة "تنهان".

إلى رمز الحب والوفاء خطيبي العزيز "شيبان سمير".

إلى من كتبها الله أن تكون عائلتي الثانية.

إلى كل من ساعدني على تخطي أصعب الأوقات لإتمام هذا العمل.

إلى رفيقات دربي صديقاتي، كل واحدة باسمها.

وإلى كل من نسيم قلبي ولم تنسهم ذاكرتي.

نورة

فهرس

المحتويات

فهرس المحتويات

الموضوع	الصفحة
كلمة شكر	-
الإهداء.....	-
فهرس المحتويات.....	VIII
فهرس الجداول.....	XII
فهرس الأشكال.....	XV
فهرس الملاحق	XVII
مقدمة.....	أ-هـ

الفصل الأول: الإطار العام حول المؤشرات البورصية

تمهيد الفصل	02
المبحث الأول: عموميات حول البورصة.....	03
المطلب الأول: مفهوم البورصة	03
المطلب الثاني: أدوات البورصة والمتعاملون فيها	08
المطلب الثالث: وظائف وعمليات البورصة.....	12
المطلب الرابع: أهم البورصات العالمية.....	15
المبحث الثاني: عموميات حول المؤشرات البورصية	17
المطلب الأول: مفهوم المؤشرات البورصية.....	17
المطلب الثاني: استخدامات المؤشرات في أسواق الأوراق المالية.....	20
المطلب الثالث: تسجيل وبناء المؤشرات البورصية.....	21
المطلب الرابع: بعض المؤشرات البورصية المشهورة.....	26
خلاصة الفصل.....	32

الفصل الثاني: أزمة الرهن العقاري

34.....	تمهيد الفصل:
35.....	المبحث الأول: عموميات حول الأزمات المالية
35.....	المطلب الأول: مفهوم الأزمات المالية
39.....	المطلب الثاني: تصنيف وأنواع الأزمات المالية
43.....	المطلب الثالث: أسباب الأزمات المالية وقنوات انتشارها
48.....	المطلب الرابع: عرض بعض الأزمات المالية
54.....	المبحث الثاني: تشخيص أزمة الرهن العقاري
54.....	المطلب الأول: نشأة وتطور أزمة الرهن العقاري
60.....	المطلب الثاني: خصائص أزمة الرهن العقاري
63.....	المطلب الثالث: أسباب أزمة الرهن العقاري
69.....	المطلب الرابع: انتقال أزمة الرهن العقاري
71.....	المبحث الثالث: مواجهة أزمة الرهن العقاري
71.....	المطلب الأول: الآثار الناجمة عن أزمة الرهن العقاري
77.....	المطلب الثاني: السياسات الاحتوائية القطرية والإقليمية لأزمة الرهن العقاري
79.....	المطلب الثالث: التنسيق الدولي لمواجهة تحديات أزمة الرهن العقاري (أهم القمم)
86.....	المطلب الرابع: الحلول المقترحة لتجنب الأزمات مستقبلا
90.....	خلاصة الفصل

الفصل الثالث: التنبؤ بأزمة الرهن العقاري

92.....	تمهيد الفصل
92.....	المبحث الأول: نظام الإنذار المبكر والتنبؤ بأزمة الرهن العقاري
93.....	المطلب الأول: مفهوم نظام الإنذار المبكر
99.....	المطلب الثاني: تجربة نظام الإنذار في التنبؤ ببعض الأزمات المالية

109.....	المطلب الثالث: مدى فعالية نظام الإنذار المبكر وقدرته على التنبؤ بأزمة الرهن العقاري.
112.....	المبحث الثاني: المؤشرات البورصية والتنبؤ بأزمة الرهن العقاري.
112.....	المطلب الأول: علاقة المؤشرات البورصية بالحالة الاقتصادية العامة.
115.....	المطلب الثاني: تجربة المؤشرات البورصية في التنبؤ ببعض الأزمات المالية.
118	المطلب الثالث: مساهمة المؤشرات البورصة في التنبؤ بأزمة الرهن العقاري.
125.....	خلاصة الفصل.
126.....	الخاتمة.
132.....	قائمة المراجع.
146.....	الملاحق.

فهرس

الجد اول

فهرس الجداول

الرقم	عنوان الجدول	الصفحة
01	مثال على الترحيح على أساس أسعار الأسهم الفردية	24
02	مثال على الترحيح على أساس القيمة السوقية الإجمالية لأسهم المؤشر	25
03	تطور أسعار الأسهم في الولايات المتحدة الأمريكية خلال الفترة 1926-1938	49
04	نسب التغيير في قيم مؤشرات الأسهم لبعض الدول خلال سنة 1987 وخلال أكتوبر من نفس السنة	51
05	معدل الانخفاض في قيمة الأوراق المالية وأكبر القطاعات المتضررة في أهم الدول خلال سنة 2008	73
06	نسبة البطالة لبعض الدول (%)	74
07	نسبة التغيير في معدلات نمو الناتج الداخلي الخام لبعض الدول (%)	75
08	التدابير المعتمدة وخطط الإنقاذ الوطنية لاحتواء الأزمة المالية في بعض الدول الأوروبية	79
09	خسائر الأزمات المالية في بعض الدول	95
10	بعض المؤشرات الاقتصادية التقليدية للتعرض للأزمات المالية	96
11	مصفوفة مؤشرات الأزمات	98
12	مؤشرات الإنذار المبكر لأزمات العملة للفترة 1975-1997	102
13	مؤشرات الإنذار المبكر للأزمات المالية لبلدان آسيوية مختارة للفترة 1990-1998 (%)	107

فهرس الجداول

115	فترات الكساد ومستوى مؤشر الأسعار	14
117	الإنذارات الكاذبة لمؤشر السوق منذ نهاية الحرب العالمية الثانية	15
118	فترة السبق في التنبؤ بالخروج من حالة الكساد	16

فهرس

الأشكال

فهرس الأشكال

الصفحة	عنوان الشكل	الرقم
39	دورة حياة الأزمة المالية	01
46	قنوات انتشار الأزمات المالية	02
55	ملكية المنازل ومعدل الرهون العقارية في الولايات المتحدة للفترة 1997-2007	03
63	إجمالي عجز الموازنة والزيادة في الدين العام للولايات المتحدة خلال الفترة 2001-2009	04
64	العجز التجاري للولايات المتحدة خلال الفترة 1980-2010	05
65	تطور الدين العام في الولايات المتحدة	06
66	معدلات نمو الناتج المحلي الإجمالي في الولايات المتحدة الأمريكية	07
76	تغيرات أسعار النفط خلال 2008-2009	08
113	العلاقة بين مؤشر الأسعار الأسهم وبين مؤشر للإنتاجية الصناعية	09
113	نمط حركة مؤشر الأسعار خلال فترات الكساد	10
119	منحنى تطورات مؤشر S & P 500 خلال الفترة (2000-2012).	11
120	منحنى تطورات مؤشر CAC 40 خلال الفترة (2000-2012).	12
121	منحنى تطورات مؤشر DAX خلال الفترة (2000-2012).	13
122	منحنى تطورات مؤشر FTSE 100 خلال الفترة (2000-2012).	14

فهرس

الملاحق

فهرس الملاحق

الصفحة	عنوان الملحق	الرقم
147	أهم مراحل أزمة الرهن العقاري	01
156	إحصائيات حول اقتصاد الولايات المتحدة الأمريكية	02
161	وكالات التصنيف الائتماني	03
163	تصنيف القروض العقارية	04
164	تأثر أسعار أسهم المؤسسات المالية الأمريكية الكبرى بأزمة الرهن العقاري	05
165	مساهمة الصناديق السيادية في تمويل المؤسسات المالية	06

مقدمة

مقدمة:

أصبحت دراسة أسواق رأس المال من المواضيع الهامة التي تحظى باهتمام كبير من قبل الأكاديميين، وذلك نظرا للدور والوظائف التي تؤديها هذه الأسواق في تعبئة المدخرات الوطنية وجذب رؤوس الأموال الأجنبية لتمويل التنمية الاقتصادية، خاصة بسبب سرعة استجابتها للصدمات الخارجية كالأزمات المالية الدولية.

كما أن للبورصة دور مهم في التنمية الاقتصادية، لذا فقد لجأت معظم الدول الرأسمالية إلى إنشاء بورصات متطورة أو إصلاح البورصات القائمة، واعتماد شبكات للمعلوماتية جد متطورة لتبادل المعلومات والمعطيات مما جعل بورصات هذه الدول على قدر جد عال من الترابط والتكامل، وبالتالي جعل الاقتصاد العالمي على نمط واحد. إذ يعتبر مستوى أداء البورصة هو صورة حية عن مستوى أداء الاقتصاد وحجم المعاملات التي تتم فيه وكذا التوجه الاقتصادي للبلد. كل هذا من خلال دراسة مؤشرات البورصة، حيث تبرز أهمية هذه المؤشرات في إعطاء صورة واقعية حية عن الوضعية السائدة في السوق والاقتصاد بصفة عامة، هذا ولأن المؤشرات البورصية تتأثر بالسياسات المالية والنقدية السائدة، بالإضافة إلى أن المؤشرات البورصية تعتبر أداة من أدوات تحليل السوق والتنبؤ بحركة تطوره مستقبلا من جهة وأداة قياس المخاطر من جهة أخرى.

لقد بينت الأحداث الاقتصادية خاصة منذ ثلاثينيات القرن الماضي أن النظام المالي العالمي القائم ليس في مقدرة حماية الاقتصاد العالمي من الأزمات المالية العنيفة، والتي يزداد معدل تكرارها وتشتد فداحة آثارها على الأسواق المالية العالمية مثل الأزمة البورصية (1987)، أزمة جنوب شرق آسيا (1997) وأزمة فقاعة شركة الأنترنت (2000). كما يواجه الاقتصاد العالمي في الوقت الراهن أحد أعنف وأهم الأزمات المالية، والتي بدأت بوادرها في صيف 2007 واشتدت فداحتها سنة 2008 مع تكبد أكبر مؤسسات المال والأعمال الأمريكية والأوروبية خسائر ضخمة جدا، والتي تتمثل في أزمة الرهن العقاري والمعروفة بالاسم الأكثر شيوعا "قروض عالية المخاطر" "subprime"، فالانتشار السريع لهذه الأخيرة إلى بورصات العالم دفع الكثير من كبار المسؤولين في البلدان الصناعية إلى وصفها بأنها أعنف أزمة مالية واجهت العالم بعد أزمة الكساد الاقتصادي 1929، والتي أدت إلى تراجع مستمر في المؤشرات البورصية للعديد من الأسواق الأوروبية والآسيوية ومن بين أهمها فاين نشال تايمز (FTSE)، ستاندرد أند بور (S & P)، الكاك40 (CAC40) وغيرها. وعلى هذا الأساس يعتبر إدارة هذه الأزمة وعلاجها بحكمة ونجاح للتخفيف من آثارها السلبية أمر في غاية الأهمية، إلا أن الأهم من ذلك هو التوفيق في إتباع سياسات وإجراءات تساعد على الوقاية منها وتفادي حدوثها، مما يستوجب تبني التنبؤ الوقائي كمطلب أساسي لتفادي حدوث هذه الأزمة مبكرا، أو بالأحرى الوصول إلى طرق تمكن من التنبؤ بمثل هذه الأزمات قبل حدوثها، وهذا لتجنب انهيار الاقتصاد العالمي مرة أخرى.

يشير بعض الباحثين في الاقتصاد إلى أن الوقوف على طبيعة العلاقة بين بعض المتغيرات الاقتصادية وبعض التغيرات التي تطرأ على المؤشرات يمكن من التنبؤ بما سيكون عليه السوق، حيث أثبتت بعض الدراسات السابقة دور المؤشرات البورصية في التنبؤ بالحالة الاقتصادية المستقبلية، وهذا من شأنه التنبؤ بحدوث الأزمات. فكانت دراسة وليام شورت "Schwert" التي كشفت أن انخفاض معدل العائد على المؤشر كان حدثاً مصاحباً لحدوث أزمة، مما يعني أن المؤشر نجح في التنبؤ بحدوث الأزمات بنسبة 93% وذلك في الولايات المتحدة الأمريكية ما بين 1802-1990، وهذا ما استدعى تبني طريقة المؤشرات البورصية للبحث في إمكانية التنبؤ بأزمة الرهن العقاري.

وعلى ضوء ما سبق تتضح لنا معالم الإشكالية الجوهرية على النحو التالي:

هل ساهمت المؤشرات البورصية في التنبؤ بأزمة الرهن العقاري؟

ومن خلال الإشكالية الرئيسية تظهر لنا التساؤلات الفرعية التي تساعد على فهم وتحليل الموضوع بطريقة جيدة وهي على النحو التالي:

- ما مفهوم المؤشرات البورصية؟ وهل يمكن لها أن تقيس أداء السوق وتحسن من وضعية الاقتصاد؟
- ما طبيعة أزمة الرهن العقاري؟ وماهي أسبابها؟ وإلى أي مدى وصلت آثارها؟
- هل استطاعت المؤشرات البورصية أن تعكس حدوث أزمة الرهن العقاري مسبقاً؟

وبغرض تقديم إجابة أولية لهذه التساؤلات نقترح الفرضيات التالية:

- المؤشرات البورصية أداة فعالة لقياس أداء السوق والتنبؤ بالوضعية التي سيكون عليها الاقتصاد مستقبلاً.
- تعود أسباب حدوث أزمة الرهن العقاري إلى طبيعة الاقتصاد الأمريكي، وبالتالي آثارها لم تخرج عن نطاق هذا الاقتصاد.
- المؤشرات البورصية تنبأت بحدوث أزمة الرهن العقاري.

أسباب اختيار الموضوع:

إن اختيار هذا الموضوع لم يكن صدفة بل كان لعدة أسباب هي:

- ✓ الرغبة في البحث في موضوع الأزمات المالية وخاصة أزمة الرهن العقاري التي هزت كيان الاقتصاد العالمي.
- ✓ إعطاء أهمية للبورصة وتبيان دور المؤشرات البورصية في قياس أداء الاقتصاد، خاصة وأن بورصتنا غير نشطة.
- ✓ خطورة أزمة الرهن العقاري وشدة ثقلها على الاقتصاديات العالمية.

- ✓ الرغبة في إثراء المكتبة بموضوع يستفيد منه الغير.
- ✓ إن الموضوع يدخل ضمن مجال تخصصنا" اقتصاديات المالية والبنوك" إضافة إلى الميول الشخصي للخوض في موضوع الأزمات والأسواق المالية الدولية.

أهمية الموضوع:

تستمد هذه الدراسة أهميتها من التغيرات التي يشهدها الاقتصاد العالمي، ومن الاهتمام المتزايد للمجتمع الدولي بموضوع الأزمات المالية المتكررة باستمرار، حتى وإن كان موضوع الأزمات المالية بشكل عام أخذ حصته من الدراسة، إلا أن موضوع الوقاية منها وآليات التصدي لها وعلاجها لا يزال يحتاج إلى الكثير من البحث والتدقيق، خاصة وأن أزمة الرهن العقاري أثبتت فشل الجهود المبذولة للوقاية والتصدي للأزمات، كما أن دور المؤشرات البورصية في التنبؤ بالأزمات قبل حدوثها يحتاج إلى المزيد من الدراسة والبحث عن كيفية تفعيله أكثر للوصول إلى أنظمة تجنب حدوث الأزمات، أو بالأحرى إعطاء إنذارات مسبقة للتخفيف من آثارها المستقبلية وحصرها قبل تفشيها.

أهداف الموضوع:

تهدف من خلال هذه الدراسة إلى ما يلي:

- ✓ التطرق إلى المؤشرات البورصية وتبيان استخداماتها وأهميتها في اتخاذ القرارات وترشيد الاقتصاد.
- ✓ دراسة أزمة الرهن العقاري وتبيان أسبابها الحقيقية وتداعياتها التي لا زالت إلى حد الآن.
- ✓ تحديد أبرز الإجراءات المتخذة لمواجهة أزمة الرهن العقاري والحلول المقترحة لوضع حد لآثارها.
- ✓ إبراز العلاقة بين المؤشرات البورصية والتغيرات الاقتصادية العامة.
- ✓ دراسة إمكانية التنبؤ بأزمة الرهن العقاري مع التعرض إلى التجارب السابقة في ذلك.
- ✓ تبيان نقائص النظام المالي العالمي التي تحملها أزمة الرهن العقاري في طياتها والتي تحول دون قدرة المؤشرات البورصية في التنبؤ بها قبل حدوثها.

المنهج المتبع:

اعتمدنا في دراستنا على المنهج الوصفي والمنهج التحليلي كل حسب حاجتنا إليه في الدراسة، وذلك من أجل الإجابة على إشكالية الموضوع واختبار الفرضيات، كما قمنا بتقديم إحصائيات وبيانات عن مختلف متغيرات الدراسة بالإضافة إلى تحليلنا لبعض منحنيات أهم المؤشرات البورصية المتأثرة بأزمة الرهن العقاري حتى تكون الصورة أكثر وضوحاً.

صعوبات الدراسة

صادفتنا في إنجاز هذا البحث العديد من الصعوبات التي حالت دون وصولنا إلى الملاحظات والمعلومات الدقيقة حول تطورات أهم المؤشرات البورصية العالمية، إذ صعب الحصول على مراجع، خاصة وأن نطاق دراستنا شمل أهم البورصات العالمية التي يصعب الوصول إلى مراكزها والحصول على ما تستلزمه الدراسة، بالإضافة إلى عدم وجود مراجع في الجزائر تخدم موضوع بحثنا، أما عن المراجع المتحصل عليها فهي مراجع أجنبية قليلة.

تقسيمات الموضوع:

قصد إعطاء حل لإشكالية البحث المقترحة أعلاه، والإحاطة بكل جوانب الموضوع، تطلبت الدراسة تناول الموضوع في مقدمة عامة وثلاثة فصول لتنتهي الدراسة بخاتمة عامة، محافظين قدر الإمكان على التسلسل المنطقي والتدرج في طرح الأفكار.

خصص الفصل الأول لإعطاء الإطار العام حول المؤشرات البورصية، وذلك بالتعرض أولاً إلى مفهوم البورصة من حيث النشأة والتعريف وكذلك أنواعها وأهميتها في النشاط الاقتصادي، وظائفها والمتعاملين فيها، وأهم أدواتها وكيفية تداولها، ثم التعرض لأهم البورصات العالمية. وإلى دراسة موضوع المؤشرات البورصية ثانياً وذلك بالتطرق إلى المفهوم الذي شمل تعريف المؤشرات وأنواعها وأهميتها، وكذلك أيضاً بالتطرق لأهم استخداماتها، ثم تسجيلها وكيفية بنائها مع تبيان أهمها في العالم.

أما الفصل الثاني فخصص لدراسة أزمة الرهن العقاري من خلال تبيان المفاهيم الأولية العامة للأزمات المالية مع ذكر بعضها التي لها تأثيراً أكبر على البورصة. ثم انتقلنا إلى تشخيص أزمة الرهن العقاري من حيث جذورها، أسبابها وخصائصها، لتتوصل في الأخير إلى كيفية مواجهة هذه الأزمة بالتعرض إلى أثارها وأهم الإجراءات المتخذة والقمم المنعقدة لاحتواء هذه الأزمة مع تبيان الحلول المقترحة لتجنب مثل هذه الأزمات مستقبلاً.

وتناول الفصل الثالث دراسة تحليلية لقدرة كل من نظام الإنذار المبكر والمؤشرات البورصية في التنبؤ بأزمة الرهن العقاري وذلك عن طريق إعطاء مفهوم نظام الإنذار المبكر وعرض تجاربه التنبؤية لبعض الأزمات الماضية وحظ أزمة الرهن العقاري من ذلك، ثم لتركز على المؤشرات البورصية بتبيان علاقتها بالمتغيرات الاقتصادية ودراسة قدرتها التنبؤية بالأزمات الفارطة، مع تحليل أهم مؤشرات بورصات الدول الأكثر تأثراً بأزمة الرهن العقاري لدراسة القدرة التنبؤية للمؤشرات البورصية بهذه الأزمة.

الفصل الأول:

الإطار العام حول

المؤشرات البورصية

تمهيد الفصل:

ليست البورصة من المؤسسات المالية الحديثة بل يرجع لها العهد إلى الماضي البعيد، إلا أن جهازها وعملياتها قد تطورت كثيرا مع مرور الزمن حتى أضحت مركز الحياة المالية في الأمم النامية، والحلقة الضرورية للجمع بين المستثمر والمنتج وعنصرا هاما في تأمين السيولة المالية الضرورية في الحياة الاقتصادية. ويلاحظ أن التطور الذي رافق مراحل الإنتاج الصناعي وكذلك نشوء الشركات التجارية الكبيرة المساهمة، جعل الحاجة ملحة إلى وجود سوق منظمة للأوراق المالية تشرف عليها الدولة وتساهم في إخراج المدخرات الفردية وتوزيع رأس المال في نواحي الاستثمارات المختلفة. حيث تعد المؤشرات البورصية من أهم الأدوات التي يعتمد عليها المستثمر لقياس أداء السوق ومعرفة الأوقات المناسبة للشراء والبيع وكذلك تحسين وضعية الاقتصاد وإمكانية التنبؤ به، ومن جهة أخرى أصبحت هي الأخرى تباع وتشترى شأنها شأن أي ورقة مالية، وهنا بدأت أهمية المؤشرات البورصية تظهر في توضيح اتجاه الأسعار في البورصة، لكن هناك باحثون يخالفون هذا الرأي، ذلك أنّ الأدوات المالية بصفة عامة والإفراط في استعمال المؤشرات بصفة خاصة قد ساهم بقسط كبير في انهيار البورصات العالمية في سنة 1987، كما أدى الاستعمال المكثف للمؤشرات في الاستيراد بها في المعاملات لا سيما اتخاذ القرارات الاستثمارية إلى سيطرتها على البورصات العالمية سيطرة كلية.

ولإحاطة أكثر بمفهوم المؤشرات البورصية سيتم التطرق في هذا الفصل إلى مبحثين هما:

- عموميات حول البورصة.
- عموميات حول المؤشرات البورصية.

المبحث الأول: عموميات حول البورصة

إن البورصة أو ما تعرف بالسوق المنظمة ما هي إلا جزء من مكونات سوق رأس المال الذي يدخل بدوره تحت زمرة الأسواق المالية إلى جانب سوق النقد. وتشير العديد من الدراسات والتجارب إلى أن البورصة تقدم خدمات من شأنها دفع عجلات النمو الاقتصادي، حيث تؤدي الكثير من الوظائف التي من شأنها تحريك رؤوس الأموال اللازمة لإقامة وتوسيع المشاريع الاستثمارية بالإضافة إلى تسهيل عمليات الاستثمار واستخدام طرق أكثر جاذبية.

المطلب الأول: مفهوم البورصة

سنتناول في هذا المطلب عرض لمفهوم البورصة من حيث النشأة، التعريف، الأنواع والأهمية.

الفرع الأول: نشأة البورصة

تعود كلمة البورصة إلى القرن 15م نسبة إلى عائلة "VANDER BOURSE" التي كانت تملك فندقا كان يجتمع فيه التجار القادمين من فلورنسيا إلى مدينة بريج البلجيكية، والذي كان يهيمه التجار من كافة المناطق حيث تطورت التعاملات فيه، ونظرا لعدم اصطحاب التجار لبضائعهم معهم كانت تتم الارتباطات فيما بينهم في شكل عقود وتعهدات، ومن ثم استبدلت البضائع الحاضرة بالتزامات مستقبلية قائمة على الثقة المتبادلة بين الأطراف المتعاملة. وأتى لفظ "BOURSE" ليعبر عن المكان الذي يجتمع فيه التجار والمتعاملين معهم، لإبرام الصفقات والعقود والاتفاق الحاضر أو الآجل عليها وبالطبع كانت هناك أماكن أخرى يجتمع فيها التجار قبل هذا التاريخ ولم تكن قد سميت بالبورصات بعد.

أول بناء أنشئ للبورصة وعرف بهذا الاسم هو بناء مدينة "AMERS" في بلجيكا عام 1460 وفي هذا الصدد يجب أن نشير إلى أنها قامت عام 1952 بنشر تسعيرة الأسعار المسجلة ثم تليها بعد ذلك ظهور العديد من البورصات في أوروبا، حيث تعتبر مدينة "LYON" بفرنسا أول من نظمت بورصات للقيم ثم جاءت بورصة "تولوز" بباريس عام 1549-1563 ثم بورصة روما بإيطاليا عام 1566 لتأتي بعد ذلك بورصة بوردو بفرنسا بعد ظهور بورصة باريس بثماني سنوات، ثم ظهرت بورصة أمستردام بهولندا عام 1773 وفي بال عام 1683 وفي فيينا عام 1762، أما في بريطانيا فظهرت بورصة لندن 1773 وفي نيويورك عام 1792 التي تعتبر أهم بورصة للقيم في العالم نظرا لحجم التبادلات اليومية¹.

¹ شمعون شمعون، "البورصة"، الأطلس للنشر، الجزائر، 1993، ص29.

إن نشأة هذه البورصات يعود لمجموعة من العوامل هي:¹

- **الانقلاب الصناعي:** حدوث الانقلاب الصناعي في أوروبا، وتحول الإنتاج من الإنتاج الصغير إلى الإنتاج الكبير وظهرت الحاجة الماسة إلى الكميات الضخمة من المواد الخام التي تحتاج إليها الصناعات.
- **زيادة السكان:** إن انتشار المدن إثر الثورة الصناعية وازدحامها بالسكان احتاج إلى الزيادة في تمولينها بالمواد الغذائية اللازمة، فافتضى ذلك وجود سوق عالمي للإتجار في المحاصيل الزراعية، فنشأ فريق من التجارة سموا بالمضاربن، وفريقاً آخر من تجار الجملة، فنشأت البورصات لتكون الملتقى والمنظم لتلك المعاملات بين الفريقين.
- **اقتراض الحكومات:** لجوء الحكومات إلى الاقتراض من المواطنين للصرف على الحروب التي أنشأتها من أجل الحصول على المواد الصناعية، والبحث عن أسواق للصرف منتجاتهم، فكانت الحكومات تقدم سندات لهؤلاء المقرضين.
- **اقتراض الشركات:** لجوء الشركات إلى الاقتراض وتقديم المستندات لهؤلاء الدائنين على أساس أنها رهائن يمكن أن تباع في أي وقت، رغبة من هذه الشركات في زيادة رأس مالها.

الفرع الثاني: تعريف البورصة

- هناك العديد من التعاريف للبورصة اختلفت في العديد من الجوانب واتفقت في جوانب أخرى ونذكر منها :
- ✓ البورصة هي: "سوق التعامل بالأوراق المالية بيعاً وشراءً، أو هي سوق الأوراق المالية بكافة أنواعها وأشكالها".²
 - ✓ البورصة بالمفهوم الاقتصادي هي: "مكان يلتقي فيه البائعون والمشترون - من خلال سماسرة - لتبادل سلع هي الأسهم والسندات، وتعرف بسوق المال طويل الأجل وهي أقرب من السوق الكاملة".³
 - ✓ البورصة أو سوق التداول هي: "سوق ثانوية تقوم بأداء دور مزدوج، فهي تعمل على التقاء العرض بالطلب بحيث أن أداؤها ممثلة في قيم منقولة".⁴
 - ✓ البورصة هي: "سوق منظمة تنعقد في مكان معين وفي أوقات دورية بين المتعاملين في بيع وشراء الأوراق المالية التي تصدرها الشركات والدول".⁵
- من جملة التعاريف السابقة نستخلص تعريفاً شاملاً للبورصة على أنها :

¹ نبيل خليل طه سمور، "سوق الأوراق المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق (دراسة حالة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا)"، قدمت هذه الرسالة استكمالاً للحصول على درجة الماجستير في إدارة الأعمال، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية، غزة، 2007، ص 29.

² مروان عطوة، "الأسواق النقدية والمالية، البورصات ومشكلاتها"، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، ط2، 2003، ص 216.

³ محمد أمين زويل، "بورصة الأوراق المالية"، دار الوفاء للطباعة، الإسكندرية، 2000، ص 36.

⁴ أنطوان الناشف وخبيل هندي، "العمليات المصرفية والسوق المالية"، ج2، المؤسسة الحديثة للكتاب، لبنان، 2000، ص 45.

⁵ Cosette Payrard , " la bourse" , 6ème Edition , librairie Vuibert, Paris , 1998 , p5

"سوق منظمة يلتقي فيها دوريا أعوان مختصون معتمدون - السماسرة - لإبرام صفقات بيع أو شراء لقيم منقولة (الأسهم، السندات والمشتقات المالية)، فالبورصة إذن تختص بالتمويل طويل الأجل، تقوم بتهيئة المدخرات وتوجيهها نحو الاستثمار بمختلف الأدوات، مما يحقق حركية وسيولة أكثر في السوق".¹

الفرع الثالث: أنواع البورصات

بمرور الزمن تطور جهاز البورصات وعملياتها فحصل تنوع وتعدد في أنواعها، ليمتد نشاطها ويشمل مختلف مجالات الحياة الاقتصادية، ولهذا يمكن تصنيف البورصات إلى عدة أنواع حسب حيثيات مختلفة كالآتي:²

أولاً: أنواع البورصات من حيث ما يتداول فيها: وتنقسم إلى عدة أنواع هي:

1. بورصات البضائع:³ يطلق عليها البورصات التجارية أو بورصات العقود- إذا تم فيها بيع سلع غائبة غير

حاضرة- حيث يجري فيها التعامل على حاصلات معينة كالقطن والصرف وغير ذلك، وفيها يحدد التاجر عينة من السلعة المتفق عليها من حيث النوع والجودة، ثم لا يدفع من الثمن إلا جزء قليلا منه والباقي يدفعه عند تمام التسليم، ويأخذ إذن باستلامها في نفس اليوم أو في اليوم التالي، وفي بعض الأحيان يكون الثمن كله مؤجلا إلى ما بعد التسليم بسعر معلق على السوق في فترة محددة.

أما عن الشروط الواجب توافرها في السلعة القابلة للتعامل في البورصة فإنها تتمثل فيما يلي:

- عدم قابلية السلع للتلف بسرعة وإمكانية تخزينها لفترة طويلة نسبيا.
- أن تكون السلعة قابلة للنقل بتكاليف معقولة.
- أن تكون للسلعة مواصفات قياسية محددة لا خلاف عليها خصوصا أن التعامل لا يتم على أساس بضائع موجودة.
- أن يتميز الطلب بالنسبة للسلعة بالاستمرارية.
- أن يتوقف إنتاج السلعة أو توفرها على عوامل محددة أو ظروف معينة يمكن التنبؤ بها حتى لا تتعرض أسعارها للتذبذب أو التقلب السريع المفاجئ.

وأهم بورصات البضائع هي بورصة نيويورك، لندن، مومباي، بروكسل وباريس.⁴

¹ سارة عبدلي، "أساليب قياس أداة حافظة الأوراق المالية، دراسة حالة بورصة الدار البيضاء للقيم المنقولة لسنة 2011"، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات نيل شهادة الماستر في علوم التسيير تخصص مالية مؤسسة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قصدي مرياح، ورقلة، 2011-2012، ص3-4.

² شعبان محمد إسلام البراوي، "بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي"، دار الفكر، دمشق، 2002، ص37.

³ محمد الصرifi، "البورصات"، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2008، ص76-78.

⁴ محمد يوسف ياسين، "البورصة، عمليات تنازع القوانين -إختصاص الحكم"، منشورات الحلبي، لبنان، 2004، ص29.

2. **بورصة الذهب والعملية الصعبة:** بورصة الذهب والمعادن النفيسة في السوق منظمة لها وجود مادي في قاعات خاصة، أين تتم المفاوضات حول المعادن النفيسة من قبل أعوان الصرف حيث تختلف أسعار هذه المعادن اختلافا كبيرا بالنسبة لمصادرهم (أمريكا، روسيا، جنوب إفريقيا، البرازيل وغيرها)، بسبب اختلاف طرق الحصول عليها وشحنها والتأمين عليها ودرجة الشوائب فيها، أما بورصة العملة الصعبة التي تسمى أيضا سوق الصرف، فهي سوق عالمية يتم فيها تبادل العملات، كما يتم تحديد أسعار صرفها أو أسباب ارتفاعها أو انخفاضها.¹

3. **بورصة الخدمات:** هي بورصة ذات خدمات كثيرة التنوع لتعدد المجالات التي يمكن استخدامها فيها، وأهمها السياحة والفنادق، بورصة التأمين وبورصة النقل وتأجير السفن... إلخ.²

4. **بورصة الأفكار:** وهي أحدث أنواع البورصات، والتي تتعلق بعرض وبيع الحقوق كحقوق الاختراع، حقوق المعرفة والعلامات التجارية وصفاقات نظم المعلومات... إلخ.³

5. **بورصة الأوراق المالية:** هي من أهم أنواع البورصة، ويجري التعامل فيها على السندات والأسهم التي تصدرها الشركات، وهي مركز للوساطة بين المالكين لقيم يرغبون في التنازل عنها والراغبين في الحصول عليها، وتلعب شركات المساهمة دورا كبيرا في بورصة الأوراق المالية من خلال تحريك قوى الاستثمار والادخار بشكل فعال، مما يتوفر لديها من إمكانيات هائلة على إصدار الأوراق المالية من أسهم وسندات وصكوك.⁴

ثانيا: أنواع البورصات من حيث مدى التعامل الجغرافي: تنقسم إلى نوعين هما:⁵

1. **بورصة محلية:** وهي التي لا تمتد معاملاتهما دوليا، ونشاطها محدود للغاية.

2. **بورصة دولية:** وهي التي تمتد معاملاتهما إلى الدول المختلفة، وهي بورصة ضخمة ومتوسطة الحجم.

ثالثا: أنواع البورصات من حيث التسجيل والاعتراف الحكومي: تنقسم إلى:⁶

1. **بورصة رسمية:** وهي بورصات تعمل بشكل رسمي وتمارس فيها المعاملات في ضوء قواعد ونظم محددة وتحت رقابة الحكومة.

1 عبد الباسط وفاء محمد حسين، "بورصة الأوراق المالية ودورها في تحقيق تحول مشروعات القطاع العام للمالية الفردية"، دار النهضة، القاهرة، 1996، ص 5-6.

2 شعبان محمد إسلام البراوي، مرجع سبق ذكره، ص 37.

3 نفس المرجع، ص 37.

4 منير إبراهيم هندي، "الأوراق المالية وسوق رأس المال"، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1997، ص 55.

5 الخضيرى محسن أحمد، "كيف تتعلم البورصة في 24 ساعة"، دار أترك، القاهرة، 1996، ص 25.

6 نفس المرجع، ص 26.

2. بورصة غير رسمية: وهي بورصات تعمل بشكل غير رسمي في ضوء قواعد خاصة بها، ولا تعترف بها الحكومة ولا تتعامل فيها أي من جهاتها الرسمية وبالتالي فإنها تتضمن مخاطر مثل بورصة سوق المناخ بالكويت.

الفرع الرابع: دور وأهمية البورصة في النشاط الاقتصادي

تتمثل الوظيفة الأساسية للبورصة في نقل الأموال من الأطراف التي تتوفر لديها فائض من الأموال "مدخرات" إلى الأطراف التي تعاني من عجز في الأموال ولقد وجدت في الأساس لتشبع رغبات وحاجات المتعاملين، ومن ثم أضحت ضرورة حتمية استلزمها المعاملات الاقتصادية بين البشر والمؤسسات والشركات، هذا وتعمل الأسواق على تحقيق موازنة فعالة ما بين قوى الطلب وقوى العرض، وتتيح الحرية الكاملة لإجراء كافة المعاملات والمبادلات.

وتزداد أهمية البورصة وتبلور ضرورتها في خدمة النشاط الاقتصادي من خلال ما يلي:¹

- تنمية المدخرات الوطنية عن طريق تشجيع الاستثمار في الأوراق المالية وتوجيهها نحو القطاعات الاقتصادية المختلفة على أسس تنافسية كفئة.
- جذب الاستثمارات الأجنبية لتساهم في تسريع عملية التنمية الاقتصادية وتقليل الاعتماد على الاقتراض الخارجي.
- الإسهام في تحقيق التوزيع الأمثل للموارد المالية المتاحة وبالتالي التقليل من التكاليف ومخاطر التمويل.
- المساهمة في رفع مستوى الوعي الادخاري والاستثماري للأفراد والمؤسسات وزيادة شفافية وموثوقية المعلومات ذات الصلة بأداء الشركات المدرجة والاقتصاد الكلي على حد سواء.
- تسريع وتسهيل عملية التخصيص وتوسيع قاعدة الملكية في الاقتصاد.
- تمويل خطط التنمية الاقتصادية وذلك بمساعدة حكومات الدول على الاقتراض من الجمهور لتمويل مشروعات التنمية، والإسراع بمعدلات النمو الاقتصادي لديها.²
- توفير الحافز والدافع الحيوي لدى جماهير المستثمرين من خلال تحقيق السعر العادل للأوراق المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية وحماية الأطراف المتبادلة.
- القدرة على توفير وإعادة تدوير كم مناسب من الأموال لتحقيق السيولة اللازمة للمجتمع، ودعم الاستثمارات ذات الآجال المختلفة.

1 عبد الكريم نصر، "تأسيس سوق فلسطيني للأوراق المالية محددات وأفاق"، مجلة شؤون تنمية، المجلد الخامس، العدد الأول، فلسطين، ص 10.

2 صالحه هاني نصار، "شركات الوساطة وأثرها على تنمية سوق فلسطين للأوراق المالية"، رسالة ضمن متطلبات الحصول على درجة الماجستير في إدارة الأعمال، قسم إدارة الأعمال، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية، غزة، 2007، ص 15.

■ المساعدة في زيادة مستويات الإنتاج في الاقتصاد من خلال تمويل القروض الاستثمارية التي تؤدي إلى رفع مستويات الإنتاج وبالتالي رفع مستويات التشغيل أو التوظيف، والذي يؤدي بدوره إلى تحقيق مستويات أفضل للدخول سواء على المستوى الفردي أو المستوى القومي.¹

كما سبق يمكن القول أن البورصة تستمد أهميتها من الدور الذي تقوم به، فهي أداة فعالة غير محدودة في الاقتصاد الدولي، تؤثر في مختلف جوانب النشاط الاقتصادي ومجالاته، وفي الوقت عينه تتأثر به مما يحدث آثارا جديدة، كما تلعب البورصة دورا بالغ الأهمية في جذب الفائض في رأس المال غير الموظف وغير المعبأ في الاقتصاد القومي، وتحوله من مال عاطل خامل إلى رأس مال موظف وفعال في الدورة الاقتصادية، وذلك من خلال عمليات الاستثمار التي يقوم بها الأفراد أو الشركات في الأسهم والسندات والصكوك التي يتم طرحها في البورصة.²

المطلب الثاني: أدوات البورصة والمتعاملين فيها

الفرع الأول: أدوات البورصة

تعتبر الأوراق المالية خاصة الأسهم والسندات التي تصدرها منشأة الأعمال السلعية الرئيسية المتداولة في البورصة صك لإثبات الحق في أصل معين وفي التوقعات النقدية الناتجة عن هذا الأصل، أي أنها مستند ملكية أو دين يبين حقوق ومطالب المستثمر.³

وتعرف بأنها "صكوك أو مستندات تثبت حق صاحبها في ملكية جزء من صافي أصول أو موجودات الشركة، وما ينتج عن استثمارها من ربح مثل الأسهم أو الحق في دين على الشركة مصدرة الورقة مثل السندات أو الحق العائد مثل حصص التأسيس، أو تكون قابلة للتداول بالبيع والشراء في سوق رأس المال مثل الأسهم والسندات."⁴ يمكن تقسيم الأوراق المالية المتداولة في البورصة إلى أوراق مالية تقليدية وأوراق مالية مبتكرة.

أولا: الأوراق المالية التقليدية: وتشمل كل من الأسهم والسندات بكل أنواعها

1. **الأسهم:** هي عبارة عن صكوك متساوية القيمة قابلة للتداول في بورصة الأوراق المالية بطرق تجارية، حيث تمثل مشاركة في رأس مال شركات الأموال عموما، ويمثل السهم حصة الشريك في الشركة التي يساهم في رأس مالها والذي يتكون من مجموع الحصص سواء كانت الحصة نقدية أو عينية.⁵

1 بنال أحمد حسين، "محاضرات في الأسواق المالية"، كلية المعارف الجامعية، مصر، 2004، ص4.

2 نبيل خليل طه سمور، مرجع سبق ذكره، ص31.

3 حنفي عبد الغفار، "الاستثمار في بورصة الأوراق المالية"، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، الإسكندرية، 2002، ص24.

4 شعبان محمد إسلام البراوي، مرجع سبق ذكره، ص29.

5 مصطفى رشيد شيخه وزينب حسن عوض الله، "الاقتصاد والبنوك وبورصات الأوراق المالية"، المطبعة الحديثة بالقاهرة، مصر، 1993، ص169.

والأسهم تشكل الرأس المال المكتتب والمضاف من قبل المستثمرين، والذي يضم مساهماتهم المالية ويحدد ملكياتهم للشركة، وبالتالي كل من رأس المال المعلن ورأس المال الفعلي ورأس المال المساهم فيه مصطلحات تعبر عن القيمة الكلية للأسهم التي اقتناها المستثمرون.¹

ومن هذا التعريف يمكن استخلاص خصائص الأسهم كالتالي:²

- صك ملكية يمثل جزءاً من رأس المال الشركة.
- الحصول على جزء من أرباح رأس المال في حالة التصفية، فحصول المساهمين على جزء من الأرباح يتوقف على عدد الأسهم وحجم هذه الأرباح، وكذلك على اتخاذ القرار بتوزيعها.
- الاشتراك في الجمعيات العمومية وحق التصويت، إذ أن أصحاب الأسهم يتمتعون بحق المشاركة في إدارة الشركة.
- أرباح السهم غير محددة مقدماً، وتعتمد على الموقف المالي للشركة.

2. **السندات:** تعتبر السندات أداة تمويل تلجأ إليها الدولة وهيئاتها والمؤسسات الاقتصادية لجمع الأموال لتمويل

مشاريعها، ويعرف السند على أنه: "وعد مكتوب من قبل المقترض - المصدر - بدفع مبلغ معين من المال - القيمة

الإسمية - إلى حامله بتاريخ معين، مع دفع الفائدة المستحقة على القيمة الإسمية بتاريخ معين."³

ويمكن استخلاص طبيعة السندات كالتالي:⁴

- يمثل دين على الجهة المصدرة وليست صكوك مشاركة أو ملكية.
- تصدر بأجال محددة تلتزم الجهة المصدرة برّد قيمتها خلال آجالها.
- تستحق عنها فوائد في مواعيد محددة دون النظر إلى أرباح أو خسائر الشركة.
- تصدر غالباً لمدة طويلة من عشر إلى ثلاثين سنة.
- يعتبر السند مضموناً ضماناً عاماً على أموال الشركة.

➤ يمكن أن يصدر بأقل من القيمة الإسمية.

ثانياً: الأوراق المالية المبتكرة (المشتقات المالية)

المشتقات المالية هي عقود تشتق قيمتها من قيمة أصول معينة (أي الأصول التي تمثل موضوع العقد) والأصول التي

تكون موضوع العقد تتنوع ما بين الأسهم، السندات، السلع، العملات الأجنبية... إلخ. وتسمح المشتقات للمستثمر

¹ هوشيار معروف، "الاستثمار والأسواق المالية"، دار الصفاء للنشر والتوزيع، الأردن، 2003، ص 92.

² ضياء مجيد، "البورصات: أسواق المال وأدواتها"، مؤسسة شباب الجامعة، الجزائر، 2008، ص 41.

³ B-Laget, "les nouveaux outils financiers", top édition, Paris, 1990, p18

⁴ شريف مصطفى كمال طه، "بورصات الأوراق المالية"، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2009، ص 65

بتحقيق مكاسب أو خسائر اعتماداً على أداة الأصل موضوع العقد.¹ و تعرف المشتقات المالية أيضاً بأنها: "مطالب محتملة، فهي عقود تجري تسويتها في تاريخ مستقبلي، يتحمل المتعامل بها تكلفة لكنها متواضعة مقارنة بقيمة العقد فضلاً عن ذلك تتوقف المكاسب أو الخسائر للأطراف المشتقة على الأصل المالي محل العقد".²

وفيما يلي نتناول أهمها:

1. العقود المستقبلية:

عرف "ADRIAN BUCKLEY" العقد المستقبلي المالي على أنه اتفاقية لشراء أو بيع كمية نمطية من أداة مالية معينة في تاريخ مستقبلي لاحق بسعر متفق عليه بين الأطراف باستخدام أسلوب المناذاة في سوق المنظمة للعقود المستقبلية.³

تهدف العقود المستقبلية إلى التحوط ضد مخاطر التغيير في معدلات العائد ومن ثم أسعار الأصول المالية وتتم عملية تغطية المخاطر بأخذ مركز معاكس في السوق الآجل للمركز الفوري. فإذا توقع أحد المدخرين انخفاض معدل العائد على أصوله المالية فقد يقوم بشراء عقود مستقبلية تعطي له حق الحصول في تاريخ لاحق على معدل عائد يعادل العائد السائد حالياً وذلك على مبلغ متفق عليه بنفس العملة، فإذا انخفض معدل العائد في سوق العقود المستقبلية فإن ذلك يؤدي إلى ارتفاع القيمة السوقية للعقود المشتراة والتي تمثل مقدار الانخفاض في قيمة العوائد المستحقة على المبلغ المشار إليه عن قيمته المحسوبة على أساس المعدل الوارد في العقد، ومن ثم يمكن للمدخر أن يبيع تلك العقود وتحقيق أرباح تساهم في تعويضه عن الانخفاض الذي قد يطرأ على أعلى معدل العائد على الأصل المالي.⁴

2. عقود الخيار

عقد الخيار هو أداة مالية تعطي الحق لحاملها في دفع عمولة لبائع الخيار، وذلك لشراء أو بيع أصل مالي بسعر محدد مسبقاً يسمى سعر التنفيذ حتى يوم محدد أو فترة محددة مسبقاً، إذا كان التنفيذ يستطيع أن يطالب به المشتري في أي وقت من إبرام العقد نكون بصدد خيار أمريكي، أما إذا كان التنفيذ غير ممكن إلا في وقت محدد نكون في صدد خيار أوروبي والخيار هو عقد آجل الفرق بينه وبين المستقبلية هو أن المشتري يحصل على حق تنفيذ الخيار وعدم تنفيذه.⁵

1 طارف عبد العال حماد، "المشتقات المالية (المفاهيم، إدارة المخاطر، المحاسبة)"، الدار الجامعية، 2001، ص 05 .

2 سمير عبد الحميد رضوان، "المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها"، دار النشر للجامعات، مصر، 2005، ص 93.

3 محمد محمود الداغر، "الأسواق المالية"، دار الشروق للنشر والتوزيع، مصر، ط2، 2007، ص 124.

4 عاطف وليم أندراوس، "أسواق الأوراق المالية بين ضرورات التحول الاقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها"، دار الفكر الجامعي، مصر، 2007، ص 81-82.

⁵ Philippe Spieser, "la bourse", librairie Vuibert, France, 3ème édition, 2007, p 129-130.

ويتكون الخيار من عدة أركان هي:¹

- **مشتري الحق:** هو الذي له حق الخيار (خيار البيع أو الشراء) من محرر الاتفاقية ويدفع مقابل ذلك مبلغاً يتفق عليه بينهما كمكافأة أو تعويض للطرف الثاني محرر الاتفاقية، ومشتري الحق هو الذي يملك الحق في التنفيذ أو عدم تنفيذ الاتفاقية.
- **محرر حق الخيار:** يقوم ببيع حق الخيار لصالح المشتري ويحصل مقابل ذلك على مكافأة أو تعويض من مشتري الحق ويجب عليه التنفيذ إذا رغب مشتري الحق ذلك.
- **سعر التنفيذ:** يمثل السعر المحدد للورقة المالية الموجودة عند إبرام الاتفاقية بين مشتري الخيار ومحرره، وهو السعر الذي سوف يتم تنفيذ العقد أو الاتفاقية عليه.
- **السعر في السوق:** هو سعر الورقة المالية الموجود في السوق عند إبرام الاتفاق بين الطرفين.
- **تاريخ الانتهاء:** وهو التاريخ الذي يقوم به مشتري حق الخيار بتنفيذ الاتفاق، وهو في الخيار الأوروبي آخر يوم الاتفاق، بينما في الخيار الأمريكي خلال الفترة الممتدة من تاريخ إبرام العقد حتى تاريخ انتهائه.
- **المكافأة أو العلاوة:** وهي المبلغ المتفق عليه دفعه من مشتري حق الخيار إلى محرره كتعويض عن الحق المكتسب في التنفيذ من قبل مشتري الحق.

3. عقود المبادلة

يعرف عقد المبادلة على أنه: "اتفاق بين طرفين أو أكثر لمبادلة سلسلة من التدفقات النقدية خلال فترة لاحقة (مستقبلية)، لذلك فهي سلسلة من عقود لاحقة التنفيذ، حيث تتم تسوية عقد المبادلة على فترات دورية (يمكن أن تكون شهرية، فصلية، نصف سنوية... الخ).²

وتستخدم المبادلات للأسباب التالية:³

- ✓ الحصول على الفرق بين معدلات الإقراض في الأسواق المعومة وتلك الثابتة لمنشأتين أو ما يسمى بـ Quality speed.
- ✓ أنها أداة لإدارة المخاطر والتحوط.
- ✓ أنها منخفضة التكاليف.

¹ هاشم فوزي عباس العبادي، "الهندسة المالية وأدواتها بالتركيز على الاستراتيجيات والخيارات المالية"، الوراق للنشر والتوزيع، الأردن، 2008، ص 84-85.

² محمد محمود الداغر، مرجع سبق ذكره، ص 137.

³ سمير عبد الحميد رضوان، مرجع سبق ذكره، ص 218.

✓ أنها تتمتع بمرونة عالية (فكثير من المنشآت تضع مرونة المبادلات موضوع الاعتبار) فهذه المنشآت تستطيع أن تصدر سندات ذات سعر فائدة معلوم إذا ما استشعرت أن أسعار الفائدة تأخذ اتجاهها تراجعياً، وإذا ما استشعرت نقيض ذلك فإنها تقوم بتحويلها إلى سندات ذات عائد ثابت.

الفرع الثاني: المتعاملون في البورصة

المتعاملون في سوق الأوراق المالية (البورصة) يتمثلون في ثلاث فئات هم:¹

أولاً المستثمرون: يكونون إما أفراد أو مؤسسات يدخلون سوق الأوراق المالية سواء الأولية أو الثانوية بغرض توظيف ما لديهم من أموال والحصول على عائد أفضل مما هو متاح في مجالات أخرى، وعادة ما يلجأ لهذه الأسواق متعاملون يريدون استثمار أموالهم بطريقة تتيح لهم سرعة تسهيل ما لديهم من مدخرات دون دخول في مشكلات للمشروعات التي يشاركون فيها.

ثانياً: المضاربون: هم الذين يضعون أسعار معينة ويغرون آخرين للدخول بالشراء منها وغالباً ما تكون هذه الأسعار التي يضعونها غير حقيقية ولا تعبر عن أسعار المنتجات التي يعرضونها فهم يعتمدون في ذلك على الشائعات أو وسائل الإعلام أو الحصول على معلومات عن نشاط الشركات قبل غيرهم.

ثالثاً: السماسرة أو الوسطاء: يكونون إما أفراد أو مؤسسات وينظم القانون عمل هؤلاء ويضع الشروط الواجب توافرها فيهم، وهؤلاء السماسرة تصدر الأوامر من البائعين أو المشترين عند لحظة معينة وبأسعار معينة.

المطلب الثالث: وظائف وعمليات البورصة

إن البورصة قامت إلا لتؤدي وظائف تخدم الاقتصاد الكلي والاقتصاد الجزئي من تنمية واستثمار وتسهيل الأوراق المالية، وذلك يتم في شكل عمليات متتالية.²

الفرع الأول: وظائف البورصة

تؤدي البورصة عدة وظائف سواء للمستثمر الفرد، أو لشركات الأعمال أو الاقتصاد الوطني، وهذه الوظائف تتلخص في:

أولاً: ضرورة إتاحة سوق مستمرة للأوراق المالية

ذلك لإمكانية استرداد المستثمر لمدخراته، فالمستثمر يقبل على شراء الأوراق المالية طالما يمكن بيعها في أي وقت

¹ ياسر بوجسون ومشاري حمد زهرة، "الأسواق المالية الناشئة ودورها في تنمية الاقتصاد الوطني (دراسة تحليلية استشرافية)"، مجلة جامعة تشرين للدراسات والبحوث العلمية، سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية، مجلد 27، العدد 1، كلية الاقتصاد، جامعة دمشق، سوريا، 2005، ص 03.

² شعبان محمد إسلام البراوي، مرجع سبق ذكره، ص 45.

واستيعاد قيمتها عند الحاجة للنقد، فالتعامل في البورصة يتم من خلال مدخرات الأفراد (طبيعيين أو اعتباريين) المستثمرة في شكل أسهم وسندات.

والمعروف أن دوافع الادخار لدى هؤلاء متنوعة، وبصفة عامة يلاحظ أن المدخر يحتاج إلى مدخراته طبقاً لظروفه الطارئة والتي لا تكون محددة بزمن معين. كما يرغب أيضاً في استرداد هذه الأموال دون خسارة محسومة، وصاحب السهم لا يستطيع استرداد مدخراته في أي وقت، حيث أنها تتحول إلى موجودات في المنشأة وتبقى طالما أن المنشأة باقية، هنا يبرز دور البورصة حيث يستطيع من خلالها التنازل عن أسهمه بالبيع أو بأي وسيلة أخرى، وبهذه الميزة يمكن تحقيق التوازن من ناحية عرض المدخرات، وتلبية شروط المدخرات في سرعة حصوله على الاستثمارات لتلبية احتياجاته¹.

ثانياً: تنمية الاستثمارات اللازمة للتنمية الاقتصادية

تحتاج عمليات التنمية إلى رؤوس أموال كبيرة لا تتوفر لدى الدولة، وفي هذه الحالة بدلا من اتجاه الدولة للاقتراض الخارجي، فهي تلجأ للاقتراض الداخلي من خلال طرح سندات حكومية، كما أنه عند وجود بورصة للأوراق المالية سيسمح ذلك بتزويد السوق المالي بسيولة بشكل مستمر، من خلال اجتذاب رؤوس الأموال المحلية أو الخارجية لشراء الأسهم أو السندات والأدوات المالية الأخرى، مما يوفر قدراً غير قليل من الأموال اللازمة لتمويل المشاريع الاستثمارية وذلك بأقل تكلفة وبدون أثر تضخمية².

ثالثاً: المساعدة على تلاقي تقلبات الأسعار

البورصة في هذا المجال تقوم بدور لكسر حدة التقلبات والتي ترجع أساساً لانفعالات المتعاملين في البورصة (وقد تكون خاطئة) ويتحقق ذلك بأن يقوم أعضاؤها المتخصصون وعملائها المحترفون بتلقي أثر هذه الانفعالات، فيشترون ما يرون بحكم خبرتهم أنه عرض زائد نتيجة للتشاؤم، وكذلك يواجهون أي طلب زائد نتيجة التفاؤل الذي لا مبرر له. ويساعد ذلك على كسر حدة هذا الارتفاع أو الهبوط المفاجئ في الأسعار، وبعد أن تستقر الأمور وتهدأ الانفعالات يعاود المحترفون في البورصة القيام بعمليات عسكرية كما سبق القيام بها، إلى أن تستقر الأسعار في أوضاعها الطبيعية.

رابعاً: تعتبر مؤشراً للحالة الاقتصادية

البورصة تساعد في تحديد الاتجاهات العامة في عمليات التنبؤ، فهي تعتبر المركز الذي يتم فيه تجميع التذبذبات التي تحدث في الاقتصاد وتسجيلها، فحجم المعاملات يتم عن أهمية الأموال السائلة المتداولة، وكذلك فإن الأسعار التي يتم التعامل بها تنبئ عن السعر العام لعائد المبالغ المستثمرة. بالإضافة إلى ما سبق فإن ما يستخلص من جداول الأسعار

¹ وليد أحمد الصافي، "الأسواق المالية العربية (الواقع والأفاق)"، أطروحة لنيل درجة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2002-2003، ص 20-23.

² عبد النافع الزوري، "الأسواق المالية"، دار وائل للنشر، الأردن، 2001، ص 33.

العامة يعبر عن ارتفاع أو هبوط الميل لدى المنتجين نحو الإنتاج، ومما لا شك فيه أن هذه المعلومات تساعد على توجيه المستثمرين للأوراق المالية التي تدر عليهم الأرباح التي يرغبون بها.

خامسا: خلق رؤوس أموال جديدة

إن قيام أي فرد بالاكْتِتاب بأسهم شركة حديثة أو شراء كمية من السندات التي تصدر عن بعض الشركات، يعني أن هذا الشخص قد أضاف مصادر تمويلية جديدة للسوق، حيث لا يمكن لهذا المستثمر سحب أمواله إلا إذا حل محله مستثمر آخر وقام بشراء هذه الصكوك، وهذا يعني أن الاستثمار بالأوراق المالية يؤدي إلى إضافة رؤوس أموال جديدة لهذا السوق.

وتقوم الشركات الناجحة باستقطاع جزء من الأرباح السنوية للاحتياجات المختلفة وعندما نحتاج إلى هذه المبالغ لاستثمارها في أعمال الشركة نزيد من رأس مالها بتوزيع أسهم مجانية على مساهميها مقابل هذه الاحتياطات، أو بقيمة تقل كثيرا عن القيمة السوقية للسهم، وبذلك يزيد رأس مال المساهم كما يزيد حجم رؤوس الأموال المستثمرة في سوق المال، ولا تنقص إلا في حالات إفلاس الشركات والقيام بعمليات تصفيته.

سادسا: تعيين الفعالية الاقتصادية المثمرة

ذلك من خلال شراء الأوراق المالية للشركات والمؤسسات العامة في السوق والتي تقوم بتوزيعات مغرية، بدلا من أن يتم توجيه الأموال المستثمرة نحو الأنشطة غير منتجة كالمضاربة في العملة والعقارات والأراضي أو اكتنازها، كذلك نلاحظ أن الشركات الراجعة هي التي تمنح توزيعات مغرية مما يؤدي إلى زيادة الإقبال على الأسهم والسندات الصادرة عن هذه الشركة.¹

الفرع الثاني: عمليات البورصة

تنقسم عمليات البورصة سواء في البيع أو الشراء إلى عمليات عاجلة وعمليات آجلة.

أولا: العملية العاجلة

تتميز بأنها تتم فورا، حيث يجري دفع الثمن واستلام الأوراق المالية موضوع الصفقة حالا أو خلال فترة وجيزة جدا، ويجب أن تتضمن أوامر البورصة في العمليات العاجلة العناصر التي من شأنها أن تعين بكل وضوح الصفقة كبيان نوع وصفة الورقة المالية وكمية الأوراق المالية المطلوبة والمعروضة، وتحديد السعر الذي يرغب المتعامل في البورصة أن ينفذ أوامره بموجبه، ويجري تحديد نوع هذه الورقة المالية بكل دقة (أسهم عادية، أسهم تمتع، أسهم ممتازة، سندات أو قروض).

¹ خالد عجولي، "وظيفة الوساطة المالية في البورصة ودورها في تنمية التعاملات المالية (دراسة مقارنة لبلدان المغرب العربي)"، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة ماجستير في علوم التسيير تخصص نقود ومالية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، ديسمبر 2006، ص 18.

أما عن أسعار الأوراق فيحدد قانون العرض والطلب نظرا لتوفر حرية المنافسة، حيث يعمد المضاربين في البورصة إلى شراء الأوراق المالية بالسوق العاجلة ويعمدون إلى بيعها عند تحسن السوق للحصول على الربح الناتج عن بيعها مرة ثانية، وبإمكانهم أيضا جمع المدينين معا فيحصلون على فوائد لدى بقاء هذه الأوراق بحوزتهم و على الأرباح لدى بيعها مجددا عند تحسین أسعارها. وإذا كان المضارب يملك كمية كبيرة من الأوراق المالية تخوله أن يعقد صفقاته في السوق الآجلة فهو يفضل دوما أن يبيع في السوق الآجلة بأسعار أعلى من أسعار السوق العاجلة، ويجري إعادة إعلام العميل بالصفقات المعقودة لحسابه من قبل السماسرة خلال 24 ساعة من إغلاق البورصة، فإذا لم يعترض العميل على الصفقة بعد تبليغه هذا الإشعار اعتبر الأمر مبرما وترتب عليه إبرام الصفقة.

ثانيا: العمليات الآجلة

تتميز العمليات الآجلة في أن دفع الثمن وتسليم الأوراق المالية لا يتمان لدى عقد الصفقة بل بعد فترة تعين مسبقا تدعى "موعد التصفية" وتجري هذه التصفية عادة مرة في كل شهر، وكذلك قبل آخر جلسة من جلسات البورصة حيث تسوى الصفقات نهائيا بين المتعاملين في سوق الأوراق المالية بيعا وشراء، ويتم دفع الثمن وتسليم الأوراق فعلا خلال عدة أيام من تاريخ التصفية، ولما كان دفع الثمن وتسليم الأوراق المالية في العمليات الآجلة يتم بعد فترة يختلف بدؤها حسب الاتفاق المعقود بين الطرفين، فإن أنظمة البورصة اشترطت على المتعاملين في السوق الآجلة تقديم تأمين مالي حتى إبرام الصفقة نهائيا بشكل لا يلحق الضرر بأحد المتعاملين.¹

المطلب الرابع: أهم البورصات العالمية

تعتبر البورصات التالية من أهم البورصات في العالم، نظرا لحجم التعامل فيها وكذا تأثيرها على الاقتصاد والتجارة وسوق التداول في البورصات العالمية.

الفرع الأول: بورصة نيويورك (وول ستريت)

سميت بورصة "وول ستريت" نسبة إلى الشارع المتواجد فيه بنيويورك شارع وول ستريت، وتمثل هذه البورصة سوقا لحوالي 50% من الإنتاج الخام الأمريكي وهي التي تدير كافة الاقتصاد الأمريكي، ويمثل كل من مؤشر داو جونز DAW JONES (DJIA) الممثل للشركات الصناعية الكبرى وكذا مؤشر ناسداك NASDAQ الممثل للقطاعات التكنولوجية والمعلوماتية والاتصال أهم المؤشرات السائدة في التداول، وهذه البورصة من أقدم البورصات، وهي التي بدأت منها الأزمة الاقتصادية العالمية لسنة 1929²

¹ عبد الغفار حنفي، "الاستثمار في الأوراق المالية (أسهم، سندات، وثائق الاستثمار، الخيارات)"، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2000، ص77.

² أحمد بن يوسف الدريويش، "البورصة"، مجلة إضاءات، معهد الدراسات المصرفية، الكويت، العدد الخامس، يونيو-يوليو 2010، ص 3.

الفرع الثاني: بورصة طوكيو

سميت أيضا ببورصة كابوتوتشو KABUTO-CHO نسبة لاسم الشارع المتواجد فيه، وقد وضعت حسب إحصائيات عام 1990 في المرتبة الأولى عالميا من حيث حجم التداول فيها، والذي وصل إلى مليار دولار أي 40% من مجموع التداول العالمي، وهو رقم ضخم جدا كما تمثل سوقا لـ 13% من الإنتاج القومي الخام الياباني.¹

الفرع الثالث: بورصة اليورونكست (EURONEXT)

تعد اليورونكست أول بورصة أوروبية تأسست في 22 سبتمبر 2000 من خلال اندماج مؤسسات السوق لثلاث دول مختلفة هي: مؤسسات لبورصة باريس "Les sociétés Paris Bourses"، مؤسسة بروكسل "BRUXELS BXS EXCHANG" ومؤسسة أمستردام "AMSTERDAM EXCHANGE AEX" مشكلين بذلك سوق يورونكست "EURONEXT".²

وقد جاء تأسيس هذا الاتحاد استجابة للطلب المتزايد من السوق لتهيئة المناخ المناسب للارتقاء بالكامل من أسواق المال الأوروبية، وسد الحاجة المتنامية إلى السيولة وخفض التكلفة نتيجة البدء في تداول العملة الأوروبية الموحدة "اليورو" وتمتع اليورونكست بأكثر رسملة بورصية في منطقة اليورو (نسبة 51% من المجموع)، كما تمثل أكبر سوق للسلع في أوروبا وأكبر سوق للخيارات على مستوى العالم، وتعتبر بحق اندماجا دوليا بما يشمله من وحدات أعمال وكوادر إدارية وحملة أسهم وأعضاء من مختلف الجنسيات، وترمي اليورونكست أيضا إلى تقديم خدمات رفيعة المستوى للعملاء والوسطاء والمستثمرين ومصدري الأوراق المالية، وقد قام هذا الاتحاد في عام 2001 بالاستحواذ على سوق المشتقات بلندن LIFF* وعلى السوق البرتغالية في عام 2002، وقد تم في 14 أبريل دمج مجمع EURONEXT مع NYSE** ونتج عن ذلك ظهور أول بورصة عالمية هي: "NYSEURONEXT".³

¹ أحمد بن يوسف الدريويش، مرجع سبق ذكره، ص4.

² Henry Bourachot, Jean-Luc Rettel et Gille Reouard, "100 fiches pour comprendre la bourse et les marchés financiers", 2ème édition, Bréal, 2006, p74.

* LIF: London international financial futures and options exchange.

** NYSE: New York Stock Exchange.

³ صافية صديقي، "طرق تقييم وتحليل الأوراق المالية في ظل النظرية المالية السلوكية (مع التطبيق على بورصة باريس خلال الفترة الممتدة من 2007 إلى 2010)", مذكرة مقدم لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير تخصص مالية الأسواق، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2011-2012، ص 129-130.

المبحث الثاني: عموميات حول المؤشرات البورصية

ظهرت المؤشرات وتكررت عبر الزمن ابتداء من القرن 19م مثل مؤشر داوجونز الذي ظهر لأول مرة سنة 1884، حيث كانت تستعمل كوسيلة تعكس اتجاه سوق المال إلا أن المؤشرات عرفت قفزة نوعية خلال فترة الثمانينات للقرن 20، إذ انتقلت من مجرد أداة تعكس صدق اتجاه السوق المالي وسلوكه إلى أداة من الأدوات المالية المتداولة في الأسواق المالية تداول الأوراق المالية العادية الأخرى، حيث كان أول تداول سنة 1990.

المطلب الأول: مفهوم المؤشرات البورصية

سوف نتطرق في هذا المطلب إلى تعريف المؤشرات البورصية، أنواعها ثم إلى أهميتها.

الفرع الأول: تعريف المؤشرات البورصية

تعددت التعاريف المقدمة لمؤشرات سوق الأوراق المالية، ومنها نجد :

- مؤشر السوق هو قيمة رقمية تقيس التغيرات الحادثة في سوق الأوراق المالية، ويتم تكوين المؤشر أو تحديد قيمته في مرحلة أو فترة البداية، ثم يتم مقارنة قيمة المؤشر بعد ذلك عند أي نقطة زمنية وبالتالي يمكن التعرف على تحركات السوق سواء للأعلى أو للأسفل، حيث يعكس المؤشر أسعار السوق واتجاهها، ويمثل مؤشر السوق مقياسا شاملا لاتجاه السوق ويعكس الاتجاه العام لتحركات أسعار الأسهم، لذلك يمثل مؤشر السوق مستوى مرجعي للمستثمر عن سوق الأوراق المالية أو مجموعة معينة من الأسهم¹.
- يعتبر مؤشر البورصة أداة لقياس تطور أسعار الأوراق المالية المسجلة في البورصة بطريقة مستمرة ومنظمة.²
- يقيس مؤشر سوق الأوراق المالية مستوى الأسعار في السوق باستثناء عينة من أسهم الشركات التي يتم تداولها في أسواق رأس المال المنظمة وغير منظمة أو كلاهما، وغالبا ما يتم اختيار العينة بطريقة تسمح للمؤشر أن يعكس حالة سوق رأس المال المستهدفة قياسه³.
- المؤشرات البورصية هي تقنية تسمح بإعطاء نتيجة عددية بواسطة علاقة تبين تطور الكميات والأسعار عبر الزمن من أجل التعرف على أداء سوق الأوراق المالية أو قطاع اقتصادي معين أو محفظة مالية، مع إمكانية مقارنتها مع تمثيليتها في نفس السوق أو الأسواق المالية الأخرى.⁴

¹ محمد صالح الحناوي وجمال إبراهيم العبد، "بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق"، الدار الجامعية، مصر، 2002، ص 251.

² Commission d'organisation et de surveillance des operations de bourse (cosob), guide de l'investisseur, Novembre, 1997, p21.

³ حسان خضر، "تحليلي الأسواق المالية"، سلسلة دورية تعني بقضايا التنمية في الأقطار العربية، العدد السابع والعشرون، مارس 2004، ص 7.

⁴ P/Topscalim, "Les indices boursière sur action", Economica, Paris, 1996, P9.

من خلال التعاريف السابقة يمكن إعطاء التعريف الشامل للمؤشرات البورصية: "على أنها تقنية أو أداة لقياس تطور الأسعار وكميات الأوراق المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية المنظمة وغير المنظمة أو كلاهما معا، من أجل التعرف على أداء السوق بصفة عامة أو قطاع سوقي بصفة خاصة بطريقة مستمرة ومنظمة في فترات زمنية محددة.¹

الفرع الثاني: أنواع المؤشرات البورصية

إن كافة المؤشرات تقريبا تستمد شكلها من المؤشرات الإحصائية والتي تنفرع من جهة إلى مؤشرات اقتصادية ومؤشرات مالية بورصية، ومن جهة ثانية تنفرع هذه الأخيرة إلى مؤشرات الأسهم وهي الأكثر استعمالا نظرا لمداولها الإقتصادي، مؤشرات السندات ومؤشرات العملات وغيرها.

أما من حيث الوظيفة أو الهدف تنقسم المؤشرات إلى:²

أولاً: مؤشرات عامة: تهتم بحالة السوق ككل أي تقيس اتجاه السوق بمختلف قطاعاته الاقتصادية ولذلك تحاول أن تعكس الوضعية الاقتصادية للدولة المعنية، خاصة إذا كانت العينة تتكون من جميع الأسهم المتداولة وأن جميع القطاعات ممثلة تمثيلا يعكس مساهمتها في التاريخ الداخلي الإجمالي مثلا، عندئذ يقال أن البورصة هي المرآة التي تعكس الوضعية الاقتصادية للبلاد محل الدراسة.

ثانياً: مؤشرات قطاعية: حيث تقتصر على قياس سلوك السوق بالنسبة لقطاع معين كقطاع الصناعة أو قطاع صناعة النقل أو قطاع الخدمات أو غيره من القطاعات، من الأمثلة على هذه المؤشرات مؤشر داوجونز للصناعة، مؤشر ستاندرد أند بور للخدمات العامة ... الخ .

ثالثاً: مؤشرات الأسواق: إذا كانت الدولة تتوفر على سوق ثانية تتداول فيها أسهم الشركات متوسطة الحجم، فإنه يمكن حساب مؤشر تلك السوق، وذلك بقصد معرفة اتجاهها، ونفس الشيء إذا كانت تتوفر على سوق ثانية لتداول أسهم الشركات الصغيرة، ومن حيث إمكانية تداولها تنقسم المؤشرات إلى:

1. **مؤشرات متداولة:** إذ تجاوز عدد هذه المؤشرات التي تتداول في بورصات خاصة بها ثلاثين مؤشرا بحلول سنة 1990، وذلك بالرغم من أن أول بورصة من هذا النوع قد فتحت في "كنساس سيتي" بال و.م.أ في 1982 وكمثال على ذلك مؤشر "Nikkei 225" ومؤشر "Nasdaq 100".

2. **مؤشرات غير متداولة:** وهي مؤشرات لا تتداول في البورصات مثل : مؤشر داوجونز وكافة مؤشرات البورصات العربية .

¹ بوكساني رشيد، "معوقات أسواق الأوراق العربية وسبل تفعيلها"، رسالة لنيل درجة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2005-2006، ص 113.

² محمد عبد الحميد عطية، "الاستثمار في البورصة"، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية، 2011، ص 373.

وعليه يمكن القول أن هناك العديد من المؤشرات المختلفة، سواء من حيث طريقة الحساب، أو الهدف، أو الجهة المشرفة، أو معيار آخر إلى درجة أن تنوع وتطور المؤشرات قد وصل إلى إنشاء مؤشرات المؤشرات.

الفرع الثالث: أهمية المؤشرات البورصية

تعتبر المؤشرات البورصية ذات أهمية في التنبؤ بالحالة الاقتصادية فهي تبني من أجل استخدامها في عدة مجالات تهم المستثمرين، ويمكن إجمال هذه الأهمية في نقاط التالية:

- يمثل نشاط المنشآت التي يتم تداول أوراقها المالية في سوق رأس المال الجانب الأكبر من النشاط الاقتصادي في الدولة، في حالة تميز سوق رأس المال بقدر من الكفاءة فإن المؤشر المصمم لقياس حالة السوق ككل يمكن أن يعكس الحالة الاقتصادية العامة للدولة، كما يمكن لمؤشرات أسعار الأسهم أن تتنبأ بالحالة الاقتصادية المستقبلية وذلك قبل حدوث أي تغيير قبل فترة زمنية.¹
- يعد المؤشر أداة جيدة للتنبؤ بالوضع الاقتصادية للبلاد وقرار المؤسسة بتخفيض حجم العائد، أو إلغاء قرارات التوسع أو تأجيلها، وضبط المصاريف تبني على أساس احتمال انخفاض في مستوى ربحية المنشآت في المستقبل، فبافتراض اتصاف البورصة بالكفاءة، فإن هذه التعليمات تترجم بانخفاض حجم التعامل بالبورصة وانخفاض مستويات أسعار القيم المتداولة فيها بالتبعية، مما يعني أن الأحوال الاقتصادية تؤثر على سعر السهم في السوق.
- تقييم الورقة المالية يتوقف على الأرباح المتوقعة والتي تعتمد على الظروف الاقتصادية المستقبلية، أما الأرباح الفعلية للمنشآت فهي تتأثر بالأحوال السائدة والتي سبق أن تأثرت بها أسعار الأسهم عندما كانت تلك الأحوال في تعداد الأحداث المتوقعة.
- تساعد المؤشرات في قيام السوق بإعادة تنظيم نفسه وعملياته مرة أخرى. حيث يمكن للراغبين في السوق تحديد مشاكل السوق والتي تؤدي لانحراف الأسعار، وتصويب اتجاه السوق ليعكس أسعار الأوراق المالية بشكل دقيق.²
- إحدى الاتجاهات في تحديد سعر السهم يتمثل في خصم التدفقات النقدية المستقبلية له، فإذا كان من المتوقع أن تتغير هذه التدفقات (بالزيادة أو النقص) فسوف يعكس المؤشر هذه التوقعات للمساهمين والمستثمرين في السوق.

¹ قاسم شاوش لامياء، "الأسواق المالية الناشئة مع دراسة حالة البورصة الجزائرية"، مذكرة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة البليدة، الجزائر، 2005، ص 67-68.

² محمد صالح الحناوي وحلال ابراهيم العبد، مرجع سبق ذكره، ص 201.

■ يمكن للمستثمرين مقارنة أداء مؤشر سوق المال بمؤشرات أسواق المال في العالم، وسوف يؤدي ذلك إلى تحديد اتجاهات السوق مقارنة بأسواق أخرى، مما قد ينجم عنه زيادة الاستثمارات الأجنبية خاصة في حالة كون السوق من الأسواق الواعدة.

. المطلب الثاني: استخدامات المؤشرات في أسواق الأوراق المالية

تعتبر مؤشرات أسواق الأوراق المالية بارومتر لقياس درجة تطور الاقتصاد بصفة عامة والسوق بصفة خاصة والقطاعات المكونة له بدرجة أحص، ويلخص المؤشر أداء السوق المالي الإجمالي حيث يتكون المؤشر من أسهم شركات في كل القطاعات المختلفة للاقتصاد، لذلك فهو يمثل أسلوباً سهلاً لتحويل أداء الاقتصاد إلى صورة كمية حيث تعكس المؤشرات الظروف الاقتصادية السائدة في السوق الأوراق المالية وتشخيص المشاكل التي تؤدي إلى انحراف الأسعار من أجل تصحيحها وتصويب اتجاه السوق ليعكس أسعار الأوراق المالية، ونظراً لاختلاف المؤشرات من سوق إلى سوق ومن قطاع إلى قطاع يؤدي ذلك إلى اختلاف اهتمامات الأطراف المستخدمة لهذه المؤشرات نظراً للدور الذي تؤديه، ومن بين تلك الاستخدامات نذكر:¹

الفرع الأول: متابعة أداء المحافظ الاستثمارية المالية

يعكس التغير الذي يطرأ على أسعار المؤشرات كافة التحركات في أسعار الأسهم المتداولة وبالتالي تعكس هذه المؤشرات أداء المحافظ الاستثمارية المالية المتنوعة تنوعاً جيداً. فقد يتسع المؤشر ليشمل كافة الأسهم المتداولة بالبورصة ويعبر عن العائد على الخطر المتوسط بالسوق، وبالتالي يمكن للمستثمر الفرد أن يقارن بين العائد على المحفظة الاستثمارية التي يحتفظ بها وبين العائد في السوق، وإذا ما رغب المستثمر في الأداء بصورة تتفق مع أداء السوق يمكن أن يكون محفظة استثمارات تكافئ محفظة الاستثمارات التي يتم على أساسها حساب المؤشر، ويجب مراعاة أن هناك مؤشرات يتم حسابها على أساس قطاعات مثل مؤشر ستاندرد أند بور لشركات المنافع العامة ومؤشر داوجونز لشركات النقل، وفي هذه الحالة لا يجب الاعتماد على هذه المؤشرات كمؤشرات لكل الأسهم المتداولة بالسوق بل تعتبر هذه المؤشرات مقاييس جيدة لمحافظ الاستثمارات التي تشمل أسهم الشركات المنافع العامة وشركات النقل.

الفرع الثاني: التنبؤ بحركة أسعار الأسهم بالبورصات

يمكن التوصل إلى نمط المتغيرات التي تطرأ على مؤشرات قياس حركة السوق من خلال التحليل التاريخي لتلك المتغيرات باستخدام تحليل السلاسل الزمنية والمتوسطات المتحركة بالتالي يمكن التنبؤ بالتطورات المتوقعة لحركة السوق في المستقبل، كذلك يمكن تحليل العلاقة بين المتغيرات الاقتصادية وتغيرات في أسعار الأسهم باستخدام الأساليب الإحصائية

1 أحمد سعد عبد اللطيف، "بورصة الأوراق المالية"، الدار الجامعية، مصر، 1998، ص 233-234.

مثل طريقة المربعات الصغرى وتحليل الانحدار والارتباط والتي تمكن من التنبؤ بحركة السوق، وتفيد هذه التحليلات متخذ القرار الاستثماري في ترشيد عملية اتخاذ القرار.

بالإضافة إلى هذه الاستخدامات يمكن إضافة الاستخدامات الآتية:¹

➤ الحكم على أداء الموردين:

وفقا لفكرة التنوع العشوائي يمكن للمستثمر العادي أن يحقق معدل عائد على محفظة مكونة من أوراق مالية مختارة عشوائيا، يعادل تقريبا معدل عائد السوق الذي يعكسه المؤشر، هذا يعني أن المدير المحترف الذي يشرف على محفظة مؤسسة مالية والذي يستخدم أساليب متقدمة في التنوع يكون ملزما بأن يحقق عائدا جيدا يعكس عائد السوق بصفة عامة، كذلك يجب على المديرين أن يأخذوا في الحسبان التباين بين مخاطر المحفظة ومخاطر السوق التي تنشط فيه.

➤ التنبؤ بالحالة الاقتصادية:

يشير بعض الباحثين في الاقتصاد إلى أنه إذا أمكن للمحللين الوقوف على طبيعة العلاقة بين بعض المتغيرات الاقتصادية وبعض التغيرات التي تطرأ على المؤشرات - وهو ما يشار إليه عادة بالتحليل الأصيل- تمكن من التنبؤ مقدما بما سيكون عليه حال السوق في المستقبل، وهذا من شأنه اتخاذ القرار السليم.

يمكن للمستثمرين مقارنة أداء مؤشر أسواق الأوراق المالية المحلية بمؤشرات أسواق الأوراق المالية الدولية، وسوف يؤدي ذلك إلى تحديد اتجاهات السوق مقارنة بأسواق أخرى مما قد ينجر عنه زيادة الاستثمارات الأجنبية خاصة في حالة ما كان السوق من الأسواق الواعدة.²

المطلب الثالث: تسجيل و بناء المؤشرات البورصية

إن استعمال المؤشرات في سوق البورصة يشكل مرحلة جد متطورة في عملية بناء المؤشرات، حيث ظهرت مؤشرات السوق البورصية في البداية كأدوات إحصائية لمتابعة نجاعة السوق المالي، إذ إن هناك عدة مؤشرات تحسب كل يوم، كل ساعة أو كل دقيقة، مما يسمح لنا باتباع تطور سوق البورصة في قطاع معين: مؤشرات قطاع البناء، قطاع السلع والتجهيز، قطاع السلع الاستهلاكية المعمرة، قطاع الخدمات... الخ.³

الفرع الأول : تسجيل المؤشرات في البورصة :

تعتبر ظاهرة تسجيل المؤشرات وتداولها في البورصات من أهم أوجه تطور الفكر المالي الحديث، حيث أصبحت المؤشرات التي كانت من العوامل المستعملة في التعرف على اتجاه السوق شأنا شأن الأدوات المالية التي تباع وتشتري في

1 منير إبراهيم هندي، "الأوراق المالية وأسواق رأس المال"، دار المعارف، الإسكندرية، 1999، ص 247.

2 محمد صالح الخناوي وجمال إبراهيم العبد، مرجع سبق ذكره، ص 252.

3عبد الغفار حنفي، "البورصات"، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2004-2005، ص 78.

البورصات، والفرق هنا هو ليس تبادل الأوراق المالية المكونة للمؤشر نفسه، وإنما يتم التعامل على توقعات المستثمرين بشأن تطورات أسعار تلك الأوراق، أي يتم تداول شيء غير ملموس.

أولاً: العمليات الآجلة على المؤشرات:

هي شراء العقود المستقبلية للأوراق المالية المتعلقة بتلك المؤشرات، إذ يقوم المستثمر بشراء عقود يلتزم بواسطتها ببيع أو شراء للمؤشر-الأوراق المالية المكونة للمؤشر- المعني في فترة قادمة هي فترة الاستحقاق وبسعر محدد مسبقاً ويكون مقدار الربح أو الخسارة بالنسبة لذلك المستثمر هي الفرق بين سعر المؤشر الذي دفعه وبين سعره في الفترة الاستحقاق.

وهذا النوع من العمليات هو شبيه بعمليات التعامل الآجل بمجموعة الأوراق المالية التي تكون المؤشر، لكن الفرق هو في تعدد العمليات في هذه الحالة الأخيرة وبالتالي ارتفاع التكاليف. يتم هذا النوع من العمليات في السوق الآجلة العالمية لفرنسا وفي بريطانيا، وتجدر الإشارة في هذا الصدد أن قيمة المؤشر تعطى بالنقاط، لكن عند تداول العقود المستقبلية فإن كل نقطة تقيم من قبل السلطات البورصية المعنية وتعطى لها قيمة نقدية مما يسهل تقييم العقود نقداً وليس بالنقاط، إن العمليات الآجلة للمؤشرات توفر ميزان لكل من البائع والمشتري، بالنسبة للبائع تضمن له عدم التعرض لخسائر كبرى أما بالنسبة للمشتري فإنها توفر له فرصة زيادة الأرباح وذلك عن طريق المضاربة.

ثانياً: الاختيارات على المؤشرات:

هذا النوع من الاختيارات يعطى للمشتري حق في الشراء أو بيع عقد من عقود المؤشر محدد مسبقاً مقابل دفع علاوة للطرف الآخر، أي تتداول الاختيارات الأوروبية والأمريكية وأن الاختيار يكون تسييقاً بالاختيارات التي تعقد على الأوراق المالية العادية، ونفس الشيء يمكن القول عن سعر الاختيار حيث يقدر بالنقاط لكن عند عقد الصفقات تعطى قيمة محددة لكل نقطة وبذلك يمكن للمتعاملين تسديد صفقاتهم نقداً.

الفرع الثاني: كيفية بناء المؤشرات البورصية

يوجد في الولايات المتحدة سنة 1989 تسعة عشر مؤشر لأسعار الأسهم، أربعة لأسعار السندات ومؤشرين لأسعار السلع المتعامل عليها في أسواق العقود المستقبلية، وعلى الرغم من التفاوت بين تلك المؤشرات من حيث كيفية بنائها، إلا أنها تقوم جميعاً على جانبين أساسيين هما: ملائمة العينة والتحديد الواضح لأوزان كل مفردة داخل العينة مع طريقة واضحة وبسيطة لحساب قيمة المؤشر .

أولاً: ملائمة العينة

- يقصد بالعينة في هذا الصدد مجموعة الأوراق المالية المستخدمة في حساب المؤشر، وهذه العينة ينبغي أن تكون ملائمة من ثلاثة جوانب هي: الحجم، الاتساع والمصدر.¹
1. **الحجم:** القاعدة العامة تقول أنه كلما زاد عدد الأوراق المالية التي يتضمنها المؤشر كلما أعطى المؤشر بوضوح نتائج أدق وكلما كان أكثر تمثيلاً لحالة السوق.²
2. **الاتساع:** يقصد به العينة المختارة للقطاعات المختلفة في السوق، فالمؤشر الذي سيهدف لقياس حالة السوق ككل ينبغي أن يتضمن أسهم منشآت في كل صناعة أو قطاع من القطاعات المكونة في الاقتصاد القومي، دون أن يكون هناك تحيز لفئة معينة من المنشآت (المنشأة الكبيرة مثلاً) في داخل الصناعة أو القطاع، وبالطبع لو أن المؤشر خاص بصناعة معينة حينئذ تقتصر العينة على أسهم عدد من المنشآت المكونة لتلك الصناعة والمختارة دون تحيز.³
3. **المصدر:** المقصود به هو مصدر الحصول على أسعار الأسهم الذي يبنى عليها المؤشر، حيث ينبغي أن يكون مصدر السوق الأساسية أين يتم تداول الأوراق المالية.⁴
- وما تجدر الإشارة إليه هو أنه إذا كان المؤشر يعبر عن أسهم قطاع معين مثل القطاع الصناعي، فيجب أن تكون كافة الشركات ممثلة في العينة دون تحيز لنوع معين من الشركات الصناعية.⁵

ثانياً: الأوزان النسبية

تعرف الأوزان النسبية في بناء المؤشرات بأنها القيمة النسبية للسهم الواحد داخل العينة، وبمعنى آخر أن يعطى وزن ترجيحي لكل عنصر يدخل في العينة، وهناك ثلاثة طرق شائعة لترجيح وتحديد وزن للسهم داخل مجموعة الأسهم التي يقوم عليها المؤشر وهي:⁶

1 قاسم شاوش لاميء، مرجع سبق ذكره، ص 67.

2 عبد الغفار حنفي، "استراتيجيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية الدار الجامعية"، الإسكندرية، 2007، ص 78 .

3 قاسم شاوش لاميء، مرجع سبق ذكره، ص 68.

4 عيسى تجاه، "تقييم أداء الأسواق المالية العربية (دراسة حالة الأردن)"، رسالة مقدمة استكمالاً لمتطلبات الحصول على درجة الماجستير في علوم التسيير، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، 2003، ص 83.

5 أحمد سعد عبد اللطيف، مرجع سبق ذكره، ص 236.

6 عبد الغفار حنفي، "البورصات"، مرجع سبق ذكره، ص 78.

1. الترجيح على أساس أسعار الأسهم الفردية

يتحدد الوزن النسبي للسهم في ظل هذا المدخل على أساس سعر السهم إلى مجموع أسعار الأسهم الفردية للمؤشر، فإذا كان هناك مؤشر معين يتكون من ثلاثة أسهم وكانت أسعار الأسهم على الترتيب 80 ون، و70 ون و50 ون. فإنه يتم تحديد الوزن النسبي للسهم بقسمة سعر السهم الفردي إلى مجموع أسعار أسهم المؤشر والتي تمثل في هذه الحالة القيمة المطلقة للمؤشر ويكون الوزن النسبي للأسهم الثلاث على النحو التالي على سبيل المثال:

الجدول رقم(01): مثال على الترجيح على أساس أسعار الأسهم الفردية

السهم	سعر السهم (و.ن)	الوزن النسبي لأسهم المؤشر
ا	80	$0.40 = 200 / 80$
ب	70	$0.35 = 200 / 70$
ج	50	$0.25 = 200 / 50$
المجموع	200	/

المصدر: عبد الغفار حنفي، "البورصات"، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2004-2005، ص78.

هناك مجموعة من الانتقادات الموجهة لهذه الطريقة نذكر منها:

- إن سعر الأسهم لا يعبر عن قيمة المنشأة، فقد تتساوي القيمة الإجمالية السوقية لأسهم شركتين على سبيل المثال ولتكن 1000000 ون، وأن عدد الأسهم للشركة الأولى والثانية على الترتيب 100 ون و25 ون، ويترتب الترجيح على أساس السعر أن يكون الوزن النسبي لأسهم الشركة الأولى معادلا لأربعة أضعاف وزن الشركة الثانية ويكون الوزن النسبي الأعلى ناتجا عن انخفاض عدد الأسهم المصدرة رغم تساوي القيمة الاقتصادية للشريكتين.
- بالإضافة إلى أن قيمة المؤشر تتأثر بعمليات تجزئة الأسهم دون أن يكون هناك تغير حقيقي في الأسعار.¹

2. الترجيح على أساس تساوي الأوزان

في ظل هذه الطريقة يتم ترجيح أسهم المؤشر باستخدام وزن متساوي لكل سهم من أسهم المؤشر أي معامل الترجيح، ويتم حساب هذا المعامل على أساس سعر السهم الذي يعادل مقلوب سعر السهم. ومن ثمة فإن الوزن النسبي المتساوي للأسهم = سعر السهم × معامل الترجيح.

¹ P. Topscalim, op cit, p25-30.

ومن الانتقادات الموجهة لهذه الطريقة أنها لا تعكس القيمة السوقية الإجمالية للأسهم المكونة للمؤشر حيث يقتصر الترجيح على أساس سعر السهم دون النظر في عدد الأسهم المتداولة بالإضافة إلى تغيير الوزن النسبي في البورصة.¹

3. الترجيح على أساس القيمة السوقية الإجمالية لأسهم المؤشر

في ظل هذه الطريقة يتم ترجيح أسهم المؤشر على أساس القيمة السوقية الإجمالية لها، ورغم معالجة هذه الطريقة لعيوب الترجيح على أساس سعر الأسهم الفردية للمؤشر، حيث لم يعد سعر السهم هو المحدد الوحيد للوزن النسبي، إلا أنها تتحيز للأسهم ذات القيمة السوقية الأكبر.² يمكن إيجاد قيمة المؤشر وفق هذا الأساس على النحو التالي:³

بفرض أن يوم البدء في استخدام المؤشر هو يوم (م) وأن القيمة التي سوف يبدأ بها المؤشر هي 100 (القيمة الأساسية للمؤشر)، وللتبسيط نفترض أن السوق يتكون من شركتين أ و ب وأن القيمة السوقية الإجمالية لليوم (م) هي:

الجدول رقم(02): مثال على الترجيح على أساس القيمة السوقية الإجمالية لأسهم المؤشر

الشركة	سعر السوق	عدد الأسهم	القيمة السوقية
أ	10	1500	15000
ب	20	2000	40000
المجموع	/	/	55000

وبفرض أن القيمة السوقية الإجمالية في اليوم التالي (1+م) هي:

الشركة	سعر الأسهم	عدد الأسهم	القيمة السوقية
أ	13	1500	19500
ب	22	2000	44000
المجموع	/	/	63500

المصدر: عبد الغفار حنفي، البورصات، مرجع سبق ذكره، ص 104.

1 P. Topscalim, op cit, p 30-39.

2 بوكساني رشيد ، مرجع سبق ذكره ، ص 116.

3 عبد الغفار حنفي، البورصات، مرجع سبق ذكره، ص 103-104.

وعليها يمكن حساب قيمة المؤشر في اليوم (1+م) بالصورة التالية:

$$\frac{115,45 - 100}{100} \times 6350 = \frac{100 \times (1+m)}{55000}$$

القيمة السوقية في اليوم (1+م)

القيمة السوقية في اليوم (م)

وهذا يعني ارتفاع السوق بمقدار 15.45 % $(15.45 = 100 / (100 - 115.45))$ %
يتضح من خلال التحليل السابق أنه:¹

- اختلاف قيمة وعائد المؤشر عن العائد الناتج عن تغير أسعار أسهم المؤشر.
- يتم الوصول إلى العائد الكلي للمؤشر عن طريق إضافة توزيعات أرباح على أسهم المؤشر إلى بسط معادلة العائد لتحديد العائد الكلي لمحفظة الأوراق المالية المكونة للمؤشر.

المطلب الرابع: بعض المؤشرات البورصية المشهورة

لقد صاحب التطور السريع في تكنولوجيا المعلومات والاتصالات ظهور العديد من المؤشرات لقياس أداء البورصات، التي يتم نشرها بواسطة البورصات ذاتها عن طريق المؤسسات الصناعية أو المعاهد الإحصائية أو المؤسسات المالية، وتقوم كل جهة من هذه الجهات بتصميم مؤشراتهما لتتنفق مع الحاجات المتنوعة للمستفيدين منها.²
تختلف هذه المؤشرات من دولة إلى أخرى ويرجع السبب في ذلك لاختلاف الأوراق المالية المتداولة في السوق من جهة وإلى الأوراق المالية التي تدخل في حساب المؤشر العام من جهة أخرى، كذلك تختلف مؤشرات أسواق الأوراق المالية تبعاً لأساليب بنائها، ولهذا سنحاول البحث في بعض مؤشرات أسواق الأوراق المالية الدولية الأكثر نشاطاً.³

الفرع الأول: مؤشرات سوق الأوراق المالية في الولايات المتحدة الأمريكية

من أشهر المؤشرات البورصية وأبرزها في التعبير عن وضعية أسواق الأوراق المالية في الولايات المتحدة الأمريكية هما مؤشر داوجونز الصناعي ومؤشر ستاندر أند بور.

أولاً: مؤشر داوجونز الصناعي (DOW DJONES)

يعتبر مؤشر داوجونز أحد أقدم المؤشرات فقد قام "تشارلز داو" والذي يصدر أحد أهم صحف المال والأعمال في الولايات المتحدة الأمريكية وهي صحيفة journal wall street في 16/02/1885 بإصدار مؤشر والذي عرف بمؤشر داوجونز، وكان يتضمن 12 سهماً منها 10 أسهم شركات السكك الحديدية وسهمين من أسهم الشركات الصناعية التي تعتبر آنذاك الأكثر نشاطاً في بورصة نيويورك، وبعد مرور أربع سنوات تضمن هذا المؤشر عشرون سهماً أي ثمانية عشر

1 بوكساني رشيد، مرجع سبق ذكره، ص 116

2 أحمد سعد عبد اللطيف، مرجع سبق ذكره، ص 222.

3 بوكساني رشيد، مرجع سبق ذكره، ص 117.

سهم من أسهم السكك الحديدية وسهمين من أسهم الشركات الصناعية.¹ وفي عام 1928 ارتفع حجم العينة ليصل إلى ثلاثين سهما ومنذ ذلك التاريخ لم يضاف أي سهم للعينة.²

يعتبر مؤشر داوجونز الصناعي مؤشر خاص بسوق نيويورك، يتم حسابه بواسطة المتوسط الحسابي للأسعار أو يتم تعديله بأخذ في الحسبان عملية إحلال الأوراق المالية داخل المجموعة المعتمدة في حساب المؤشر، و يتم حسابه على نصف ساعة وتضم المجموعة المعتمدة في حساب المؤشر 65 ورقة مالية الممثلة لـ 65 شركة موزعة كما يلي :

- ثلاثون شركة صناعية.

- عشرون شركة للنقل.

- خمسة عشر شركة من شركات المرافق العامة والخدمات.

ويتم حساب المؤشر على أساس سعر الإقفال للأوراق المالية المكونة للعينة المعتمدة في حساب المؤشر، ويتم الإعلان عنه بواسطة مجموعة من النقاط تتغير طبقا لحالة سوق الأوراق المالية. وما تجدر إليه الإشارة أنه يتم تمثيل 30 شركة داخل المؤشر بمعدل سهم لكل منها ولهذا وجهت للمؤشر عدة انتقادات موضوعية هي:

- يحتوي مؤشر داوجونز على 30 سهم فقط، حيث أن عدد الأسهم المتداولة ببورصة نيويورك في حدود 1700 سهم، وبالتالي فإن حجم العينة لا يمثل مجتمع الأسهم المتداولة إحصائيا خاصة أن هناك مؤشرات أخرى يصل حجم العينة فيها إلى 500 مفردة مثل مؤشر ستاندرد أند بور.
- هناك تحيز إلى حجم العينة ومدى تمثيلها لمؤشر داوجونز للشركات الصناعية.
- يتم ترجيح أسهم مؤشر داوجونز على أساس السعر السوقي وهذا يعني أن السهم ذو السعر المرتفع يكون له وزن أكبر داخل العينة.³

ثانيا: مؤشر ستاندرد أند بور (standard and poor)

بدأ تكوين مؤشر ستاندرد أند بور في 1957/04/03، ويعتمد أسلوب بناء هذا المؤشر على أساس القيمة. ويعتبر هذا المؤشر الأكثر شهرة واستخداما، وأصبح الآن يعرف باسم "S&P500" لأنه يتكون من 500 سهم تتوزع كما يلي: - 425 سهم من الشركات الصناعية.

- 25 سهم من المنشآت المنافع العامة أي قطاع الكهرباء، الماء... الخ

- 50 سهم من شركة الخدمات العامة.

¹ محمد صالح الخناوي وجلالي إبراهيم العبد، مرجع سبق ذكره، ص 256.

² منير إبراهيم هندي، "الأوراق المالية وأسواق رأس المال"، مرجع سبق ذكره، ص 261.

³ بوكساني رشيد، مرجع سبق ذكره، ص 118.

حيث تمثل هذه الأسهم 90% من الأسهم المسجلة في بورصة نيويورك.¹
 يضم هذا المؤشر معظم الشركات الكبيرة الحجم في مجال الصناعة، المنافع العامة والنقل، والشركات المالية بالولايات المتحدة الأمريكية مثل أ. ب. م (IBM) وشركة جنيرال موتورز General motors. حيث تحظى هذه الشركات بوزن نسبي في المؤشر عند مقارنتها بشركات صغيرة الحجم التي يضمها المؤشر، وما تجدر الإشارة إليه أن الزيادة النسبية في قيمة المؤشر تعادل نفس الزيادة في القيمة الإجمالية لأسهم المؤشر.²
 ويتم حساب مؤشر ستاندرد أند بور كما يلي:³

$$s\&p500 = \frac{\sum Pit Qit}{\sum Pit Qib} k$$

حيث : Pit : سعر السهم i في الفترة t

Qit : عدد وحدات السهم i في الفترة t

Qib : عدد وحدات السهم i في الفترة b

Pib : سعر السهم i في الفترة b.

K : رقم الأساس.

من الانتقادات الموجهة لمؤشر ستاندرد أند بور 500 هي تأثيره الشديد بالتغير في أسعار أسهم مرتفعة السعر والتي تمثل نسبة كبيرة من عينة المؤشر، أي قيمة المؤشر لا يتأثر بالتغير في أسعار الأسهم منخفضة القيمة، وخير مثال على ذلك تغير أسعار منشآت المنافع العامة التي تمثل 5% من العينة لا يؤثر على قيمة المؤشر الكلي.⁴

الفرع الثاني: مؤشرات سوق الأوراق المالية في اليابان

هناك مؤشران يكثر استخدامهما في البورصات اليابانية ولهما شهرة عالمية وهما:⁵

أولاً: مؤشر نيكاي (Nikkei)

تم إنشاؤه عام 1950 ويتكون من 225 مؤسسة يابانية كبيرة، وطريقة حسابه تقوم على جمع أسعار 225 مؤسسة لعينته والمجموع المحصل عليه يقسم على عدد المؤسسات المكونة للعينة، بمعنى أن مؤشر نيكاي هو الوسط

1 محمد صالح الخناوي وجمال إبراهيم العبد، مرجع سبق ذكره، ص 253.

2 أحمد سعد عبد الطيف، مرجع سبق ذكره، ص 248.

3 حمزة محمود الزبيدي، "الاستثمار في الأوراق المالية"، مؤسسة الوراق، الأردن، 2004، ص 116.

4 بوكساني رشيد، مرجع سبق ذكره، ص 119.

5 محمود أمين زويل البطريق يونس، "بورصة الأوراق المالية وموقعها من الأسواق"، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002، ص 123.

الحسابي للعينه التي يقوم عليها المؤشر، ومن نقائص هذا المؤشر أنه يتأثر بالأسعار العالية نسبيا والتي قد لا تكون بالضرورة أسعار أسهم المؤسسات ذات القيمة السوقية الكبيرة .

ثانيا: مؤشر توبكس: (Topix)

لقد تم إنشاؤه بتاريخ 1968/01/04 وأعطى له قيمة 100 بنفس التاريخ الذي أعتبر سنة الأساس، وهذا المؤشر يعتبر أهم من سابقه لأنه يغطي 1165 مؤسسة تمثل كل قطاعات الاقتصاد الياباني وجاء موزونا على أساس القيمة السوقية بكافة المؤسسات المكونة للمؤشر، ومن ثمة فإنه يعكس وضعية البورصات اليابانية بصورة أكثر صدقا من مؤشر نيكاي .

الفرع الثالث: مؤشرات الأسواق المالية في فرنسا

من المؤشرات الأكثر شهرة في البورصات الفرنسية نجد:¹

أولا: مؤشر كاك لكافة الأسهم *CAC

يعبر عن سوق الأوراق المالية ككل، وهو مؤشر أكثر تمثيلا واستعمالا من طرف شركة البورصات الفرنسية الذي يتكون من 300 مؤسسة في سنة 1991، وقيمة المؤشر في سنة الأساس هي 100 نقطة وذلك بتاريخ 1981/12/31.

ثانيا: مؤشر كاي CAC40

يتم حساب مؤشر CAC40 انطلاقا من عينة فرنسية مفيدة في سوق التسديد الشهري وهو موزون على أساس القيمة السوقية وذلك بقياس التغير في القيمة لعينة المؤشر بالنسبة لقيمتها السوقية في سنة الأساس بتاريخ 1987/12/31 بقيمة معطاة له بنفس التاريخ مقدرة بـ 1000 نقطة.

ويتم حساب مؤشر CAC40 وفق الشكل التالي:²

$$It = \frac{\sum_{i=0}^n Qit Cit}{Bo Kt} 100$$

T : يوم الحساب

*CAC : Cotation Assistée en continu.

¹ بوكساني رشيد، مرجع سبق ذكره، ص 121.

² حورية بديدة، "تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة المسعرة في السوق المالي، دراسة اختبارية وحديثة للمؤشر CAC40 خلال الفترة الممتدة ما بين 2007 و2009"، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير تخصص مالية أسواق، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرياح، ورقلة، 2011، ص 134.

W : عدد القيم في العينة.

Qit : عدد الأسهم (الأوراق المالية) المستخدمة في المؤسسة i في التاريخ t

Cit : سعر السهم (القيمة) i في التاريخ t .

Bo : الرسملة البورصية في يوم الأساس 1987/12/31.

Kt : المعامل المعدل في التاريخ t للرسملة القاعدية k0=1

الفرع الرابع: مؤشرات أسواق الأوراق المالية في بريطانيا

هناك مؤشرات أكثر استخداما وشهرة في بورصات البريطانية وهم : مؤشر فاين نشال تايمز 100، مؤشر فاين

نشال تايمز ال30 ومؤشر فاين نشال تايمز لكثافة الأسهم:

أولا: مؤشر فاين نشال تايمز 100 FT-SE100Chare index

يعد هذا المؤشر أحدث مؤشر يتم حسابه ونشره في بريطانيا ويعرف كذلك باسم (Footsi)، ويتكون من 100

سهم من أسهم الفائدة المتداولة ببورصة لندن حيث تمثل هذه الأسهم 100 شركة من أكبر شركات المساهمة من حيث

القيمة السوقية الإجمالية للأسهم المتداولة، وتمثل قيمة هذه الأسهم 70% من حجم رأس المال المتداول بالبورصة، وقد تم

حساب قيمة المؤشر على أساس أسعار الإقفال ليوم العمل المنتهي في 1983/12/30، وتم إعطاء قيمة أساس لهذا

المؤشر قدرها 100 في هذا التاريخ.

يعتمد في حساب هذا المؤشر على المتوسط الحسابي المرجح ويتم تعديله عند الضرورة للاستجابة للتغيرات التي

تؤثر على قيمة المؤشر والتي لا يرجع إلى حركة التعامل العادية بالسوق مثل التغير في رأس مال الشركات المصدرة لأسهم

المؤشر، ويتم حساب قيمته كل دقيقة من خلال نظام إلكتروني معين يطلق عليه باختصار مصطلح EPIC* ويتم نشره

على شاشات عرض ملحقه بحاسبات آلية يطلق عليها باختصار Topic** ببورصة إنجلترا، ويتم عرض قيمة المؤشر في

نفس الوقت بالمقصورة ويتم توزيع ونشر قيمة المؤشر من خلال الإذاعة ودور النشر.¹

ثانيا: مؤشر فاين نشال تايمز ال30 FT30chares index

يعتبر من أقدم مؤشرات أسواق الأوراق المالية البريطانية وأكثرها حساسا منذ عام 1935، ويضم 30 سهما لأكثر

الشركات الصناعية ببريطانيا، وما تجدر الإشارة إليه هو أنه يمثل 35% من جملة قيمة الأسهم المتداولة ببورصة لندن مما

يعكس تحركات السوق بالكامل وبالكفاءة.

* EPIC : Electronic price Information compute.

** TOPIC : Teletext out put of price Information computer.

¹ أحمد سعد عبد اللطيف، مرجع سبق ذكره، ص252-251 .

يعتمد في حساب هذا المؤشر على المتوسط الهندسي، ولا يتم ترجيح أسهم المؤشر حتى يتم إعطاء لكافة أسهم المؤشر أوزاناً متساوية، أي أنه يهمل حجم الشركات المصدرة لأسهم المؤشر.¹

ثالثاً: مؤشر فاين نشال تايمز لكافة الأسهم FT-All-Share

يضم هذا المؤشر مجموعة من المؤشرات الفرعية كل منها يختص بصناعة معينة أو قطاع معين والتي تمثل في مجموعها قيمة المؤشر العام، ويسمح هذا المؤشر بوجود مقاييس نوعية يمكن استخدامها كمؤشرات عامة للمحافظ الاستثمارية النوعية، ويقصد بها تلك المحافظ التي تحتوي على أسهم شركات تعمل في قطاع نوعي معين، كذلك يمكن استخدام المؤشر العام لكثافة الأسهم في حساب معامل المخاطرة المنتظمة التي يطلق عليها معامل بيتا "beta"، وهناك العديد من الصناديق الاستثمارية الإنجليزية التي تكون محافظ استثمارية بالاعتماد على مكونات أسهم هذا المؤشر، ويتم حساب هذا المؤشر بالاعتماد على المتوسط الحسابي كما في مؤشر فاين نشال تايمز الـ 100.²

¹ أحمد سعد عبد اللطيف، مرجع سبق ذكره، ص 252.

² بوكساني رشيد، مرجع سبق ذكره، ص 122.

خلاصة الفصل:

حاولت ولا تزال السلطات العمومية في كافة البورصات العالمية تحاول تحسين وتنظيم بورصاتها وأسواقها المالية من سنة لأخرى كلما طرأ طارئ، فالتطور السريع والعميق في علم المالية الحديثة مهد لظهور علم المؤشرات المالية التي أصبحت تسيّر الأسواق المالية وباتت هي ذاتها منتج مالي يتداول في البورصات الخاصة بها، ولما لهذه المؤشرات من أهمية فقد حاول الكثير من الاقتصاديين دراستها من حيث كيفية بنائها وطريقة حسابها ومدى استعمالها في التنبؤ وقدرتها على ذلك.

كما أنّ المؤشرات لها استخدامات عديدة تهم المستثمرين الأفراد وغيرهم من الأطراف التي تتعامل في أسواق رأس المال، وتأتي في مقدمة تلك الاستخدامات قياس مستوى الأسعار في السوق، إعطاء فكرة سريعة من العائد المتولد عن محفظة الأوراق المالية للمستثمر، والحكم على مستوى أداء المديرين المحترفين القائمين على إدارة محفظة الأوراق المالية للمؤسسات المتخصصة في الاستثمار، كما يمكن أن تستخدم أيضا لوضع تصور على حالة سوق رأس المال في المستقبل. تبقى المؤشرات لحد الآن هي الأداة الأكثر تعبيرا عن حالة السوق ورغم كل ما يوجّه لها من انتقادات، ويجادل المختصون في هذا المجال الحد بأكبر قدر ممكن من نقائصها في تصوير السوق ووضعيات الاقتصاد على الأمد القصير والأمد الطويل وتتوقف كفاءتها على كفاءة المعلومات التي بنيت على أساسها.

الفصل الثاني:

أزمة الرهن العقاري

تمهيد الفصل:

تعرضت البلدان المتقدمة النامية إلى أزمات مالية عديدة اختلفت في حدتها ومدتها بحسب الظروف المؤسسية والهيكلية التي واجهت هذه البلدان، وتعد أزمة الرهن العقاري -أزمة 2008- من أسوأ الأزمات التي عرفها التاريخ الاقتصادي خاصة بعدما ثبت عجز النظام الاقتصادي العالمي عن احتوائها والتخفيف من حدّة أثارها بشكل سريع وفعال، وتأتي خطورة هذه الأزمة من كون انطلاقتها كان من اقتصاد الولايات المتحدة الأمريكية الذي يشكل قاطرة النمو في الاقتصاد العالمي، فأكبر اقتصاد في العالم مهدد بالانزلاق إلى هاوية الكساد والإفلاس، فهي أزمة مالية أكثر منها أزمة اقتصادية، إذ أنها أزمة في القطاع المالي ولكنها تهدد بإغراق الاقتصاد العالمي بأكمله.

وللتعرف أكثر على حقيقة أزمة الرهن العقاري يتم التطرق في هذا الفصل إلى ثلاثة مباحث هي:

- عموميات حول الأزمات المالية.
- تشخيص أزمة الرهن العقاري.
- مواجهة أزمة الرهن العقاري.

المبحث الأول: عموميات حول الأزمات المالية

مازالت الأزمات المالية والاقتصادية العالمية تعصف باقتصاديات الدول المتقدمة والنامية على حدّ سواء، وقد تسارعت الأزمات المالية الحالية أكثر من السابق في ظلّ عوامة الأسواق المالية، وفي هذا المبحث نتطرق إلى عموميات حول الأزمات المالية من ناحية المفهوم، الأنواع، الأسباب، قنوات انتشارها والملامح التاريخية لبعض الأزمات المالية.

المطلب الأول: مفهوم الأزمات المالية

تعد الأزمات المالية من بين الظواهر الاقتصادية التي حظيت باهتمام العديد من المفكرين الاقتصاديين الذين حاولوا وصفها وإعطائها مفهوم محدد.

الفرع الأول: تعريف الأزمات المالية

أولاً: تعريف الأزمة: اختلفت التعاريف التي قدمت للأزمة حسب وجهات نظر المفكرين ويمكن إدراج بعضها فيما يلي:

➤ لغة: جمعها أزمات وأزم وإزم، والأزمة تعني الشدة القحط الضيق مطلقاً فتكون في الحرب، وفي القحط، وفي السياسة، وفي الاقتصاد.... الخ.¹

➤ اصطلاحاً: يعود أصل الكلمة إلى المصطلح اللاتيني (crisis) وإلى الكلمة اليونانية (krisis)، والأزمة مصطلح قديم ترجع جذوره التاريخية إلى الطب الإغريقي، وتعني نقطة التحول، أي أنها نقطة تحول حاسمة في حياة المريض، وهي تطلق للدلالة على حدوث تغير جوهري ومفاجئ في جسم الإنسان.²

➤ اجتماعياً: هي توقف الأحداث المنظمة والمتوقعة واضطراب العادة والعرف، مما يستلزم التغير السريع لإعادة التوازن لتكوين عادات جديدة أكثر ملائمة.

➤ سياسياً: تعني الأزمة حالة أو مشكلة تأخذ بأبعاد النظام السياسي تستدعي اتخاذ قرار لمواجهة التحدي الذي تمثله (إداري، سياسي، نظامي، اجتماعي، اقتصادي وثقافي)، لكن الاستجابة الروتينية المؤسسية لهذه التحديات تكون غير كافية، فتتحول المشكلة إلى أزمة تتطلب تجديدات حكومية ومؤسسية إذا كانت النخبة لا تريد التضحية بمركزها وإذا كان المجتمع يريد البقاء.³

¹ عصام نور الدين، "معجم نور الدين الوسيط (عربي - عربي)"، دار الكتب العلمية، لبنان، 2005، ص 96.

² كمال رزيق وعبد السلام عقون، "سياسات إدارة الأزمات المالية العالمية"، مكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع، الأردن، 2011، ص 17.

³ السيد عليوة، "إدارة الأزمات والكوارث"، الدار الجامعية، مصر، 2004، ص 13.

اقتصادياً: هي ظاهرة تعرف بنتائجها ومن مظاهرها انهيار البورصة وحدوث مضاربات نقدية كبيرة ومتقاربة وبطالة دائمة".¹

يستخلص من التعاريف السابقة بأن الأزمة عبارة عن موقف حرج ومعقد، وحالة من عدم التوازن تتسارع فيه الأحداث وتتلاحق وتختلط فيه الأسباب بالنتائج، مسفرة بذلك عن جملة من النتائج غير المتوقعة وصعوبة في اتخاذ القرارات، الشيء الذي يقتضي البحث عن أساليب وحلول مستحدثة وغير تقليدية للخروج منها أو التقليل من حدتها. كما يمكن أن تكون الأزمة نقطة تحول نحو وضع أفضل باعتبارها فرصة لتحديد نقاط الضعف في النظام المعني وإطلاق القدرات الإبداعية لبناء أسس نظام جديد أقوى.²

ثانياً: تعريف الأزمة المالية

ظهرت عبارة الأزمة المالية لأول مرة عند الكاتب "الكونت دي لاس كاز" "Conte de las cases" وذلك عام 1823. وتتضمن الأزمات المالية عموماً توليفات مختلفة من المشاكل النقدية والمصرفية ومشاكل الديون، وعلى هذا الأساس فقد تعددت مفاهيمها مع تعدد أنواعها وأشكالها.³

يقصد بالأزمة المالية "التدهور الحاد في الأسواق المالية لدولة ما أو مجموعة من الدول، والتي من أبرز سماتها فشل النظام المصرفي المحلي في أداء مهامه الرئيسية، والذي ينعكس سلباً في تدهور كبير في قيمة العملة وأسعار الأسهم لأهم الشركات الصناعية في السوق، وما لها من آثار سلبية على قطاع الإنتاج والعمالة وما ينجم عنها من إعادة توزيع الدخل والثروات فيما بين الأسواق المالية الدولية".⁴

تعرف الأزمة المالية بشكل خاص بأنها "انهيار النظام المالي برمته مصحوباً بفشل عدد كبير من المؤسسات المالية وغير المالية مع انكماش حاد في النشاط الاقتصادي الكلي".⁵

كذلك نجد أن "الأزمة المالية هي 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

¹ دنيال أرنولد، ترجمة عبد الأمير شمس الدين، "تحليل الأزمات الاقتصادية للأمس واليوم"، المؤسسة الجامعية للنشر والتوزيع، لبنان، 1992، ص 11-12.
² نادية العقون، "العولمة الاقتصادية والأزمات المالية: الوقاية والعلاج (دراسة لأزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية)"، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية تخصص اقتصاد التنمية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الحاج لخضر، باتنة، 2012-2013، ص 3.
³ بلعباس عبد الرزاق سعيد، "ما معنى الأزمة؟ الأزمة المالية العالمية أسباب وحلول من منظور إسلامي"، مركز أبحاث الاقتصاد الإسلامي، المملكة العربية السعودية، 2009، ص 8.

⁴ علي فلاح المناصير، وصفي عبد الكريم الكساسبة، "الأزمة المالية العالمية حقيقتها أسبابها تداعياتها وسبل العلاج"، المؤتمر العلمي الدولي السابع حول تداعيات الأزمة الاقتصادية العالمية على منظمات الأعمال (التحديات-الفرص-الآفاق)، جامعة الزرقاء الخاصة، عمان، يومي 10-11 نوفمبر 2009، ص 7.

⁵ السيد البدوي عبد الحافظ، "إدارة الأسواق المالية (نظرة معاصرة)"، دار الفكر العربي، مصر، 1999، ص 39.

من خلال تأثيراته على قرارات المستهلكين من أفراد وشركات، وبشكل غير مباشر من خلال تأثيراته على أسعار باقي الأصول الأخرى والموازنات المالية والوسطاء الماليين مثل البنوك".¹

كما يمكن تعريفها على أنها "انحياز مفاجئ في سوق الأسهم، أو في عملة دولة ما، أو في سوق العقار، أو في مجموعة من المؤسسات المالية لتمتد بعد ذلك إلى باقي الاقتصاد"²، ويحدث مثل هذا الانحياز المفاجئ في أسعار الأصول كنتيجة لانفجار فقاعة سعرية*.

من مجمل التعاريف المقدمة نستخلص أن الأزمة المالية "هي تلك التذبذبات العميقة التي تؤثر كلياً أو جزئياً على مجمل المتغيرات المالية، وعلى حجم إصدار وأسعار الأسهم والسندات، وإجمالي القروض والودائع المصرفية ومعدل الصرف، وتعتبر انحياز شامل في النظام المالي والنقدي."³ وإذا كانت الأزمة المالية لا تتعلق في بداية الأمر إلا بالأسواق المالية، فإن توسعها وتفاقمها يؤدي إلى آثار مضرّة بالاقتصاد الحقيقي من خلال تضيق الائتمان وانخفاض الاستثمار، مما يجر إلى أزمة اقتصادية، بل وحتى إلى ركود اقتصادي.⁴

الفرع الثاني: خصائص الأزمات المالية

كل الأزمات المالية مهما اختلف شكلها تتميز بمجموعة من الخصائص يمكن ذكرها فيما يلي:⁵

- **نقص المعلومات:** وتعني عدم توفر معلومات دقيقة عن أسباب حدوث الأزمة وحجمها، ويعود عنصر نقص المعلومات إلى حادثة الأزمة التي تتطلب على الأقل معلومات أولية حتى تكون الرؤية واضحة أمام متخذ القرار.
- **المفاجأة:** تتسم الأزمات بعنصر المفاجأة بحيث لا يمكن التنبؤ بها، ولا يكون هناك أي سابق إنذار، مما ينبئ بحدوث وضع جديد أقل ما يقال عنه أنه سيء.
- **تصاعد الأحداث:** حيث تتوالى الأحداث بسرعة لدرجة تضيق الخناق على من يمر بالأزمة، وعلى صاحب القرار.

¹ عبد الحكيم مصطفى الشرقاوي، "العولمة المالية وإمكانية التحكم في عدوى الأزمات المالية"، دار الفكر الجامعي، مصر، 2005، ص32.

² موسى اللوزي وآخرون، "التحديات التي تواجه منظمات الأعمال (الأزمة المالية العالمية)"، الجزء الثاني، مكتبة المجتمع العربي، الأردن، 2011، ص28

* الفقاعة السعرية: كما تسمى الفقاعة المالية أو فقاعة المضاربات، وتعرف بأنها تراكم الفروقات بين القيمة السوقية لأصل مالي وقيمتها الأساسية، أي ابتعاد القيمة السوقية لأصل مالي عن قيمته الحقيقية.

³ بن ثابت علال، "الأسواق المالية في ظل العولمة بين الأزمات ومظاهر التجديد"، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، فرع المالية، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، 2002 - 2003، ص 72.

⁴ بلعباس عبد الرزاق سعيد، مرجع سبق ذكره، ص 19.

⁵ محمود جاد الله، "إدارة الأزمات"، دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان، 2002، ص3

- **حالة الذعر:** يعني أن يكون هناك ارتباك ومخاوف كبيرة من حدة تصاعد الأحداث، بحيث تؤدي إلى تصرفات وردود أفعال غير مدروسة من الأطراف التي تتعلق بالأزمة.
- **فقدان السيطرة:** عندما تقع الأحداث خارج توقعات صاحب القرار وتكون هناك فجوة كبيرة بين استعداداته وحجم وخطورة الأزمة فإنه يفقد السيطرة عليها.
- **غياب الحل الجذري السريع:** بالطبع لا يستطيع صاحب القرار في المؤسسة أو في أي مكان أن يقوم بإيجاد حل جذري وسريع للأزمة، لكن يجب أن يختار من البدائل ما يخفف من حدة تلك الأزمة وبأقل تكلفة.

الفرع الثالث: دورة حياة الأزمات المالية

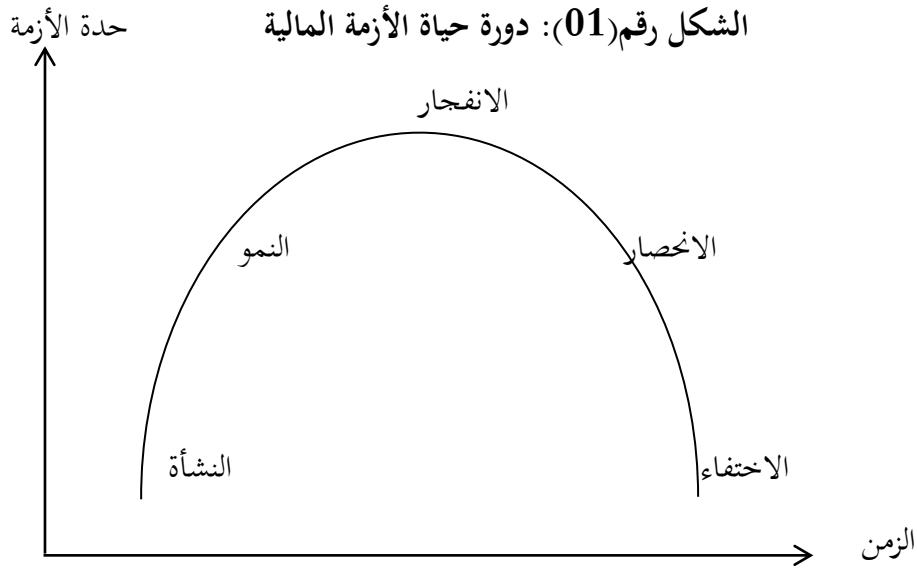
تمر الأزمات المالية بعدة مراحل تبدأ من النشوء إلى الاختفاء وهي كالتالي:¹

- **مرحلة الميلاد:** في هذه المرحلة تبدأ الأزمة بالظهور لأول مرة، حيث يكون هناك شيء ما يلوح في الأفق وينذر بموقف غير محدود المعالم أو الاتجاه أو الحجم أو المدى الذي سيصل إليه، ويرجع هذا إلى اتساع نطاق المجهول في الأزمة وغياب الكثير من المعلومات حول أسبابها وقوة الدفع المولدة لها وهنا يصبح من الممكن اكتشاف العوامل التي تؤدي إلى الأزمة، والتحضير والاستعداد بما يكفل الحيلولة دون حدوثها.
- **مرحلة النمو والانتعاش:** فيها يتعاضد الإحساس بالأزمة ويشعر بها الكثيرون ولا يستطيع متخذ القرار إنكارها نظرا لوجود ضغط مباشر فضلا عن دخول أطراف جديدة إلى مجال الإحساس بالأزمة، سواء لامتداد خطرها إليهم أو خوفهم من نتائجها، وهنا على متخذ القرار التدخل لإفقادها روافدها المحفزة والمقوية لها.
- **مرحلة الانفجار:** تصل الأزمة إلى هذه المرحلة عندما يخفق متخذ القرار في التعامل مع العوامل التي حركت الأزمة، والمتغيرات التي سببت حدوثها، وفي هذه المرحلة تصل إلى أقصى قوتها وعنفها، حيث تنفجر مولدة طاقة ضخمة ذات أبعاد مختلفة يصعب حصرها وحتى قياس حجمها.
- **مرحلة الانحصار والتقلص:** عندما يتم مجابهة الأزمة بعد انفجارها للتخفيف من أضرارها والتقليص من شدة آثارها، تبدأ في الانحصار والتقلص وتفقد جزءا هاما من قوة الدفع لديها غير أنه تجدر الإشارة إلى أن بعض الأزمات تتجدد عندما يفشل الصدام في تحقيق أهدافه.

¹ كمال رزيق وحسن توفيق، "الجوانب النظرية للأزمة المالية"، مداخلة مقدمة للمؤتمر العلمي الدولي السابع حول تداعيات الأزمة الاقتصادية العالمية على منظمات الأعمال، كلية الاقتصاد والعلوم التجارية، جامعة الزرقاء، الأردن، يومي 10 و 11 نوفمبر 2009، ص 5-6.

- **مرحلة الاختفاء:** تصل الأزمة إلى هذه المرحلة عندما تفقد بشكل شبه كامل قوة الدفع المولدة لها، أو لعناصرها وجزئياتها التي تنتمي إليها ومن ثمة تتلاشى مظاهرها وينتهي الاهتمام بها ويختفي الحديث عنها، إلا باعتبارها حدثاً تاريخي قد انحصر وانتهى.

ويمكن تمثيل المراحل التي تمر بها الأزمة من النشوء للاختفاء كما في الشكل التالي:



المصدر: كمال زيق وعبد السلام عقون ، "الجوانب النظرية للأزمة المالية"، مداخلة مقدمة للمؤتمر العلمي الدولي السابع حول تداعيات الأزمة الاقتصادية العالمية على منظمات الأعمال، كلية الاقتصاد والعلوم التجارية، جامعة الزرقاء، الأردن، يومي 10 و11 نوفمبر 2009، ص 5-6 ص 25.

المطلب الثاني: تصنيف وأنواع الأزمات المالية

تختلف تصنيفات الأزمات المالية وأنواعها وفقاً لمسبباتها، طبيعة القطاع الذي حدثت فيه ومدى حدتها.

الفرع الأول: تصنيف الأزمات المالية

يمكن تصنيف الأزمات المالية إلى أزمات مالية تقليدية وأزمات مالية جديدة.¹

➤ **الأزمات المالية التقليدية (أزمات العملة):** كان سبب أزمات العملة هو انتهاج السياسات المالية والنقدية التوسعية التي لا تخلو من تهور، وتؤدي إلى زيادة كبيرة في الطلب وسعر صرف أعلى من القيمة الواقعية للعملة وعجز غير قابل للاستمرار في الحساب الجاري لميزان المدفوعات ثم انخفاض في الاحتياطي النقدي إلى درجة من

¹ محمد الفينيش، "البلاد النامية والأزمات المالية العالمية، حول استراتيجيات منع الأزمات وإدارتها"، سلسلة محاضرات العلماء الزائرين رقم 17، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب البنك الإسلامي للتنمية، المملكة العربية السعودية، 2000، ص 15-16.

الخطر تؤدي إلى نشوب الأزمة، ومنع الأزمات في مثل هذه الحالات كان يعني إعادة التوازن المالي والنقدي قبل أن يفلت زمام هذه التجاوزات.

➤ **الأزمات المالية الجديدة:** لقد زادت إمكانية تعرض البلاد النامية لمثل هذه الأزمات في التسعينات لأن عددا كبيرا منها قام بتحرير القيود على حركة رؤوس الأموال بهدف تحقيق تكامل أوثق مع أسواق رؤوس الأموال العالمية وتحسين إمكانية الحصول على التدفقات الرأسمالية الدولية. لا شك أن مدى النفاذ إلى هذه الأسواق قد تحسن كثيرا ولكن ذلك كان على حساب زيادة في مخاطر التقلب وعدم الاستقرار، وظاهرة التقلب هذه ظاهرة معروفة في الأسواق المالية بما في ذلك سوق رأس المال الدولي، من الممكن أن تزيد التدفقات الوافدة عن الحد الذي يمكن تبريره وفقا للأساسيات الاقتصادية في بلد ما في حالة وجود توقعات حسنة يغلب عليها التفاؤل كما كان الأمر في جنوب شرق آسيا قبل الأزمة، ولكن من الممكن أيضا أن تزيد التدفقات إلى الخارج عن حد متناسب يمكن تبريره وذلك عندما تتغير التوقعات في الاتجاه المعاكس وانخفاض ثقة المستثمرين.

الفرع الثاني: أنواع الأزمات المالية

على اختلاف وتعدد أنواع الأزمات المالية والاقتصادية، فإنه في مجملها يمكن تصنيفها إلى الأنواع التالية:

أولا: أزمة مصرفية

تسمى أيضا الذعر المالي Financial Panics¹، تحدث الأزمة المصرفية عندما يواجه بنك ما زيادة كبيرة ومفاجئة في الطلب على سحب الودائع، فيما أن البنك يستخدم نسبة كبيرة من هذه الودائع في عمليات الإقراض والتشغيل، ويحتفظ بنسبة محددة من هذه الودائع لتلبية طلبات السحب اليومية المعتادة، ويواجه البنك أزمة مصرفية حقيقية عندما يواجه هذا الارتفاع المفاجئ والتزايد الكبير في الطلب على سحب الودائع والتي تتجاوز النسبة المعتادة للسحب، وبالتالي يحدث ما يسمى بأزمة سيولة لدى البنك²، ويمكن أن تتحقق هذه الحالة بتوافر ثلاث شروط³:

- أن تزيد المديونية قصيرة الأجل عن الأصول قصيرة الأجل.
- أن لا تحتوي السوق على دائن كبير يكون قادر على توفير التسهيلات للأزمة لسداد الالتزامات قصيرة الأجل.

¹ محمد الهاشمي حجاج، "أثر الأزمة المالية العالمية على أداء الأسواق المالية العربية"، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص مالية الأسواق، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2011/2012، ص 67.

² محمد نايف فارس غرابية، "تحليل الأزمات المالية وإمكانية التنبؤ بها"، قدمت هذه الرسالة استكمالاً لمتطلبات الحصول على درجة الماجستير في التمويل والمصارف، كلية إدارة المال والأعمال، جامعة ال البيت، الأردن، 2010، ص 27.

³ علاء الدين عوض الطراونة، "تطوير نظام إنذار مبكر لتوقع الأزمات الاقتصادية في الأردن"، رسالة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في الاقتصاد، كلية الدراسات العليا، الجامعة الأردنية، المملكة الأردنية الهاشمية، أوت 2004، ص 23-24.

• عدم وجود مقرض أخير أو نهائي .

عندما تتفاقم هذه الأزمة وتمتد إلى البنوك الأخرى فإن هذه الأزمة تصبح أزمة مصرفية. وليس بالضرورة أن تكون الأزمة المصرفية هي أزمة سيولة، فهذه الأزمة قد تكون أزمة ائتمان وتحدث هذه الأزمة عندما تمتنع البنوك عن إعطاء القروض ومنحها للزبائن رغم توافر الودائع لديها خوفا من عدم القدرة على تلبية طلبات السحب، وبالتالي تحدث أزمة في الإقراض، ومن حالات التعثر المالي "بنك بريطانيا" Overend & Gurney وبنك الولايات المتحدة الأمريكية Bank of United States عام 1931م وبنك Bear Stearns¹.

ثانيا: أزمة العملة:

تسمى أزمة سعر الصرف أيضا أزمة الصرف الأجنبي أو أزمة ميزان المدفوعات، وهي أزمة مالية تتمثل باتباع 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 باتباع سياسات نقدية توسعية تتمثل بالإصدار النقدي لتمويل هذا العجز مما يؤدي حتما إلى تصاعد معدلات التضخم ومن ثم ارتفاع سعر الصرف الحقيقي وبالتالي تزايد عجز الميزان التجاري وميزان المدفوعات، ومع استمرار هذا الوضع لفترة زمنية سوف يؤدي إلى استنفاد 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 بالضعف². وهو شبيه بما حدث في تايلند وكان السبب المباشر في اندلاع الأزمة المالية في جنوب شرق آسيا عام 1997م.³

عادة ما يسبق أزمة سعر الصرف تحركات غير طبيعية مثلة في مجموعة من المؤشرات أهمها:⁴

¹ نزهان محمد سهو، "أسواق الأوراق المالية في ظل تداعيات الأزمة الاقتصادية الراهنة"، مجلة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد 26، العدد 02، 2010، ص 659.

² عربي مدبولي أحمد، "التنبؤ بأزمات العملة في دول الأسواق الصاعدة وسياسات تجنبها (دراسة تطبيقية مع إشارة خاصة للاقتصاد المصري)"، رسالة مقدمة لنيل درجة دكتوراه الفلسفة في اقتصاديات التجارة الخارجية، كلية التجارة وإدارة الأعمال، جامعة حلوان، مصر، 2007، ص 16-17.

³ محمد الهاشمي حجاج، "أثر الأزمة المالية العالمية على أداء الأسواق المالية العربية"، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص مالية الأسواق، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرياح، ورقلة، 2011-2012، ص 67.

⁴ هيل عجمي جميل، "الأزمات المالي: مفهومها ومؤشراتها وإمكانية التنبؤ بها في بلدان مختارة"، مجلة جامعة دمشق، المجلد التاسع عشر، العدد الأول، 2003، ص 281-282.

- المبالغة في تقييم سعر الصرف حيث أن الزيادة الحقيقية في قيمة العملة والتي تحدث في إطار زيادة عجز الحساب الجاري هي مصدر زيادة تعرض الدولة للخطر، كذلك فإن نسبة النقد الموسع للاحتياطات تعكس إلى أي حد تعود 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 إلى ذلك فإن نسبة نمو عرض النقد الضيق والواسع تشكل مقاييس للسيولة حيث أن نسب 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.
- أيضا فإن النسبة المنخفضة 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 الإنتاج الصناعي وغيرها.

ثالثا: أزمة أسواق المال "حالة الفقاعات"

- هو ذلك الانخفاض الحاد في قيمة الأصول المالية، وهذا بعد أن سجل في فترات سابقة ارتفاع في قيمتها نتيجة للشعور التفاؤلي لدى جميع الأطراف من أن شراء الأصل اليوم وانتظار فترة لارتفاع أسعاره بنسبة أكبر وبيعها لتحقيق مكاسب هو أفضل استثمار، مما دفع كثير من الشركات إلى الاستثمار في هذا الأصل لأن عائده مرتفع، غير أن هذا الجنون الذي تعيشه أسواق المال لا يمكن أن يدوم ولا بد أن تحصل صدمة أخرى تنقض مساره، أي تدفع الأسعار وكمية السيولة إلى التراجع ومعها يتراجع الاقتصاد بالضبط فتحدث الأزمة البورصية¹، وخير مثال على هذا النوع من الأزمات هو أزمة فقاعات شركات الأنترنت عام 2000². ويميز فترة الأزمة البورصية عاملين هما:³
- عامل كمي: إذا انخفض مؤشر السوق بأكثر من 20% .

¹ أوكيل نسيم، "الأزمات المالية وإمكانية التوقي منها والتخفيف من أثارها- مع دراسة حالة أزمة جنوب شرق آسيا-"، رسالة لنيل درجة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة يوسف بن خدة، الجزائر، 2007-2008، ص 110.

² موسى اللوزي وأخرون، مرجع سبق ذكره، ص 29-30.

³ أوكيل نسيم، مرجع سبق ذكره، ص 110.

- عامل نفسي: المناخ متسم بشكل خاص بالتشاؤم، إذ نستطيع قراءة (أو نسمع) في وسائل الإعلام ملاحظات مثل النمو ليس على ما يرام، الأرياح ضئيلة، البورصة في تراجع... الخ.

رابعا: أزمة المديونية

تحدث أزمة الديون عندما يتوقف المقرض عن السداد، أو عندما يعتقد المقرضون أن التوقف عن السداد ممكن الحدوث، ومن ثم يتوقفون عن تقديم قروض جديدة ويحاولون تصفية القروض القائمة، بمعنى آخر تحدث أزمة الدين الخارجي عند وجود أحد البلدان في موقف يعجز معه عن الوفاء بخدمة دينه الخارجي سواء الكيانات السيادية أو الخاصة. وقد ترتبط أزمة الديون بدين تجاري (خاص)، أو دين سيادي (عام)، كما أن عدم قدرة القطاع العام بالوفاء بالتزاماته قد تؤدي إلى هبوط حاد في تدفقات رأس المال الخاص إلى الداخل، وبالتالي إلى أزمة في الصرف الأجنبي¹.

المطلب الثالث: أسباب الأزمات المالية وقنوات انتشارها

لكل أزمة مقدمات تدل عليها وشواهد تشير إلى حدوثها ومظاهر أولية وسطى ونهاية تفرزها، ولا يمكن إرجاع الأزمات المالية إلى سبب واحد أو سببين، فهناك جملة من الأسباب تتضافر في آن واحد لإحداث أزمة مالية، ومجموعة من القنوات تساهم في انتشارها.

الفرع الأول: أسباب الأزمات المالية

رغم اختلاف الأزمات المالية التي يشهدها الاقتصاد العالمي إلا أن هناك عدة عوامل قد تزيد من حدة وتأثير تلك الأزمات، ويمكن تلخيص أهمها فيما يلي:

أولاً: عدم استقرار الاقتصاد الكلي: تعد التقلبات في المتغيرات الداخلية والخارجية للاقتصاد الكلي عنصرا مهما في حدوث الأزمات المالية، وكما تشير إلى ذلك الأحداث التاريخية للأزمات، فعلى صعيد المتغيرات الخارجية نلاحظ تدهور شروط التبادل التجاري يعد عنصرا مؤثرا في حدوث الأزمات المالية، كذلك التغيرات في أسعار الفائدة العالمية والتي تؤثر على كلفة الإقراض وتدخل الاستثمار الأجنبي، كما تعد التقلبات في أسعار الصرف الحقيقية مصدرا مهما آخر من مصادر عدم استقرار سياسات الاقتصاد الكلي الخارجية، حيث تشير الدراسات إلى حدوث ارتفاع حاد في أسعار الصرف الحقيقية قبل حدوث الأزمة كأحد آثار ارتفاع الأرباح في التجارة الخارجية أو ارتفاع أسعار الفائدة المحلية، أما

¹ عبد المطلب عبد الحميد، الديون المصرفية المتعثرة والأزمة المالية المصرفية العالمية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2009، ص 189-190.

المتغيرات الداخلية فيعد التضخم من أهمها كونه يحد من قدرة القطاع المالي في مجال الوساطة المالية كما أنه قد يكون عامل مؤثر في حصول كساد اقتصادي.¹

ثانياً: سياسات سعر الصرف: يلاحظ أن الدولة التي انتهجت سياسة سعر الصرف الثابت كانت أكثر عرضة للصدمات الخارجية، ففي ظل هذا النظام يصعب على السلطات النقدية أن تقوم بدور مقرض الملاذ الأخير للإقراض بالعملة الأجنبية، حيث أن ذلك يعني فقدان السلطات النقدية لاحتياطياتها من النقد الأجنبي وحدوث أزمة العملة مثلما حدث في المكسيك والأرجنتين، وقد تمخض عن أزمة ظهور العجز في ميزان المدفوعات ومن ثمة نقص في عرض النقود وارتفاع أسعار الفائدة المحلية، مما يزيد من الضغوط وتفاقم حدة الأزمة المالية على القطاع المصرفي.²

ثالثاً: هشاشة القطاع المصرفي: يمكن القول أن التوسع الكبير في عمليات إقراض البنوك وأهتار أسعار الأصول المالية كانت عادة تسبق الأزمات المصرفية، فيلاحظ أن عدم التحضير الكافي للتحرير المالي في الثمانينات والتسعينيات وصغر حجم القطاع المالي وضعف الأطر المؤسسية القانونية والتنظيمية الذي رافقه تدفق كبير لرؤوس الأموال الأجنبية مع توسع في منح الائتمان غير المدروس، قد ساهم في حدوث العديد من الأزمات المالية في كوريا وتايلند وحتى في الدول المتقدمة و يمكن تركيز هشاشة القطاع المصرفي في الآتي:³

- **عدم الموازنة بين حجم الأصول وحجم الالتزامات للمؤسسات المالية:** إن من مؤشرات العمق المالي الاقتصادي المتقدمة هي ارتفاع نسبة النقود بمعناها الواسع إلى الناتج المحلي الإجمالي وليس كل هذه الزيادات حميدة، إلا أنه نتيجة للتقدم التكنولوجي ومعالجة المعلومات والتحسين في تنظيم القطاع المصرفي زادت نسبة النقود إلى الناتج الداخلي الخام في عينة من الدول النامية من 25% إلى 35% خلال المدة 1980-1993 بدون أن تحدث زيادة في رأس مال المصارف في تلك الدولة، وخير مثال على ذلك الأزمة المكسيكية.
- **عدم التحضير الكافي للتحرير المالي:** إن تحرير المشاريع بعد فترة من الانغلاق والتقييد يؤدي إلى حدوث أزمة، فعند تحرير أسعار الفائدة تفقد البنوك الحماية التي كانت تتمتع بها في ظل أسعار الفائدة المدار، ويتوافق ذلك مع التوسع في الائتمان الذي يؤدي بدوره إلى ارتفاع أسعار الفائدة المحلية، كما أن التحرير المالي يعني

¹ زايدي عبد السلام ومقران يزيد، "الأزمة المالية العالمية وانعكاساتها على الاقتصاديات العربية (دراسة حالة الجزائر، تونس، المغرب، ليبيا، مصر)"، الملتقى الدولي حول الأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية والمصرفية، المركز الجامعي خميس مليانة، الجزائر، يومي 5-6 ماي 2009، ص 10-11.

² نسيمه حاج موسى، "الأزمات المالية الدولية وأثارها على الأسواق المالية العربية من دراسة حالة أزمة الرهن العقاري خلال الفترة 2007-2008"، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل درجة الماجستير في العلوم الاقتصادية تخصص اقتصاديات المالية وبنوك، كلية العلوم الاقتصادية التجارية وعلوم التسيير، جامعة أحمد بوقرة، بومرداس، 2008-2009، ص 22-23.

³ موسى اللوزي وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص 32-33.

دخول مصارف أخرى إلى السوق المالي مما يزيد من الضغوط التنافسية على المصارف المحلية وقبول أنواع جديدة من المخاطر قد لا يحتملها المصرف.

● **التغلغل الحكومي في تخصص الائتمان:** تخضع القروض التي تضعها البنوك المملوكة للدولة لتوجهات حكومية بشكل مباشر أو غير مباشر أكثر من تلك التي تتعرض لها البنوك الخاصة، وبذلك تصبح تلك القروض التي تضعها البنوك العامة مصدر دعم حكومي لمساعدة مشروعات متعثرة ولأن هذه البنوك لا تواجه منافسة وتتمتع بوضع احتكاري، فإن الحكومة تقوم بتغطية خسائرها وتكون محمية من نظم وقواعد الإفصاح المالي وليس لديها ميل للابتكار وتشخيص المشاكل.

رابعا: تشوه نظام الحوافز: يساهم القائمون على الإدارات العليا في المؤسسات المالية بدور مهم في حدوث الأزمات المالية، من خلال سعيهم في الحصول على أرباح طائلة، أما المخاطر الناجمة عن التوسع في الإقراض فهي لا تهم مجال الإدارة في تلك المؤسسات - خاصة مع ضعف نظم الرقابة المصرفية والمحاسبية- والتي تهمهم فقط الأرباح القصيرة الأجل، حيث يتوقف عليها حجم مكافآت الإدارة، ومن هنا ظهرت أرباح مبالغ فيها ومكافآت مالية سخية لرؤساء البنوك، وكذا أدى الاهتمام بالأرباح في المدة القصيرة إلى تعريض النظام المالي للمخاطرة في المدة الطويلة مثلما حدث في أزمة الرهن العقاري.¹

خامسا: نظام المشتقات: هو اختراع مالي يمكن عن طريقه توليد موجات متتالية من الأصول المالية بناء على أصل واحد (التوريق)، إذ يمكن القول أنها معاملات وهمية ورقية شكلية تقوم على الاحتمالات ولا يترتب عليها أي معاملات للسلع والخدمات فهي بعينها مقامرة.²

سادسا: ضعف نظم الرقابة الإفصاح: يرى بعض المحللين أن ضعف النظم المحاسبية المتبعة والأطر التشريعية وإجراءات الإفصاح المحاسبي، خاصة فيما يتعلق بالديون المعدومة ونسبتها في محفظة المصرف والمقدرة الائتمانية للعملاء والمقرضين يقود إلى تدهور المعادلات الربحية، وتضعف من قدرة المشروع الخاص أو القائمين على إدارة وتقييم البنوك التي ترتكب أخطاء بدون معلومات تتسم بالدقة والموضوعية، خاصة إذا ترافق ذلك مع نظام الترابط يتسم بالتعقيد وبطئ الإجراءات الأمر الذي يرفع من تكاليف الإقراض.³

¹ ناجي التوني، "الأزمات المالية"، سلسلة دورية تعني بقضايا التنمية الاقتصادية العربية، المعهد العربي للتخطيط، الكويت، العدد 29، ماي 2004، ص 8.

² محمد نايف فارس غرابية، مرجع سبق ذكره، ص 43.

³ بريش عبد القادر وطرشي محمد، "التحرير المالي وعدوى الأزمات المالية"، الملتقى الدولي الثاني حول الأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية والمصرفية، المركز الجامعي خميس مليانة، الجزائر، يومي 5-6 ماي 2009، ص 11.

- سابعاً: أسباب أخرى: إلى جانب الأسباب سالفه الذكر هناك أسباب أخرى تتمثل فيما يلي:¹
- المتغيرات الدولية من كوارث طبيعية وحروب، وكذا الإشاعات والمعلومات غير الحقيقية .
 - تدفق ضخمة لرؤوس الأموال يصاحبها التوسع في عمليات الإقراض، فلا تراعي الجدارة الائتمانية في المقترض.
 - ضعف على مستوى هيئات الإشراف يؤدي إلى تزايد الشكوك في قدرة هذه المؤسسة على أداء التزاماتها.
 - الفشل في تطبيق السياسات المالية، النقدية والمضاربة على العملات.

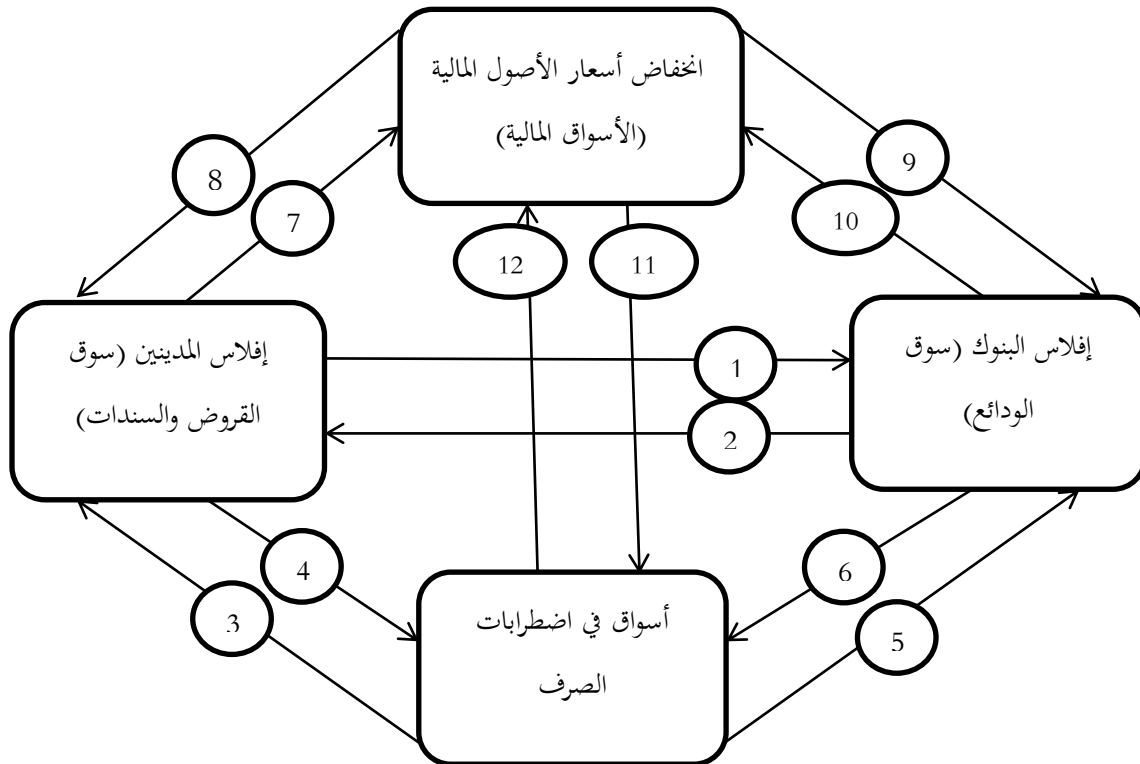
الفرع الثاني: قنوات انتشار الأزمات المالية

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

أولاً: الانتقال عبر أقسام النظام المالي الواحد

تمثل الأزمة المالية حالة اضطراب المالي تظهر في أحد أقسام النظام المالي الواحد والمتمثل في سوق الاستدانة، سوق الصرف، سوق الودائع والسوق المالية لكن سرعان ما تنتقل إلى الأسواق الأخرى عبر قنوات انتشار يمكن توضيحها في

الشكل التالي: الشكل (02): قنوات انتشار الأزمات المالية



Source: D.Lacoue Labartue, "Crises financière et leur propagation internationale in finance internationale : L'état actuel de la théorie", Economica, Paris, 1992, p420.

¹ كمال زيق وعبد السلام عقون، مرجع سبق ذكره، ص30.

يوضح هذا الشكل مختلف قنوات انتقال الأزمة المالية عبر أقسام النظام المالي الواحد وذلك على النحو التالي¹:

القناة الأولى: تمثل انتقال أزمة المديونية من سوق القروض والسندات نحو الجهاز المصرفي فالانقطاع عن دفع خدمة الديون الخاصة من طرف بعض الدول، قد يؤثر سلبا واحتمال إفلاسها.

القناة الثانية: توضح الحالة العكسية للقناة الأولى، حيث أن ظهور حالات إفلاس لدى البنوك سيؤدي إلى انخفاض تقديم القروض إلى المدينين وبالتالي احتمالات إفلاسهم كذلك.

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

القناة الرابعة: إفلاس المدينين من شأنه أن يحدث تخوف لدى المستثمرين، وبالأخص المستثمرين الأجانب فيقومون بالتخلي عن تلك السندات فيحدث هناك اضطراب في سعر صرف عملتها نتيجة كميات البيع الكبيرة المعروضة.

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

القناة السادسة: إذا تم إفلاس العديد من البنوك ذات التزامات مع الخارج خاصة، سيؤدي ذلك إلى تسجيل خسائر في الصرف من طرف الأعوان الذين يقومون بعمليات مع الخارج.

القناتين السابعة والثامنة: تمثل القناتين الانتقال من الأزمة في أسواق الأسهم إلى أزمة في أسواق السندات وهي غالبية الحدوث بالنظر إلى أن الاستثمار في السندات هو بديل عن الاستثمار في الأسهم.

القناتين التاسعة والعاشر: وتعتبر عن انتقال الأزمة من أسواق المال إلى أسواق الودائع والعكس، حيث أن عدد كبير من البنوك تعتبر كمتعاملين في السوق المالية، سواء كوسطاء ماليين أو تجار أوراق مالية كما أن البنوك في الدول المتقدمة تمتلك حصة كبيرة من رسملة السوق المالية، فقد تضطر بعض البنوك عند إفلاسها إلى بيع حصص أسهمها في السوق المالي ما ينتج عنه انخفاض في أسعار الأسهم وبالتالي حدوث أزمة في سوق رأس المال. كما أن الانخفاض الحاد في مؤشرات البورصة قد يؤدي إلى حدوث أزمة بنكية بإمكانية تعرض عدد كبير من البنوك للإفلاس باعتبارها متعامل في السوق المالي.

القناة الحادية عشرة: قد يؤدي انخفاض مؤشرات البورصة إلى طرح الأصول المالية من قبل المتعاملين في السوق المالي وحصولهم على السيولة مما يعني سحب العملة النقدية من السوق وبالتالي حدوث أزمة في سوق الصرف.

¹ محمد الهاشمي حجاج، مرجع سبق ذكره، ص71.

القناة الثانية عشرة: قد يؤدي تخفيض قيمة العملة إلى حدوث هلع كبير لدى المستثمرين الأجانب فيقومون بالتخلي عن أصولهم المالية المقيمة بتلك العملة والذي ينجم عنه انخفاض في أسعار الأصول المالية في السوق المالي.

ثانيا: الانتقال من دولة إلى دول أخرى

حتى الآن نكون قد تطرقنا إلى قنوات انتشار الأزمة المالية من أحد أقسام النظام المالي إلى باقي الأقسام، غير أن الأزمة المالية لا تكتفي بمس كافة النظام المالي بل تتسع لتنتقل إلى نظم مالية في دول أخرى غير الدولة المتعرضة للأزمة وذلك بالطرق والقنوات التالية¹:

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

المطلب الرابع: عرض بعض الأزمات المالية

لقد شهد العالم موجات متتالية من الأزمات، أدت في غالب الأحيان إلى إحداث ثغرات ضخمة في الاقتصاديات الدولية وضياع أصول مالية هائلة في الأسواق المالية لهذه الدول، مما يتطلب إعادة هيكلة جذرية للسياسات الاقتصادية المنتهجة. و بهدف التعرف على أهم الأزمات المالية التي زعزعت اقتصاديات هذه الدول، ارتأينا لدراسة بعضها كما يلي:

الفرع الأول: أزمة 1929

لقد عرفت فترة ما بعد الحرب العالمية الأولى نوعا من الاستقرار في العلاقات النقدية والمالية الدولية، واستفاد المواطنون في الولايات المتحدة الأمريكية من زيادات في المستوى المعيشي والاقتصادي عن طريق بعض سياسات الإقراض المسهلة وذلك نتيجة الإصلاحات النقدية والمالية التي شهدتها تلك الفترة، مما أدى إلى زيادة التوسع في الاقتراض لدى المواطن الأمريكي من أجل شراء مختلف المواد الاستهلاكية، وبالتالي زيادة حدة الديون، ونتيجة لهذه الأوضاع فقد شهدت ولاية فلوريدا منذ سنة 1925 ارتفاعا كبيرا في عمليات المضاربة العقارية *la spéculation*

¹ كمال رزق وحسن توفيق، مرجع سبق ذكره، ص 14.

(immobilière)، كما انصبت المضاربة على أسواق الأوراق المالية، فعرفت بذلك أسعار الأسهم ارتفاعا جد كبير¹.

وبفضل التسهيلات الائتمانية الممنوحة من قبل الجهاز المصرفي لدوي الدخول المنخفضة، تمكن الكثيرون من الاستثمار في البورصة. وشهدت "وول ستريت" مزيدا من الارتفاع في أسعار الأسهم خلال شهر سبتمبر من عام 1929، مع قيام المستثمرين بالاحتفاظ أو الزيادة في شراء الأسهم بالسوق، حيث وصل مؤشر داوجونز لمتوسط الصناعة إلى مستوى 381 نقطة. ولكن مع حلول شهر أكتوبر بدأت المشاكل، حيث تراجع هذا المؤشر بمقدار 49 نقطة وتحديدا في تاريخ 02 / 10 / 1929 ليصل إلى 332 نقطة، وقد أخذت حركات الانخفاض في التسارع اعتبارا من 18 أكتوبر 1929 حين هبطت قيمة الأوراق المالية في البورصة بشكل كبير ومفاجئ، حتى جاء يوم الخميس 24 أكتوبر 1929 وبدأ هجوم كثيف لطلبات البيع وتسجيل محافظ الأوراق المالية. واستمر سوق الأوراق المالية في الانهيار حتى بلغت خسارة البورصة في نيويورك في 13 نوفمبر التالي 30 مليار دولار، وظل ينخفض إلى أن فقد مؤشر داوجونز 89% من قيمته في عام 1932. واستمرت الأزمة حتى أن الأسواق المالية استغرقت عدة سنوات للتعافي من هذه الكارثة، واستعادة أسهمها لقيمتها الأصلية². وللتوضيح أكثر أنظر الجدول أدناه.

جدول رقم (03): تطور أسعار الأسهم في الولايات المتحدة الأمريكية خلال الفترة 1926-1938

السنوات الأشهر	1926	1927	1928	1929	1930	1931	1932	1933	1934	1935	1936	1937	1938
جانفي	102	106	137	193	149	103	54	468	84	81	114	148	100
فيفري	102	108	135	192	156	110	53	43	88	80	120	154	99
مارس	96	109	141	196	167	112	54	42	85	75	124	145	96
أفريل	93	110	150	193	171	100	42	49	88	79	124	144	86
ماي	93	113	155	193	160	81	38	65	80	86	118	138	86
جوان	97	114	148	191	143	87	34	77	81	88	119	134	92
جويلية	100	117	148	203	140	90	36	84	80	92	128	142	106
أوت	103	112	153	210	139	89	52	79	77	95	131	144	103
سبتمبر	104	129	162	216	139	76	56	81	76	98	133	124	104

¹ Jean kogej, Les Mutations de l'économie Mondiale, Ed Bréal, France, 2008, P108.

² وليد أحمد صافي، "الأزمة المالية العالمية 2008 طبيعتها، أسبابها، وتأثيراتها المستقبلية على الاقتصاد العالمي والعربي"، الملتقى الدولي الثاني حول الأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية والمصرفية، المركز الجامعي خميس مليانة، الجزائر، يومي 5 و6 ماي 2009، ص 8.

114	105	141	100	76	76	48	65	118	194	166	128	102	أكتوبر
114	96	146	110	80	77	45	68	109	145	179	131	103	نوفمبر
112	195	144	110	80	79	45	54	102	147	178	136	105	ديسمبر

المصدر: بوكساني رشيد، "معوقات أسواق الأوراق العربية وسبل تفعيلها"، رسالة لنيل درجة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2005-2006، ص 179.

الفرع الثاني: أزمة البورصات سنة 1987

شهدت البورصات العالمية يوم الاثنين 19 أكتوبر 1987 انهيارات كبيرة لم يشهد لها التاريخ مثلاً، وأعتبر ذلك اليوم أسوأ يوم تداول لمدة قرن على الأقل، وأطلق عليه يوم الاثنين الأسود (lundi noir)، وقد اختلفت الآراء حول تحديد البلد الذي بدأت منه بوادر هذه الأزمة حيث ساد الادعاء بأن الأزمة كان مصدرها أسواق الأوراق المالية في الولايات المتحدة الأمريكية ثم انتشرت إلى باقي الأسواق في العالم، بينما يرى البعض الآخر أنه حدث العكس، حيث ظهرت الأزمة في الأسواق الآسيوية تبعتها الأسواق الأوروبية ثم أسواق الولايات المتحدة الأمريكية.¹

بدأت الأزمة في اللحظات الأولى للافتتاح في يوم 19 أكتوبر 1987، وذلك بخلل في التوازن بين العرض والطلب، ليس في الأسواق الحاضرة فقط بل وأيضا في سوق العقود المستقبلية، وقد نشأ هذا الخلل من جراء سيل متدفق من أوامر البيع لم يسبق له مثيل، فقد تدافع المتعاملون لبيع أعداد كبيرة جدا من الأوراق المالية التي بحوزتهم ونجم عن هذا الاندفاع المتهور في البيع انخفاض حاد وسريع في أسعار الأوراق المالية المتداولة في هذا اليوم.² كما سجل مؤشر داوجونز لمتوسط الصناعة والذي يقيس تطور أسهم 30 شركة أمريكية انخفاضا بحوالي 22.5% من قيمة الأسهم المتداولة في هذا اليوم.³

إن حدوث مثل هذا الانهيار الكبير في الأسواق الأمريكية كان أمرا متوقعا حسب بعض الخبراء، فقد شهدت الأيام التي سبقت انهيار أسواق الأوراق المالية انخفاضا كبيرا في نسبة الاستثمار في الأوراق المالية، حيث بلغت نسبة الاستثمار في الأسهم حوالي 60% وانخفضت هذه النسبة إلى 26% نهاية سبتمبر 1987. كما شهدت بعض الأسواق الأوروبية هبوطا في الأسعار منذ منتصف شهر أكتوبر شأنها شأن الأسواق الآسيوية وبشكل خاص هونج كونج وماليزيا

¹ Benoît Mandelbrot, Richard L Hudson, " Une Approche Fractale des Marchés : risquer, perdre et gagner", Ed Odile Jacob, Paris, 2009, P 22.

² منير إبراهيم هندي، "الأوراق المالية وأسواق رأس المال"، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2002، ص 583-584.

³ David Swensen, " Gestion de Portefeuilles Institutionnels", Ed Maxima, Paris, 2009, P 235.

وسنغافورة¹. ويوضح الجدول الموالي الاتجاه التنازلي لمؤشرات الأسهم خلال سنة 1987 وخلال شهر أكتوبر من نفس السنة.

الجدول رقم (04): نسب التغيير في قيم مؤشرات الأسهم لبعض الدول خلال سنة 1987 وخلال أكتوبر من نفس السنة

بالدولار 1987		بالعملة المحلية أكتوبر 1987		البلد
4.7+	44.9-	03.6 -	41.8-	استراليا
0.7+	5.8-	17.6-	11.4-	النمسا
3.1-	18.9-	15.5-	23.2-	بلجيكا
10.4+	22.9-	00.4+	22.5-	كندا
15.5+	7.3-	4.5-	12.5-	الدنمارك
13.9-	19.5-	37.8-	22.9-	فرنسا
22.7-	17.1-	26.8-	22.3-	المانيا
11.00+	45.8-	11.3-	45.8-	هونغ كونغ
4.7+	25.4-	12.3-	29.6-	إيرلندا
22.3+	12.9-	32.4-	16.3-	ايطاليا
41.4+	7.7-	8.5+	12.8-	اليابان
11.7+	49.3-	6.9+	39.8-	ماليزيا
5.5	37.6-	0158.9+	35.00-	المكسيك
0.3+	18.1-	18.9-	32.3-	هولندا
23.8-	36.00-	28.7-	29.3-	نيوزيلندا

المصدر: منير إبراهيم هندي، "الأوراق المالية وأسواق رأس المال"، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2002، ص 590.

ومن خلال الجدول نلاحظ ما يلي²:

- أنه خلال عام 1987 لم يبدأ أي اتساق في اتجاه التغيير في أسعار السوق فبعضها كان موجبا والآخر سالبا، أما في شهر أكتوبر الذي حدثت فيه الأزمة فقد أخذت الأسعار في الاتجاه التنازلي.

¹ Claude Broquet, Robert Cobbaut et Roland Gillet, " Gestion de portefeuille", Ed de Boeck, Bruxelles, 2004 , P 433.

² بوكساني رشيد، مرجع سبق ذكره، ص 182-183.

- إنه بمقياس الدولار كان أداء سوق اليابان خلال عام 1987 متميزا، إذ سجل فيه المؤشر ارتفاعا بلغ 41.4 % ، أما أسوء أداء فقد كان لسوق نيوزيلندا حيث سجل المؤشر انخفاضا نسبته 23.7 %.
- بالنسبة للمكسيك أظهر المؤشر المحسوب على أساس الدولار لعام 1987 تحسنا ضئيلا 5.5% بالمقارنة مع التحسن المحسوب على أساس العملة المحلية 8.9% ويرجع الفرق لتدهور قيمة العملة المحلية.
- كان التدهور في قيم المؤشرات في شهر أكتوبر عامة ومع هذا فقد كان الانخفاض بالعملة المحلية والدولار عند حده الأدنى في النمسا والدانمارك واليابان، بينما كان في حده الأقصى في أستراليا وبعض دول آسيا ونقصد بها هونغ كونغ وسنغافورة وماليزيا.
- بترتيب الدول تصاعديا من حيث نسبة الانخفاض في قيم المؤشرات في شهر أكتوبر يأتي ترتيب الولايات المتحدة الأمريكية الخامس عند حساب قيم المؤشرات بالعملة المحلية، بينما يأتي ترتيبها الحادي عشر عند حساب قيم المؤشرات بالدولار.

الفرع الثالث: أزمة دول جنوب شرق آسيا

النمور الآسيوية أو المعجزة الاقتصادية الآسيوية تسميات عديدة أطلقت على دول جنوب شرق آسيا بداية باليابان ومرورا بالنمور الأربعة (كوريا، هونغ كونج، سنغافورة وتايوان) وانتهاء بالنمور الحديثة (ماليزيا، إندونيسيا وتايلند)، وقد حظيت هذه الدول بإعجاب واسع النطاق بإنجازاتها الاقتصادية وجذبها لرؤوس الأموال والمستثمرين الأجانب، وتمكنت من تحقيق معدلات نمو سريعة خلال العقود الثلاثة من القرن المنصرم باستثناء سنوات الأزمة المالية التي بدأت سنة 1997 وامتدت آثارها إلى نهاية القرن العشرين، وكانت من أهم الدول المتضررة من تلك الأزمة هي كوريا الجنوبية، تايلند، الفلبين، إندونيسيا وماليزيا.¹

بدأت الأوضاع في التغيير منذ شهر جويلية 1997 انطلاقا من تايلند وسرعان ما انتقلت العدوى إلى بقية دول جنوب شرق آسيا وإلى البلدان التي تعتبر الأقوى اقتصاديا في آسيا (اليابان، كوريا الجنوبية وهونغ كونج) بدرجات قد تكون متباينة ومتقاربة إلى حد ما. وفي الواقع إن تايلند التي انتشر منها الدعر إلى بقية الدول المجاورة قد بدأت عليها عوارض الأزمة منذ سنة 1996، حيث تراجعت صادراتها بشكل كبير نتيجة الارتفاع الذي شهده الدولار الأمريكي ذلك العام ما أدى إلى فقدان القدرة التنافسية لتايلند وبعض دول جنوب شرق آسيا.²

¹ Jean-Pierre Petit, "la bourse: rupture et renouveau", Ed Odile Jacob, paris, 2003, P 15.

² Luc Bosson, Corinne Evarard et Christian Jacques, "L'Asie du Sud-Est: des nouveaux pays industrialisés", Ed Boeck, Bruxelles, 1998, P29.

إن عدم وجود احتياطات النقد الأجنبي لتايلند وارتفاع حجم الديون الخارجية كانت أحد الأسباب التي عجلت تايلند بتعويم عملتها (البات)، حيث ومع استمرار الحكومة التايلندية في الدفاع عن عملتها البات لمدة طويلة ما أدى إلى استنزاف الجزء الأكبر من احتياطاتها من النقد الأجنبي، إلا أنها في النهاية تخلت عن ربط عملتها الوطنية بالدولار الأمريكي وشرعت في تعويمها وتهاوت العملة التايلندية على إثر ذلك إلى مستويات قياسية، وقد برزت هذه الصعوبات في مؤشرات أسعار الصرف في العديد من الاقتصاديات الناشئة كما أن العملات الرئيسية مثل الدولار الأمريكي والين الياباني كانوا عرضة للتقلبات في بيئة دولية مضطربة.¹

الفرع الرابع: انهيار أسعار الأسهم الأمريكية في أبريل 2000

شهدت أسواق الأوراق المالية الأمريكية في أبريل من عام 2000 تدهورا كبيرا لم تشهده من قبل منذ أزمة أكتوبر 1987، حيث تركز الانخفاض الحاد في أسعار أسهم الشركات المتطورة أو ما يسمى الاقتصاد الجديد (nouvelle économie).²

بدأت بوادر الخلل تظهر في الولايات المتحدة منذ شهر مارس 2000، حيث شهدت أسهم شركات التكنولوجيا والمعلوماتية موجة من البيع وبشكل لم يسبق له مثيل بعدما كانت من أكثر الأسهم إقبالا من قبل المستثمرين منذ أوائل الثمانينات من القرن الماضي نتيجة تسارع التقدم التكنولوجي وتحرير قطاع الاتصالات السلكية واللاسلكية.³ ومنذ مطلع القرن العشرين فقدت العديد من شركات التكنولوجيا والمعلوماتية الثقة نتيجة الأعمال والنائج المخيبة للآمال واضطر الكثير من المستثمرين إلى بيع أسهم هذه الشركات، حيث شهد شهر مارس 2000 موجة بيع كبيرة ما أدى إلى هبوط حاد لأسعار أسهم شركات التكنولوجيا.⁴

قبل وقوع الأزمة في وول ستريت في أبريل من عام 2000 كان العديد من المتعاملين وتحديدًا كبار رجال المال والأعمال قد حذر من انفجار الفقاعة المالية حيث أشاروا إلى أن أسعار الأسهم مبالغ فيها، كما كانت هناك بعض الإشارات التحذيرية لأزمة البورصات الأمريكية من قبل البنك الاحتياطي الفيدرالي منذ منتصف عام 1996 نتيجة المضاربة المفرطة من قبل المستثمرين والارتفاع المبالغ فيه لأسعار الأسهم، وبالأخص أسهم شركات التكنولوجيا والمعلوماتية، وعزز ذلك في رفع أسعار الفائدة وفي كل مرة يعلن إشارات الإنذار.⁵

¹ Andrew Harrison, Ertugrul Dalkiran et Ena Else, "Business international et mondialisation: vers en nouvelle Europe", Ed Boeck, Bruxelles, 2004, P264.

² محمد الهاشمي حجاج، مرجع سبق ذكره، ص 92.

³ H bourachot, G renouard et J L rettel, "100 Fiches pour comprendre la bourse et les marchés financiers", Ed Bréal, Paris, 2006, P182.

⁴ Elsa Poupardin, "Communiquer dans un monde en crise", Ed L'harmattan, Paris, 2005, P129.

⁵ محمد الهاشمي حجاج، مرجع سبق ذكره، ص 93.

المبحث الثاني: تشخيص أزمة الرهن العقاري

تشير معظم التقارير والتحليل الاقتصادية المعاصرة والمتاحة إلى أن جذور الأزمة المالية التي عصفت بالاقتصاد العالمي منذ سبتمبر 2008 تعود بصورة رئيسية إلى تداخل الكثير من الأسباب المالية والتنظيمية والتي كان لها أثر سلبي في تطور الاقتصاد العالمي الحر والمعلوم في إطار المنظومة الرأسمالية المسيطرة، وللوقوف على حقيقة الأزمة المالية العالمية وأبعادها المختلفة يقتضي منا البحث في الإطار الزمني لهذه الأزمة وكيفية نشأتها وظروف تطورها والتعرف على أسبابها وأهم الآثار الاقتصادية الناجمة عنها، ومدى تأثير التداخل بين الاقتصاديات الدولية على انتشارها بالصورة التي آلت إليها، مما جعلها تؤثر على معظم اقتصاديات العالم.

المطلب الأول: نشأة و تطور أزمة الرهن العقاري

هناك إجماع على أن البوادر الأولى للأزمة المالية العالمية نشأت من مشكلة الائتمان في مجال الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية والذي يعتبر أحد الأجزاء المهمة والكبيرة في القطاع التمويلي الأمريكي، ثم انتقلت كالعنقود إلى بقية النظام التمويلي من خلال أدوات مالية متطورة ومعقدة يصعب تحديد مستوى المخاطرة فيها مما أدى إلى حالة من عدم التأكد في اتخاذ القرارات وغموض كبير وحسائر كبيرة قدرت بمليارات الدولارات. وتميزت الأزمة المالية العالمية عن غيرها من الأزمات المالية السابقة كونها أكثر تعقيدا كما تميزت بسرعة انتشارها من الولايات المتحدة إلى الدول الأخرى¹.

الفرع الأول: جذور أزمة الرهن العقاري

لقد تم تحرير أسواق الرهن العقاري منذ الثمانينات من القرن الماضي في الولايات المتحدة الأمريكية وبريطانيا والعديد من الدول الأوروبية، بإلغاء القواعد التنظيمية التي وضعت في الحقبة الكثرية حدودا قصوى لقيمة القروض العقارية ولأسعار الفائدة وفترات السداد، كما وضعت أيضا قواعد ملزمة لترشيد استخدام الائتمان في أسواق الرهن العقاري. وتزايدت عمليات تحرير أسواق التمويل العقاري مع الإلغاء التدريجي للقيود على أسعار الفائدة، وقد ترتب على هذه الإجراءات الجديدة إنشاء سوق ثانوية للرهن العقاري التي خلقت سهولة ومرونة كبيرة في تمويل القروض العقارية عن طريق أسواق رأس المال وتعمقت العلاقة بين سوق النقد الممثلة في البنوك وسوق رأس المال².

¹ محمد الهاشمي حجاج، مرجع سبق ذكره، ص 96.

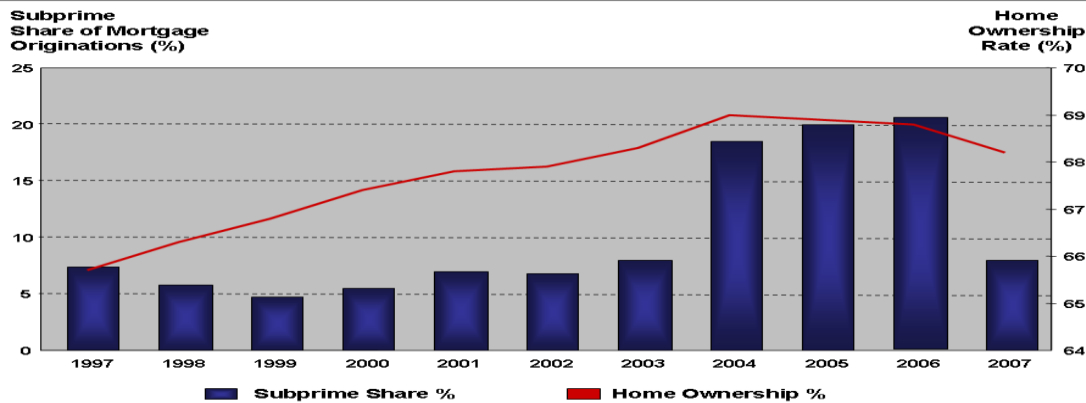
² صفوت عبد السلام عوض الله، "الأزمة المالية العالمية وتداعياتها على اقتصاديات دول مجلس التعاون الخليجي"، المؤتمر العلمي حول الجوانب القانونية والاقتصادية للأزمة المالية الحالية، جامعة المنصورة، مصر، 1 و 2 أبريل 2009، ص 4.

كما أنه في عام 1977 صدر بالو م أ قانون (Comminuty Rienvestement Act) الذي يقضي بأن الكل له الحق في امتلاك منزل هذا القانون دفع بالبنوك وصناديق التوفير إلى إقراض الفئات ذات الملائة المالية الضعيفة¹. كما ساهم ذلك في تحرير الأنظمة البنكية وإتباع سياسة نقدية توسعية من أجل زيادة وتيرة النمو الاقتصادي، فقد تم خفض معدلات الفائدة إلى مستويات متدنية، مع توسع البنوك في منح القروض العقارية نتيجة الوفرة في السيولة التي عرفتها الأسواق، بشكل أدى إلى زيادة حدة المنافسة فيما بينها لاجتذاب المقترضين وذلك بتسهيل وتبسيط إجراءات وشروط الحصول على القروض العقارية، مما أدى إلى توسع كبير في الائتمان العقاري وزيادة عدد المقترضين، مع ظهور حركة غير مسبوقة في سوق العقارات الأمريكية ما بين عامي 2001 و2007، تجسد في ارتفاع أسعار العقارات وظهور المضاربات المفرطة في الأسواق².

ونتيجة لانخفاض أسعار الفائدة بمستويات كبيرة وانفجار فقاعة أسعار قطاع تكنولوجيا المعلومات وتراجع معدلات العائد على الاستثمار في القطاعات البديلة لقطاع تكنولوجيا المعلومات حصل تحول واضح في الاستثمارات الشخصية لصالح الإسكان والعقار، قد شجع المواطنون الأمريكيون على التقدم لمختلف الشركات العقارية لشراء المنازل والعقارات، فحصل ارتفاع كبير في الطلب على العقارات. نظرا لأن أسعار العقارات بحسب طبيعتها في ارتفاع مستمر مع تيقن المقترضين من قدرتهم على سداد الأقساط الشهرية المطلوبة منهم³.

الشكل رقم(03): ملكية المنازل ومعدل الرهون العقارية في الولايات المتحدة للفترة 1997-2007.

U.S. Subprime Lending Expanded Significantly 2004-2006



Sources: U.S. Census Bureau; Harvard University- State of the Nation's Housing Report 2008

المصدر: محمد الهاشمي حجاج، "أثر الأزمة المالية العالمية على أداء الأسواق المالية العربية"، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص مالية الأسواق، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2011/2012 ص 98.

¹ Jacques Attali, "La crise et après", édition Sidia, Alger, 2009, p 44.

² محمد الهاشمي حجاج، مرجع سبق ذكره، ص 97.

³ زكريا بله باسي، "الأزمة المالية العالمية الجذور وأبرز الأسباب والعوامل المحفزة والدروس المستفادة من منظور الاقتصاد الإسلامي"، مؤتمر الجنان حول الأزمة المالية العالمية وكيفية علاجها من منظور النظام الاقتصادي الغربي والإسلامي، لبنان، 13-14 مارس 2009، ص 7.

غير أن عقد القرض الذي كان يتم إبرامه بين المؤسسة المالية وبين المقترض كان يتضمن شروطا مجحفة به أهمها:¹

- أسعار الفائدة متغيرة وليست ثابتة، وتكون منخفضة في البداية ثم ترتفع مع الزمن.
 - أسعار فائدة القرض العقاري ترتفع بصفة تلقائية، كلما رفع البنك المركزي سعر الفائدة.
 - إذا تأخر المقترض عن دفع أي قسط من القرض يجل أجله، فإن أسعار الفائدة تتضاعف بنحو ثلاث مرات.
 - المدفوعات الشهرية خلال السنوات الثلاث الأولى تذهب كلها لسداد فوائد القروض وهذا يعني أن المدفوعات لم تكن تذهب إلى ملكية أي جزء من العقار، إلا بعد مرور ثلاث سنوات.
- نظرا لارتفاع نسبة العمولة للعاملين في القطاع العقاري والشركات العقارية، عمد الكثير من العاملين في أقسام المبيعات والتسويق في تلك الشركات إلى إخفاء حقيقة ارتفاع تكلفة القروض العقارية ذات أسعار الفائدة المتغيرة وغيرها من أنواع القروض ذات أسعار الفائدة غير الثابتة حيث:²

- ارتفع عدد القروض المصدرة بشكل واضح خلال السنوات 2001 - 2003، وتراجع بعد ذلك نتيجة لارتفاع عدد القروض المتعثرة التي تم توريقها وبيعها في الأسواق المالية.
- استحوذ قروض الهيبرد "HM" إلى حوالي نصف القروض عالية المخاطر، وقروض الـ "HM" هي تلك القروض التي تحمل أسعار فائدة ثابتة في بداية عمر القرض (2-3 سنوات)، ومن ثم يعاد تحديد سعر الفائدة عليها وفقا لسعر مرجعي.
- أصبح نوع الإقراض بفائدة ثابتة "FRM" أقل من 20% من إجمالي عدد القروض عامي 2005 و2006، وبالمقابل كانت معظم القروض العقارية المقدمة في سوق الإقراض خالي المخاطر من نوع الفائدة الثابتة حيث شكلت حوالي 60-90% خلال الفترة 2001-2005 وفقا لدراسة قام بها بعض الباحثين.
- قفزت حصة القروض العقارية ذات أسعار الفائدة المعروفة بـ "ballon" عام 2006 لتصل نسبتها من إجمالي القروض عالية المخاطر إلى 25.2% مقابل 0.8% عام 2003 وهذه القروض تتطلب عادة دفع دفعة كبيرة في بداية القرض.

اندفعت المؤسسات المالية في الولايات المتحدة إلى تقديم تسهيلات ائتمانية مغرية وميسرة للغاية لجميع فئات الشعب الأمريكي وبالتقسيم المريح وبأسعار فائدة تتغير بتغير الوضع الاقتصادي وبدون ضمانات مالية سوى ملكية العقار، وهكذا تراكمت قروض الرهون العقارية ولأفراد لديهم تاريخ ائتماني ضعيف والبعض منهم ليس لديهم دخول

¹ ناصر مراد، "الأزمة المالية العالمية: الأسباب، الآثار وسياسات مواجهتها"، الملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر، أكتوبر 2009، ص 4.

² زكريا بله باسي، مرجع سبق ذكره، ص 9.

مالية ولا يملكون أصولاً يمكن اعتمادها ضمانات إضافية ولا حتى وظائف معروفة، ولهذا بلغت قروض الرهن العقاري مستويات غير مألوفة مع توالي امتداد ظلال الازدهار الكبير لسوق العقارات، واتجهت صناديق الأسهم العقارية العالمية إلى زيادة التداول وبشكل كثيف للأسهم العقارية ليس فقط في الولايات المتحدة الأمريكية بل في معظم الدول الأوروبية والعديد من الدول الآسيوية¹.

في غضون الارتفاع المتوالي لسعر الفائدة من جانب مجلس الاحتياطي الفدرالي الأمريكي منذ عام 2004 ليصل إلى 2.4% خلال عام 2007م، وما ترتب عن ذلك من تزايد أعباء القروض العقارية من حيث خدمتها وسداد أقساطها، خاصة في ظل التناقص عن السجل الائتماني للعملاء وقدرتهم عن السداد، أخذت أسعار العقارات في الانهيار وتوقف عدد كبير من المقترضين عن سداد الأقساط المالية المستحقة عليهم، وكان من نتيجة ذلك تكبد أكبر مؤسستين للرهن العقاري بالو.م.أ بشكل خاص والعالم بشكل عام، وهما: "Freddie mac، Fannie mac" خسائر بالغة أدت إلى التدخل الحكومي لإنقاذها ماليًا، وتوالت بعد ذلك خسائر المؤسسات المالية الواحدة تلو الأخرى. انكشف بذلك كل الحيل الاستثمارية لإخفاء القروض العقارية الرديئة، الأمر الذي أدى إلى فقدان الثقة فيما بين المؤسسات المالية، و توقف البنوك عن منح القروض لبعضها البعض، كما أصبح الاقتراض من الأسواق الثانوية في غاية الصعوبة خشية الانكشاف على مخاطر غير متوقعة².

في ظل هذا الواقع بدأت تظهر أزمة مالية خطيرة في سوق الرهن العقاري الأمريكية، وعملت على تهديد قطاع العقارات والبنوك والأسواق المالية ليس في الولايات المتحدة فحسب بل في العالم أجمع، لذلك قررت معظم البنوك الأوروبية وبعض البنوك الآسيوية تجميد صناديقها العاملة في المجال العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية³.

الفرع الثاني: المحطات التاريخية الكبرى لأزمة الرهن العقاري :

يمكن تلخيص أهم مراحل الأزمة المالية* التي ظهرت في الولايات المتحدة بداية 2007 وانعكست على معظم دول العالم في النقاط التالية:⁴

- **فيفري 2007م:** عدم سداد قروض الرهن العقاري (الممنوحة لمدينين لا يتمتعون بقدرة كافية على التسديد).

¹ رمزي محمود، "الأزمة المالية والفساد العالمي"، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2009، ص 22.

² غازي الصوري، "الأزمة المالية و تداعياتها على الاقتصاد العربي"، تاريخ الإطلاع 04 أبريل 2014، متاح على البريد الإلكتروني:

<http://www.ahewar.org/debat/show.art.asp?aid=%20150264>

³ محمد الهاشمي حجاج، مرجع سبق ذكره، ص 100.

* للتفصيل أكثر في مراحل أزمة الرهن العقاري أنظر الملحق رقم (1).

⁴ الداوي الشيخ، "الأزمة المالية العالمية انعكاساتها وحلولها"، مؤتمر الجنان حول الأزمة المالية العالمية وكيفية علاجها من منظور النظام الاقتصادي الغربي والإسلامي، جامعة الجنان، لبنان، 13-14 مارس 2009، ص 09-10.

- أوت 2007م: البورصات تتدهور أمام مخاطر اتساع الأزمة والمصارف المركزية تتدخل لدعم سوق السيولة.
- أكتوبر /ديسمبر 2007م: عدة مصارف كبرى تعلن انخفاض كبير في أسعار أسهمها بسبب أزمة الرهن العقاري.
- 22 جانفي 2008م: الاحتياطي الفدرالي الأمريكي يخفض معدل فائدته الرئيسية ثلاثة أرباع النقطة إلى 3.5% وهو إجراء ذو حجم استثنائي تم تخفيضه تدريجيا إلى 2% بين جانفي ونهاية أبريل.
- 17 فيفري 2008م: الحكومة البريطانية تؤمن بنك "wrothern rock"
- 11 مارس 2008م: تضافر جهود المصارف المركزية مجددا لمعالجة سوق القروض.
- 16 مارس 2008م: "Jp Morgan Chas" يعلن شراء بنك الأعمال الأمريكية "Bear Sterns" بسعر متدن ومع المساعدة المالية للاحتياطي الفدرالي.
- 24 أبريل 2008م: قام مصرف يو بي إس السويسري بنشر نتائج التحقيقات الداخلية حول الأسباب الحقيقية وراء خسارته الفادحة جراء أزمة الرهن العقاري الأمريكية، والتي أدت إلى شطب 40 مليار دولار من أصوله، في أكبر خسارة يتعرض لها أول بنك سويسري والمصنف الثالث أوروبا والأول عالميا في مجال إدارة الثورات الخاصة.
- 30 ماي 2008م: أكد مسؤول بوزارة الخزانة الأمريكية بأن أزمة الرهن العقاري بدأت تخف بعد الجهود التي قام بها الاحتياطي الفدرالي والبنوك المركزية الأخرى لضخ الأموال في المؤسسات المالية، وقال مساعد وزير الخزانة للشؤون الدولية إن الاحتياطي الفيدرالي والبنوك الأخرى تنسق جهودها لحماية النظام المالي من الاضطراب بعدما ظهرت أزمة قروض الرهن العقاري سنة 2007، كما أشار إلى أن المؤسسات المالية أبلغت عن خسائر فاقت 300 مليار دولار بسبب الأزمة المالية، لكن تم تخفيف هذه المشكلة بتوفير 200 مليار دولار من البنوك المركزية مما ساعد البنوك في توفير القروض.
- 7 سبتمبر 2008م: وزارة الخزانة الأمريكية تضع المجموعتين العملاقتين في مجال قروض الرهن العقاري "Fannis Mac Freddie Mac" تحت الوصاية طيلة الفترة التي تحتاجها لإعادة هيكلة ماليتهما مع كفالة ديونهما حتى حدود 200 مليار دولار.
- 15 سبتمبر 2008م: اعترف بنك Lehmann Brother بإفلاسه، بينما يعلن أحد أبرز البنوك الأمريكية وهو "Bank OF American" شراء بنك آخر للأعمال في "وول ستريت" هو "Merrill Lynch"، كما أن

- عشرة بنوك دولية تتفق على إنشاء صندوق للسيولة برأسمال 70 مليار دولار لمواجهة أكثر حاجاتها إلحاحا، في حين توافق البنوك المركزية على فتح مجالات التسليف، إلا أن ذلك لم يمنع تراجع البورصات العالمية.
- **16 ديسمبر 2008م:** الاحتياطي الفدرالي والحكومة الأمريكية يؤمنان أكبر مجموعة تأمين في العالم "أيه أي جي" المهتدة بالإفلاس، عبر منحها مساعدة بقيمة 85 مليار دولار مقابل امتلاك 79.9% من رأس مالها.
- **17 سبتمبر 2008م:** البورصات العالمية تواصل تدهورها، والبنوك المركزية تكثف العمليات الرامية إلى تقديم السيولة للمؤسسات المالية.
- **18 سبتمبر 2008م:** البنك البريطاني "Lloyd TSB" يشتري مناقصة "Hbost" المهتدة بالإفلاس، والسلطات الأمريكية تعلن أنها تعد خطة بقيمة 700 مليار دولار لتخليص البنوك من أصولها الغير القابلة للبيع.
- **19 سبتمبر 2008م:** الرئيس الأمريكي جورج بوش يوجه نداء إلى التحرك فورا حيال خطة لإنقاذ البنوك لتفادي تفاقم الأزمة في الولايات المتحدة الأمريكية.
- **23 سبتمبر 2008م:** الأزمة المالية تطغى على المناقشات خلال الجمعية العامة للأمم المتحدة في نيويورك والأسواق المالية تضاعف قلقها أمام المماثلة حيال الخطة الأمريكية.
- **26 سبتمبر 2008م:** انهيار سعر سهم المجموعة المصرفية والتأمين البلجيكية الهولندية "Fortis" في البورصة بسبب شكوك حول قدرتها على الوفاء بالتزاماتها، وفي الولايات المتحدة الأمريكية يشتري بنك "Morgan JP" منافسه "Waskington Mutual" بمساعدة السلطات الفيدرالية.
- **28 سبتمبر 2008م:** خطة الإنقاذ الأمريكية موضع اتفاق في الكونغرس، و في أوروبا يجري تعويم "Fortis" من قبل سلطات بلجيكا وهولندا ولوكسمبورج، وفي بريطانيا يجري تأمين بنك "Bradford" و "Bingley".
- **29 سبتمبر 2008 م:** مجلس النواب الأمريكي يرفض خطة الإنقاذ، وبورصة "وول ستريت" تنهار بعد ساعات قليلة من تراجع البورصات الأوروبية بشدة، في حين واصلت معدلات الفوائد بين البنوك ارتفاعا مانعة البنوك من إعادة تمويل ذاتها، وقبل رفض الخطة، أعلن بنك "City Corp" الأمريكي شراء منافسه "Wachovia" بمساعدة السلطات الفدرالية، وفي البرازيل تم تعليق جلسة التداول في البورصة التي سجلت خسارة تفوق 10%.
- **1 أكتوبر 2008م:** مجلس الشيوخ الأمريكي يقر خطة الإنقاذ المالي المعدلة.

المطلب الثاني: خصائص أزمة الرهن العقاري

تركت أزمة الرهن العقاري بصمة كبيرة على الاقتصاد العالمي، وقد تميزت بجملة من الخصائص تتمثل فيما يلي:

الفرع الأول: أزمة النظام الرأسمالي: الأزمة المالية العالمية هي السوق الحرة، مع غياب الشفافية وتراجع دور أجهزة الرقابة الحكومية والدولية وسيادة منطق الجشع ومذهب النفعية المفرطة.¹

الفرع الثاني: أزمة مالية عالمية: لعل الملفت للنظر بقوة أزمة الرهن العقاري الأمريكية خاصة منذ انفجار الفقاعة العقارية -bubble- بداية من 15-09-2008، سرعان ما تحولت إلى أزمة مالية عالمية أطلق عليها الأزمة المالية العالمية، فكيف تحولت تلك الأزمة التي كانت على نطاق الاقتصاد الأمريكي فقط إلى أزمة على نطاق العالم بأسره سواء كان نامي أو متقدم أي دول نامية ودول متقدمة، بل كان للأزمة المالية العالمية آثار مباشرة وأثار غير مباشرة وراحت تتصاعد هواجس الدخول في شبح الكساد العالمي الكبير الذي حدث عام 1929.

في البداية لوحظ انتقال العدوى على إثر هبوط قيم الأسهم في وول ستريت وكذلك انخفاض مؤشرات مختلف البورصات العالمية وحتى العربية.² ويمكن تحليل عالمية الأزمة المالية بالاعتماد على عدة عوامل تصب جميعها في محور واحد ألا وهو فقدان الثقة بالسياسة الاقتصادية الأمريكية، وذلك من خلال ما يلي:³

✓ **العامل الأول:** حجم الاقتصاد الأمريكي الكبير (ربع الاقتصاد العالمي تقريبا) وتشابكه مع اقتصاديات معظم دول العالم فالولايات المتحدة الأمريكية هي أكبر مستورد في العالم (حيث بلغت وارداتها السلعية 1919 مليار دولار أي 15.5% من الواردات العالمية حسب إحصائيات التجارة الخارجية لعام 2006 الصادرة عن منظمة التجارة العالمية). كما أنها أكبر مدين في العالم وصاحب أكبر بورصات العالم. ولذلك فإن ظهور بواذر الكساد في الولايات المتحدة الأمريكية سوف ينعكس على صادرات البلدان الأخرى وعلى أسواقها المالية.

✓ **العامل الثاني:** وجود مستثمرين أفراد وصناديق استثمار دولية، أي تستثمر في أكثر من سوق مالية حول لعالم وتنويع الاستثمارات بتوجيهها إلى عدة أسواق مالية في نفس الوقت حيث تعمل في حالة الأزمات المالية بسرعة فقد تخسر في سوق مالية مثل أمريكا، ولذلك تسارع لتعويض خسائرها من خلال بيع استثماراتها في أسواق مالية أخرى مثل الشرق الأوسط أو الأسواق الآسيوية، ولا يشترط أن يتم البيع لجني المكاسب وإنما قد يتم البيع والسحب لتفادي خسائر جديدة.

¹ عدنان السيد حسن، "فضايا دولية: الأزمة العالمية"، المؤسسة الجامعية للدراسات والنشر والتوزيع، لبنان، 2010، ص26.

² عبد المطلب عبد الحميد، مرجع سبق ذكره، ص282.

³ حماد طارق عبد العال، "حوكمة الشركات والأزمة المالية العالمية"، الدار الجامعية، مصر، 2009، ص 23-24.

✓ **العامل الثالث:** أدت الثورة التكنولوجية في الاتصالات والمعلومات والأنترنت إلى وصول المعلومات بسرعة إلى أنحاء العالم، وعندما يشاهد المستثمرون في مختلف أنحاء العالم انهيار اقتصاديات الدول الكبرى وانخفاض البورصات، فإنهم يتوقعون عودة السيناريو الأسوأ، ولذلك تحدث حالة نفسية تصيب عدد كبير منهم فيسارعون إلى بيع استثماراتهم حتى ولو كانت شركات جيدة.

✓ **العامل الرابع:** ربط كثير من الدول أسعار صرف عملاتها بالدولار، ولذلك فإن حدوث هبوط في سعر صرف الدولار الأمريكي مقابل العملات الرئيسية الأخرى مثل اليورو، الين والجنيه الإسترليني يعني خسارة نقدية للاستثمارات بالدولار سواء داخل أمريكا أو خارجها، وهكذا تحدث الخسارة للدول التي تعتمد عملاتها المحلية على سعر صرف ثابت أمام الدولار. ولذلك فإن أية أزمة مالية في الولايات المتحدة الأمريكية تقود إلى سحب الاستثمارات من هذه الدول لتنتقل إلى دول أخرى ذات عملة معومة مثل أوروبا ودول جنوب شرق آسيا.

✓ **العامل الخامس:** يتوافر لدى الدول المتقدمة (مثل الولايات المتحدة الأمريكية والدول الأوروبية واليابان) الكوادر والكفاءات والقدرات البشرية للتعامل مع الأزمات المالية بسرعة، وكذلك القدرة على التكيف مع الظروف المختلفة ومرونة الجهاز الإنتاجي لتفادي الآثار الوخيمة للأزمة على اقتصادياتها وتصديرها للآخرين، بالإضافة إلى ذلك لديها الموارد المالية الضخمة والاحتياطات الضخمة والاحتياطات الكبيرة لضخ الأموال للمساعدة في جهود الإنقاذ للشركات المتعثرة من ناحية، ولتحريك الطلب الداخلي من ناحية أخرى، في حين تعاني الدول النامية من نقص الامكانيات والقدرات المالية للتعامل مع مثل هذه الأزمات المالية العالمية من ناحية، وبطء التحرك من ناحية أخرى، ولذلك فإن من يدفع معظم فاتورة الخسائر هو الدول النامية.

الفرع الثالث: أزمة شاملة الهديد: إذ إنها أزمة لم يسلم منها أحد، حيث ضغطت الأزمة على الحكومات والشعوب معا، بمثل ما ضغطت على الشركات الكبرى ورجال الأعمال، وعلى الفقراء وذوي الدخل المحدود وراحت تهدد الإمبراطورية الأمريكية في عظمتها المالية والاقتصادية والعسكرية والتقنية، كما هددت الدول الصناعية في عالم الشمال والدول النامية في الجنوب. لذلك فهي أزمة عالمية بامتياز من حيث التهديد والضغط والمفاجأة، عندما راحت تتوسع وتنتقل من دولة إلى أخرى خارج نطاق التوقع أو التصور العالمي.¹

الفرع الرابع: أزمة عميقة: ذلك نظرا لحجم الخسائر التي تسببت فيها حيث فاقت الخسائر تريليوني دولار في بداية عام 2009، مما تطلب التدخل المباشر للدول لإنقاذ أنظمتها المالية التي كانت على وشك الانهيار، لثبات عدم جدوى

¹ عدنان السيد حسن، مرجع سبق ذكره، ص 09.

الأساليب التقليدية للسياسة النقدية التي عجزت على تقويم الاختلال ومعالجة أزمة السيولة التي أصبحت تعاني منها الأنظمة المالية وخاصة المصرفية.¹

الفرع الخامس: أزمة معقدة: إن أزمة الرهن العقاري أكثر تعقيدا من الأزمات السابقة لأن الابتكار المالي أدى (عن طريق تقنية التوريق) إلى ظهور أصول مالية غاية في التعقيد ومن الصعب تحديد مستوى المخاطرة فيها.² إذ إن تنامي وتعقد الحاجة التمويلية للمؤسسات الاقتصادية (خاصة تلك العاملة في مجال الابتكار والتكنولوجيا المتقدمة) وقصور الطرق التمويلية التقليدية على تلبيتها، دفع ببعض المؤسسات المالية المتخصصة إلى ابتكار وسائل تمويلية معقدة سميت بتقنيات الهندسة المالية من بينها: عمليات التوريق ورأس مال المخاطر.³

الفرع السادس: أزمة فقدان الثقة: لقد سحبت الأزمة كل كيان الثقة في:⁴

✓ لأنظمة التمويل والمالية الدولية: حيث ألت الأزمة بظلال كثيفة من الشك وعدم اليقين على معاملات البنوك حتى بين البنوك بعضها البعض وجعلت من الشكوك الأداة الأساسية في إجراء المعاملات.

✓ حرية المعاملات والتعاملات، حيث لم يعد هناك حرية كاملة بل أصبح هناك قيود على هذه العمليات والمعاملات، فضلا عن تأكيدات إعادة الثقة المفقودة، خاصة بين الأطراف الدولية المشتركة.

✓ حرية الأسواق وقدراتها على استعادة التوازن المفقود نتيجة الأزمة سواء لما تملكه من آليات فعالة لتصحيح أوضاعها، أو استعادة توازنها المفقود، أو ما لديها من فعالية كاملة في تحقيق هذا التوازن.

لقد نجحت الأزمة في إعادة تصوير أوضاعها وأدت إلى تفاعل حيوي وحركي وفاعل في الأسواق، وهو حاسم في

جعل الأزمة متعددة الجوانب والأبعاد بحيث جعلت من:⁵

➤ الجميع خاضعون لها.

➤ الجميع خادموها.

➤ الجميع شارك فيها.

¹ بن نعمان حمادو، "طبيعة الإصلاحات المالية والمصرفية في أعقاب الأزمة المالية 2008"، الملتقى العلمي الدولي حول الأزمة الاقتصادية الدولية والحكومة العالمية، جامعة فرحات عباس، سطيف، يومي 20-21 أكتوبر 2009، ص 02.

² عماد موسى، "أثر الأزمة المالية العالمية على الدول العربية"، المؤتمر الدولي حول دور القطاع الخاص في التنمية: تقييم استشراف، لبنان، أيام 23 - 25 مارس، 2009، ص 02.

³ بن نعمان حمادو، مرجع سبق ذكره، ص 05.

⁴ محسن أحمد الحضري، "الإعصار التمويلي"، أترك للنشر والتوزيع، مصر، 2009، ص 69.

⁵ نفس المرجع، ص 69.

المطلب الثالث: أسباب أزمة الرهن العقاري

لقد ساهمت عوامل متعددة في تشكل وانفجار أزمة الرهن العقاري التي بدأت بوادرها الأولى من الولايات المتحدة الأمريكية لتشمل باقي دول العالم، ويمكن إجمال أهم هذه الأسباب فيما يلي:

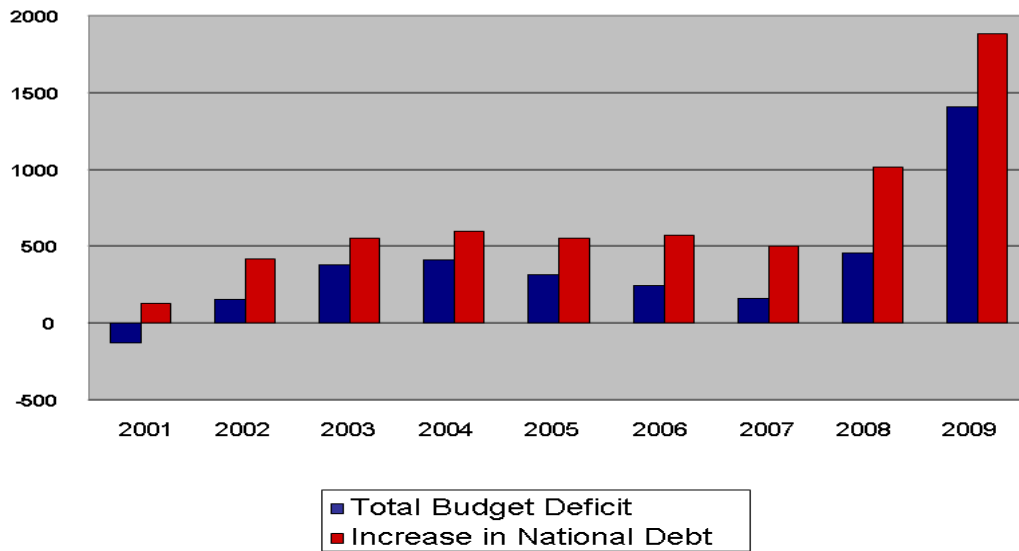
الفرع الأول: تغير ظروف الاقتصاد الأمريكي

يمكن القول أن جذور أزمة الرهن العقاري تعود إلى بداية القرن الحالي، حيث حصلت تراجعات مهمة في أداء الأنشطة الإنتاجية في الولايات المتحدة الأمريكية وفي اقتصاديات الدول المتقدمة، وباعتبار أن هذه الأزمة المالية لم تأتي من فراغ، بل تفاعلت مع الوضع الاقتصادي الكلي الذي يعاني في الولايات المتحدة من مشاكل خطيرة واختلالات عديدة منذ فترة طويلة لعل من أهمها:

أولاً: عجز الميزانية: يقدر العجز المالي الأمريكي في ميزانية 2008 بمبلغ 410 مليار دولار أي 2.9 % من الناتج المحلي الإجمالي، وهذا يؤكد ضرورة الاهتمام بالتوازنات الاقتصادية وليس المالية. ويغلب الطابع العسكري على النفقات العامة، حيث لا يهدف الإنفاق العام إلى التشغيل بقدر ما يهدف إلى تمويل العمليات الحربية الخارجية¹.

الشكل رقم(04): إجمالي عجز الموازنة والزيادة في الدين العام للولايات المتحدة خلال الفترة 2001-2009

Total Deficits vs. National Debt Increases (\$ Billions)



Source: Farcaaster, deficits vs. Augmentations de la dette - 2009, documentation libre GNU, 17

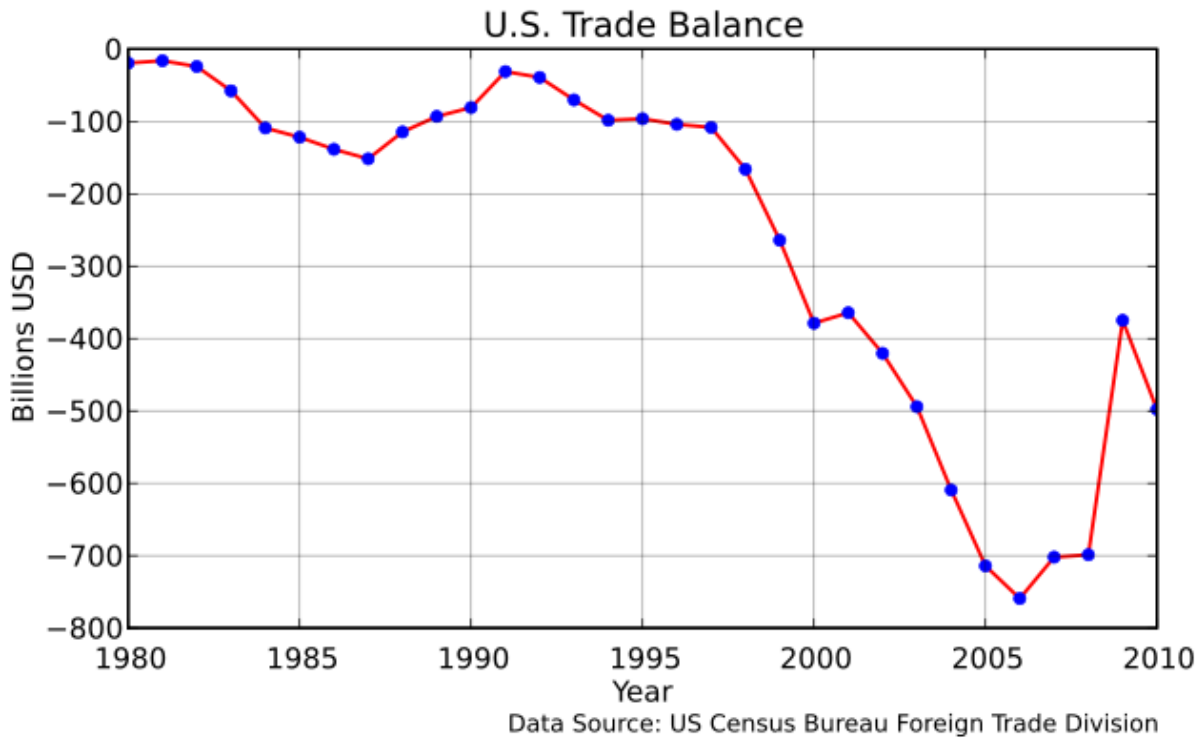
Octobre 2009, visite le 07/04/2014, disponible sur le site électronique:

http://en.wikipedia.org/wiki/File:Deficits_vs._Debt_Increases_-_2009.png

¹ مصطفى حسني مصطفى، "الأزمة المالية العالمية أسبابها وآثارها الاقتصادية وكيفية مواجهتها"، المؤتمر العلمي حول الجوانب القانونية والاقتصادية للأزمة المالية العالمية، جامعة المنصورة، مصر، أبريل 2009، ص 5-6.

ثانيا: العجز التجاري: الميزان التجاري الأمريكي سجل عجز منذ عام 1971، إذ أنه لم يسجل أي فائض، بل عجز يزداد سنويا حتى وصل في عام 2002 إلى ما يقارب 450 مليار دولار، وإلى حوالي 758 مليار دولار في عام 2007.¹ كما قدر العجز في ميزان المدفوعات حوالي 5.7% من الناتج الداخلي الخام في سنة 2004 وحوالي 6.2% سنة 2006، بينما نجد أن الفائض التجاري للصين خلال عامي 2007 و2008 قدر بحوالي 25 مليار دولار شهريا أي 300 مليار دولار على أساس سنوي.²

الشكل رقم (05): العجز التجاري للولايات المتحدة خلال الفترة 1980-2010



Source: Division du commerce extérieur US Census Bureau, Etats-Unis la balance du commerce, de 1980 à 2010, 23/12/2011, visite le 07/04/2014, disponible sur le site électronique:

http://en.wikipedia.org/wiki/File:US_Trade_Balance_1980_2010.svg

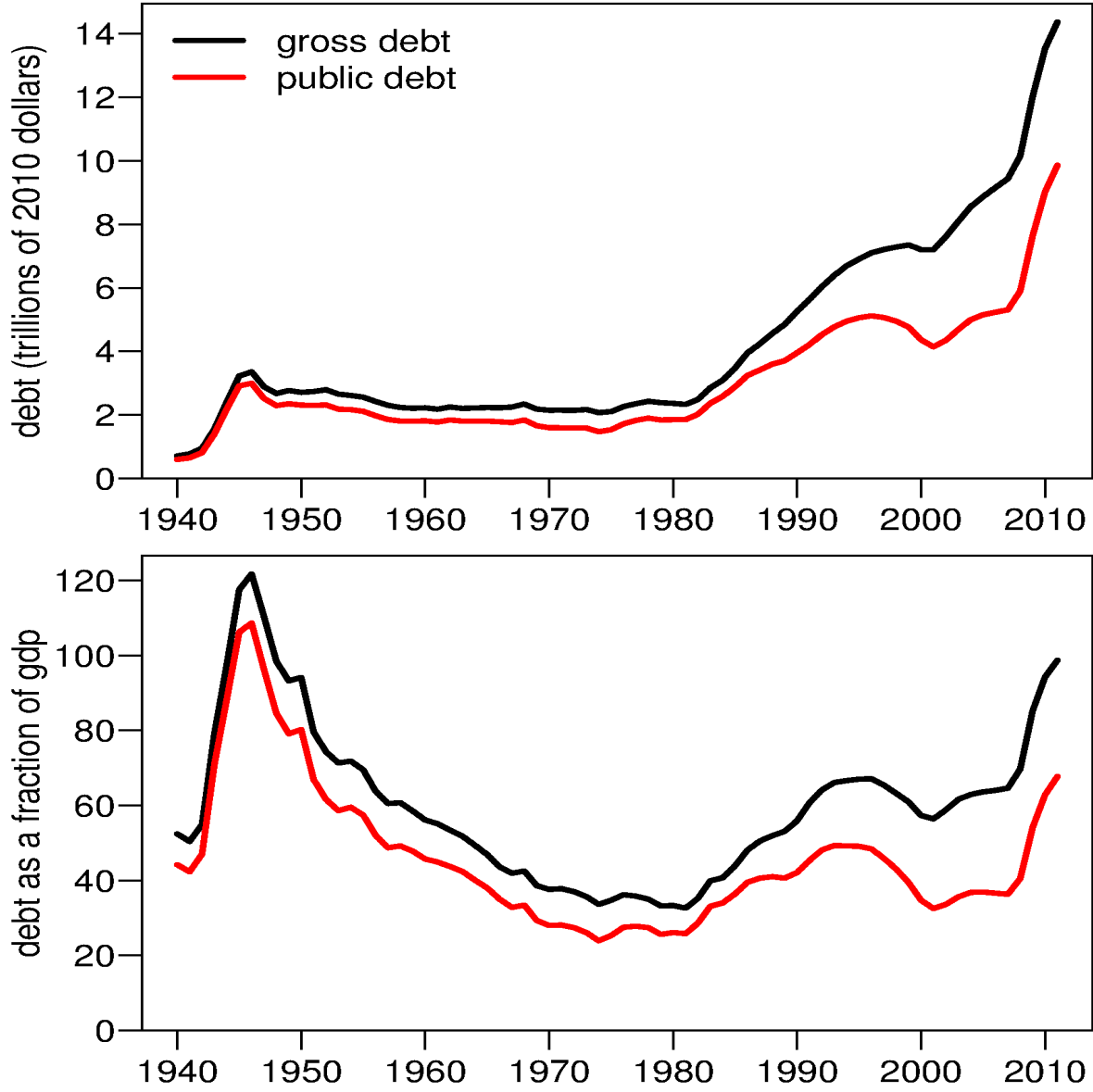
ثالثا: المديونية: أظهرت إحصاءات وزارة الخزانة الأميركية ارتفاع الديون الحكومية (الإدارة المركزية والإدارات المحلية) من 4.3 تريليون دولار في عام 1990 إلى 8.4 تريليون دولار في عام 2003 وإلى 8.9 تريليون دولار في عام 2007 لتصبحت هذه الديون العامة تشكل 64% من الناتج المحلي الإجمالي، وبذلك يمكن تصنيف الولايات المتحدة ضمن الدول التي تعاني بشدة من ديونها العامة، يعادل حجم هذه الديون عشرة أضعاف الناتج المحلي الإجمالي لجميع الدول

¹ Pierre Lagayette, "les Etats-Unis Contemporaines", Ed Bréal, 2002, P 99.

² Antoine Brunet, Jean-Paul Guichard, " la visée hégémonique de la chine: L'impérialisme économique", L'harmattan, Paris, 2011, p100.

العربية ويعادل ثلاثة أضعاف الديون الخارجية للدول النامية¹. كما يبين الشكل التالي تطور الدين العام الأمريكي:

الشكل رقم (06): تطور الدين العام في الولايات المتحدة



Source: Gouvernement des Etats origine transféré par Wikipédia, US Debt, Créative Commons Attribution-Share Alike, 10 Mars 2009, visite le 07/04/2014, disponible sur le site électronique: <http://en.wikipedia.org/wiki/File:USDebt.png>

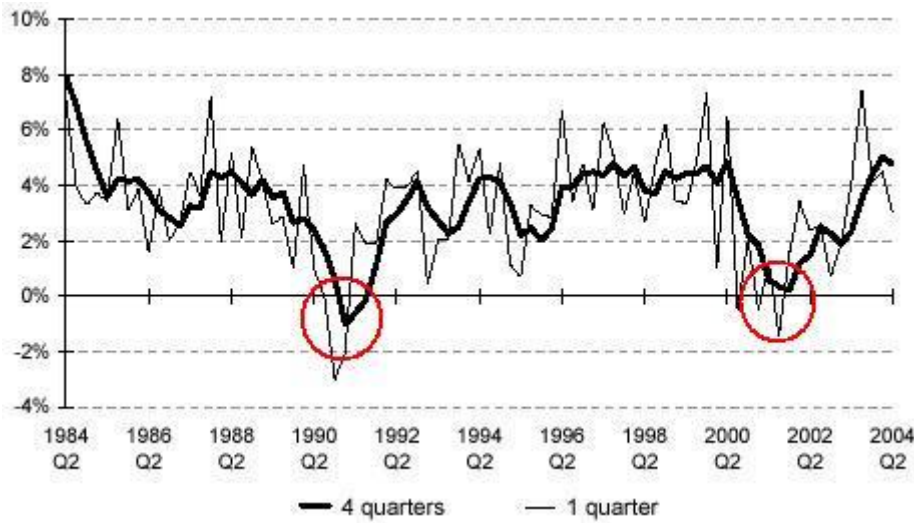
نلاحظ تصاعد الدين العام (La dette publique) منذ ثمانينات القرن الماضي (الجزء الأعلى من الشكل) بينما كنسبة من الناتج القومي (الجزء الأسفل من الشكل) لا يزال لا يقارن بسنوات الركود العظيم في عام 1930 نظرا للزيادة

¹ المانسيح رابح أمين، "الهندسة المالية وأثارها في الأزمة المالية العالمية لسنة 2007"، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم اقتصادية، كلية علوم اقتصادية علوم تسيير علوم تجارية، جامعة الجزائر 3، 2010-2011، ص 103.

الهائلة في الدخل القومي. لقد كان ذلك مؤشرا مهما لحدوث الأزمات في كل الأزمات السابقة التي حصلت بعد الحرب العالمية الثانية¹.

لقد واجهت الولايات المتحدة الأمريكية تحديات كبيرة بعد أحداث سبتمبر 2001، وشهدت تباطؤ غير مسبوق في معدلات النمو*، حيث انخفض معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي من 3.7% عام 2000 إلى 0.8% عام 2001. ويبين الشكل الموالي معدلات نمو الناتج المحلي الإجمالي في الولايات المتحدة الأمريكية وبشكل ربعي خلال الفترة من الربع الثاني 1984 وحتى الربع الثاني 2004.²

الشكل رقم (07): معدلات نمو الناتج المحلي الإجمالي في الولايات المتحدة الأمريكية



المصدر: محمد الهاشمي حجاج، مرجع سبق ذكره، ص 113.

الفرع الثاني: أسباب أخرى لأزمة الرهن العقاري

إضافة إلى الأسباب المتعلقة بالاقتصاد الأمريكي هناك أسباب أخرى ساهمت أيضا إما في نشأة هذه الأزمة أو في

تفاقمها بعد نشأتها، ويمكن إجمال أهمها فيما يلي:

أولا: توريق الديون العقارية:

يعتبر تفادي المخاطر غير المؤمنة أحد أهم القواعد المعمول بها في الائتمان المصرفي، والتي قد تؤثر سلبا على أداء البنك وتهدد بخطر إفلاسه، لذلك لا بد من الأخذ بعين الاعتبار كل الإجراءات والقواعد الاحترازية وتوفير السيولة اللازمة لإدارة مختلف العمليات التي تقوم بها البنوك وتلبية حاجيات الزبائن، وخلال العقود الأخيرة تجاوزت معظم

¹ محمد الهاشمي حجاج، مرجع سبق ذكره، ص 113.

* لتوضيح الحالة العامة للاقتصاد الأمريكي أنظر الملحق رقم (2).

² محمد الهاشمي حجاج، مرجع سبق ذكره، ص 113.

المؤسسات المالية مع هذا الالتزام وبكيفية جديدة جد متطورة للعمل على تحقيق هذه الشروط الاحترازية وذلك باستعمال تقنية جديدة تعرف بالتوريق¹.

فالتوريق عبارة عن تقنية مالية تتمثل في تحويل أصول مالية غير سائلة مثل القروض والأصول الأخرى إلى أوراق مالية قابلة للتداول في الأسواق المالية، وتستند هذه الأوراق إلى ضمانات عينية أو مالية ذات تدفقات نقدية متوقعة، ولا تستند إلى قدرة المدين على الوفاء بالتزاماته بسداد الديون المترتبة عليه².

يعد التوريق أحد الأسباب الرئيسية التي أدت إلى أزمة الرهن العقاري، حيث تم تحويل قروض الرهن العقاري الأمريكية إلى سندات تم عرضها وبيعها وتداولها بين العديد من المستثمرين في معظم دول العالم وأقبلت عليها بشكل كبير مؤسسات مالية وبنوك شهيرة ذات ثقل كبير في الأسواق العالمية بغرض تحقيق المزيد من الأرباح، والغريب أن العديد من المؤسسات أعلنت بعد وقوع الأزمة المالية بأنها لم تكن على علم بدرجة المخاطرة ببنية المضاربات المعقدة لعمليات الرهن العقاري والمنتجات والأدوات المالية الأخرى المتعلقة بها³.

ثانيا: انفجار الفقاعة المالية في القطاع العقاري:

شهدت أسواق العقارات خلال الفترة 2001 - 2006 ازدهارا كبيرا، وتنامت الاستثمارات المحلية والأجنبية أيضا من خارج الولايات المتحدة الأمريكية في الأوراق المالية المدعومة برهون عقارية طوال معظم هذه السنوات، مما أغرى البنوك والمؤسسات المالية فتساهلت في منح الائتمان على النحو الذي سبق تناوله، وحينما تواتر عجز المقترضين عن سداد أقساط هذه القروض، اتخذت المؤسسات المالية إجراءاتها لإحلالهم من منازلهم الضامنة لقروضهم، فانهارت أسعار العقارات وعجزت المؤسسات المالية عن تحصيل مستحققاتها هي الأخرى فشحت السيول النقدية لديها، واتجهت البنوك على إثر ذلك إلى وضع عقبات أمام منح الائتمان، فتقلصت إمكانية الحصول على قروض لتمويل شراء العقارات أو غيرها، بالإضافة إلى أن الباعين في تلك الفترة تركوا ممتلكاتهم دون بيع لفترات طويلة أملا في تخفيض الخسارة التي يكبدونها، فحدث نوع من الركود في سوق العقارات نتيجة لتراكم هذا السلوك، فاندلعت الأزمة المالية العالمية تبعا لذلك⁴.

¹ سنقرط سامر، "التوريق كأداة تمويل واستثمار"، مجلة المصارف في الأردن، المجلد 21، العدد 2، عمان، 2002، ص 35.

² Max Moreau, "l'embauchoir: 125 réponses pour le plein-emploi", Ed L'harmattan, Paris, 2011, P 413.

³ محمد الهاشمي حجاج، مرجع سبق ذكره، ص 119.

⁴ ضياء مجيد الموسوي، "الأزمة المالية الراهنة منذ 2008"، ديوان المطبوعات الجامعية، بن عكنون، الجزائر، 2010، ص 19-22.

ثالثا: تسرب الضعف والفساد إلى الأجهزة الإدارية للمؤسسات المالية:

لم يغب هذا السبب عن تحريك الأزمة المالية العالمية في منتصف سبتمبر سنة 2008 كما هو الحال في الأزمات المالية السابقة، بل إنه أتى على قمة الأسباب التي أدت إليها، حيث انتشر الفساد بين طائفة المسؤولين التنفيذيين، ممن كانوا يشغلون وظائف الإدارة العليا في الأنظمة المصرفية والمؤسسات المالية سواء في الولايات المتحدة الأمريكية أو خارجها، وغابت الآليات الفعالة للرقابة عليهم مما جعلهم يتساهلون في منح قروض ائتمانية بمبالغ كبيرة دون تطلب معايير الأمان الدولية في الأصول الضامنة لهذه القروض.¹

رابعا: وكالات التصنيف الائتماني ومساهمتها في أزمة الرهن العقاري

لقد انتشر الفساد في الكثير من وكالات التصنيف في الولايات المتحدة وبعض الدول الأوروبية خلال الفترة التي سبقت الأزمة المالية، بحيث كان التقييم لا يعبر عن حقيقة الجدارة الائتمانية للبنوك وشركات التأمين وشركات إعادة التأمين وشركات التمويل العقاري²، وبالرغم من الديون العقارية للمدينين مرتفعي المخاطر قد اشترت من قبل بنوك كبيرة وقوية مثل مورغان ستانلي وليمان برا درز، فقد قامت وكالات التصنيف الائتماني* (أهمها Standard & Poor's ، Fitch و Moody's) بمنح السندات التي تضم حزمة من الديون الخطرة والمشكوك فيها تصنيفا مرتفعا آمنة** وبدرجة أعلى تصنيف (AAA)³، وبذلك تحملت مؤسسات التصنيف الائتماني جزءا من مسؤولية هذه الأزمة، لأن ذلك التصنيف غير الدقيق جعل البنوك تتجاهل حجم المخاطر التي تتعرض له أو على الأقل كانت غير مدركة له آنذاك، لذلك عندما ظهرت حالات العجز عن السداد كانت أولى الجهات المتضررة هي الشركات العقارية التي قدمت القروض العقارية متحملة بذلك مخاطر الائتمان.⁴

خامسا: انعدام الثقة لدى المؤسسات المالية:

لقد غابت الثقة بين المؤسسات المالية في جميع أنحاء العالم فيما بينها، إذ امتنعت هذه المؤسسات عن إقراض بعضها تحسبا لزيادة إقبال المودعين على أموالهم لديها، وخشيتهم عن عجز هذه المؤسسات عن رد تلك الأموال خاصة

¹ إبراهيم عبد العزيز النجار، "الأزمة المالية وإصلاح النظام المالي العالمي"، دار الجامعة الجديدة، مصر، 2011، ص 54.

² هناء الحينيبي ملك حصاصنة، "دور الجهاز المصرفي في ظل الأزمة الاقتصادية"، المؤتمر العلمي حول تداعيات الأزمة الاقتصادية العالمية على منظمات الأعمال، جامعة الزرقاء الخاصة، الأردن، يومي 3 - 5 نوفمبر 2009، ص 13.

* لتوضيح الرموز المستعملة من قبل وكالات التصنيف الائتماني ومعرفة أهم المعلومات المتعلقة بها أنظر الملحق رقم (3).

** أنظر الملحق رقم (4).

³ كمال بن موسى عبد الرحمان بن مساعد، "الأزمة المالية وتداعياتها على البنوك الإسلامية"، الملتقى الدولي حول الاقتصاد الإسلامي الواقع ورهانات المستقبل، المركز الجامعي بغرداية، الجزائر، يومي 23 - 24 فيفري 2011، ص 11.

⁴ يوسف مسعداوي، "دراسات في المالية الدولية"، دار الراجحة لنشر والتوزيع، الأردن، 2013، ص 290.

بعد انتشار الهلع والذعر بين المودعين وإقبالهم الشديد على سحب أموالهم من البنوك، لذا كان الشاغل الأول لدى جميع المؤسسات المالية الوطنية في هذه الأزمة هو إعادة بث الثقة لدى المودعين، وكانت الظاهرة الغالبة للوصول إلى هذه الغاية هي تسابق البنوك المركزية والحكومات في كل أنحاء العالم لضخ كميات كبيرة وهائلة من السيولة النقدية في الأسواق المالية لدفع البنوك إلى إقراض بعضهم بعضاً وطمأنة المودعين على أموالهم لدى هذه البنوك.¹

سادساً: انخفاض سعر صرف الصيني (اليوان):

إن سعر الصرف (اليوان) جعل البضائع الصينية رخيصة للغاية ودفع المستهلك الأمريكي إلى شرائها بكثرة، وقد وفر هذا للصين سيولة نقدية كبيرة وضفتها في شراء سندات خزانة أمريكية وسندات قروض مدعومة برهون عقارية، مما سمح للبنوك الأمريكية بتوسيع دائرة الإقراض وتسبب في هذه الأزمة.²

المطلب الرابع: انتقال أزمة الرهن العقاري

أي نظام مالي قائم على دعمتين رئيسيتين هما المؤسسات المالية والأسواق المالية حيث يبدو للوهلة الأولى عدم وجود علاقة بين هاتين الدعمتين، ولكن الحقيقة غير ذلك، حيث أن الأسواق المالية تعد مرآة لما يحدث في المؤسسات المالية مثل البنوك، مما دفع المستثمرين في الأسواق المالية-وكرر فعل لانخفاض قيمة الأسهم التي يملكونها- إلى بيع أسهمهم تجنباً أزمة السيولة لدى البنوك وانخفاض مستوى الطلب الكلي. انتقلت عدوى الأزمة الأمريكية إلى جميع أنحاء العالم وأدت إلى انخفاض مؤشرات الأسواق المالية بشكل غير مسبق، وسبب انتقال عدوى انخفاض مؤشرات الأسواق المالية بين الدول هو وجود العديد من القنوات الاستثمارية بين هذه الدول. مع الملاحظة أن نسبة التراجع لم تكن على وتيرة واحدة، فهبط المؤشر العام حتى في دول لا توجد فيها استثمارات أمريكية في البورصة كالسعودية بنسبة تفوق هبوط المؤشر العام في دول أخرى لا تضع قيوداً على الاستثمارات الأجنبية ومن بينها الاستثمارات الأمريكية كأوروبا. وعليه كان انفجار الفقاعة العقارية الأمريكية عاملاً مهماً لهبوط أسهم الشركات الأخرى غير العاملة في القطاع العقاري، في حين لا وجود لمثل هذا العامل في دول أخرى ومع ذلك هبطت شركاتها العقارية. وحتى على افتراض معاناة القطاع العقاري من مشاكل مالية على الصعيد العالمي فمن غير المعقول أن تستفحل الأزمة وتنهار الأسهم في العالم في نفس اليوم، إذ أن الأسواق المالية ليست فروعاً "للول ستريت".³

¹ إبراهيم عبد العزيز النجار، مرجع سبق ذكره، ص 67.

² نفس المرجع، ص 68.

³ زايري بلقاسم وميلود مهدي، "الأزمة المالية العالمية: أسبابها وأبعادها وخصائصها"، ورقة بحث مقدمة ضمن فعاليات المؤتمر الدولي حول الأزمة العالمية وكيفية معالجتها من منظور النظام الاقتصادي الغربي والإسلامي، جامعة الجنان، لبنان، 13-14 مارس 2009، ص 13-14.

وانطلاقاً من هذه الملاحظات العامة يمكن تحليل عالمية الأزمة الأمريكية بالاعتماد على ثلاثة عوامل، يتعلق العامل الأول والثاني بمختلف بلدان العالم ويرتبط العامل الثالث بالدول التي تتبع سياستها النقدية نظام الصرف الثابت مقابل الدولار. وتصيب جميع العوامل في محور واحد وهو فقدان الثقة بالسياسة الاقتصادية الأمريكية:¹

➤ العامل الأول والأساسي هو ظهور بؤادر الكساد الاقتصادي في الولايات المتحدة الأمريكية الأمر الذي ينعكس على صادرات البلدان الأخرى وعلى أسواقها المالية، فالولايات المتحدة الأمريكية أكبر مستورد في العالم حيث بلغت وارداتها السلعية 1919 مليار دولار أي 15.5% من الواردات العالمية (إحصاءات التجارة الخارجية لعام 2006 الصادرة عن منظمة التجارة العالمية).

➤ أما العامل الثاني فهو تعويض الخسارة حيث إعتاد بعض أصحاب رؤوس الأموال الاستثمار في عدة أسواق مالية في آن واحد، فإن تعرضت أسهمهم في دولة ما للخسارة فإن أسهمهم في دولة أخرى قد لا تصيبها خسارة. وفي حالات معينة عندما تنخفض أسهمهم في دولة ما فسوف يسحبون أموالهم المستثمرة في دولة أخرى لتعويض الخسارة أو لتفادي خسارة ثانية، وتتم عمليات السحب الجماعي في الساعات الأولى من اليوم الأول لخسارتهم.

➤ وفيما يتعلق بالعامل الثالث فيتمثل في الخوف من هبوط جديد وحاد لسعر صرف الدولار الأمريكي مقابل العملات الرئيسية الأخرى، حيث انخفضت قيم الأسهم بين مطلع عام 1987 ومطلع عام 2008 في الولايات المتحدة سبع مرات بنسب عالية. وفي كل مرة يتراجع فيها سعر صرف الدولار مقابل العملات الأوروبية هو نتيجة لجوء البنك المركزي الأمريكي إلى تخفيض أسعار الفائدة. فهذا التراجع يعني خسارة الاستثمارات بالدولار سواء في الولايات المتحدة الأمريكية أو خارجها وبنفس النسبة في البلدان التي تعتمد عملاتها المحلية على سعر صرف ثابت أمام الدولار.

وعلى هذا الأساس، فإن أية أزمة مالية في الولايات المتحدة الأمريكية تقود إلى سحب استثماراتها من هذه الأقطار لتتوطن في دول أخرى ذات عملات معومة كأوروبا وبلدان جنوب شرق آسيا.

¹ المانسيغ رابع أمين، مرجع سبق ذكره، ص 100-101.

المبحث الثالث: مواجهة أزمة الرهن العقاري:

إن الأزمة المالية العالمية 2008، وبمجرد انفجارها نشرت موجة من الهلع ليس فقط في أوساط الأفراد والمستثمرين ولكن حتى على صعيد الدول والحكومات، إذ إنها خرجت عن نطاق ما كان متوقع، موجة بذلك الاقتصاد العالمي إلى مصير مجهول، فنجحت في جعل الجميع خاضعا لها وتحت سيطرتها. لذا لم يكن أمام الدول والحكومات إلا التحرك من أجل مجابهة هذا الإعصار المالي الذي أبقى أن يدمر الاقتصاد العالمي.

المطلب الأول: الآثار الناجمة عن أزمة الرهن العقاري:

لقد أحدثت هذه الأزمة العديد من الآثار الاقتصادية على مستوى الاقتصاد الواحد أو الاقتصاد العالمي، حتى أن تلك الآثار أخذت تتفاعل لدرجة أنها أخذت تلوح بدخول الاقتصاد العالمي شبح الكساد العالمي الكبير الذي حدث في 1929-1932، ويمكن حصر تلك الآثار في النقاط التالية:

الفرع الأول: إفلاس العديد من البنوك والشركات بسبب أزمة السيولة:

تعد هذه الأزمة من أخطر الأزمات التي تعرض لها القطاع المصرفي، فقد أدت إلى خسائر ضخمة وإفلاس العديد من البنوك حول العالم وخاصة في آسيا وأوروبا الأمر الذي أدى إلى انتشار المخاوف بين البنوك من الإقراض. وتراجعت معدلات تقديم الائتمان في العديد من دول العالم، الأمر الذي دفع البنوك المركزية لضخ المزيد من الأموال في أسواق المال للتقليل من حدة هذه الأزمة¹. فقد أدت الأزمة إلى إفلاس بنك "Lehman Brothers" رابع أكبر بنك في الولايات المتحدة والذي إنهار تحت وطأة الأصول عالية المخاطر المرتبطة بشكل أساسي بالرهن العقاري، تبعته شركة "ميريل لينش" أحد أكبر وأهم شركة سمسرة للأسهم في العالم، وتتابعت انهيارات البنوك الأمريكية واحد تلو الآخر، حيث انهار بنك "واشنطن ميوتشوال" أحد أضخم البنوك الأمريكية المتخصصة في الإقراض العقاري، بالإضافة إلى "فاني ماك" و"فريدي ماك" المختصتين بتمويل العقارات².

تعدت الأزمة حدود الولايات المتحدة الأمريكية لتضرب مؤسسات مالية ضخمة في أوروبا، حيث تم في البداية انهيار مصرف "نورثن روك" خامس أهم مؤسسة مصرفية بريطانية في قطاع الإقراض العقاري والذي قامت الحكومة البريطانية بتأميمه، كما أمتت الحكومة البريطانية بنك "برافورد وبينغلي"، إضافة إلى بنك "إتش بي أو إس" (HBOS)، رابع أكبر بنك في بريطانيا، أما خارج بريطانيا فقد ضربت الأزمة العديد من البنوك من أمثلة بنك "جليتينيير" في أيسلندا، وبنك "هيوريل إيستيت" في ألمانيا، كما تم تعويم المجموعة المصرفية والتأمينية العملاقة "فورتيس" (Fortis) العملاقة من قبل

¹ حسين عبد المطلب الأسرج، "الأزمة الاقتصادية العالمية وسياسات مواجهتها في الدول العربية"، الملتقى الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحكومة العالمية، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر، يومي 20 و 21 أكتوبر 2009، ص 11.

² عبد المطلب عبد الحميد، مرجع سبق ذكره، ص 318-319.

سلطات هولندا وبلجيكا ولوكسمبورغ، كما جمد بنك "بي إن بي باريبا" BNB Baripas من البنوك الفرنسية الكبرى استثمارات بقيمة 2.3 مليار دولار¹.

وسرعان ما شمل الإفلاس الشركات الكبرى وكان آخرها بوادر انهيار صناعة السيارات في الولايات المتحدة الأمريكية، فقد أعلنت شركة "جنرال موتورز" عن إغلاق 30% من مصانعها في أمريكا الشمالية، وقدرت خسائرها بحوالي 39 مليار دولار، وأعلنت في مرحلة لاحقة عن إفلاسها، ومنيت بذلك شركات صناعة السيارات الأمريكية بخسائر فادحة وسجلت أكبر انكماش لها منذ 26 سنة، وكذلك تضررت أيضا صناعة السيارات الأوروبية واليابانية².

الفرع الثاني: انهيار البورصات

شهدت أسواق الأوراق المالية في الولايات المتحدة الأمريكية وفي معظم دول العالم تقريبا انخفاضات كبيرة ومتتالية في أسعار الأوراق المالية بعد الانهيارات غير المتوقعة للبنوك الكبرى والمؤسسات الأخرى*، وترتب على الأزمة زيادة تخلي المستثمرون على ملكية الأسهم وتوجههم بشكل كبير على شراء سندات الخزانة الأمريكية نظرا لضماناتها القوية، وقد لجأت الحكومة الأمريكية إلى استخدام هذه الأموال في تمويل البنوك، وشراء الأصول الخطرة والأوراق المالية المدعومة بقروض عقارية.

وفي أول تداعيات للأزمة المالية العالمية لسنة 2008 على البورصة الأمريكية هبط مؤشر "داو جونز الصناعي" للأسهم الشركات الأمريكية الكبرى في اليوم التالي للأزمة بمقدار 679 نقطة، أي ما يعادل 7.3% ليصل عند الإغلاق إلى 8579 نقطة بدلا من 9258، وانخفض مؤشر "ستاندرد اند بورز" 500 الأوسع نطاقا بـ 75 نقطة، أي بنسبة 7.6% مسجلا 909.9 نقطة بدلا من 984.9، وانخفض مؤشر "ناسداك" المجموع الذي تغلب عليه أسهم شركات التكنولوجيا بـ 95.2 نقطة أي 5.47% إلى 1645 بدلا من 1740.2 نقطة.

وأسيويا هبط مؤشر "نيكاي" الياباني لأسهم الشركات اليابانية بنسبة أكثر من 11% ليسجل أكبر خسارة في يوم واحد منذ انهيار أسواق الأسهم عام 1987 بل إن التقارير تشير إلى أن البورصة اليابانية هبطت إلى أدنى مستوى لها منذ 25 عاما، وفي بكين تراجع أسعار الأسهم الصينية بمقدار 3.57% وتراجعت بورصة "هونغ كونج" بـ 7.3% بسبب مخاوف المستثمرين من تداعيات الأزمة المالية العالمية. ويرجع هذا الانخفاض الحاد في البورصات العالمية للأزمة المالية التي

¹ محمد الهاشمي حجاج، مرجع سبق ذكره، ص 124.

² عوض بن عوض يسلم، "مدى تأثير المصارف الإسلامية بالأزمة المالية العالمية"، الملتقى الدولي حول الاقتصاد الإسلامي الواقع ورهانات المستقبل، المركز الجامعي بغرداية، الجزائر، يومي 23 و24 فيفري 2011، ص 10.

* لمعرفة مدى تأثير أسعار أسهم أهم المؤسسات المالية الأمريكية الكبرى بأزمة الرهن العقاري أنظر الملحق رقم (5).

أصدرتها الولايات المتحدة، وكان السبب الرئيسي وراء هذه الانخفاضات هو ارتفاع حدة المضاربات في الأسواق المالية العالمية.

ويمكن لنا تصور حجم الخسائر التي لحقت بالبورصات العالمية، ومقدار الانخفاض الذي لحق بالأوراق المالية، وأهم الأنشطة الاقتصادية التي تأثرت بالأزمة المالية خلال سنة 2008 من خلال استعراض الجدول التالي:

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

خلال سنة 2008

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

الأرجنتين	65%	بسبب عدم تعافى اقتصادها بصفة كاملة من أزمة 2001
-----------	-----	---

المصدر: إبراهيم عبد العزيز النجار، "الأزمة المالية واصلاح النظام المالي العالمي"، دار الجامعة الجديدة، مصر، 2011، ص 75.

الفرع الثالث: آثار أخرى لأزمة الرهن العقاري

أولاً: آثار الأزمة على سوق العمل

يعتبر ارتفاع معدلات البطالة في مختلف قطاعات النشاط الإنتاجي من أهم الآثار السلبية لأزمة الرهن العقاري حيث فقد الملايين وظائفهم في الكثير من دول العالم أولها الولايات المتحدة للأمريكية، ومع نهاية سنة 2008 فقد حوالي 2 مليون من الأمريكيين وظائفهم وارتفع معدل البطالة في أمريكا إلى ما يقارب 7% وهو رقم كبير للغاية عن الأرقام التي كانت سائدة قبل حدوث الأزمة أو وصولها إلى ذروتها¹.

كما أصدر مكتب الإحصائيات الوطنية البريطاني تقريراً إحصائياً استند إلى دراسة شملت 5000 شركة بريطانية، أكد فيه على ارتفاع معدل البطالة في المملكة المتحدة في نهاية الربع الثالث من سنة 2008 بنسبة 5.8% مقارنة بنفس الفترة من سنة 2007، حيث ارتفع عدد العاطلين عن العمل بواقع 164 ألفاً عاطل ليصل إلى 1.7 مليون عاطل، وهو أعلى مستوى للبطالة في بريطانيا على مدى سبعة عشر عاماً، حينما تعرضت للكساد في أوائل العقد العاشر من القرن الماضي.²

وفي دراسة صدرت عن مكتب العمل الدولي فإن عدد الأفراد المعرضين للبطالة على مستوى العالم وصل إلى 210 مليون شخص سنة 2008 بعدما كان 190 مليون شخص سنة 2007، وتعتبر هذه القطاعات أكبر القطاعات المتضررة: البناء، السيارات، السياحة، المال، الخدمات والعقارات³. ويوضح الجدول الموالي ارتفاع نسبة البطالة في بعض الدول.

الجدول رقم (06): نسبة البطالة لبعض الدول (%)

السنوات الدول	2010	2009	2008	2007	2006
الوم أ	9.6	9.3	5.8	4.59	4.59
بريطانيا	7.8	7.96	5.36	5.19	5.40
فرنسا	9.3	9.1	7.4	8.0	8.8
ألمانيا	7.09	7.69	5.59	/	/

¹ محمد الهاشمي حجاج، مرجع سبق ذكره، ص 128.

² إبراهيم عبد العزيز النجار، مرجع سبق ذكره، ص 88.

³ ناصر مراد، مرجع سبق ذكره، ص 7.

9.56	8.91	6.91	7.11	8.17	الاتحاد الأوروبي
/	5.4	5.0	5.59	/	السعودية
5.0	5.0	4.0	3.9	4.1	اليابان
/	23.8	22.9	23.0	25.5	جنوب إفريقيا

المصدر: دريوشي صبرينة، "الأزمة المالية الاقتصادية العالمية 2008 وانعكاساتها على الاقتصاد العالمي: دراسة مقارنة مع أزمة 1929، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير تخصص نقود ومالية، كلية علوم اقتصادية وعلوم تجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر3، 2010-2011، ص65.

ثانيا: الأثر على معدلات النمو الاقتصادي:

تشير توقعات لكل من صندوق النقد الدولي والبنك الدولي إلى انخفاض معدلات النمو الاقتصادي، حيث توقع أن النمو الاقتصادي في اقتصاديات الدول المتقدمة سيصل إلى مستوى قريب من الصفر عام 2009، أما في الاقتصاديات الناشئة سيصل إلى 6% عام 2009 بعد أن كان 8% عام 2007، وهناك إجماع على أن 2009 هو العام الأسوأ على الإطلاق، وأن معدلات النمو الاقتصادي تواصل انخفاض في 2010 بل وقد تمتد إلى 2013 في بعض التقديرات، بالإضافة إلى تراجع الاستثمارات وخاصة في الدول النامية بمقدار النصف.¹ ويوضح الجدول التالي نسب التغيير في معدلات النمو في بعض الدول إثر أزمة الرهن العقاري.

الجدول رقم (07): نسبة التغيير في معدلات نمو الناتج الداخلي الخام لبعض الدول (%)

2011	2010	2009	2008	2007	2006	المسنوات البلد
1.7	3.0	-3.5	-0.4	1.9	2.7	الوم أ
9.3	10.14	9.2	9.6	14.2	12.7	الصين
1.7	1.7	-3.1	-0.1	2.3	2.5	فرنسا
0.8	1.8	-4.0	-0.1	3.6	2.6	بريطانيا
3.0	4.2	-5.1	1.1	3.3	3.7	ألمانيا
-0.7	4.4	-5.5	-1.0	2.2	1.7	اليابان
6.3	10.5	8.5	3.9	9.8	9.3	الهند
6.8	4.6	0.1	4.2	2.0	3.2	السعودية

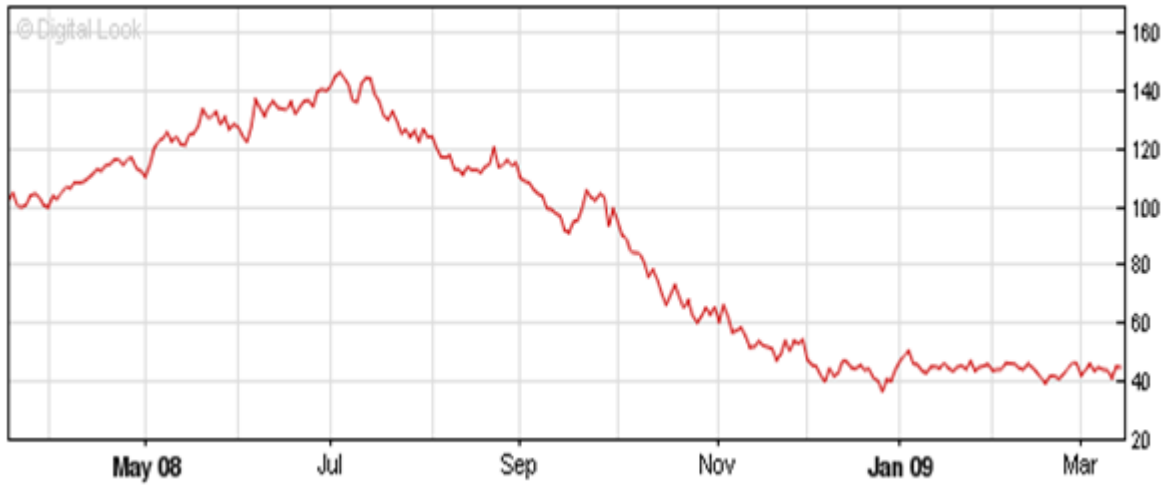
المصدر: دريوشي صبرينة، مرجع سبق ذكره، ص68.

¹ ناصر مراد، مرجع سبق ذكره، ص7.

رابعاً: انخفاض أسعار البترول:

كان من نتائج الأزمة الاقتصادية العالمية أن جرى تخفيض توقعات معدلات النمو والنشاط الاقتصادي على مستوى العالم، الأمر الذي انعكس سلباً على أسعار النفط نتيجة توقع انخفاض الطلب عليه، فقد انهارت أسعار النفط من أعلى مستوياتها عند 147 دولاراً للبرميل في تموز عام 2008، إلى ما دون 40 دولار في نهاية عام 2008، أي بأكثر من 70%¹ والشكل التالي يوضح هذا الهبوط الحاد لأسعار النفط حتى مارس 2009:

الشكل رقم (08): تغيرات أسعار النفط خلال 2009-2008



المصدر: صالح العلي، "أثر الأزمة المالية العالمية في الفقر والبطالة ووسائل معالجتها في الاقتصاد الإسلامي"، بحث مقدم للمؤتمر الدولي تحت عنوان رسالة السلام في الإسلام، قصر المؤتمرات، دمشق، يومي 1-2 جوان 2009، ص 15.

خامساً: ظهور حالات الركود و بواذر الكساد:

إن الآثار الأخرى للأزمة المالية العالمية الراهنة هي كلها أثاراً أدخلت العديد من الاقتصاديات في حالة ركود وبواذر حدوث الكساد، حيث تم دخول ألمانيا في نوفمبر 2008 في مرحلة ركود اقتصادي بل و الاتحاد الأوروبي بأكمله كما أشير في نهاية عام 2008، وبعدها أعلنت الو.م.أ في ديسمبر من نفس العام دخولها مرحلة الركود، بل أعلنت كثير من الدول مخاوفها من دخول مرحلة الركود الاقتصادي ولكن معظمها لم يدخل في هذه المرحلة، نتيجة للمواجهات والخطط التي قامت بها هذه الدول لمنع دخولها في مرحلة الركود الاقتصادي.²

¹ صالح العلي، مرجع سبق ذكره، ص 14-15.

² عبد المطلب عبد الحميد، مرجع سبق ذكره، ص 318.

سادسا: الأثر على الفقر والفقراء في العالم:

تشير كافة التوقعات إلى أن مساحة الفقر ستزداد في العالم بسبب الأزمة ولقد أشار تقرير صادر عن صندوق النقد والبنك الدولي أن الأزمة تعرقل جهوداً تبذلها المؤسسات الدولية لتخفيض أعداد من يعيشون تحت خط الفقر في العالم إلى النصف بحلول عام 2015، حيث تقدر منظمة العمل الدولية أن عدد الفقراء العاملين بأقل من دولار واحد في اليوم قد يرتفع إلى 40 مليون ويتجاوز عدد الذين يعيشون على دولارين في اليوم 100 مليون، وهكذا سيزداد الفقراء الذين يقعون تحت حد الفقر.¹

سابعا: الأثر على المدخرات والمدخرين:

يمكن القول أن أثر الأزمة المالية كان سلبيا على المدخرات والمدخرين، حيث هرب الكثيرين من المودعين إلى سحب ودائعهم من البنوك نتيجة لفقدان الثقة في البنوك، هذا بالإضافة إلى انخفاض القيمة الحقيقية للمدخرات وخاصة مع تحولها إل أوراق مالية في البورصات، وبالتالي حدوث ما يسمى بالخسائر الورقية الكبيرة.²

ثامنا: تذبذب أسعار الذهب والعملات:

فقد لوحظ على أسعار الذهب تغيرها صعودا أو هبوطا أثناء الأزمة بشكل حاد، وفي المقابل شهدت العملات الدولية القابلة للتحويل تغيرات شديدة وعدم استقرار في أسعار الصرف أي العلاقة بين تلك العملات وبعضها البعض.³

المطلب الثاني: السياسات الاحتوائية القطرية والإقليمية لأزمة الرهن العقاري

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

¹ صالح العلي، مرجع سبق ذكره، ص 12.

² عبد المطلب عبد الحميد، مرجع سبق ذكره، ص 318.

³ نفس المرجع، ص 319.

الفرع الأول: خطة الولايات المتحدة الأمريكية

أعدت وزارة الخزانة الأمريكية خطة عاجلة لإنقاذ المؤسسات المالية والبنوك المتعثرة، عرفت باسم "خطة الإنقاذ المالي" بمجرد الإعلان عن إفلاس العديد من البنوك في منتصف سبتمبر 2008، واقترح هذه الخطة "هنري بولسون" وزير الخزانة الأمريكية والتي تم رفضها في البداية من قبل مجلس النواب الأمريكي، غير أنه تمت الموافقة عليها في 3 أكتوبر 2008 بعد إدخال تعديلات عليها، وتقوم خطة الإنقاذ المالي على إنشاء صندوق لشراء الديون المتعثرة من المؤسسات المالية بمبلغ 700 مليار دولار، وأعطيت لهذه الخطة مهلة تنتهي بنهاية عام 2009، مع إمكانية تمديدتها لمدة سنتين اعتباراً من تاريخ إقرارها¹.

تهدف خطة الإنقاذ الأمريكية إلى تأمين حماية أفضل للمدخرات والأموال العقارية وحماية الملكية وتشجيع النمو الاقتصادي وزيادة عائدات الاستثمار إلى أقصى حد ممكن، كما تهدف إلى توفير السيولة اللازمة في الأسواق المالية والقطاع المصرفي لمنع انهيار النظام المالي الأمريكي².

تعد هذه الخطة أكبر تدخل حكومي في الولايات المتحدة الأمريكية منذ الكساد الكبير، وما يلاحظ أن ضخ هذه الأموال الضخمة يتم في الولايات المتحدة في ظل عجز غير مسبوق في الميزانية وعجز كبير في الميزان التجاري وعدم تسجيل أي فائض فيه منذ عام 1971، إضافة إلى أن الولايات المتحدة تعاني من تزايد الدين الحكومي العام، ورغم كل ما ساهمت به هذه الخطة في إنقاذ الكثير من البنوك والمؤسسات المالية إلا أنها تعتبر مجرد مسكنات آنية لا أكثر، تم بها وقف الانهيار وإعادة جزء من الهدوء والثقة للأسواق في المدى القصير، حيث انحصرت خطة الإنقاذ على التدخل المباشر في السوق دون أي معالجة للاختلالات الجوهرية التي أدت إلى حدوث الأزمة³.

الفرع الثاني: خطة دول منطقة اليورو

عقدت مجموعة اليورو اجتماع في باريس بتاريخ 12 أكتوبر 2008، وبمبادرة مباشرة من الرئيس الفرنسي "نيكولا ساركوزي" لتنسيق الخطوات لمواجهة الأزمة⁴، والعمل على استعادة الثقة (restaurer la confiance) في النظام المالي والمصرفي الأوروبي، وحضر القمة زعماء فرنسا وبريطانيا وألمانيا وإيطاليا وأكدوا على ضرورة تقديم الدعم للنظام المصرفي المتضرر من الأزمة⁵.

¹ Julien Baddour Alain Nurbel, "éléments de macroéconomie keynésienne", éditions publibook, paris 2009, P 12.

² عبد المطلب عبد الحميد، مرجع سبق ذكره، ص 338.

³ محمد الهاشمي حجاج، مرجع سبق ذكره، ص 129.

⁴ Gibert Boutté, "Nicolas Sarkozy face à la crise", Ed l'harmattan, paris, 2010, P 95.

⁵ Jean-Luc Vallens, "crise du crédit et entreprises", Ed Lamy, paris, 2010, P 232.

أعلنت كل الدول الأعضاء تفاصيل خططها لأنقاذ نظامها المالي والمصرفي وذلك تطبيقاً لخطة العمل التي تبنتها القمة الأوروبية، كما قدمت المفوضية الأوروبية خطة شاملة من حوالي 200 مليار يورو لانتشال الاقتصاد الأوروبي من الأزمة المالية والاقتصادية العالمية، وفي بيانه الختامي أعلن مؤتمر القمة على زيادة ممارسة الضغوط على واشنطن لإصلاح بسرعة وبدقة نظامها المالي وجعله متجانساً ومتناسقاً مع كل دول العالم.¹ ويمكن تلخيص أهم الخطط التي اعتمدها الدول الأوروبية الكبرى لمواجهة الأزمة المالية في الجدول الموالي:

الجدول رقم (08): التدابير المعتمدة وخطط الإنقاذ الوطنية لاحتواء الأزمة المالية في بعض الدول الأوروبية

الدولة	مبلغ الخطة	التدابير المعتمدة
بريطانيا	640 مليار أورو	- صندوق إعادة رسملة البنوك إلى غاية 47 مليار دولار. - ضمان القروض ما بين البنوك بـ 321 مليار أورو. - سيولة بمبلغ 256 مليار أورو.
ألمانيا	480 مليار أورو	- صندوق إعادة رسملة البنوك إلى غاية 80 مليار أورو. - ضمان القروض ما بين البنوك بمبلغ 400 مليار دولار.
فرنسا	360 مليار أورو	- صندوق إعادة رسملة البنوك إلى غاية 40 مليار دولار. - ضمان القروض ما بين البنوك بمبلغ 320 مليار دولار.
هولندا	200 مليار أورو	- صندوق إعادة رسملة البنوك بـ 20 مليار أورو. - ضمان القروض ما بين بنوك بمبلغ 180 مليار أورو.
إسبانيا	100 مليار أورو	- ضمان القروض ما بين البنوك.
إيطاليا	100 مليار أورو	- تلتزم الحكومة بإنفاق ما هو ضروري لمساعدة بنوكها وضمان استقرار النظام المالي.
البرتغال	20 مليار أورو	- ضمان القروض ما بين البنوك

المصدر: ناصر مراد، "الأزمة المالية العالمية: الأسباب، الآثار وسياسات مواجهتها"، الملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحزمة العالمية، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر، أكتوبر 2009 ص 8.

المطلب الثالث: التنسيق الدولي لمواجهة تحديات أزمة الرهن العقاري (أهم القمم):

نظراً للأبعاد الخطيرة التي اتخذتها الأزمة وآثارها الحادة التي فاقت التصورات، تم عقد مجموعة من القمم الاقتصادية والتي ضمت ممثلي الدول الكبرى والناشئة والمؤثرة في حركة الاقتصاد العالمي والمؤسسات المالية الدولية بهدف البحث على

¹ Florence Samson, "l'ombre de 1929 plane en cette année 2009", Ed l'harmattan, paris, 2009, P 24.

الأسباب وإيجاد الحلول.

الفرع الأول: اجتماع الدول الصناعية:

اجتمع قادة الدول الصناعية الكبرى لإيجاد خطة منسقة لمواجهة الأزمة المالية، وتم الاتفاق على العناصر الخمس

التالية:¹

- دعم المؤسسات المالية الأساسية في النظام المالي ومنع إفلاسها.
- العمل على توفير التدابير اللازمة وتحرير الأسواق النقدية والتأكد من تحصل البنوك والمؤسسات المالية على السيولة الملائمة.
- تمكين البنوك والمؤسسات المالية الوسيطة الكبرى من تجميع رؤوس الأموال بهدف إعادة الثقة بها والسماح لها بمواصلة الإقراض الاستهلاكي والاستثماري على السواء.
- تعزيز البرامج الوطنية في دول المجموعة لضمان متانة وتجانس الودائع البنكية بما يسمح لصغار المودعين بمواصلة ثقتهم سلامة ودائعهم.
- إنعاش أسواق الرهن العقاري الثانوي وغيرها من الأصول في ظل شفافية المعلومات والتقييم الدقيق للمعلومات.

الفرع الثاني: اجتماع قادة الآسيان

عقد قادة الآسيان اجتماعا على هامش قمة اجتماعات آسيا وأوروبا في العاصمة الصينية بكين، واتفق مسؤولو ثلاثة عشر بلد أسويوا - كوريا الجنوبية واليابان والصين والأعضاء العشرة في رابطة دول جنوب شرق آسيا- على إنشاء صندوق مالي مشترك بقيمة 80 مليار دولار أمريكي وذلك بحلول يونيو 2009 لمواجهة الأزمات المالية الإقليمية، وجعل الصندوق هيئة إقليمية يمكنها الإشراف على أسواق المال في المنطقة لتوفير أكبر قدر من الاستقرار.²

الفرع الثالث: القمة الأوروبية الآسيوية

جاء انعقاد القمة الأوروبية الآسيوية "قمة بكين"، في الوقت الذي أشارت فيه التقارير الاقتصادية إلى بداية تأثر آسيا بالأزمة، وهو ما دفع دول آسيا إلى مراجعة توقعاتها حول معدل نمو اقتصاداتها وسط التطورات الجديدة. وقد تم عقد قمة منتدى آسيا-أوروبا محادثات أسيم في أكتوبر 2008 بمشاركة قادة 45 دولة ومنظمة لمناقشة سبل تجاوز الأزمة ومعالجة آثارها السلبية على مختلف اقتصاديات الدول الأعضاء بالمنتدى والاتفاق على مبادئ إعادة

¹ إبراهيم عبد العزيز النجار، مرجع سبق ذكره، ص 120-129.

² هبة بوكروح، مرجع سبق ذكره، ص 152.

هيكل النظام المالي العالمي وقد ضمت قمة أسيم عدة أعضاء جدد أبرزها الهند والباكستان.¹ وبهذا اجتمعت هذه القمة تحت مبدأ التعاون والثقة بين القارتين، وطالبت بإجراء إصلاحات شاملة في النظام المالي العالمي وكذلك في النظام الاقتصادي العالمي بمؤسساته ومنظماته، وإعادة هيكلة تلك المنظمات وفي مقدمتها صندوق النقد الدولي والبنك الدولي.²

الفرع الرابع: قمم العشرين (واشنطن)

دفع حجم وعمق الأزمة المالية مجموعة دول العشرين إلى عقد مجموعة من القمم بهدف الحد من آثار الأزمة والاتفاق على أسس جديدة لضبط النظام الاقتصادي العالمي ومنع تكرار مثل هذه الأزمة.

أولاً: قمة العشرين (واشنطن)

انعقدت قمة العشرين الأولى بعد بداية الأزمة العالمية في واشنطن يوم 15 نوفمبر 2008، وانضمت إلى القمة كلا من إسبانيا وهولندا وشاركت فيها أربع منظمات دولية هي الأمم المتحدة، البنك الدولي، صندوق النقد الدولي ومنتدى الاستقرار المالي.

حاولت القمة معرفة الاختلالات الكامنة وراء الأزمة بغية التوصل إلى سبل العلاج وتحديد الإجراءات التي يتوجب إتباعها من حوافز مالية، سياسات ضريبية، ومساعدات للدول التي مستها الأزمة. أنهت القمة أعمالها بإصدار وثيقة تضمنت عدة مبادئ أساسية أهمها:³

- تحديد الإطار العام الذي يحكم التعامل بين الدول في مجال الاقتصاد الدولي.
- تنمية التعاون المشترك بين الدول لإعادة النمو للاقتصاد الدولي.
- إنجاز الإصلاحات الضرورية للنظام المالي العالمي.
- قبول الإجراءات والسياسات المنتهجة لمواجهة الأزمة المالية العالمية، والحث على استمراريتها في ظل سيادة مبادئ اقتصاد السوق التي تحكم أي إصلاح للنظام المالي العالمي مع رفض أي رقابة حمائية على مبدأ حرية التجارة الخارجية.
- التأكيد على أهمية صندوق النقد والبنك الدوليين والبنوك الدولية متعددة الأطراف في مساعدة الدول النامية، مع ضرورة المراجعة الدورية لآليات هذه المؤسسات، وتوفير المصادر المالية الكافية لمساعدتها على تنفيذ مسؤولياتها.

¹ إيمان مرعي، "أثر الأزمة الأسيوية على آسيا"، مجلة السياسة الدولية، مطابع الأهرام التجارية، العدد 175، القاهرة، جانفي 2009، ص 149.

² بهية بوكروح، مرجع سبق ذكره، ص 153.

³ إبراهيم عبد العزيز النجار، مرجع سبق ذكره، ص 170-171.

- الاتفاق على المبادئ الأساسية لإصلاح الأسواق المالية، فضلا عن تكليف وزراء مالية مجموعة العشرين باتخاذ الإجراءات المناسبة لتطبيق هذه المبادئ.
- التركيز على دور المؤسسات المالية الوطنية في مواجهة الأزمات المالية وضبط ومراقبة الأسواق المالية مع تقوية دور المنظمات الدولية في ذلك.
- الاتفاق على تطبيق السياسات التي تكفل تحقيق المبادئ المشتركة للإصلاح.
- تعزيز مبادئ الشفافية والمسؤولية: وهذا يضمن الإفصاح الكامل عن جميع المعلومات المتعلقة بالمؤسسات والشركات المالية.
- تقوية أنظمة الإشراف على المؤسسات المالية من خلال الحرص على ما يتفق مع طبيعة المؤسسات المالية وطبيعة المتعاملين معها والمراقبة الفعالة لوكالات التصنيف الائتماني.
- التحقق من سلامة الأسواق المالية بما يضمن التوازن بين تقوية ضمانات المستثمرين و ضمان حماية المستهلكين بحيث يتم تفادي تعارض المصالح ومنع الممارسات غير المشروعة مع تدعيم مبدأ الشفافية وتبادل المعلومات في العلاقة بين الدول المختلفة لضمان سلامة الأسواق المالية.
- تعزيز التعاون الدولي من خلال التنسيق بين المؤسسات الوطنية لكل دولة مع جميع الأسواق العالمية وفق إجراءات محددة تتم صياغتها بطريقة ثابتة.
- إصلاح المؤسسات المالية العالمية كي تعكس القوة الحقيقية للاقتصاديات المعاصرة بما يزيد من تمثيل الاقتصاديات الناشئة، و ضمان تمثيل أكثر فاعلية للدول الفقيرة في منتدى الاستقرار المالي مع ضرورة التنسيق بين هذا المنتدى وصندوق النقد الدولي والمنظمات الدولية الأخرى مما يضمن حسن توقع الأزمات المالية في المستقبل والقدرة على مواجهتها.
- تكليف وزراء مالية دول مجموعة العشرين بصياغة توصياتهم.
- تأمين الانسجام بين معايير المحاسبة الدولية خاصة في مجال أسواق الأوراق المالية.
- تعزيز الرقابة على أسواق المشتقات المالية وتخفيض مخاطرها.
- مراجعة الممارسات في مجال منح المكافآت لمديري المؤسسات المالية.
- مراجعة كيفية إدارة المؤسسات المالية.

ثانيا: قمة العشرين(لندن)

اجتمعت مجموعة الدول العشرين في لندن في يوم 02 أبريل 2009، وسبق تحضير هذه القمة مناقشات واسعة تمحورت حول اتجاهين:¹

✓ اتجاه أنقلوساكسوني دعت إليه الولايات المتحدة بدعم من إنجلترا البلد المضيف والذي يطالب بتقوية البرامج التحفيزية والإنعاشية بهدف الزيادة في الطلب(الاستهلاك والاستثمار) والخروج من ركود الاقتصاد العالمي، حتى لو تمخض من هذه القرارات ارتفاع مديونية الدول وعجز موازنتها.

✓ اتجاه ثاني أوروبي دعت إليه كل من فرنسا وألمانيا، ويولي الاهتمام إلى إحداث أدوات الضبط والمراقبة للمركبات المالية المهيكلة والبنوك وصناديق المضاربة ومواقع الملدات الضريبية. يرى هذا الاتجاه أن الإفراط في الإنفاق يؤدي إلى ارتفاع مستويات المديونية وعجز موازنتها، مما يساعد على انتشار التضخم وظهور اختلالات اقتصادية من نوع جديد.

إضافة إلى ذلك فقد شارك كل من صندوق النقد الدولي والبنك الدولي في الأعمال التحضيرية لهذا الاجتماع وأوضحت ضرورة تزويدها بالموارد الضرورية لمساعدة البلدان النامية وخاصة الفقيرة والتي تأثرت بشدة بفعل الركود العالمي الذي أصابها، كما نادى منظمة التجارة العالمية بضرورة التخلي عن كل الأدوات الحمائية والعمل من أجل إنجاح مفاوضات الدوحة.

كانت نتائج اللقاء هي الاستجابة للتوجهين السابقين ألا وهما: الاهتمام بالتحفيز والضبط، كما تمخض عنه الزيادة في تدخل المؤسسات التمويلية خاصة صندوق النقد الدولي.

ثالثا: قمة العشرين(بيتسبرغ)

انعقد اجتماع قادة الدول العشرين للمرة الثالثة في بيتسبرغ (24-25 سبتمبر 2009) في خضم مرحلة انتقالية حرجة من الأزمة إلى التعافي الاقتصادي وهذا بعد اجتماعهم في أبريل، حيث واجه الاقتصاد العالمي أكبر تحدي منذ 1930 وتقلص الإنتاج العالمي وتراجعت التجارة وارتفعت البطالة، وبهذا كان الاقتصاد العالمي على حافة الكساد. واتفقت البلدان العشرين على القيام بكل ما يلزم لضمان الإنعاش وإصلاح الأنظمة المالية والحفاظ على التدفق العالمي لرؤوس الأموال، وقد أقر البيان أنه رغم كل التدابير المتخذة فلا تزال عملية الإصلاح والتعافي غير مكتملة في كثير من البلدان كما لا تزال معدلات البطالة مرتفعة.²

¹ فتح الله ولعلو، "نحن والأزمة الاقتصادية"، المركز الثقافي الغربي، المغرب، الطبعة الأولى، 2009، ص 170.

² بهية بوكروخ، مرجع سبق ذكره، ص 156.

وبالنظر إلى هذه النتائج فقد تعهد قادة الدول في هذا الاجتماع على الاستمرار في تطبيق الخطط التحفيزية لتأمين التعافي مع تجنب الانسحاب المبكر من تقديم هذه الحوافز، بل التخطيط المشترك والمنسق لكيفية وقف العمل بتلك الخطط. وقد وضع البيان أيضا التقدم الكبير الذي أحرزتها السياسات المتبعة من قبل، حيث أدت الإصلاحات الشاملة إلى معالجة الأسباب الجذرية للأزمة وإلى إحراز تقدم كبير في تعزيز الرقابة الاحترازية وتحسين إدارة المخاطر وتعزيز الشفافية والتعاون الدولي، مع توسيع نطاق التنظيم والرقابة فيما يخص المشتقات وأسواق الأوراق المالية ووكالات التصنيف الائتماني وصناديق التحوط، كما سمحت التزاماتهم الخاصة برفع الأموال المتاحة لصندوق النقد الدولي بوقف انتشار الأزمة إلى الأسواق المالية.¹

رابعا: قمة العشرين (كندا)

اجتمع قادة الدول العشرين في كندا للمرة الرابعة (26-27 جوان 2010)، حيث اتفق الأعضاء على مجموعة من الخطوات بهدف ضمان العودة الكاملة لمستويات النمو والوظائف والتوصل إلى نمو عالمي متوازن وقوي، وذكروا أن التنسيق الجاري على الصعيد العالمي غير مسبق في مواجهة الأزمات بالإضافة إلى المحفزات الجبائية والمالية، فقد أدت زيادة الموارد المخصصة للمؤسسات المالية الدولية على استقرار ومعالجة آثار الأزمة على الفئات الأكثر ضعفا في العالم وأضافوا أنه لا تزال هناك تحديات كبيرة تواجه الدول وأن التعافي هش وغير متساوي، وأن تعزيز التعافي هو الحل وهذا عن طريق متابعة خطط التحفيز القائمة واستكمال الإصلاحات في المؤسسات المالية الدولية. وبهدف تحقيق نمو قوي ومستدام يتوجب تعزيز النظم المالية ضد المخاطر وبذلك يستوجب تعزيز الطلب العالمي وتعزيز الموارد المالية العامة وجعل الأنظمة المالية أكثر قوة وشفافية.

ومن الأولويات التي أكدت عليها القمة:²

- ✓ تقليص العجز الحكومي حيث تمت دعوة البلدان المتقدمة التي تعاني من عجز إلى زيادة مدخراتها الوطنية مع المحافظة على فتح الأسواق وتعزيز القدرة التنافسية للصادرات.
- ✓ وجوب تنفيذ التدابير على المستوى الوطني والتي يجب أن تتناسب وفق ظروف كل بلد.
- ✓ أما فيما يخص إصلاح القطاع المالي فيجب بناء نظم أكثر مرونة تخدم احتياجات اقتصاديات الدول، وتقلل من المخاطر النظامية وتدعم النمو الاقتصادي وتعزز النظام المالي عن طريق تحسين الرقابة الاحترازية، تحسين إدارة المخاطر وتعزيز التعاون الدولي.

¹ بحية بوكروخ، مرجع سبق ذكره، ص 157.

² نفس المرجع، ص 158.

✓ أما بالنسبة لفرض ضريبة خاصة بالقطاع المصرفي والتي دعا إليها الأوروبيون في طليعتهم فرنسا، بريطانيا وألمانيا فقد ترك القرار لكل دولة.

الفرع الخامس: تدخل صندوق النقد الدولي

دفعت أزمة الرهن العقاري صندوق النقد الدولي إلى التدخل بقوة بمستويات غير معهودة، محاولا التصدي للتحديات التي أثارها الأزمة على مستوى السياسات المتضررة وغيرها من البلدان المعرضة للخطر. وقد تدخل الصندوق للحد من تكاليف الأزمة حرصا على تشجيع اتخاذ إجراءات عاجلة وإقامة الحوار فيما بين الدول الأعضاء وتقديم التمويل والمشورة على صعيد السياسات.

وتعهد صندوق النقد الدولي بمستويات غير مسبقة من التزامات الإقراض خلال سنة 2009، فوافق على قروض بلغت قيمتها 65.8 مليار وحدة من حقوق السحب الخاصة إلى 15 بلدا عضوا، كما وافق الصندوق على تقديم قروض أو على زيادات في الموارد المتاحة لاتفاقيات قائمة مع 26 بلد بلغت في مجموعها 1.1 مليار حقوق سحب خاصة من تسهيلات للإقراض والتي تقدم التمويل للبلدان منخفضة الدخل بسعر فائدة مدعم. وبناء على هذه المعطيات فإنه لم يسبق له الموافقة على مثل هذه المبالغ في مثل هذه الفترة الزمنية القصيرة.¹

الفرع السادس: تدخل البنك الدولي:

بلغت مساعدات البنك الدولي مستويات قياسية خلال هذه الأزمة، حيث ركزت هذه المساعدات على الحفاظ على الاستثمارات في البنية الأساسية على المدى الطويل، وعلى إمكانية استمرار تحقيق النمو الاقتصادي وخلق فرص العمل التي تصدرها القطاع الخاص، فخلال الفترة الممتدة بين يوليو 2008 وجانفي 2010، قدم البنك الدولي 89 مليار دولار أمريكي دعما للبلدان النامية وللبلدان متوسطة الدخل وشمل ذلك:²

- مبلغ 56.1 مليار دولار مقدمة من طرف البنك الدولي للإنشاء والتعمير كموارد مالية ومساعدات إلى البلدان المتوسطة الدخل حيث يعيش فيها 70% من فقراء العالم.
- مبلغ 18.3 مليار دولار على شكل ارتباطات المؤسسة الدولية للتنمية التي تقدم قروضا بدون فوائد ومنحا لأشد بلدان العالم فقرا عددها 79 بلدا.

¹ صندوق النقد الدولي، "مكافحة الأزمة المالية العالمية"، التقرير السنوي 2009، ص 25.

² بهية بوكروخ، مرجع سبق ذكره، ص 159.

- مبلغ 15.15 مليار دولار من مؤسسة التمويل الدولية المعنية بتنمية القطاع الخاص، كما أطلقت مجموعة من المبادرات للتصدي لهذه الأزمة، منها الصندوق بمبلغ 3 مليار دولار لدعم البنوك وبرنامج توفير السيولة للتجارة العالمية بمبلغ 5 مليار دولار، وبرنامج تسهيلات التصدي لأزمة البنية الأساسية بمبلغ 5 مليار دولار، وبرنامج تسهيلات التصدي لأزمة البنية الأساسية بمبلغ 2.4 مليار دولار.
- مبلغ 1.9 مليار دولار في شكل ضمانات من الوكالة الدولية لضمان الاستثمار، وهي فرع من البنك الدولي المعني بالتأمين ضد المخاطر السياسية.

خلاصة القول فقد انعكست هذه التدابير الاستثنائية إيجاباً على الاقتصاد العالمي وأدت إلى ظهور بوادر التعافي والإنعاش الاقتصادي.

المطلب الرابع: الحلول المقترحة لتجنب الأزمات مستقبلاً

بعد انفجار أزمة الرهن العقاري، ونضراً للخسائر الفادحة التي تكبدها الاقتصاد العالمي وكذلك نظراً للأثار الاجتماعية الناجمة عن هذه الأخيرة، بادر العديد من الخبراء والمختصين لتقديم عدة مقترحات تساهم في منع وقوع مثل هذه الأزمات مستقبلاً، أو على الأقل تعمل على أن تجعلها أقل حدة. ومن هذه المقترحات ما يلي:

الفرع الأول: تعديل النظام النقدي.

كخطوة أولى، ينبغي الإعداد بجديّة من الآن للخروج من عباءة معيار الدولار، الذي دمر هيكل الاقتصاد الأمريكي وأثك معه الاقتصاد العالمي. إن أزمة الرهن العقاري توفر فرصة نادرة لإجراء تغيير حقيقي، ومن ثم إقناع الو.م.أ - وهي في ضعفها الشامل الآن - بقبول نظام مالي نقدي عالمي جديد، محكوم بسلة عملات (ترتبط بالذهب) لا تتعدى حصة الدولار فيها 25%، وبالتالي يمكن أن نضمن عدم تحكم الو.م.أ في مقدرات الاقتصاد العالمي مرة أخرى. إن معيار جديد للذهب أمام سلة عملات يطرح نفسه بقوة ليكون خلفية لمعيار الدولار الحر.

وكخطوة ثانية، فإن الدول النفطية مدعوة لاتخاذ خطوة جديدة في هذا الخصوص، بأن يتم ابتكار آلية جديدة لا يكون للدولار فيها تأثير واضح، وهو توجه سيضمن تحرير السياسات المالية والنقدية لهذه الدول من سطوة الدولار الذي قيدها لعقود. إن هذا التوجه لن يضمن فقط فرار وعدالة المبادلات الدولية، ولكنه سيحث الأمريكيين على العمل كباقي الشعوب، والموازنة بين الإنتاج والاستهلاك والادخار، ومن ثم القضاء على مختلف المشكلات التي تعترض الاقتصاد الأمريكي.

وبالتالي ينبغي على الدول- لا سيما النامية - العمل على التحرر تدريجياً من ربط عملاتها واقتصاداتها بالاقتصاد الأمريكي غير المتوازن والضعيف أمام القوى الصاعدة، والدولار الأمريكي الراهن أمام عملات واعدة، مثل اليورو والين والليوان. ففي ظل تنامي توقعات حلول اليورو محل الدولار كعملة احتياطية دولية رئيسية، يلزم قيام الحكومات بتنويع سلة الاحتياطيات والمبادلات الدولية، من خلال سلة متوازنة تضم اليورو والين والدولار والليوان، كل ذلك بما يتوافق وهيكّل الواردات لكل دولة أو مجموعة دول.¹

الفرع الثاني: الحلول المقترحة على المستوى التجاري

يجب على الحكومات المختلفة خاصة حكومات الدول النامية منها، مراجعة مختلف الاتفاقيات والتعهدات خاصة تعهداتها والتزاماتها أمام منظمة التجارة العالمية، والتحرك مستقبلاً في ضوء ما يخدم مصالحها، فلن تخسر هذه الدول أكثر مما خسرت بسبب الأزمة. فقد دفعت الأزمة مختلف دول العالم إلى إرجاع أغلب اتفاقيات هذه المنظمة جانبا، حيث وضعت كل الدول ترتيبات حمائية تضمن تعافي اقتصادها السريع وغير المكلف، خاصة في ضوء التحرك الفردي غير المنظم من قبل الدول المتقدمة، لتقديم حزم إنقاذ لمختلف القطاعات التنموية، وهو وضع سيجعل المنتج الغربي في وضع تنافسي من نظيره في الدول النامية، ومن ثم قيام علاقات تجارية غير عادلة. لذا وجب التحرك وعدم الإنصياع إلى الحجج الوهمية التي تساق سواء من قبل بقايا الليبراليين الجدد أو منظمة التجارة العالمية. إذن ينبغي على كل دولة أن تزن الأمور، وتتخذ القرارات التي تتوافق مع متطلبات اقتصادها، لذا ينبغي أيضا وقف التفاوض على اتفاقيات جديدة، إلى أن تنكشف الأمور وتتضح معالم النظام الاقتصادي العالمي الذي سيولد من رحم الأزمة.²

الفرع الثالث: تحديد التعامل بتقنية التوريق

إن تحديد عملية توريق سندات الرهن العقاري سيحصر نطاق أي أزمة رهن عقاري مستقبلية بين المقرض والمقرض فقط، وبذلك سوف يتوجب على البنوك الاستثمارية أن تمول هذه السندات من مواردها الخاصة ولن تستطيع أن تمول سندات الرهن الجديدة من خلال توريق سندات رهن قديمة، وهذا ما يؤدي إلى انخفاض نسبة ديون هذه المؤسسات إلى أصولها المملوكة، ومن ثم انخفاض مخاطر الائتمان.³

¹ رضا عبد السلام، "أزمة مالية أم أزمة رأسمالية"، المكتبة العصرية، مصر، 2010، ص 191-190.

² نفس المرجع، ص 192.

³ نبال محمود قصبه، "تحليل الأزمة المالية العالمية الراهنة: الأسباب والتداعيات والعلاج"، مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد 28، العدد الأول، 2012، ص 561-562.

الفرع الرابع: تغطية بعض نقائص الرقابة المالية

لقد أبرزت الأزمة الأخيرة الحاجة إلى إعادة التفكير في أسس رقابة النظم المالية وأثارت جدلا حول الهندسة الملائمة لهذه الرقابة. وعليه فإن الرقابة المالية المثلى تكون في مجالات عدة بدءا بوكالات التصنيف وإدارة المخاطر مروراً بعملية تنظيم فعالة للأسواق أو حتى مسألة التعويضات. ولكن جزء كبير من التعاملات بالتوريق معفي من الرقابة والتنظيم. لذلك يبدو من الضروري إعادة دمج كل عمليات التوريق ضمن الحقل الرقابي مما سيعطي ميزة الشفافية لهذا الجزء الغامض من النظام المالي. وينبغي لتوسيع نظام الرقابة أن يحظى بموافقة الآراء داخل لجنة "بازل".¹

وعليه فإن تحدي السلطات هو تقييم نتائج الرقابة المالية على النظام المالي ككل. ومن أجل ذلك لابد من وضع في حيز التنفيذ نظم رقابية تتكيف والتطورات الاقتصادية. فالمبدئ العام لمثل هذه السياسة بسيط يقتضي ضم أهداف الاستقرار في عملية الرقابة، ليس فقط على المؤسسات بل على النظام المالي ككل. لذلك تعد المعرفة التامة بنشاطات القطاع البنكي ومختلف المؤسسات المالية مفيدة للغاية للبنك المركزي خاصة في أوقات الأزمات.²

الفرع الخامس: اللجوء إلى الصناديق السيادية

لقد أسفرت الأزمة المالية العالمية على إلقاء المزيد من الضوء والاهتمام بالصناديق السيادية، وعلى مكانتها المتنامية في النظام المالي العالمي*. حيث توفرت الصناديق السيادية على أكثر من ثلاثة ترليون دولار في منتصف عام 2008 مقابل 500 مليار دولار في بداية سنوات التسعينيات من القرن العشرين، أي بمعدلات نمو سنوية تتراوح ما بين 10% و20%، وهذا ما سمح لها بأن تتراوح أصولها في عام 2012 ما بين 5 و10 ترليون دولار. ويشير تقرير نشرته مؤسسة "ستانلي مورغان" إلى أن أصول الصناديق السيادية ستصل إلى أفاق عام 2015م إلى 12 ترليون دولار.

إن إعطاء المزيد من الأهمية للصناديق السيادية من قبل المؤسسات المالية الدولية كان متزامنا مع بروز أزمة الرهن العقاري التي كان سبب انفجارها قروض الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية سنة 2007، إذا عملت على تحقيق نوع من الاستقرار في الأسواق المالية بمساعدة عدة بنوك ومؤسسات مالية بشراء حصص فيها وتزويدها بالسيولة اللازمة لمحاولة إنقاذها من الإفلاس.

عموما ساهمت الصناديق السيادية للدول النامية في التخفيف من مشكلة السيولة التي عانت منها المؤسسات المالية الغربية بشكل خاص بضحها مليارات الدولارات، لكن هذه المساهمة لم تتعدى 9,9% كأعلى نسبة ساهمت بها

¹ Patrick Artus et autres, "La crise des Subprimes", les rapports du conseil d'analyse économique, la documentation Française, Paris, 2004, p 132.

² Christian Noyer, "Réflexion sur la crise", Colloque marchés financiers : aspects passés, présent et futures, célébrant le 150 éme anniversaire des relation Franco-Japonaises, Tokyo, 17 Novembre 2008, banque de France, p6.

* للإطلاع أكثر على نسب مساهمة الصناديق السيادية في تمويل أهم المؤسسات المالية أنظر الملحق رقم (6).

صندوق صيني في بنك "مورقان ستانلي". ورغم أن الصناديق السيادية ليست مسؤولة عن الأزمة، إلا أن التخوف من أدوارها المستقبلية زاد من الأعمال المتصلة بوضع إطار لعملها بما يدعم شفافية أداءها وحوكمتها.¹

الفرع السادس: أفضل أداء لوكالات التصنيف الائتماني

صدر عن أزمة الرهن العقاري العديد من الدروس مثلت في بعض الحالات توصيات للسياسات العامة، حيث أشارت أزمة الرهن العقاري إلى أن نوعية خدمات وكالات التصنيف كانت دون المستوى الأمثل، فهذه الأخيرة لم تقم بتمييز الصلة بين مستوى خطر الأوراق المالية بل منحت تصنيفاً عن فئة "AAA" بكل سهولة، بالإضافة إلى أنها عوضاً عن التدخل بمجرد بروز أول بوادر الأزمة قامت بتخفيض حاد للتصنيف الائتماني للأوراق المالية المرتبطة بقروض الرهن العقاري، مساهمة بذلك في زيادة التقلبات المالية في السوق وبالتالي تفاقم الأزمة، لذا فإن الوقوع في الخطأ شيء أما عدم الاعتراف بأخطائه فهو شيء آخر قد يعرض سمعة ومصداقية الطرف المعني للخطر، وفي ذات السياق ينبغي التحسين من أداء وكالات التصنيف الائتماني من عدة جوانب:²

- على وكالات التصنيف أن تمتاز بالشفافية الكاملة في النماذج والمنهجيات التي تستخدمها في التصنيف الائتماني.
- من أجل دراسة وتقييم المنتجات المالية المعقدة بأفضل طريقة، على وكالات التصنيف أن تتوافر على أدوات متطورة وموظفين مؤهلين.
- يتعين على وكالات التصنيف أن تدمج مخاطر السيولة إلى جانب مخاطر الائتمان والمخاطر التشغيلية عند قيامها بعمليات التقييم .
- إعادة التوازن إلى سوق التصنيف نظراً لمركزها الكبير، فيما يخص التصنيف الائتماني تحتل وكالات التصنيف الثلاثة الكبرى قيمة 90% من السوق العالمية.

¹ عبد المجيد قدي، "الصناديق السيادية والأزمة المالية الراهنة"، مداخلة ضمن فعاليات مؤتمر حول الأزمة المالية العالمية وكيفية علاجها من منظور النظام الاقتصادي الغربي والإسلامي، جامعة الجنان، لبنان، أيام 13-14 مارس 2009، ص9.

² Patrick Artus et autres, op cit, p 23.

خلاصة الفصل:

إن الأزمة المالية التي اندلعت وتفاقمت في الولايات المتحدة كانت نتيجة انهيار سوق الرهون العقارية الأمريكية الذي تطور إلى درجة كبيرة، وقد ساعدت تطورات الهندسة المالية على تجميع أصول مالية ضخمة في مجال الرهن العقاري، حيث تم توريق القروض العقارية وتقسيمها إلى مشتقات وشرائح معقدة، تجهز بطرق رياضية غير مفهومة يصعب فهمها ورصد خطورتها، وسرعان ما انتشرت عبر مختلف أنحاء العالم، وذلك دون فهم واضح لمستوى المخاطر التي تحملها هذه المنتجات. وأدى نزول الأسعار إلى انفجار الفقاعة العقارية مما أدى إلى انهيار أسعار العقارات ولم يعد المقترضين قادرين على دفع أقساط القروض المستحقة عليهم، ونتيجة لذلك حدثت انهيارات في سوق الأوراق المالية الأمريكية، وسرعان ما انتقلت الأزمة المالية الأمريكية لتطال كل الأسواق المالية العالمية الكبرى، بسبب ارتباط عدد كبير من المؤسسات المالية في أوروبا وآسيا وبقية العالم بالأسواق المالية الأمريكية، ولم تقتصر الأزمة على جانبها المالي بل تطورت إلى مشكلة ركود اقتصادي واسع، لذلك قامت الحكومة الأمريكية والبريطانية ودول أخرى باتخاذ إجراءات استثنائية غير مسبقة لاحتواء الأزمة والحد من تداعياتها. لكن الواقع يكشف بشكل واضح أن أعقاب هذه الأزمة لا تزال تؤثر على العديد من الاقتصاديات، إذ تعتبر أزمة الديون السيادية في الاتحاد الأوروبي لـ2010 المرادف الأوروبي لأزمة الرهن العقاري الأمريكية. وهنا نؤكد على أنه يجب تبني منهج تنبؤي كمتطلب أساسي للوقاية من هذا النوع من الأزمات فكيف يمكن التنبؤ بها؟

الفصل الثالث:

التنبؤ بأزمة الرهن

العقاري

تمهيد الفصل:

كشفت دراسة طيات أزمة الرهن العقاري، عن صعوبة الوصول إلى نتائج نهائية ثابتة تحسم إشكالية أزمة عالمية بهذا الحجم، وعدم الإحاطة بمختلف جوانبها، بوصفها أزمة متنوعة ومتشعبة ومتغيرة ذات آثار لا يمكن حصرها، رغم التدابير والإجراءات التي اتخذتها الولايات المتحدة الأمريكية وغيرها، هذا ما يستدعي ضرورة مواصلة البحث بغية متابعة وكشف تفاصيلها في مختلف الجوانب والتركيز على دراسة إمكانية التنبؤ بها، باستعمال عدة مؤشرات سواء كانت مؤشرات بورصية أو مؤشرات اقتصادية عامة. هذا من أجل وضع حل نهائي لها، والوصول إلى تقنيات ومناهج تمكن من التنبؤ بهذا النوع من الأزمات قبل وقوعها.

حيث أن هناك قلة أكدت بأن هذه الأزمة لم تكن مفاجأة بآتم معنى الكلمة، بل إن التنبؤ بها كان قائما وبالتالي كان من الممكن تفادي تعريض الاقتصاد العالمي لمثل هذا الانهيار، إلا أن البعض الآخر يثبت عكس ذلك. ولمعرفة الرأي الصائب منهم، سنقوم بدراسة إمكانية التنبؤ بأزمة الرهن العقاري في هذا الفصل بالتعرض إلى مبحثين هما:

- نظام الإنذار المبكر والتنبؤ بأزمة الرهن العقاري.
- المؤشرات البورصية والتنبؤ بأزمة الرهن العقاري.

المبحث الأول: نظام الإنذار المبكر والتنبؤ بأزمة الرهن العقاري

يعد التوصل إلى مؤشرات أساسية للتنبؤ بالأزمات المالية وتقديم إنذار مبكر لها في مراحلها الأولى من الأمور الحاسمة ولا سيما في الوضع الراهن من العولمة المالية. وتعتمد معظم الدراسات التطبيقية على تفسير الأزمات بعد أن تكون قد حدثت، بوضع نماذج قياسية لها، كأن تؤخذ قيمة الواحد للأحداث التي عرفت أزمات، وقيمة الصفر لفترات الهدوء. غير أن هذا الأسلوب لا يجدي نفعاً، إذ أن انتظار وقوع الأزمة لا يعتبر استراتيجية فعالة، فهناك إذا حاجة ماسة لوضع تدابير أخرى قبل حدوث الاضطراب.¹

المطلب الأول: مفهوم نظام الإنذار المبكر

إن إعطاء مفهوم شامل لنظام الإنذار المبكر يكون بالتطرق إلى تعريفه، أهميته، وبالأخص مؤشرات وكيفية بنائه كأداة لرصد وقوع الأزمات.

الفرع الأول: تعريف نظام الإنذار المبكر

يمكن تعريف نظام الإنذار المبكر، بأنه تلك الأداة القادرة على توقع حدوث الأزمات من خلال تقييم ملف المخاطر الاقتصادية والاجتماعية والسياسية والبيئية والضغط السكانية وغيره لبلد ما، حيث أنه يشمل أسس نظرية ومجموعة من الإجراءات العلمية المتسلسلة والمتناسقة، التي يتم من خلالها تحديد المخاطر الإجمالية في مجال ما لبلد ما لتوفير المعلومات المناسبة لمتخذي السياسات والقرارات، والتي تفيد مسبقاً في توقع حدوث الأزمة في البلد المعني، ويشير صندوق النقد الدولي إلى أن الإطار المنهجي العلمي التجريبي للنظام يعتمد على توليفة من المتغيرات والمؤشرات القيادية الممثلة لحالة التغير (التي تظهر تغيراً غير طبيعي في سلوكها في حالة الأزمات)، بينما تركز دقة نتائجه على نوعية ودرجة تردد البيانات حول حالة المخاطرة.²

ويرتكز تعريف نظام الإنذار المبكر على تعريف واضح للأزمة ومصدرها، بمعنى أن الخطوة الأولى هي التعرف على الأزمات حيث يجب على الباحثين تحديد الوضع الذي يمكن أن يوصف بأنه أزمة كاملة للعملة أو أزمة كاملة للبنوك على سبيل المثال أو لكيليها، وتعرف أزمة العملة بأنها حالة يحدث فيها انخفاض كبير في قيمة العملة وتستطيع السلطات أن تقوم بدفاع ناجح عن طريق القيام ببعض التدابير مثل رفع سعر الفائدة أو التدخل في سوق العملات الأجنبية أو القيام بالأمرين معاً، وهكذا فتعريف أزمة العملة يستخدم الباحثون مؤشرات قد تختلف من باحث لآخر، مثل التغيرات في سعر الصرف، في الاحتياطيات من العملات الأجنبية وفي أسعار الفائدة قصيرة المدى إذ كانت متاحة، إلا أن

¹ بن ثابت علال، مرجع سبق ذكره، ص76.

² علاء الدين عوض الطراونة، مرجع سبق ذكره، ص14.

التعريف الناتج عن ذلك قد لا يشمل كل أوضاع الأزمة، لأنه كما حدث في عدة حالات، قد يقوم بلد ما استجابة لضغوط سوق العملات الأجنبية بفرض قيود على حركة رؤوس الأموال، والضغط التي يوجهها النظام المصرفي يصعب تحديدها كمياً، بدرجة أكبر من تلك الموجودة في أسواق العملة، وعادة ما تظهر نقاط الضعف في النظام المصرفي لأن نوعية الأصول تتدهور، والمعلومات عن هذه الأصول التي لا تحقق إيرادات ليست دائماً محل ثقة أو متاحة في الوقت المناسب، وحتى التقديرات غير المباشرة لنوعية الأصول تتطلب معلومات عن التفاصيل، والمخاطر التي يتعرض لها الوسطاء الماليون في مختلف القطاعات ومعلومات عن حركة أسعار العقارات، والأصول الأخرى وكلها معلومات يصعب الحصول عليها في كثير من البلدان النامية والبلدان التي تمر بمرحلة انتقال، ونظراً لأن المعلومات المطلوبة لإجراء تقييم غير متاحة عادة، فإن تحديد توقيت الأزمات المصرفية يعتمد على أحداث مثل غلق البنوك ومساندة الحكومة للمؤسسات المالية أو الاستيلاء عليها.¹

إن الهدف من إيجاد نظام إنذار مبكر هو تدارك أو تجنب الأزمات من خلال وضع سياسات الاستجابة السريعة، ومن وجهة نظر متخذي السياسات، فإن نظام الإنذار المبكر وسيلة معالجة للأحداث الطارئة قبل وقوع السيناريو السيء وبالتالي تجنب التكاليف المالية المفرطة التي قد تنجم عن الأزمات، وهنا يظهر النظام على أنه أداة مفيدة لسياسات الحماية والوقاية والتي تمكن الحكومات من تطبيق السياسات في المراحل الأولى قبل تطور الأزمات، حيث أن الدراسات التجريبية والتطبيقية وخبرة البلدان تشير إلى أن التدخل في بداية الأزمة أفضل وذو نتائج إيجابية على إخماد الأزمات أو التخفيف من آثارها.²

الفرع الثاني: أهمية نظام الإنذار المبكر:

تتحلى أهمية نظام الإنذار المبكر في قيمتها إذ أنها تعتبر أداة دائمة ومستمرة للتوجيه والإنذار والتحذير لمتخذي القرار وواضعي السياسات لاحتمال تعرض الاقتصاد لأزمة مالية، وذلك قبل وقوع الحدث لاتخاذ ما يلزم من سياسات وإجراءات وقائية أو مانعة من وقوع الأزمات، وتساعد نظم الإنذار المبكر عموماً فيما يلي:³

- التقييم المستمر لنظم المؤسسات المصرفية في شكل إطار أو هيكل رسمي للتقييم سواء عند الفحص أو بين فترات الفحص.

- التعرف على المؤسسات أو المواقع داخل المؤسسات التي تكون فيها مشاكل أو يحتمل وقوعها في مشاكل.

¹ أوكيل نسيم، مرجع سبق ذكره، ص 340.

² نفس المرجع، ص 341.

³ عبد النبي إسماعيل الطوحي، " التنبؤ المبكر بالأزمات المالية باستخدام المؤشرات المالية القائمة"، مصر، تاريخ الاطلاع 04 أبريل 2014، متاح على البريد الإلكتروني: www.Kantakji.Ory/Figh/Files/Manage/104.Doc.

- المساعدة في تحديد أولويات الفحص والتخصيص الأمثل للموارد الإشرافية والتخطيط المسبق للفحص.
- توجيه الاهتمام والتوقيت السليم من قبل المشرفين على البنوك.

كما يرجع سبب الاهتمام بنظام الإنذار المبكر ومحاولة إيجاد مؤشرات تتسم بالقدرة التنبؤية لها قبل وقوعها، إلى تكرار تلك الأزمات وفي فترات متقاربة من ناحية، وإلى الخسائر والتكلفة العالية لتلك الأزمات من ناحية أخرى، وقد قدر البنك الدولي الخسائر الناجمة من تلك الأزمات بحوالي 15% من الناتج المحلي الإجمالي تفاوتت من دولة لأخرى وتجاوزت 25% في بعض الحالات (الأرجنتين، الشيلي، كوت ديفوار)¹، كما يظهر من خلال الجدول التالي:

الجدول رقم (09): خسائر الأزمات المالية في بعض الدول.

الدولة	الفترة	الخسائر كنسبة مئوية من الناتج المحلي
إسبانيا	1985-1977	17
فنلندا	1993-1991	8
السويد	1992-1991	6
النرويج	1989-1987	4
الولايات المتحدة	1991-1984	3
فنزويلا	1983-1980، 1959-1994	18
الأرجنتين	1985، 1982-1980	13-55
المكسيك	1995-1994	15-12
البرازيل	1996-1994	4-10

المصدر: نادية العقون، "العولمة الاقتصادية و الأزمات المالية: الوقاية و العلاج(دراسة لأزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية)"، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية تخصص اقتصاد التنمية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الحاج لخضر، باتنة، 2012
-2013، ص 264.

لقد ظهرت كتابات عديدة ودراسات مختلفة سواء من البنك الدولي أو صندوق النقد الدولي أو بنك التسويات أو الباحثين الاقتصاديين المهتمين بدراسة هذه الظاهرة ومعرفة أسبابها وكيفية وضع أنظمة للتنبؤ بها قبل حدوثها بوقت مبكر، حتى يمكن اتخاذ الإجراءات أو السياسات المضادة لمنع أو تجنب حدوثها أو تقليل الخسائر منها إلى أدنى مستوى إن لم يكن من الممكن تفادي وقوعها.

¹ نادية العقون، مرجع سبق ذكره، ص 264.

الفرع الثالث: مؤشرات نظام الإنذار المبكر

إن بناء نظام فعال للإنذار المبكر بالأزمات المالية يستوجب أن تكون المؤشرات الأساسية الدالة على قرب وقوع الأزمة قابلة للمقارنة عبر مختلف الفترات وبين مختلف البلدان. غير أن هناك الكثير من العوامل التي يمكن أن تساهم في التنبؤ بالأزمات ولكن لا يمكن قياسها بسهولة ولا تستجيب لهذا المعيار، ومن الأمثلة على ذلك، تلك البيانات الدالة على مدى صحة النظم المالية، مثل نسبة القروض المتعثرة وكفاية رأس المال. وقد تكون عملية قياس متغيرات معينة ناقصة لأسباب مختلفة فعلى سبيل المثال، من الصعب جدا، الحصول على معلومات كاملة ودقيقة عن الديون الخارجية قصيرة الأجل للقطاع الخاص في معظم البلدان. هذه المشاكل في القياس وفي مدى توافر البيانات يعني أنه من الصعب أن تدرج في نظام الإنذار المبكر المحسوبة على أساس مراحل تاريخية.¹

كما قد يكون للمؤشرات الدالة على الشعور السائد في السوق دور كبير في نظام الإنذار المبكر، مثل المؤشرات التي يمكن أن تشتق من أسعار الأصول أو التطورات التي تحدث في بلدان أخرى، وهو ما من شأنه أن يؤدي إلى خطر انتقال العدوى. لكن ولصعوبة تقديره، فإن المؤشرات المرتبطة به من الممكن أن تكون غير فعالة، لأنها تميل إلى التأخر في إصدار إشاراتها خلال فترة تكون الأزمة. ومع ذلك، يجب على المحللين الأخذ في الاعتبار كل العلامات الدالة على الشعور السائد في السوق وإدخالها في نظام الإنذار المبكر.²

بناء على ما سبق، يمكن القول أن اختلاف المنهجيات والفترات الزمنية والبلدان التي تتخذ كعينة، إلى جانب التعاريف المختلفة لما قد يشكل ضغطا على أسواق الصرف والنظام المصرفي، وكذلك نقص في البيانات التي يعيق القدرة على التنبؤ بالأزمات (خاصة المصرفية)، يجعل من الصعب مقارنة النتائج بين الدراسات المختلفة والوصول إلى مجموعة ثابتة من المؤشرات المبكرة على احتمال حدوث أزمة مالية³. والجدول التالي يظهر أهم المؤشرات الاقتصادية التقليدية للتعرض للأزمات المالية.

الجدول رقم(10): بعض المؤشرات الاقتصادية التقليدية للتعرض للأزمات المالية

التطورات في الاقتصاد الكلي	الخصائص الهيكلية أو البنوية
- ارتفاع معدل التضخم	- نظام جمود معدلات التبادل
- نمو سريع في التدفق النقدي	- استراتيجية النمو المتزايد في الصادرات
- انخفاض حقيقي في معدل نمو الصادرات	- قطاع التصدير أكثر تركيزا

¹ Andrew Berg & Catherine Pattillo, "L'art Difficile de Prévoir les Crises Economiques", Dossiers Economiques, FMI, Juillet 2000, p7.

² Ibid, p6.

³ نادية العقون، مرجع سبق ذكره، ص 267

<ul style="list-style-type: none"> - ارتفاع معدل التغير للديون الخارجية - ارتفاع حجم الدين الخارجي قصير الأجل - تحرر سوق المال الحديث - إطار ضعيف للإشراف على الأموال وتنظيمها - أسواق الائتمان بأصول المالية أو العقارية - انخفاض الاكتتاب في سوق الأسهم - سيطرة بعض المؤسسات على سوق الأسهم - سيطرة بعض الصناعات على سوق الأسهم - الرقابة على دخول السوق والخروج منه. 	<ul style="list-style-type: none"> - عجز مالي متزايد - ارتفاع معدل التبادل بالنسبة للاتجاه السائد - النمو السريع في الاعتمادات المالية المحلية كنسبة مئوية من الناتج القومي الإجمالي - ارتفاع نسبة القروض غير المنتجة إلى إجمال القروض - ارتفاع نسبة العجز في الحسابات الجارية مئوية من الناتج القومي الإجمالي - نمو الديون الخارجية وزيادة الديون بالعملة الأجنبية - انخفاض الاحتياطي العالمي - انخفاض النمو الاقتصادي الحقيقي - ارتفاع معدل الأسعار والأرباح - ارتفاع معدل الفائدة المحلية وارتفاع معدل البطالة.
--	--

المصدر: عبد الحكيم مصطفى الشراوي، "العولمة المالية وإمكانية التحكم: عدوى الأزمات المالية"، دار الفكر الجامعي،

الإسكندرية، 2003، ص 39.

الفرع الرابع: بناء نماذج نظام الإنذار المبكر

إن الأزمات المالية بما تفرزه من تكاليف كبيرة تجعل من بناء أداة للرصد في شكل نظام للإنذار المبكر مهما جدا. ولبناء نموذج لنظام الإنذار المبكر بعد تحديد خصائص أحداث معينة باعتبارها أزمات، استخدم الباحثون منهجين تطبيقيين في سعيهم إلى تحديد مجموعة من المتغيرات أو المؤشرات الأساسية التي يمكن أن تستخدم للتنبؤ بالأزمات في أسواق العملة والأنظمة المصرفية،¹ وهما :

أولا: نهج الإشارة (منهجية المؤشرات الرائدة) "Signalling Approach":

ينطوي على رصد مجموعة من المؤشرات الرائدة التي تتكرر بشكل كبير وتميل إلى أن تتصرف بشكل مختلف قبل الأزمة، ودراسة ما إذا كانت هذه المؤشرات فردية أو مجتمعة مع بلوغها قيمة العتبة التي ترتبط من الناحية التاريخية ببداية أزمة مالية، وبالتالي التعرض للأزمة يكون عندما يخرج متغير عن مستواه العادي بقيمة تتجاوز عتبة معينة، وهي إشارة

¹ Mahfoud Djebbar, "Predicting Financial Crises : Myth Reality", Recueil de Communication de Colloque International sur la Crise Financière et Economique et Gouvernance Mondiale, Université Farhat Abbas, Sétif, Algérie, du 20 au 21 Octobre 2009, p15.

بخطر انفجار أزمة خلال 24 شهر التالية والذي يسمى بأفق الإشارة "Horison du Singnal" وفي هذه الحالة فإن الإشارة التي تتبعها أزمة خلال 24 شهر التالية تسمى "إشارة جيدة" أما الإشارة التي لا تتبع بأزمة خلال نفس المجال الزمني تسمى "إشارة خاطئة" أو "ضوضاء"،¹ والجدول التالي يوضح مصفوفة هذه الإشارات.

الجدول رقم (11): مصفوفة مؤشرات الأزمات

البيان	وقوع أزمة بعد 24 شهر التالية	عدم وقوع أزمة بعد 24 شهر التالية
إصدار المؤشرات لإشارة	A	B
عمد إصدار المؤشر لإشارة	C	D

Source: Graciela L, Kaminsky & Carmen M Reinhart, "The twin Crises: The Causes of Banking and Balance of Payments Problems", The American Economic Review, Vol 89, N°3, June 1999, p 488.

➤ الحالة (A): المؤشر جيد لأنه يصدر إشارات إنذار مبكر بحدوث أزمة وبالفعل تقع الأزمة بعد 24 شهر التالية.

➤ الحالة (B): المؤشر غير جيد لأنه يصدر إشارة لحدوث أزمة ولكنها لا تقع حتى بعد 24 شهر تالية (مؤشر كاذب).

➤ الحالة (C): مؤشر غير جيد لأنه لا يصدر إشارة إنذار مبكر بحدوث أزمة ولكن تقع الأزمة بعد مرور 24 شهر.

➤ الحالة (D): المؤشر جيد لأنه لا يصدر إشارة إنذار مبكر بحدوث أزمة وبالفعل لا تقع أزمة خلال 24 شهر. ووفقا لمنهج المؤشرات الرائدة فإن بناء نظام الإنذار المبكر يمر بالخطوات التالية²:

▪ الخطوة الأولى: تعريف الأزمة: من خلال تحديد خصائص الوضع الذي يمكن أن يوصف بأنه أزمة كاملة للعملة أو للبنوك أو لكليهما أو أي نوع آخر من الأزمات.

▪ الخطوة الثانية: اختبار مجموعة من المؤشرات الرئيسية: فمثلا من بين مؤشرات الأزمات المختلفة المستوى: الاحتياطات الأجنبية، نسبة الديون قصيرة الأجل إلى الاحتياطات، سعر الفائدة الحقيقي، إضافة إلى أسعار الأسهم ونسبة الائتمان المحلي إلى الناتج المحلي الإجمالي وغيرها من المؤشرات. ولكل مؤشر ثلاث خصائص يجب أخذها بعين الاعتبار تتمثل في: المستوى، التغير والانحراف عن اتجاهه. وينتظر من المؤشرات التنبؤ بالأزمات خلال فترة زمنية تعرف باسم "أفق الإشارة".

¹ : Graciela L, Kaminsky & Carmen M Reinhart, "The twin Crises: The Causes of Banking and Balance of Payments Problems", The American Economic Review, Vol 89, N°3, June 1999, p 488.

² Mahfoud Djebbar, op cit, p 15.

- الخطوة الثالثة: اختيار عتبات المؤشرات الرائدة : يرى "تشوانغ" أن لكل مؤشر عتبة تقسم توزيعه بين المنطقة الطبيعية (العادية) والمنطقة غير الطبيعية (غير العادية) والتي تتوافق مع احتمال اشتداد الأزمات، فإذا لوحظ من نتائج المؤشر أنه يقع في المنطقة غير الطبيعية، فهذا المؤشر يعتبر كمرسل لإشارة إنذار.
- الخطوة الرابعة: حساب نسب الإشارات الزائفة إلى تلك الحقيقية (Respective Noise-to-signal Ration).
- الخطوة الخامسة: اختيار القيم الحدية التي تقلل من الضوضاء إلى نسب الإشارة (Noise-to-signal Ration) وكلما زاد عدد المؤشرات التي تشير إلى حدوث أزمة، كلما ارتفع الاحتمال بأن هذه الأزمة من شأنها أن تحدث فعلا.

ثانيا: منهجية النماذج الاحتمالية (The Approach That Uses probit\Logit Models):

يسمح هذا النهج بالتعرف على المؤشرات التي تؤثر في احتمال وجود أزمة باستخدام نماذج نظم الإنذار المبكر probit\Logit (المعروفة باسم نماذج الاستجابة الكيفية)، وهو اختبار متعدد المتغيرات يسمح باختبارات ذات دلالة إحصائية للمتغيرات التفسيرية، ويمكن أن نذكر هنا على سبيل المثال أعمال كل من فرانكل وروز "Frankel and Rose" في 1996، كلاين وماريو "Klein and Marion" في 1997 و غولديفاجن وفالداز "Goldfajn and Valdez" في 1998، وقد استخدم هؤلاء نماذج Probit\Logit من أجل تقدير احتمال حدوث أزمة في الفترة $(t+1)$ بفعل مجموعة من المتغيرات التفسيرية في الفترة (t) .¹

وهناك سمة مشتركة بين جميع أنظمة الإنذار المبكر الحالية، وهي استخدام المحددات الأساسية للقطاعات الداخلية والخارجية كمتغيرات تفسيرية. إذ يتم المقارنة بين ملاحظات ما قبل الأزمة (سلوك الأساسيات) خلال فترات الهدوء وفترات الأزمة وسلوكها في فترة ما بعد الأزمة على حد سواء. والتقدير في هذه الحالة يتطلب مزيدا من المعلومات عن أكبر عدد ممكن من المتغيرات ذات الدلالة.²

المطلب الثاني: تجربة نظام الإنذار في التنبؤ ببعض الأزمات المالية

يمكن لنظام الإنذار المبكر أن يترجم المعلومات المتعلقة بالمتغيرات الاقتصادية والمالية إلى مقياس مركب لمدى الحساسية للتطورات المحيطة، وأن يعمل كأداة مفيدة لترتيب درجات الحساسية النسبية لمجموعة من البلدان، وهو أمر تزداد صعوبة تقديره على أساس كل بلد على حدى. كما يتبين من الجهود البحثية التي شارك فيها عدد من المؤسسات

¹ Ahmed Ksaier, "Essai d'Elaboration d'un Système Préventif de Crise de Change", Séminaire Doctoral du GDRI EMMA , Organiser par le CEMAFI, Université de Nise sophia Antipolis , 25-26 Mars 2004, p11.

² Mahfoud Djebbar, op cit p12.

مثل صندوق النقد الدولي وبنك الاحتياطي الفيدرالي للولايات المتحدة الأمريكية وبنك التسويات الدولية وغيرها، أن بعض النماذج مفيدة في التنبؤ بالأزمات، وإن كانت هناك حاجة لبذل مزيد من الجهود كي يتسنى فهم أسبابها بصورة أفضل¹.

الفرع الأول: دراسة مؤشرات الإنذار المبكر للأزمات المالية

إنَّ المتغيرات التي تصلح لأن تكون مؤشرات إنذار مبكر لحدوث أزمة نقدية تتمثل في الغالب بمتغيرات الاقتصاد الكلي، وبصورة أكثر تحديدا إذا كانت هذه المتغيرات أعلى من معدلاتها في الأحوال العادية في أحد البلدان، فارتفاع سعر الصرف الحقيقي للعملة الوطنية نسبة إلى معدلها في السنتين السابقتين و زيادة عرض النقد بالمعنى الواسع نسبة إلى الاحتياطات الأخرى وذلك قبل 13 شهرا من حدوث الأزمة هما إشارتا تحذير لحدوث أزمة نقدية في البلدان الصناعية وأسواق البلدان النامية الناشئة، كما أن انخفاض أسعار الأوراق المالية في البلدان الصناعية وانخفاض معدلات الفائدة الحقيقية التي تعكس سياسات نقدية متساهلة والتدهور في شرط التبادل التجاري قبل 8 أشهر من حدوث الأزمة النقدية تعطي إشارة تحذير قوية لاحتمال حدوث الأزمة النقدية في أسواق البلدان الناشئة.²

أما أزمة العملة غالبا ما تكون مسبقة بزيادة أسعار الموجودات فمعظم الأقطار الآسيوية التي تأثرت بالأزمة المالية عام 1997 ارتفعت فيها أسعار العقارات والأسهم بحدة في بداية التسعينيات، ودلت التجربة العلمية أن أسعار الأسهم بدأت بالانخفاض قبل 6-12 شهرا من حدوث الأزمة في آسيا، وأصبحت أسعار الأسهم سالبة خلال ستة أشهر قبل حدوث الأزمة وانخفضت إلى 25 نقطة بعد حدوث الأزمة مباشرة مقارنة بالفترة العادية قبل حدوث الأزمة المذكورة.³

كما أن الأزمة المصرفية التي يتعرض لها الجهاز المصرفي مؤشرات كثيرة وهي مؤشرات ترتبط بصورة مباشرة بسلامة النظام المصرفي، ويتمثل المؤشر الرئيسي بمخاطر رأس المال الذي يزيد من تعرض المصارف للتعثر المصرفي وذلك عندما تحبط قيمة أصول الجهاز المصرفي ويتوقف مقدار رأس المال الواجب الاحتفاظ به على مدى المخاطر التي تواجه أصول البنك، فهناك أصول مثل القروض غير المضمونة معرضة للمخاطر بدرجة أكبر من الأصول النقدية والاحتياطات والموجودات شبه السائلة، ومن الطبيعي أن يحتفظ البنك برأس مال أكبر عندما يقدم قروضا إلى صناعات معرضة لتقلبات كثيرة في الربحية والنتاج، ويمكن أن يكون التآكل السريع في رأس المال البنوك لمواجهة خسائر القروض والخسائر الرأسمالية المتزايدة علامة على أزمة النظام المصرفي، وخسائر القروض ذاتها تعد مظهرا من مظاهر الأزمة المصرفية وحتى

¹ أوكيل نسيمه، مرجع سبق ذكره، ص 343.

² هيل عجمي جميل، مرجع سبق ذكره، ص 284.

³ نفس المرجع، ص 285.

عندما تواصل البنوك تحقيق الأرباح فان الزيادة السريعة في الديون المشكوك سدادها تمثل أحد المؤشرات الدالة على الأزمة التي تواجه البنوك.

إن عدم توافق هيكل استحقاق أصول وخصوم البنوك يعد من المؤشرات المهمة للأزمة المصرفية، فالاعتماد المتزايد على التمويل قصير الأجل لأصول طويلة الأجل يجعل البنوك المصرفية أكثر عرضة للمشاكل المتمثلة في ضعف قدرتها للوفاء بطلبات العملاء، وفي بعض الأحوال يسبق الأزمات المصرفية زيادة غير قابلة للاستمرار في الاستثمار الممول بتدفق رأس المال الأجنبي الخاص عبر النظام المصرفي في نمو واسع وسريع في الائتمان المصرفي الممنوح لبعض القطاعات كقطاع العقارات والأوراق المالية، فقطاع العقارات التجارية في آسيا تعرض لارتفاع كبير في الأسعار وزيادة في القروض المصرفية الممنوحة له، ومع انهيار أسعار العقارات بدأت المحافظ المصرفية المستحقة الدفع في الارتفاع وتعرض النظام المصرفي للضعف، وقد أدت هذه الظاهرة إلى تدهور الموجودات والقروض في أمريكا في الثمانينات وفي إنجلترا في أوائل التسعينات. وطبقا للتصنيف المعياري يمكن أن تحدث الأزمات المصرفية في حالة وصول الديون الرديئة إلى 10% من الموجودات الكلية وبلوغ كلفة عملية إصلاح الأزمة 2% من الناتج المحلي.

كما يسبق الأزمة المصرفية تدفق ضخم للأموال الأجنبية قصيرة الأجل ويبدأ بفترة سنة قبل حدوث الأزمة، وغالبا ما ينظر للدول ذات المستويات العالية من الديون قصيرة الأجل والديون التي تخضع لأسعار فائدة متغيرة على أنها معرضة أكثر من غيرها للصدمات الخارجية والداخلية، فكل الأزمات المالية في تشيلي عام 1981 م وفي تركيا 1994 م وفي تايلاند والمكسيك عام 1994 م 1981 م تعود إلى الاعتماد المفرط على الديون قصيرة الأجل لتمويل العجوزات في موازين الحسابات الجارية، والخطورة في هذا التمويل هو توقفه المفاجئ نحو الداخل مما يعرض البلدان المستقبلية له إلى نقص في التمويل، وتدهور في أسعار الأسهم وإلى ظواهر إفلاس باهظة التكاليف للعديد من المشاريع والمؤسسات، وقد يكون التوقف في تدفق رؤوس الأموال للداخل والتراجع فيه مرتبطا بأزمة نقدية وفي الغالب بأزمة مصرفية، وهذا واضح للعيان في بلدان أمريكا اللاتينية 1994-1995 وبلدان الآسيوية عام 1997 التي كانت أكثر المناطق عرضة لتراجع تدفقات الضخمة لرؤوس الأموال.

أيضا يسبق الأزمة المصرفية قصور في الإطار المؤسسي التنظيمي للقطاع المالي، وبالتجربة وجد أن البلدان التي تعرضت للأزمة المصرفية يكون النظام المالي والنقدي فيها إما تابعا لتأثير حكومي بصورة مفرطة أو لنظاما حرا، فمثلا قبل حدوث الأزمة في سربلانكا في بداية التسعينات كانت المصارف المملوكة للحكومة تمثل 70% من النظام المصرفي وأن حجم الديون غير المسددة وصلت إلى 30% من إجمالي محفظة القروض، وفي كوستاريكا وقبل حدوث الأزمة المصرفية فيها في منتصف الثمانينات كان 30% من القروض المقدمة من قبل المصارف العامة غير مسددة، وفي المقابل فإن الأزمة

المصرفية في كولومبيا في أواسط الثمانينات والأزمة الإسبانية في بداية الثمانينات بالإضافة إلى الأزمة التايلندية (1983-1987) والأزمة الماليزية (1985-1988) يمكن أن تعود إلى الحرية في النظام المالي قبل اتخاذ الإصلاحات على الصعيد المالي، ووجد أن فرص التعرض للمخاطر أصبحت متزايدة بصورة جوهرية في الدول التي أخذت بالتحريك المالي خلال السنوات الماضية.¹

تدل المقارنة بين التجارب في العقدين الماضيين أن المؤشرات التي تدل على أزمات في البلدان ليست متساوية الأهمية، ويختلف نمط هذه المؤشرات في البلدان التي تعتمد بشدة على تصدير المنتجات الأولية عن تلك البلدان المعتمدة على تصدير المنتجات الصناعية، فبداية الأزمة المصرفية في المجموعة الأولى يسبقها تدهور في معدل التبادل التجاري وهبوط عائد الصادرات الوطنية وانخفاض حجم الاحتياطات الأجنبية، في مثل هذه البلدان يكون معدل التبادل التجاري أكثر أهمية في تقدير احتمال حدوث أزمة في النظام المصرفي من مؤشرات التقلبات في التضخم والطلب المحلي.²

رغم أهمية تحديد المؤشرات الاقتصادية للتنبؤ بالأزمات لكن هناك استحالة للتكهن بها بصورة دقيقة، فقد تكون المؤشرات الجزئية غير متاحة أو البيانات غير واقعية وغير جديرة بالثقة أو لأن رجال البنوك والمقترضين يرغبون في تقديم صورة إيجابية عن أوضاع البنوك والمشاريع، ومن هنا يتطلب تحليل البيانات الكلية للاقتصاد الوطني بصورة ثابتة للحكم على مدى تعرض البلد لأزمة نقدية أو مصرفية إضافة إلى ذلك فإن مؤشرات التنبؤ بالأزمة ربما تكون غير متوافرة بالنسبة للأزمات الناجمة على إثر العدوى لأن مثل هذه الأزمات تنشأ عن ردود فعل يصعب التكهن بها.³

جدول رقم (12): مؤشرات الإنذار المبكر لأزمات العملة للفترة 1975-1997

الأشهر السابقة للأزمة			مجموعة البلدان	المؤشر
3 أشهر	8 أشهر	13 شهرا		
+	+	+	الصناعية	ارتفاع سعر الصرف الحقيقي
+	+	+	الأسواق الناشئة	
+	+	×	الصناعية	التوسع في الائتمان المحلي
+	+	×	الأسواق الناشئة	
+	+	+	الصناعية	عرض النقد بالمعنى الواسع/ للاحتياطيات
+	+	+	الأسواق الناشئة	الدولية
+	+	+	الصناعية	انخفاض أسعار الأوراق المالية

¹ هيل عجمي جميل، مرجع سبق ذكره، ص 285-286.

² نفس المرجع، ص 286.

³ نفس المرجع، ص 286.

×	×	×	الأسواق الناشئة	
×	×	×	الصناعية	انخفاض أسعار الفائدة الوطني الحقيقي
×	+	×	الأسواق الناشئة	
+	×	×	الصناعية	زيادة أسعار الفائدة الحقيقي الدولي
+	×	×	الأسواق الناشئة	

المصدر: هيل عجمي جميل، "الأزمات المالية: مفهومها ومؤشراتها وإمكانية التنبؤ بها في بلدان مختارة"، مجلة جامعة دمشق، المجلد التاسع عشر، العدد الأول، 2003، ص 287.

(+): تدل على تأثير الدول بالمؤشر مقابل الأشهر المحصورة بين 13 شهرا، 8 أشهر و3 أشهر.

(×): عدم تأثير الدول بالمؤشر مقابل الأشهر المذكورة.

الفرع الثاني: تحليل مؤشرات التنبؤ بالأزمة المالية في بلدان آسيوية مختارة

هنا سيتم استخراج وتحليل بعض المؤشرات المالية والاقتصادية الدالة على الأزمة في بلدان آسيوية تعرضت فعلا للأزمة للتأكد فيما إذا كان بالإمكان التنبؤ بحدوث الأزمة المالية اعتمادا على تحليل هذه المؤشرات أم لا، وقد اعتمدنا في استخراج هذه المؤشرات على الإحصائيات المالية الصادرة عن صندوق النقد الدولي.

لقد تم تحليل مؤشرات الاقتصاد الكلي في كل من إندونيسيا وتايلاند وكوريا التي تعرضت فعلا لأزمة مالية في منتصف عام 1997، وذلك لمعرفة سلوك هذه المؤشرات قبل حدوث الأزمة المالية فيها وبعدها، وتضمنت هذه المؤشرات 16 مؤشرا، اشتملت على: التغيير في سعر الصرف، العجز في الحساب الجاري إلى الناتج المحلي، الائتمان المحلي إلى الناتج المحلي، الاحتياطات الأجنبية إلى عرض النقد بالمعنى الواسع، أسعار المستهلك، الدين الأجنبي/الناتج المحلي، العجز في الموازنة/الناتج المحلي، عرض النقد بالمعنى الواسع/الناتج المحلي، الودائع/مطلوب البنوك التجارية، معدل النمو في الناتج الحقيقي، معدل النمو في الطلب الوطني، نسبة الدين الأجنبي قصير الأجل/ الاحتياطات الدولية، نسبة الدين الأجنبي قصير الأجل/ الدين الإجمالي، سعر الفائدة النقدي، معدل العائد على السندات الحكومية وقيمة الاحتياطات الأجنبية. واتضح من تحليل هذه المؤشرات ما يلي:¹

➤ عانت البلدان الثلاثة من انخفاض كبير في أسعار صرف عملاتها الوطنية وهبوط في احتياطياتها الأجنبية كمؤشرين للدلالة على اندفاع أزمة نقدية فيها، إذا هبطت أسعار صرف عملات هذه البلدان بصورة حادة وبلغ معدل الهبوط 95% في إندونيسيا و101% في كوريا و84.5% في تايلاند وذلك في عام 1997م والهبوط الكبير في

¹ هيل عجمي جميل، مرجع سبق ذكره، ص 287-289.

سعر الصرف يعد مؤشرا لحدوث الأزمة النقدية والمصرفية لأنه يعرض الجهاز المصرفي إلى مخاطر الصرف الأجنبي ويترك أثارا ضارة على العملاء.

➤ إن الارتفاع في سعر العملة الوطنية قبل 31 شهرا يمكن أن يكون مؤشرا لأزمة نقدية، ويشير الجدول رقم (13) إلى أن أسعار الصرف الحقيقية لعملات البلدان الثلاثة كانت مقيّمة بأكثر مما يجب من خلال الفترة التي سبقت الأزمة (1990-1997)، وهذه العملات بالأصل مقيّمة بالدولار الأمريكي الذي ارتفع سعره إزاء الين الياباني، والارتفاع في أسعار صرف عملات هذه البلدان قبل الأزمة قد أثر بصورة سيئة في القدرة التنافسية للصادرات الوطنية وفي الميزان التجاري والاحتياطات الأجنبية لديها.

➤ أما معدل التضخم فكان معتدلا قبل الأزمة لمحاولة السلطات النقدية للحفاظ على الاستقرار في مستويات الأسعار المحلية، فقبل الأزمة المالية كانت معدلات التضخم منخفضة في هذه البلدان، لكن عند حلول الأزمة وارتفعت معدلات التضخم في البلدان الثلاثة نتيجة لانخفاض أسعار صرف عملاتها الوطنية وأصبح هذا الأمر أكثر وضوحا في عام 1997 ونستطيع القول أن معدل التضخم لن يبدي أثرا محسوسا للتعرف على الأزمة المالية قبل حدوثها وذلك لاستقرار مستويات الأسعار في البلدان المذكورة .

➤ إن الأزمة المالية في البلدان المذكورة قد سبقها تدفق ضخّم لرؤوس الأموال القصيرة الأجل في هذه البلدان، وبدأ قبل أكثر من أربع سنوات من حدوث الأزمة، أي ما بين 1992-1996 ومع ثبات سعر الصرف وانخفاض سعر الفائدة بالخارج مقارنة مع الداخل ومع فتح الأسواق النقدية والمالية أمام الأجانب وقابلية التحويل في البلدان الآسيوية، فذلك شجع على تدفقات هائلة لرؤوس الأموال الأجنبية الخاصة وبالذات عبر ما يسمى بصناديق الاستثمار التي تهدف إلى اغتنام فرص الربح السريع في هذه البلدان عبر عمليات المضاربة في أسواقها المالية والخروج الأسرع منها، مما سبب نزوفا هائلا في الموارد نحو الخارج أثناء الأزمة، وهذه الصناديق هي بمنزلة ديناصورات تتحرك بوحشية بين الأسواق وهي تتعامل بأصول مالية تتجاوز حجم الاحتياطات الدولية التي تمتلكها البنوك المركزية في مختلف دول العالم وأدت دورا شريرا في انهيار العملات والأسواق المالية.¹

ويمكن القول أن أزمة العملة في البلدان الثلاثة المذكورة حدثت مع التدفق المفاجئ لرأس المال نحو الخارج بعد أن كان هذا التدفق إلى الداخل ضخما قبل الأزمة، وتجربة المكسيك في أزمتها عام 1994 لها خط مماثل مع البلدان الآسيوية في أزمتها عام 1997م حيث بدأ رأس المال في التدفق إليها بصورة كبيرة خلال السنين الأربعة قبل الأزمة.

¹ رمزي زكي، "ندوة الأزمات الاقتصادية الراهنة في العالم"، منشورات مؤسسة عبد الحميد شومان، الأردن، المملكة الأردنية الهاشمية، 1998، ص 42.

- أما معدل النمو في الناتج فقد بدأ في الهبوط في بعض هذه البلدان بفترة سنة قبل الأزمة (تايلاند وكوريا) وخلال الأزمة بدأ الإنتاج المذكور يهبط بحدة وتعرض لهبوط أكبر بعد سنة الأزمة أي في عام 1997م حيث بلغ 15.3% في إندونيسيا و 7% في كوريا و 5.7% في تايلاند في العام المذكور.
- كما سبق الأزمة هبوط في معدل نمو الطلب الوطني الذي بدأ بفترة سنة قبل الأزمة أي في عام 1996 وواصل هبوطه خلال الأزمة ووصل إلى أدنى مستوياته بعد سنة من مضي هذه الأزمة أي في 1998، حيث بلغ الهبوط في معدل النمو في البلدان الثلاثة المذكورة 19% خلال 1998 مقابل 9% كمتوسط للفترة 1990-1995.
- أما السياسة النقدية في هذه البلدان فكانت توسعية قبل الأزمة وهذا واضح من ارتفاع مطلوبات الجهاز المصرفي والزيادة في عرض النقد بالمعنى الواسع منسوبا للناتج المحلي قبل الأزمة وبعدها، إذا تجاوز عرض النقد الناتج المحلي في بعض البلدان الآسيوية (تايلاند 1998)، ويعزى ذلك جزئيا إلى عدم مواكبة أسواق الأوراق المالية تطور الاقتصاد الوطني، مما يعني أن تمويل التراكم السريع لرؤوس الأموال قد تم من خلال لجوء الشركات إلى الاستدانة وخصوصا من البنوك وغيرها من أجهزة الوساطة المالية.
- لقد سبق الأزمة النظام المصرفي في البلدان المذكورة نمو سريع للائتمان المصرفي طيلة الفترة 1990-1996 وما بعدها، ويمكن قياس ذلك من خلال مؤشرين هما الائتمان الممنوح للقطاع الخاص كنسبة من الناتج المحلي ونسبة الدين إلى أسهم رأس المال، وقد توسع ائتمان القطاع الخاص في معظم بلدان شرق آسيا بمعدل سريع خلال فترة الثمانينات والتسعينات بحلول عام 1995 وأصبحت نسبة ائتمان القطاع الخاص إلى إجمالي الناتج المحلي متساوية للنسبة المسجلة في الولايات المتحدة، إذا لم تزد عليها، فضلا عن ذلك فقد كانت نسبة الدين إلى أسهم رأس المال شديدة الارتفاع في البلدان الآسيوية، وارتفعت هذه النسبة إلى قرابة 90% في الستينات وإلى ما يقرب 350% في منتصف الثمانينات قبل أن تنخفض إلى نحو 300% في النصف الأول من التسعينات. غير أن نسبة الدين إلى أسهم رأس المال وصلت قبل الأزمة المالية إلى 400% وبالمقابل بلغت هذه النسبة في اليابان قرابة 200% وأكثر بقليل من 150% في أمريكا فترة التسعينات، وتشير هذه النسبة المرتفعة في بلدان شرق آسيا إلى تعرض القطاع المصرفي وقطاع الشركات إلى مخاطر الصدمات وربما تفاقم الضعف نتيجة للطبيعة القصيرة الأجل التي تتميز بها الديون وأثر ذلك في ضعف القدرة على التسديد وزيادة أعباء القروض المصرفية.¹

¹ صندوق النقد الدولي، "أفاق الاقتصاد العالمي"، الأزمة الآسيوية وأداء النمو في المنطقة على المدى الطويل، 1998، ص 111-112.

ومن الناحية التاريخية فإن الأزمات المالية التي عصفت ببعض بلدان العالم خلال الخمسين سنة الماضية يلاحظ وجود عامل مشترك فيها، وهو تسارع نمو الائتمان المصرفي دون ضوابط وكانت البنوك المحلية في تايلاند وكوريا وإندونيسيا قد مؤلت جزءا مهما من حاجة المشاريع عبر عمليات الاقتراض من الخارج بعملات أجنبية.

➤ شاهدت السنتين السابقتين لاندلاع الأزمة الآسيوية 1995-1996 تسارع الديون قصيرة الأجل التي تقل مدتها عن سنة وارتفاع أسعار الفائدة وعدم وجود فترة سماح، فقد وصلت الديون قصيرة الأجل منسوبة إلى الاحتياطات الدولية إلى 264% في كوريا و160% في إندونيسيا و133% في تايلاند عام 1997، وفي إندونيسيا وصل الدين قصير الأجل إلى الدين الإجمالي 25%، في تايلاند 50% وفي كوريا 41% وذلك قبل عام الأزمة المالية فيها أي في عام 1996، وأيضا في كوريا كان ما بين 20-30% من الديون قصيرة الأجل في أواسط ديسمبر 1997 للبنوك الأجنبية التي كان يجب أن تدفع خلال السنة وخلال الفترة 1990-1996، وبلغت القروض قصيرة الأجل 11% في تايلاند و8% في إندونيسيا وذلك من إجمالي القروض قصيرة الأجل الممنوحة لجميع البلدان النامية، وتدل هذه المؤشرات على ووجود علاقة وثيقة بين درجة الاعتماد على الديون الأجنبية قصيرة الأجل وحرية دخولها وخروجها وبين الضغط على سعر العملة الوطنية، فارتفاع الديون بهذه الصورة يؤدي إلى ارتفاع خدمة الديون وارتفاع نسبة ما يستقطع من الصادرات الوطنية لخدمة الأقساط ومدفوعات الفائدة واستنزاف أكبر للاحتياطات الأجنبية، كما أن ارتفاع الديون قصيرة الأجل بالنسبة للاحتياطات الدولية يزيد من مخاطر الدول المقترضة لها، والمعروف أن المستويات العالية من الالتزامات قصيرة الأجل التي يدخل فيها النظام المالي تتضمن أيضا مخاطر التهافت على السحب من البنوك وحدوث أزمات في النظام المالي برمته، لذلك تزداد مخاطر التعرض للأزمات المالية عندما تكون النسبة بين الديون قصيرة الأجل والاحتياطات مبالغاً فيها.¹

➤ كما أن العجز في الحساب الجاري منسوبا للنتائج المحلي يعد مؤشرا تحذيريا لوقوع الأزمة المالية، وبالفعل تعرضت كل من إندونيسيا وتايلاند وكوريا إلى عجز في موازين الحسابات الجارية خلال الفترة 1990-1995 وهي فترة سبقت الأزمة التي تعرضت لها هذه البلدان، وتزايدت هذه العجزات بصورة أكبر قبل سنة من حدوث الأزمة أي في عام 1996 نتيجة لتدهور في معدل التبادل التجاري والأداء الضعيف في الميزان التجاري، حيث بدأت أسعار الصادرات بالانخفاض منذ عام 1996 (كوريا) ووصل العجز في ميزان المدفوعات الكوري على سبيل المثال 8.5% مليار دولار عام 1995 و23% مليار دولار عام 1996 أي بنسبة 4.7% من الناتج المحلي

¹ رمزي زكي، مرجع سبق ذكره، ص 42.

الإجمالي للعام المذكور، واعتمدت هذه البلدان في الغالب على القروض الأجنبية قصيرة الأجل لتمويل العجوزات الجارية في هذه البلدان للتناقص خلال الأزمة نتيجة لإتباعها سياسات نقدية ومالية انكماشية لتصحيح الاختلال الهيكلي فيها، وتحولت العجوزات المذكورة إلى فائض في عام 1998 شملت البلدان الثلاثة المذكورة.

➤ يرى بعضهم أن الزيادة في أسعار الفائدة الوطنية في هذه البلدان زاد من احتمال تعرضها للأزمة المصرفية، وكانت أسعار الفائدة الوطنية في البلدان المذكورة أعلى من أسعار الفائدة على الدولار والهدف من ذلك هو توجه السلطات النقدية للمحافظة على أسعار الصرف الثابتة، ولكن ربما ينجم عن ذلك تكاليف تمويل مرتفعة بالنسبة للحكومة كجهة مدينة للجهاز المصرفي، وقد ترتب على الأزمة المالية في هذه البلدان زيادة كبيرة في أسعار الفائدة الوطنية وصل إلى 27% في إندونيسيا و14% عام 1997، والزيادة في أسعار الفائدة بهذه الصورة قد نجم عن عوامل مختلفة مثل ارتفاع معدل التضخم وزيادة أسعار الفائدة بهدف تحقيق الاستقرار في أسعار الصرف مقابل هجوم المضاربين.

➤ إن هبوط الودائع المصرفية كنسبة من إجمالي المطلوبات يعد مؤشرا للأزمة المصرفية، فالسحب المفاجئ للودائع يحمل معه آثار مشابهة للآثار غير المواتية لتدفق رؤوس الأموال الأجنبية قصيرة الأجل التي سرعان ما يتم سحبها من البلد عند حدوث أي طارئ غير مناسب، وهذا مؤشر واضح على حدوث الأزمة المصرفية في بلدان أخرى من أمريكا اللاتينية وأقطار أوروبا الشرقية في بداية التسعينات والبلدان الآسيوية الثلاثة في عام 1997، فعندما يرتفع سعر الفائدة الحقيقي الأجنبي قياسا بسعر الفائدة الوطني فإن ذلك يجبر المستثمرين الأجانب على سحب وداائعهم بسرعة كبيرة ويتعرض الجهاز المصرفي إلى نقص في الموارد ويصبح عندئذ غير سائل، وقد رأى بعضهم أن المشاكل المصرفية ربما تتفاقم في ظل سعر الصرف الثابت من خلال هجوم المضاربين على العملة الوطنية، فإذا سادت التوقعات بحدوث انخفاض في قيمة العملة الوطنية فإن العملاء الوطنيين والأجانب سوف يلجؤون إلى سحب وداائعهم وتحويلها إلى ودائع بالعملة الأجنبية، ولكن هذه السحوبات لا تكون كبيرة بهذه الصورة في حالة وجود مؤسسات لضمان الودائع وكذلك إذا ساد الاعتقاد لدى المودعين بأن الحكومة تحمي البنوك من التعرض للفشل المصرفي.

الجدول رقم (13): مؤشرات الإنذار المبكر للأزمات المالية لبلدان آسيوية مختارة للفترة 1990-1998 (%)

1998	1997	1996	1990- 1995		
72.5+	95.1+	3.2+	4.2+	إندونيسيا كوريا	التغير في سعر الصرف
29-	100.7+	8.9+	2.2+		

22.3-	84.5+	1.6+	0.53-	تايلاند	
3.2+	3.6-	4.3-	2.5-	إندونيسيا	العجز في الحساب الجاري/الناتج المحلي
10.8+	3-	4.6-	0.93-	كوريا	
11.3+	3-	8.7-	6.7-	تايلاند	
59.1	57.8	54.2	49.7	إندونيسيا	الائتمان المحلي إلى الناتج المحلي
78.1	69.7	61	56.7	كوريا	
133.9	133.5	99	80.4	تايلاند	
31.5	27	21.5	23.3	إندونيسيا	الاحتياطات الدولية في عرض النقد
25	14.3	15.7	14.6	كوريا	
22.7	29.2	26.5	25.7	تايلاند	
61.1	6.5	7.9	8.7	إندونيسيا	أسعار المستهلك (1)
7.5	4.4	4.9	6.5	كوريا	
8	5.6	5.9	5	تايلاند	
162.7	64.5	48.5	53.3(1995)	إندونيسيا	الدين الأجنبي/الناتج المحلي (2)
51.5	34.9	32.5	62.4(1995)	كوريا	
72.5	59.6	49.9	49.1(1995)	تايلاند	
8.5-	1.3+	1.4+	0.36+	إندونيسيا	العجز في الموازنة إلى الناتج المحلي (1)
3.8-	0.3+	0.3+	0.3-	كوريا	
3.5-	2.70-	2.8+	3.2+	تايلاند	
69.5	55.04	52.1	44.8	إندونيسيا	الناتج المحلي
57.5	44.9	42.6	39.8	كوريا	
103.4	92.8	79.4	75.3	تايلاند	
76.4	67.5	73.1	65.8	إندونيسيا	الودائع إلى المطلوبات الإجمالية
59.6	48.9	53.7	54.3	كوريا	
65.7	56.6	63.1	73.7	تايلاند	
15.3-	4.6	8	8	إندونيسيا	معدل النمو في الناتج الحقيقي
5.7-	5	6.8	7.8	كوريا	
8-	0.4-	5.5	9	تايلاند	

20.4-	6.8	8.6	9.3	إندونيسيا	معدل النمو في الكلب الوطني الحقيقي(1)
18.7-	0.8-	7.8	8.4	كوريا	
21.9-	7.6-	6.2	10.1	تايلاند	
-	26.6	25	18.9	إندونيسيا	نسبة الدين الأجنبي قصير الأجل إلى الدين الإجمالي
	37.5	49.9	46.2	كوريا	
	37	41.5	39.1	تايلاند	
-	(3)160	167	163.6	إندونيسيا	نسبة الدين الأجنبي قصير الأجل للاحتياطيات الدولية
	264	277	174	كوريا	
	133	99.6	85.3	تايلاند	
62.79	27.82	13.96	12.06	إندونيسيا	أسعار الفائدة النقدي
13.02	14.5	9.23	9.28	كوريا	
15	13.2	12.4	13.75	تايلاند	
4.082	5.07	5.30	5.06	أمريكا	
0.37	0.48	0.47	4.29	اليابان	
-	-	-	-	إندونيسيا	
10.57	10.75	10.57	10.57	كوريا	معدل العائد على السندات الحكومية
12.8	11.7	10.9	13.9	تايلاند	
5.014	6.10	5.99	6.22	أمريكا	
1.10	1.69	2.23	4.79	اليابان	
22.7	16.6	18.2	10.7	إندونيسيا	
52	20.4	34	20.6	كوريا	
28.8	26.1	37.7	23.5	تايلاند	الاحتياطيات الأجنبية(مليار دولار)

المصدر: هيل عجمي جميل، مرجع سبق ذكره، ص 291-292.

المطلب الثالث: مدى فعالية نظام الإنذار المبكر وقدرته على التنبؤ بأزمة الرهن العقاري

لقد تم بالاعتماد على معايير مختلفة بناء عدة نماذج في مساعدة الموظفين العموميين على توقع حدوث أزمات في

المستقبل، ولكن لم يتم الحصول إلى غاية الآن سوى على نتائج محدودة. لقد تم اختبار النماذج بطريقتين¹:

✓ على أساس البيانات للفترة الزمنية التي صممت لأجلها (الأداء ضمن العينة).

¹ Andrew Berg & Catherine Pattillo, Op Cit, p8.

✓ على أساس البيانات أو الفترة الزمنية التي لم تصمم خصيصا لها (الأداء خارج العينة)

ومن الواضح أن النموذج المفيد يجب أن يقدم إشارات ذات مغزى من خارج العينة، بمعنى خارج الفترة الزمنية التي قدر لها النموذج نفسه .

وقد طبقت اختبارات على أربعة نماذج تجريبية أُنجزت قبل الأزمة الآسيوية وقد بينت أن أفضلها قادر على توقع نصف عدد الأزمات داخل العينة وثلثها خارج العينة. وكانت الإنذارات الكاذبة كثيرة ففي أكثر من نصف الحالات أين توقعت هذه النماذج حدوث الأزمة لم تتحقق أي أزمة.

ورغم صعوبة التنبؤ بتوقيت الأزمات، فإن بعض النماذج تمكنت أكثر من غيرها من التنبؤ بالمدة النسبية للأزمات في البلدان المختلفة. وهذا ما أدى إلى التفكير بأن النماذج هي أكثر إفادة ربما فيما يتعلق بتحديد البلدان الأكثر عرضة لأزمة في فترة الاضطرابات المالية الدولية أكثر مما تفيد بالتنبؤ بتوقيت الأزمات النقدية، ويعد هذا إسهاما قيما من جانب نظام الإنذار المبكر إذ أن مثل هذه النماذج قادرة على لفت الانتباه في البلدان التي تحتاج إلى تعديلات في سياساتها قبل انفجار الأزمة وتطورها، وتسلط الضوء على المتغيرات التي تعتبر المحددات الأكثر أهمية للأزمات،¹ كما توصل "بيكمان" Beckmann" وأخرون إلى أن نظام الإنذار المبكر له سلطة تنبئية قوية والتغيرات في الأساسيات إشارة على مشاكل في المستقبل، فهي تساعد واضعي السياسات على منع وقوع الأزمات.²

وفي المقابل يعترف العديد من الأكاديميين بأن عدد كبير من الأزمات المالية لم تكن متوقعة، رغم وضع عدد كبير من النماذج للمتغيرات المختلفة التي تترافق مع تلك الأزمات، فمثلا تعرضت وكالات التصنيف للانتقاد لفشلها في التنبؤ بالأزمة الآسيوية، كما تعرضت للمساءلة بسبب أزمة الرهن العقاري 2008، إذ بين "إيشنجرين" Eichengreen " أن وكالات التصنيف فشلت في التمييز بين مخاطر الأوراق المالية المختلفة كما أنها فشلت (نظرا لنقص النماذج المستخدمة) في تصنيف درجة الأوراق المالية برهن عقاري، إلى جانب فشلها في التنبؤ بالأزمات في العديد من الشركات مثل "أنرون" و"ورلدكوم" و"بارمالات".³

إن التنبؤ بتوقيت الأحداث مثل الأزمات المالية، والتي تعتمد بشكل أساسي على متغيرات يصعب تحديدها مثل السمات الهيكلية لاقتصاد بلد ما، أو التغيرات في الأوضاع السياسية للبلاد أو توقعات المتعاملين المحليين والأجانب في مختلف الأسواق، أمر في غاية الصعوبة، والأهم من ذلك أن لعملية صنع السياسة ورد فعل السياسات نفسها لها تأثيرا

¹ Andrew Berg & Catherine Pattillo, Op Cit , p9.

² Mahfoud Djebbar, op cit p12.

³ Ibid, p16-17.

حاسما على ما إذا كانت أوضاع الضائقة المالية ستتحول إلى أزمة أم لا. والواقع أن هذه الظواهر لا يمكن تكميمها وأخذها في الحسبان عند بناء نماذج الإنذار، ومن ثم ليس من المستغرب فشل تلك النماذج.¹ والملاحظ-أيضا-هو أن أغلب الأزمات يتم تفسيرها بعد وقوعها، غير أنه من الجلي أن انتظار حدوث أزمة لكي يمكن تفسيرها لا يعتبر استراتيجية جيدة. وعليه يتطلب الأمر اتباع تدابير من شأنها الإشارة على تزايد احتمالات الأزمات قبل حدوثها.²

وبناء على ما سبق يمكن القول أن نماذج الإنذار المبكر تعتبر أدوات ناقصة، فهي غالبا ما تصدر إشارات زائفة تتنبأ بأزمات لا تحدث وتفوتها أزمات تقع بالفعل، ومع ذلك فهي توفر معلومات مفيدة. وتتمثل ميزة النماذج في أنها تصف بصورة منظمة وموضوعية العلاقة التاريخية بين المتغيرات المرتبطة بالظروف المؤدية إلى الأزمات ذاتها. أما عيبها فيتمثل في أنها تحاول أن تجمع كل البلدان والأزمات في سلة واحدة، مع إغفال كم هائل من المعلومات التي يمكن قياسها بسهولة. وعليه فإن الاقتصاديات الحديثة تركز على الوضع المالي التفصيلي لمختلف القطاعات (الحكومة، البنك المركزي، البنوك التجارية وقطاع الأعمال غير المصرفي) بدلا من التركيز على الوضع المالي للقطر ككل الذي يمكن أن يخفي بعض الاختلالات على مستوى القطاعي.³

وعليه يكون الحل الذي طال البحث عنه للتنبؤ بالأزمات أمرا يصعب التوصل إليه فعليا، فالأزمات التي تنفجر بسبب تراجع وضعف المؤشرات الاقتصادية الأساسية قد تكون من الممكن التنبؤ بها. ولكن يقل احتمال أن تكون نماذج الإنذار المبكر قادرة على توقع الأزمات التي تترتب بسبب نقص الرقابة والإشراف وانعدام الشفافية في البنوك والأسواق المالية، وكذلك تلك التي تنتج عن عوامل وأحداث يصعب تكميمها، أو عن الخطر المعنوي أو من تأثير العدوى وسلوك المستثمرين، وعليه فإن الفهم الجيد للأسباب التي أدت للأزمات الماضية لا يكفي، ولكن المطلوب أيضا هو الإحاطة والإدراك الجيد للأحداث التي يمكن أن تعجل بالأساليب المالية في البيئة المالية الدولية المعولمة.⁴

¹ نادية العقون، مرجع سبق ذكره، ص 271.

² بريندا جونزاليث- إرموسيو، "إستنباط مؤشرات لتوفير إنذار مبكر بالأزمات المصرفية"، مجلة التمويل والتنمية، صندوق النقد الدولي، جوان 1999، ص 36.

³ أوكيل نسيمه، مرجع سبق ذكره، ص 350.

⁴ نادية العقون، مرجع سبق ذكره، ص 272.

المبحث الثاني: المؤشرات البورصية والتنبؤ بأزمة الرهن العقاري

إن المؤشر المصمم بطريقة جيدة يمكن أن يعكس الحالة التي سيكون عليها الاقتصاد خلال فترة لاحقة، ونضيف أن أسعار الأسهم في السوق تعد أكثر المتغيرات تأثيراً على المؤشر، كونها المركبة الوحيدة لحساب قيمة المؤشر.

المطلب الأول: علاقة المؤشرات البورصية بالحالة الاقتصادية العامة

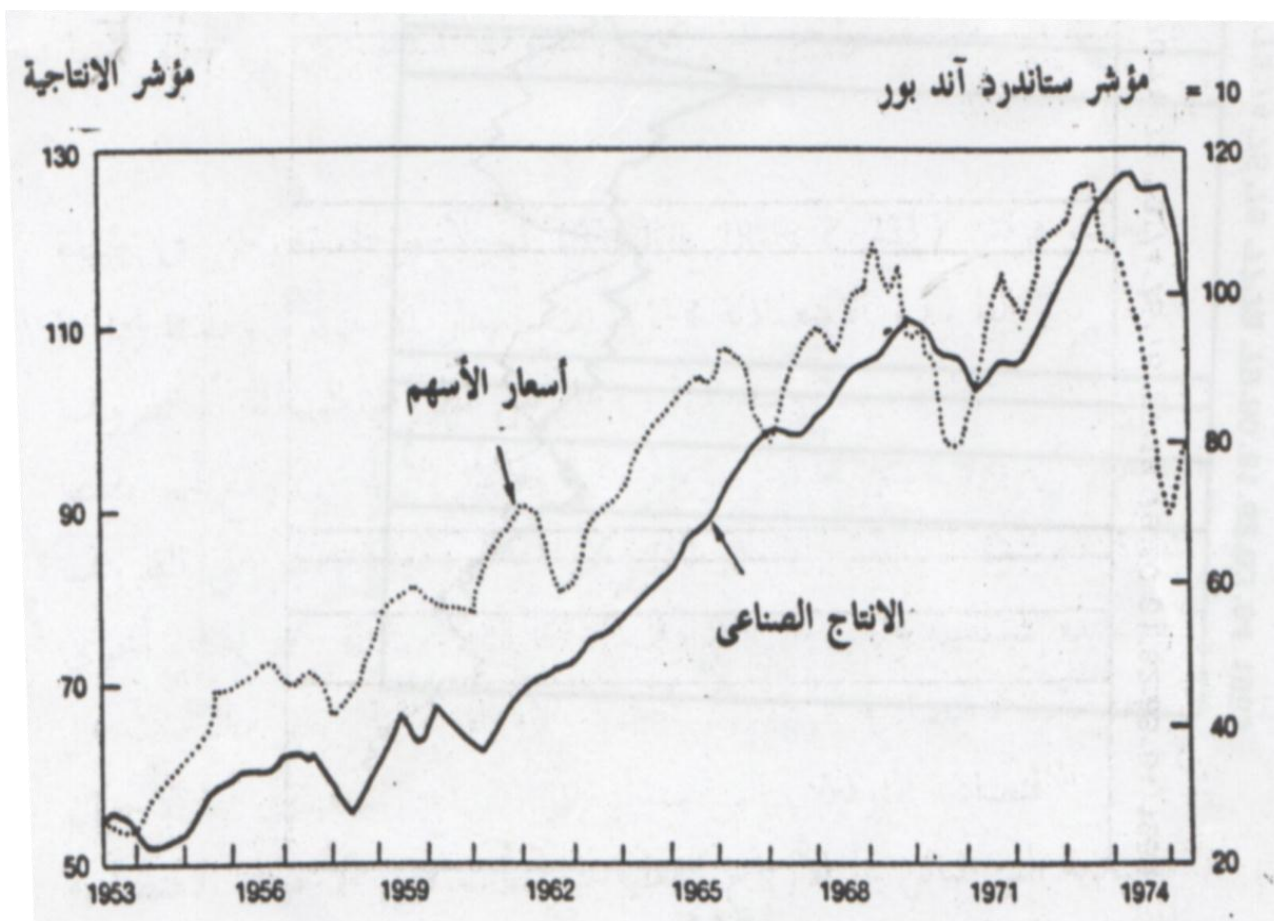
تقيس المؤشرات البورصية مستوى الأسعار في السوق، وفي هذا الصدد يوجد نوعين من المؤشرات: مؤشرات تقيس حالة السوق بصفة عامة مثل مؤشر داوجونز لمتوسط الصناعة "Dow Jones Industrial Average" ومؤشر ستاندرد أند بور500 "S & P. 500 Index"، ومؤشرات تقيس حالة السوق بالنسبة لصناعة معينة ومن أمثلتها مؤشر داوجونز لصناعة النقل "Dow Jones Transportation Index" ومؤشر ستاندرد أند بور لصناعة الخدمات العامة "S & P . Public Utilities Index" التي تنتج خدمة الكهرباء والماء والتليفون وما شابه ذلك.

ويقوم المؤشر على عينة من أسهم المنشآت التي تتداول في أسواق رأس المال المنظمة أو غير المنظمة أو كلاهما معاً، وعادة ما تختار العينة بطريقة تتيح للمؤشر أن يعكس الحالة التي عليها سوق رأس المال الذي يستهدف المؤشر قياسه، فمؤشر داوجونز ومؤشر ستاندرد أند بور500 مثلاً قد صمما لكي يعكسا مستوى الأسعار في سوق رأس المال الأمريكية ككل. أما مؤشر صناعة النقل ومؤشر صناعة الخدمة العامة، فقد صمما ليعكسا الحالة التي عليها أسعار الأسهم في هاتين الصناعتين.

وطالما أن نشاط المنشآت التي تتداول أوراقها المالية في سوق رأس المال يمثل الجانب الأكبر من النشاط الاقتصادي في الدولة، فإنه إذا ما اتسمت سوق رأس المال بقدر من الكفاءة فإن المؤشر المصمم بعناية لقياس حالة سوق رأس المال ككل يمكن أن يكون مرآة للحالة الاقتصادية العامة للدولة. يؤكد ذلك شكلين رقم (09) ورقم (10)، فالأول يكشف عن تماثل كبير بين نمط حركة أسعار الأسهم العادية كما يعكسها مؤشر ستاندرد أند بور500 وبين حجم الإنتاجية الصناعية في الولاية المتحدة خلال الفترة 1953-1975. أما الثاني فهو يكشف عن حركة مؤشر ستاندرد أند بور خلال فترات الكساد التي حدثت ما بين عامي 1948-1984، وهنا يتضح أن المؤشر قد عكس حالات الكساد، بل أنه قد تنبأ بها قبل وقوعها. ولعل أبرز مثال علي ذلك الكساد الذي وقع بين عامي 1974-1975.¹

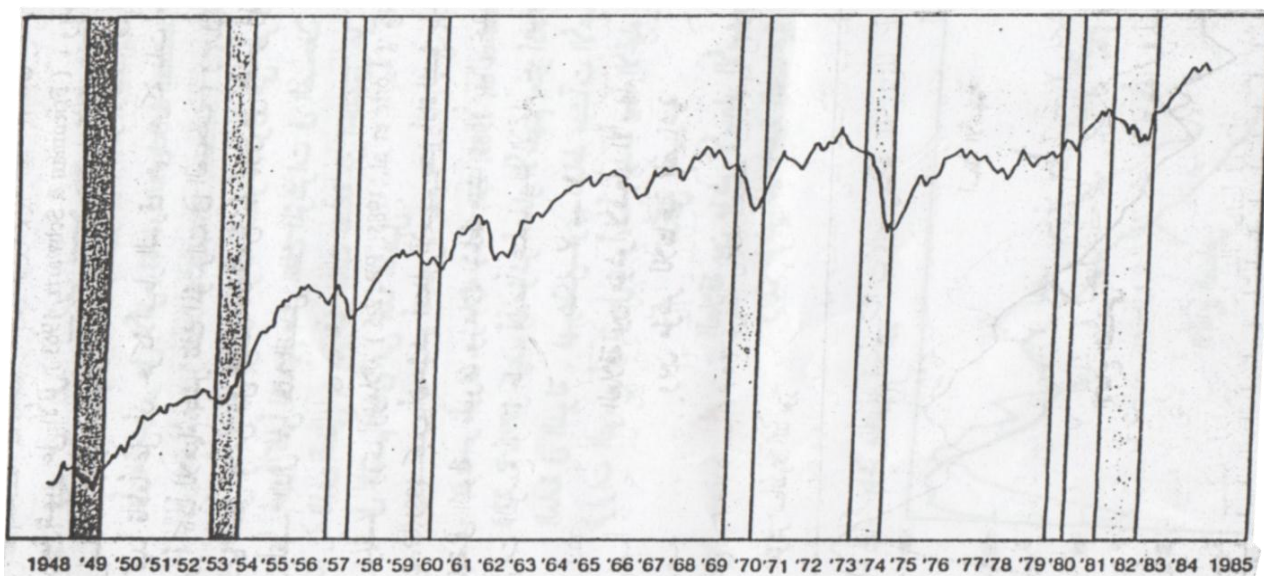
¹ منير إبراهيم هندي، "الأوراق المالية وأسواق المال"، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2006، ص241-242.

الشكل رقم (09): العلاقة بين مؤشر لأسعار الأسهم وبين مؤشر للإنتاجية الصناعية



المصدر: منير إبراهيم هندي، "الأوراق المالية وأسواق المال"، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2006، ص 243.

الشكل رقم (10): نمط حركة مؤشر الأسعار خلال فترات الكساد



المصدر: نفس المرجع، ص 244.

فكما يشير شكل رقم(10) بدأ مؤشر أسعار الأسهم في الهبوط قبل ظهور بواذر الكساد، وهو ما يمكن ملاحظته أيضا في شكل رقم(09)، فمؤشر أسعار الأسهم بدأ في الهبوط في عام 1973 واستمر كذلك في عام 1974، في حين أن الانخفاض في الإنتاجية الصناعية لم يظهر في الأفق إلا قبيل نهاية عام 1974. ولعل هذا يعد تأكيدا لنتائج الدراسة التي أجراها المكتب القومي للبحوث الاقتصادية الأمريكي National Bureau of Economic Research والتي غطت الفترة ما بين عامي 1867-1960، حيث وجد أن مؤشرات أسعار الأسهم يمكنها أن تنبأ بالتغير في الحالة الاقتصادية قبل حدوث ذلك التغير بأربعة شهور علي الأقل وهو ما أيدته نتائج دراسة لاحقة. والعلاقة علي هذا النحو تعد تأكيدا قطعيا علي أن حركة أسعار السوق هي حركة ذات مغزى، كما تعد مبررا كافيا للاهتمام بنشر تلك المؤشرات في الصحف، ومبررا كذلك للاهتمام الذي تحظى به من قبل فئات مختلفة من جمهور سوق رأس المال.

ويفسر لورى وزملائه كيف أن مؤشر أسعار الأسهم يعتبر أداة للتنبؤ بالحالة الاقتصادية العامة في الدولة. فهبوط مستوى نشاط منشآت الأعمال يحدث عندما تلغي قرارات التوسع أو تؤجل، وأيضا عندما يبدأ الاتجاه نحو ضغط المصروفات وتخفيض حجم العمالة. وهذه القرارات بالطبع لا تتخذ إلا عندما تلوح بواذر في الأفق عن انخفاض محتمل في مستوي ربحية المنشآت المستقبلية. وعندما تصل أخبار عن تلك التوقعات للمتعاملين في أسواق رأس المال - التي يفترض أنها تتميز بقدر من الكفاءة - تبدأ ردود الأفعال الممثلة في هبوط حجم التعامل في البورصة وما يتبعه من انخفاض في مستويات أسعار الأوراق المالية المتداولة فيها. وبالطبع يمضي بعض الوقت بين صدور تلك القرارات وما يتبعها من انخفاض في أسعار الأسهم، وبين حدوث الهبوط الفعلي في حجم الإنتاج علي المستوي القومي كنتيجة لتلك القرارات.¹

ويعتقد فرنش "French" أنه لا يوجد تعارض في طبيعة العلاقة بين الظروف الاقتصادية ومؤشرات أسعار

الأسهم، وذلك إذا ما تفهمنا المقصود بالظروف الاقتصادية، هل هي الظروف السائدة أم الظروف المتوقعة؟ يتوقف تقييم المستثمر لورقة مالية ما على الأرباح المتوقع أن تحققها المنشأة المصدرة للورقة، إلا أن تلك الأرباح المتوقعة تعتمد علي الظروف الاقتصادية المستقبلية وليس علي الظروف الاقتصادية السائدة. أو بعبارة أخرى أن المعلومات الاقتصادية التي تتأثر بها أسعار الأوراق المالية، هي معلومات عن الأحوال الاقتصادية المتوقعة، التي ستؤثر علي الأرباح المستقبلية. أما الأحوال الاقتصادية التي تتأثر بها الأرباح الفعلية للمنشآت فهي الأحوال الاقتصادية السائدة، والتي سبق أن تأثرت بها أسعار الأسهم عندما كانت تلك الأحوال في تعداد الأحداث المتوقعة - أي عندما أعلن عن احتمال

¹ منير إبراهيم هندي، "الأوراق المالية وأسواق المال"، مرجع سبق ذكره، ص 245.

حدوثها-. فسوق رأس المال يتأثر بالتوقعات ولا ينتظر وقوع الأحداث، بينما تتأثر أرباح المنشآت بالأحداث وليس بالتوقعات.¹

المطلب الثاني: تجربة المؤشرات البورصية في التنبؤ ببعض الأزمات المالية

سبق أن أشرنا في المطلب السابق إلى أن أي مؤشر من المؤشرات البورصية المصمم بطريقة جيدة، يمكنه أن يعكس الحالة التي ستكون عليها الظروف الاقتصادية خلال فترة لاحقه، ونضيف أن أسعار الأسهم في السوق تعد أكثر المتغيرات تأثيراً على المؤشر كونها التركيبية الوحيدة له، وبالتالي تؤثر على قدرته في التنبؤ بالأزمات المالية.

الفرع الأول: التنبؤ بحالات وقوع أزمة (حالة الكساد)

في دراسة أكثر حداثة قام بها وليم شورت "Schwert" وغطت الفترة 1802-1990، كشفت عن أن انخفاضاً في معدل العائد على مؤشر السوق قدره 8% أو أكثر كان حدثاً مصاحباً لحدوث الكساد، وذلك في 38 مرة من أصل 41 مرة تعرضت فيها الولايات المتحدة للكساد، بما يعني أن المؤشر نجح في التنبؤ بحدوث الكساد وذلك بنسبة 93%.² ويوضح الجدول رقم (14) بعض البيانات المفيدة في هذا الشأن والتي تغطي الفترة 1990-1948.

الجدول رقم (14): فترات الكساد ومستوى مؤشر الأسعار

فترة الكساد	تاريخ بدأ هبوط عائد المؤشر	تاريخ بدأ الكساد	فترة السبق بين (1) و(2)	فترة السبق بين هبوط 8% أو أكثر وبين (2) و(4)
1949 - 1948	ماي 1948	ديسمبر 1948	7	1
1954-1953	ديسمبر 1952	أوت 1953	8	غير متاح
1958 - 1957	جويلية 1957	سبتمبر 1957	2	صفر
1961 - 1960	ديسمبر 1959	ماي 1960	5	1
1970	نوفمبر 1968	جانفي 1970	14	11
1975 - 1973	ديسمبر 1972	ديسمبر 1973	12	8
1980	جانفي 1980	فيفري 1980	1	1-
1982 - 1981	نوفمبر 1980	أغسطس 1981	9	صفر

¹ منير إبراهيم هندي، "الأوراق المالية وأسواق المال"، مرجع سبق ذكره، ص245-246.

² Christophe Boucher et Vincent Vasques, "Les crises boursières aux Etats-Unis: Détection et prévision", CEPN, Université Paris-Nord, 24 mars 2004, p5.

2-	صفر	جويلية 1990	جويلية 1990	1990
2.3	6.4	- المتوسط		
4.4	4.6	- الانحراف المعياري		
2.7	7.1	- المتوسط باستبعاد كساد 1980		
4.5	4.4	- الانحراف المعياري باستبعاد كساد 1980		

المصدر: منير إبراهيم هندي، "الأوراق المالية وأسواق المال"، مرجع سبق ذكره، ص 274.

كما أن الهبوط في عائد مؤشر السوق قد أعطى إنذار قبل بدء حدوث الكساد بالفعل بفترة تراوحت بين شهر واحد و 14 شهر وهو ما يوضحه العمود رقم (4) من الجدول رقم (14)، يستثنى من ذلك الكساد الذي حدث في عام 1990، حيث فشل المؤشر تماما في التنبؤ بحدوثه، بل ويضيف سيقل "Seigel" أن فترة السبق التي يكشف عنها جدول رقم (14) قد تم تحديدها ما بين تاريخ بدأ هبوط عائد المؤشر وتاريخ بدأ حدوث الكساد، ولما كان هبوط العائد قد يكون ضئيلا وغير لافت للأنظار، فإننا نصبح في حاجة إلى وضع معيار لمدى الهبوط في عائد مؤشر السوق الذي يعد بمثابة إنذار لحدوث الكساد، وإذا ما اعتبرنا أن هبوطا معدله 8% أو أكثر في عائد السوق يعد بمثابة الإنذار بحدوث الكساد، وهو ما يظهره عمود رقم (5) في الجدول رقم (14) فإن فترة السبق سوف تتضاءل، ليس هذا فقط بل وأن مؤشر السوق سيصبح مؤشر متماشيا مع الأحداث في حالتين (1957-1981، 1958-1982)، ومؤشر لاحقا للأحداث في حالتين أخيرتين (1980-1990).¹

كذلك فإن مزيد من التأمل في الجدول رقم (14) يكشف عن أنه باستثناء حالتين (1970-1973) كانت فترة السبق وفقا لبيانات العمود رقم (4) هي شهر واحد، وهو ما يعتبر إنذار متأخرا لاتخاذ إجراءات تصحيحية، بل ويضيف "سيقل" أنه منذ نهاية الحرب العالمية الثانية وحتى الآن، أعطت أسعار السوق سبعة إنذارات كاذبة، فلقد انخفض المؤشر بنسبة زادت عن 8% ومع هذا لم تتعرض البلاد للكساد، فالكل يذكر على سبيل المثال أزمة أكتوبر من عام 1987 أو ما يطلق عليه بيوم الاثنين الأسود الذي انخفض فيه عائد مؤشر أسعار الأسهم في شهر نوفمبر من عام 1987 بنسبة 29% تقريبا، مقارنة بما كان عليه في شهر جويلية من تلك السنة ومع ذلك لم تتعرض البلاد للكساد خلال الاثني عشرة شهرا التالية، ويوضح الجدول رقم (15) قائمة الإنذارات الكاذبة لمؤشر السوق منذ نهاية الحرب العالمية الثانية.²

¹ منير إبراهيم هندي، "الأوراق المالية وأسواق المال"، مرجع سبق ذكره، ص 273.

² نفس المرجع، ص 275.

الجدول رقم(15): الإنذارات الكاذبة لمؤشر السوق منذ نهاية الحرب العالمية الثانية

سنة الإنذار	شهر القمة	شهر التدني	الانخفاض %
1946	ماي 1946	ماي 1947	24%
1957	جويلية 1956	فيفري 1957	8.3%
1962	ديسمبر 1971	جويلية 1962	23.1%
1966	جانفي 1966	سبتمبر 1966	15.5%
1966	أوت 1978	أكتوبر 1968	10.08%
1978	نوفمبر 1983	ماي 1984	8.2%
1984	أوت 1987	نوفمبر 1987	29.1%
1987			

المصدر: منير إبراهيم هندي، "الأوراق المالية وأسواق المال"، مرجع سبق ذكره، ص275.

ويعبر سيقل "Siegel" عن النتائج السابقة- وذلك بطريقة مماثلة لتعبير ساب ساميلسون "Samuelson" - بقوله أن مؤشر أسعار السوق قد تنبأ بخمسة عشر حالة كساد من أصل تسع حالات كساد، فوفقا للجدول رقم (15) وقعت تسع حالات كساد تنبأ بشمانية من قبل وقوعها وتنبأ بسبع حالات كساد كاذبة.¹

الفرع الثاني: التنبؤ بحالات الخروج من أزمة (حالة الرواج)

لقد أكدت الدراسات أن مؤشر أسعار الأسهم أداة فعالة في التنبؤ بحالات الخروج من الكساد، فوفقا لبيانات الجدول رقم (16) تمكن مؤشر أسعار السوق من التنبؤ بالخروج من حالة الكساد بفترة سبق تراوحت ما بين أربعة وتسعة أشهر، بمتوسط قدره 5.2 شهر وبانحراف معيار بلغ 1.55 شهر، وقد قيست فترة السبق بالمدة الزمنية التي مضت منذ أن بدأ عائد المؤشر في الصعود إلى أن بدأت مرحلة الخروج من الكساد، وإذا ما قيست فترة السبق بالفترة التي مضت منذ أن ارتفع عائد المؤشر إلى 8% فإن متوسط فترة السبق ينخفض إلى 3.2 شهر بانحراف معيار قدره 1.4 شهر. إذا مؤشر السوق أداة جيدة للتنبؤ بحدوث الكساد أو للتنبؤ بالخروج منه. فوفقا لبيانات العمود رقم (3) في الجدول رقم (14) كانت هناك فترة سبق لمؤشر أسعار السوق، وذلك في ثماني حالات من أصل تسع حالات كساد، وأن متوسط السبق بلغ 5.2 شهر. وفي حالة التنبؤ بالخروج من الكساد والتي يوضحها الجدول رقم (16) كان متوسط فترة السبق 5.2، وإن كان الحد الأدنى أفضل من مثيله في حالة التنبؤ بوقوع الكساد.²

¹ منير إبراهيم هندي، "الأوراق المالية وأسواق المال"، مرجع سبق ذكره، ص276.

² نفس المرجع، ص276-277.

كل هذه البيانات تعد نقاط إيجابية، ففي حالة الكساد يعطي المؤشر للقائمين على شؤون الاقتصاد فرصة لاتخاذ الإجراءات التصحيحية التي تمكن من الخروج من الأزمة. أما بالنسبة للإنذارات الكاذبة فليس لها مخاطر بالمرّة، بل وربما كان لها بعض الفوائد، ذلك أنّها تحث المختصين للبحث عن سبل لتنشيط الاقتصاد، وهذا الأمر لا غبار عليه سواء حدث الكساد أو لم يحدث.¹

الجدول رقم (16): فترة السبق في التنبؤ بالخروج من حالة الكساد

فترة الكساد	تاريخ بدأ ارتفاع عائد المؤشر (1)	تاريخ بدأ نهاية الكساد (2)	فترة السبق بين (1) إلى (2)، (3)	فترة السبق بين ارتفاع 8% و بين (2)، (4)
1949 - 1948	ماي 1949	أكتوبر 1948	5	3
1954 - 1953	أوت 1953	ماي 1954	9	5
1958 - 1957	ديسمبر 1957	أفريل 1958	4	1
1961 - 1960	أكتوبر 1960	فيفري 1961	4	3
1970	جوان 1970	نوفمبر 1970	5	3
1975 - 1973	سبتمبر 1974	مارس 1965	6	5
1980	مارس 1980	جولية 1980	4	2
1982 - 1981	جولية 1982	نوفمبر 1982	4	3
1990	أكتوبر 1990	أفريل 1991	6	5
- المتوسط			5.20	3.2
- الانحراف المعياري			1.55	1.4

المصدر: منير إبراهيم هندي، "الأوراق المالية وأسواق المال"، مرجع سبق ذكره، ص 277.

المطلب الثالث: مساهمة المؤشرات البورصة في التنبؤ بأزمة الرهن العقاري

إن الوقوف على طبيعة العلاقة بين المتغيرات الاقتصادية وبين التغيرات التي تطرأ على المؤشرات البورصية تمكن من التنبؤ مقدما بما ستكون عليه الحالة المستقبلية للسوق بصفة خاصة والحالة الاقتصادية المستقبلية بصفة عامة، حيث أن الدراسات السابقة أثبتت نجاح المؤشرات البورصية في التنبؤ ببعض الأزمات المالية وفشلها في البعض الآخر. ونظرا لشدة

¹ منير إبراهيم هندي، "الأوراق المالية وأسواق المال"، مرجع سبق ذكره، ص 276-277.

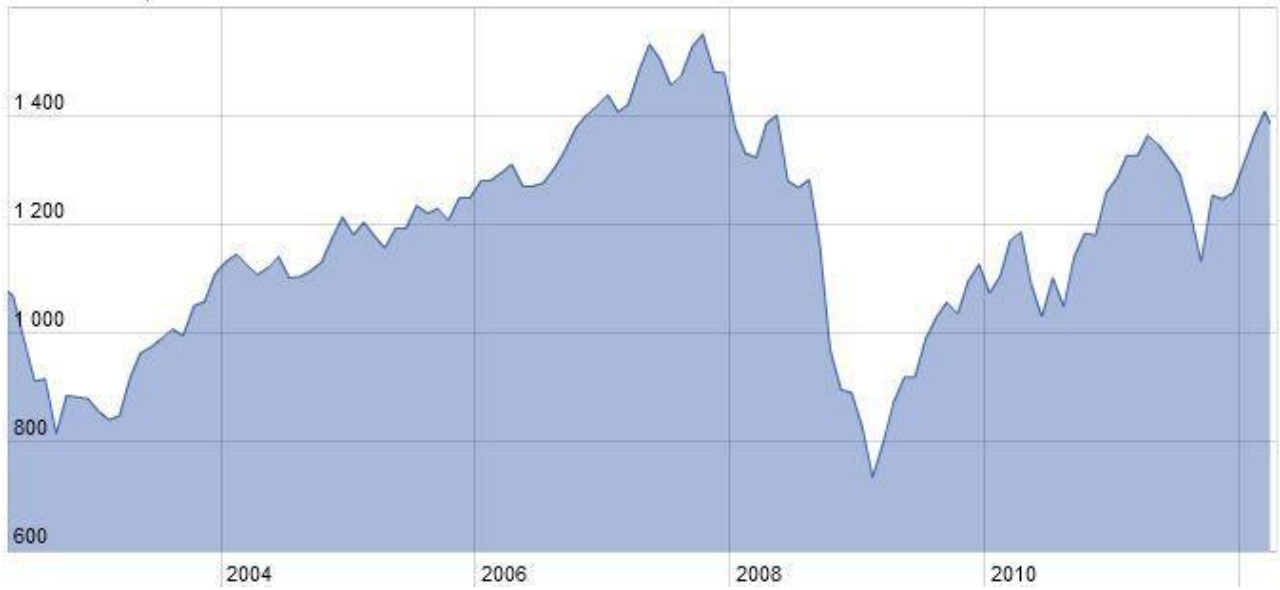
ثقل أزمة الرهن العقاري على الاقتصاد العالمي سنقوم بدراسة نصيب هذه الأزمة في التنبؤ بها عن طريق المؤشرات البورصية.

الفرع الأول: دراسة بعض المؤشرات البورصية قبل وبعد أزمة الرهن العقاري

لقد أخذنا عينة من مؤشرات أكبر البورصات العالمية التي تأثرت بالأزمة هي: مؤشر ستاندرد أند بور S&P 500، ومؤشر CAC 40، مؤشر DAX ومؤشر FTSE 100 .
أولاً: مؤشر ستاندرد أند بور S & P 500: وهو من أكبر مؤشرات بورصة نيويورك للولايات المتحدة الأمريكية الذي يشمل أساساً أكبر قيمة سوقية في الأسواق المالية العالمية.
 والشكل التالي يمثل منحنى تطورات مؤشر S & P 500 خلال الفترة (2000-2012).

الشكل رقم (11): منحنى تطورات مؤشر S & P 500 خلال الفترة (2000-2012).

Cours



Source: http://www.insee.fr/fr/indicateurs/analys_conj/archives/mars2009_d1.pdf

(Consulté le 10/10/2014).

يتضح لنا من المنحنى أن مؤشر ستاندرد أندبور في ارتفاع مستمر إلى أن يبلغ أعلى قيمة له في سنة 2007، حيث وصل إلى 1500 نقطة وهي قيمة لم يصل إليها مسبقاً، ثم سرعان ما يبدأ في الهبوط بشكل مباشر ابتداء من نهاية سنة 2007 وبداية سنة 2008 ليصل إلى أدنى قيمة له في 2009 وهي 500 نقطة، وبهذا يكون قد انخفض بقيمة

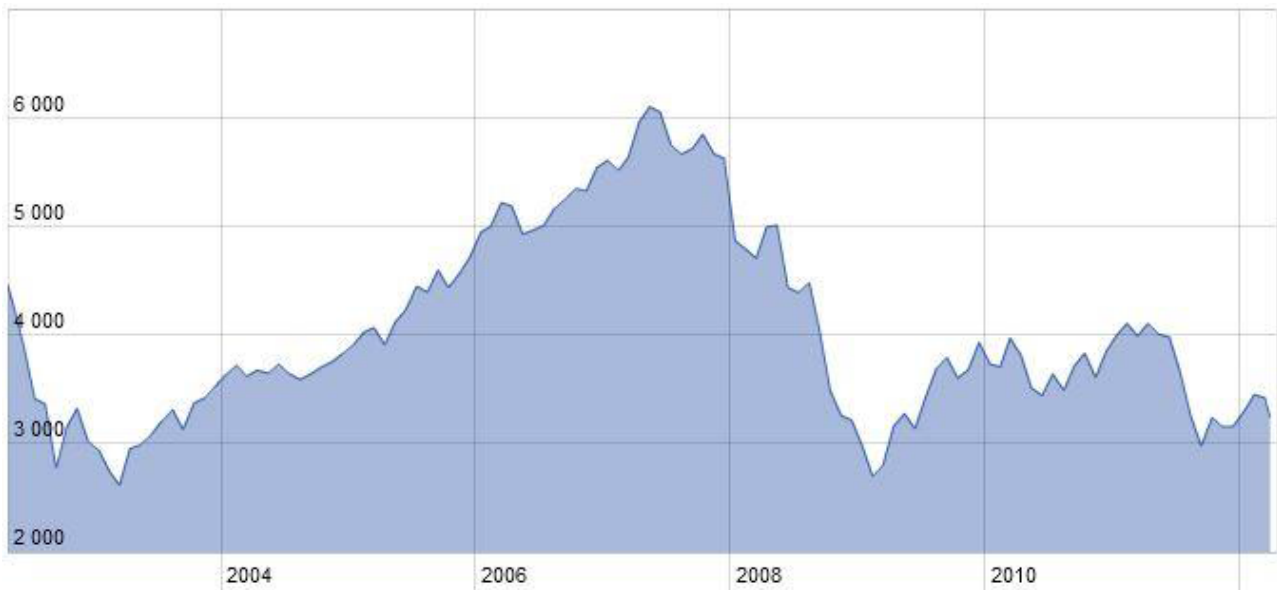
1000 نقطة، وبعد ذلك يبدأ المؤشر في الارتفاع.

ثانياً: مؤشر **CAC 40**: الذي يمثل المؤشر الرئيسي لبورصة باريس ويشمل 40 أكبر الشركات المدرجة الفرنسية، ويمثل نسبة 80% من حجم بورصة يورونكست بباريس.

والشكل التالي يمثل منحنى تطورات مؤشر CAC 40 خلال الفترة (2000-2012).

الشكل رقم (12): منحنى تطورات مؤشر CAC 40 خلال الفترة (2000-2012).

Cours



Source: http://France-inflation.com/graph_cac40php (Consulté le 10/10/2014).

يبين لنا المنحنى أن مؤشر CAC 40 سجل ارتفاعاً بشكل ثابت منذ 2003 إلى أن يبلغ أعلى من قيمة 6000 نقطة في 2007، وعقب هذه الفترة شهد تراجعاً منذ نوفمبر 2007 ليبلغ أدنى قيمة له في 2009 وهي 2519 نقطة. وبهذا يكون المؤشر قد انخفض بقرابة 3481 نقطة من 2007 إلى 2009 ثم بعد ذلك يستعيد المؤشر نشاطه ليبدأ في الارتفاع مجدد.

ثالثاً: مؤشر **DAX**: الذي يمثل المؤشر الرئيسي لبورصة فرانكفورت الألمانية ويشمل أكبر 30 شركة من حيث رأس المال ومن حيث الحجم.

والشكل التالي يمثل منحنى تطورات مؤشر DAX خلال الفترة (2000-2012).

الشكل رقم (13): منحنى تطورات مؤشر DAX خلال الفترة (2000-2012).

Cours



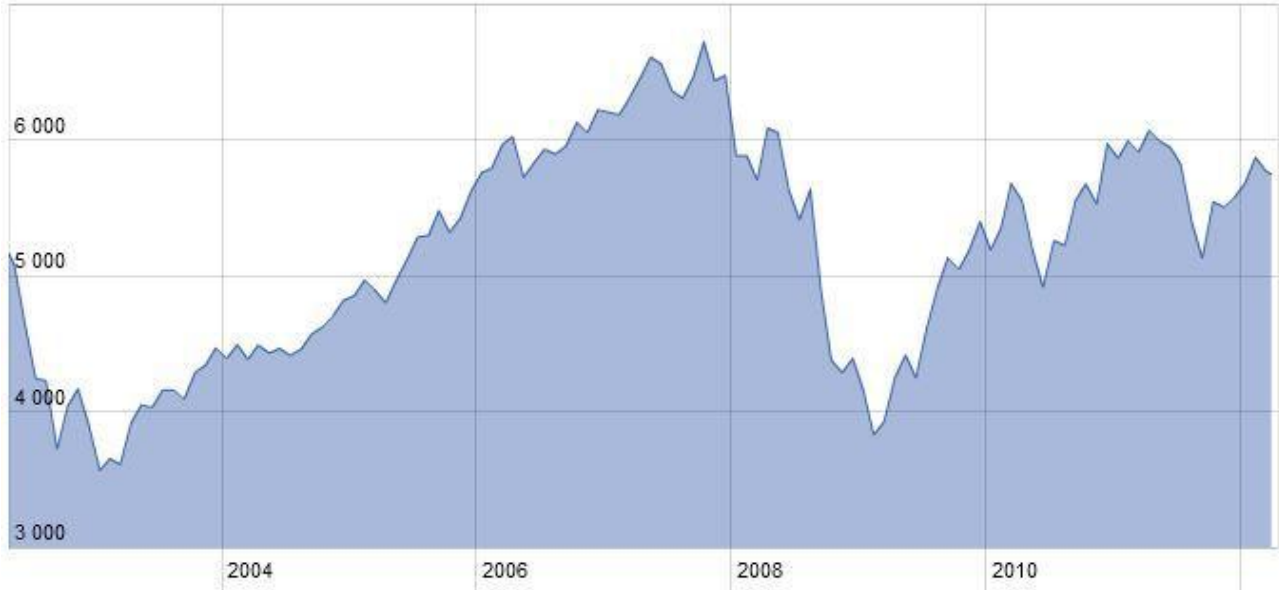
Source: <http://bourse.lesechos.fr/bourse/cours-indice-dax-xetra-bourse-xetra,XETR,DAX,DE0008469008,ISIN.html> (Consulté le 10/10/2014).

إن منحنى مؤشر DAX يوضح لنا الارتفاع المستمر الذي شهدته المؤشر ابتداء من 2003 ليصل إلى أعلى قيمة له بـ 8000 نقطة مع نهاية عام 2007، لينخفض بعد ذلك إلى 4000 نقطة في 2009 محققا تراجعاً في قيمته بلغ 4000 نقطة، ثم يرجع إلى الارتفاع مرة أخرى

رابعا: مؤشر **FTSE 100**: وهو المؤشر الرئيسي لبورصة لندن يتكون من 100 أكبر شركة بريطانية من حيث الرسالة البورصية إذ تمثل حوالي 81% من حجم كامل بورصة لندن. والشكل التالي يمثل منحنى تطورات مؤشر FTSE 100 خلال الفترة (2000-2012).

الشكل رقم (14): منحنى تطورات مؤشر FTSE 100 خلال الفترة (2000-2012).

Cours



Source: <http://bourse.lesechos.fr/bourse/cours-indice-ftse-100-bourse-londres,XLON,UKX,UKX,TICK.html> (Consulté le 10/10/2014).

كما أيضا منحنى مؤشر FTSE 100 يبين الارتفاع الذي شهدته هذا المؤشر منذ 2003 إلى أن يصل إلى أعلى قيمة له في 2007 التي تزيد عن 7000 نقطة، لينخفض بعد ذلك إلى ما يقل عن 4000 نقطة وبهذا يكون قد انخفض بما يقارب 3000 نقطة في الفترة ما بين 2007-2009، ثم يعود إلى الارتفاع مجدداً. إن ما يمكن ملاحظته من خلال هذه المنحنيات أن هذه المؤشرات لها نفس السلوك، فكلها شهدت ارتفاعات في قيمها لتصل إلى أعلى قيم لها في 2007 ثم لتبدأ في الانخفاض مع نهاية 2008 وبداية 2009، لكن هذه الانخفاضات تتباين من مؤشر لآخر، حيث انخفض مؤشر ستاندرد أند بور "S & P 500" بنسبة 52%، مؤشر CAC 40 بنسبة 56%، مؤشر DAX بنسبة 51% ومؤشر FTSE 100 بنسبة 42%. وهذا راجع إلى اختلاف اقتصاديات الدول التي تنتمي إليها هذه المؤشرات وكذلك درجة تأثر هذه الدول بأزمة الرهن العقاري. مما سبق نستنتج أن المؤشرات البورصية لم تستطع التنبؤ بأزمة الرهن العقاري، إذ أنها عكست أن الاقتصاد في حالة جيدة نتيجة للارتفاعات التي شهدتها هذه المؤشرات في 2007، ثم لتتأثر بهذه الأزمة بعد حدوثها دون سابق إنذار بها.

الفرع الثاني: عوامل فشل المؤشرات البورصية في التنبؤ بأزمة الرهن العقاري

لقد بينت لنا الدراسات السابقة فشل المؤشرات البورصية في التنبؤ بأزمة الرهن العقاري وذلك يعود إلى جملة من

العوامل أهمها:¹

أولاً: أخطاء وكالات التصنيف الدولية

إن عملية التصنيف لوكالات التصنيف الدولية لم تستند إلى معايير تنظيمية لأن هذه الوكالات تفوق بتقديم المشورة للبنوك حول تصميم هذه المنتجات كما أنها تتلقى أجرها من مصدري القروض الذين يطلبون التصنيف، وعليه فقد يكون لديها حافز لتصنيف الأوراق المالية المعنية بأعلى من قيمتها بكثير، لتضمن قدرة مصدرها على جذب المشتريين وتنفادي عندما تندهر الظروف أن تنزل بمرتبة التصنيف الائتماني بسرعة ليلبدو أن لديها نظاماً للتصنيف مستقراً وموثوقاً به، ويتم التخفيف من هذه الحوافز المعاكسة بدرجة ما على الأقل، بفعل الحاجة إلى الاتسام بالدقة والواقعية في عملية تحليل مخاطر الائتمان وذلك لضمان المصدقية والطلب النهائي على الأوراق المالية المصنفة. وتبين وفرة الحجم في جمع المعلومات عن المنتجات المركبة وتحليلها أن الإبقاء على مجالين مستقلين داخل وكالة واحدة أمر مكلف وغير كفء، وهذا ما أدى إلى وقوع هذه الوكالات في أخطاء

ثانياً: تنامي سوق المشتقات:

إن سوق مشتقات الائتمان الذي كان شبه معدوم في أواخر التسعينيات القرن العشرين، نما بدرجة غير عادية بعدما أقر الكونغرس الأمريكي تشريعاً عام 2000 يمنع تنظيم وتقييد أسواق المشتقات، مما أدى إلى تغاضي السلطات الرقابية الأمريكية عن أداء دورها الرقابي بسماحتها للبنوك بعدم التقييد بقواعد التحوط، وهكذا أصبح الباب مفتوحاً لأهم المؤسسات المالية والمستثمرين للدخول في سوق المشتقات رغم أن معظم المستثمرين مؤسسيين كانوا أو أفراد لم يتوقعوا المخاطر على المنتجات المالية، فطبقات المشتقات المالية يتراكم بعضها على البعض الآخر، حتى الخبراء عجزوا عن التقييم الكامل للمخاطر الناجمة على المنتجات المهيكلة التي اشتروها، بحكم أن هذه المنتجات نادراً ما يتم تداولها، لذلك كانت قيمتها السوقية صعبة الفهم.

ثالثاً: ضعف النظام الرقابي وغياب الشفافية وعدم تماثل المعلومات

إن فشل الحوكمة في ضمان وحماية حقوق المساهمين وضبط أداء الشركات، وذلك بسبب فشل مجالس الإدارة في القيام بدورها الإداري والإشرافي والتنظيمي بطريقة جيدة، وخاصة في بعض المؤسسات المالية، أدى إلى التقدير الضعيف للمخاطر بقدر كبير، فمثلاً تخضع البنوك التجارية في معظم الدول لرقابة دقيقة من طرف البنوك المركزية، في حين تضعف

¹ نادية العقون، مرجع سبق ذكره، ص 171-179.

هذه الرقابة أو تنعدم في مؤسسات مالية أخرى مثل بنوك الاستثمار وصناديق التحوط وسماسرة الرهون العقارية وغيرها. كما يعتبر مشكل تبادل المعلومات والتنسيق بين مختلف الجهات الفاعلة في الرقابة المالية وعدم تماثلها من خلال الشك حول نوعية الابتكارات المالية وافتقارها للشفافية، أحد أهم العوامل المساهمة في فشل المؤشرات عن التنبؤ بالأزمة.

رابعا: انتشار صناديق التحوط:

صناديق التحوط هي عبارة عن صناديق استثمارية تستعمل تقنيات التحوط ضد المخاطر المالية في أسواق الأوراق المالية، وهذه الصناديق تفتقر للشفافية في معاملاتها ولا تخضع لقيود تنظيمية وإشرافية لتنظيم عملها وهو ما جعلها في كثير من الأحيان تشكل خطرا يهدد النظام المالي، ولعل أبرز مثال على ذلك إفلاس صندوق إدارة رؤوس الأموال طويلة الأجل عام 1998، وقد قاد لانتشارها السيولة النقدية الهائلة والمكسب السريع الذي تحققه هذه الصناديق، إذ تسيطر على ثلث مداوات الأسهم، وبجوزتها أصول بقيمة تريليونين دولار، إلا أن خطورتها تكمن في خصائصها وأسلوب عملها واستثمارها في مشروعات عالية المخاطر.

خامسا: الجوانب السلوكية والأخلاقية:

تعتبر السلوكيات غير السوية من جانب المتعاملين في المجال المالي كالطمع والجشع من أهم العوامل المساعدة في عدم التنبؤ بالأزمة إذ ساد جشع المديرين وسعيهم نحو تحقيق الربح السريع وفي وقت قصير دون البحث عن جودة العمل وقدرته على السداد، وقد نال كبار المصرفيين ومديري الشركات ملايين الدولارات كرواتب ومكافآت بظاهرة تنشيط القروض وتحقيق أرقام للتوظيف خاصة القروض العقارية دون مراعاة المخاطر المحتملة، ثم ما لبث أن تعثر عملاء هؤلاء القروض وانكشف سوء الإدارة وجشعها. إلى جانب الممارسات غير الأخلاقية التي انتشرت في المؤسسات والأسواق المالية مثل الفساد والمعلومات المضللة، وذلك لأن أهم دافع للمتعاملين في الأسواق المالية هو المضاربة والحصول على الأرباح وليس الاستثمار الحقيقي كما أن أغلب المضاربين في الأسواق المالية يسلكون أسلوب القطيع، وسلوكهم مبني على الإشاعات وعلى معلومات وتحليلات غير حقيقية.

خلاصة الفصل

يعتمد نظام الإنذار المبكر على مؤشرات اقتصادية عامة ومؤشرات خاصة متعلقة بالمؤسسة بحد ذاتها، وكون المؤشرات البورصية ترتبط بالتغيرات الاقتصادية بعلاقة التأثير والتأثر، حيث أن أي تغير في الاقتصاد يعكسه المؤشرات البورصية، وأيضا قيمة هذه المؤشرات تؤثر على كمية الطلب والعرض في السوق المالي وبالتالي على الاقتصاد. وما يثبت هذا وصول كل من نظام الإنذار المبكر ودراسة المؤشرات البورصية، إلى نتيجة واحدة وهي عدم إمكانية التنبؤ بأزمة الرهن العقاري. حيث أن المؤسسات المالية والبنوك العالمية أكدت عجزها وعدم قدرتها على توقع حدوث هذه الأزمة، فصندوق النقد الدولي الذي تجوب فرقه دول العالم لتقديم الوصفات وحل الأزمات الاقتصادية لم يتمكن خيراؤه من التنبؤ بالأزمة حسب تقرير صادر منه.

ويمكن إرجاع ذلك إلى العديد من العوامل منها تصنيفات مؤسسات التقييم الدولية التي أعطت تصنيفات خاطئة للأصول المالية وذلك لاعتمادها على معلومات تفتقر للدقة والصحة والشفافية، وهذا بغض النظر عن ضعف الأجهزة الإدارية والرقابية في المؤسسات المالية، وهكذا تبقى أزمة الرهن العقاري تحمل في طياتها العديد من التساؤلات والنقائص في النظام المالي العالمي.

الخاتمة

الخاتمة:

تكتسي البورصة أهميتها في اقتصاديات الدول المتقدمة باعتبارها الأداة التي تدفع بعجلة الاقتصاد نحو التنمية الاقتصادية الشاملة، حيث تقوم البورصة بدور هام في استحداث نوعيات جديدة من الأوراق المالية التي تتناسب ورغبات واحتياجات الوحدات الاقتصادية المدخرة ذات الفوائض المالية، وكذا ورغبات واحتياجات الوحدات الاقتصادية ذات الاحتياج المالي.

كما تعتبر المؤشرات البورصية أداة فعالة لقياس الحالة التي عليها السوق المالي، فقد تكون تلك المؤشرات عامة تقيس حالة السوق بصفة عامة، أو مؤشرات خاصة تقيس الحالة التي عليها صناعة معينة دون سواها. ولمؤشرات البورصة استخدامات عديدة في مقدمتها التنبؤ بالحالة التي سيكون عليها الاقتصاد، وذلك نتيجة لتأثره بالتغيرات الاقتصادية العامة وكذا التغيرات التي تحدث في المجال الذي تنشط فيه الأسهم المكونة له. كذلك يمثل المؤشر المرآة العاكسة للسوق نظرا لكفاءته في التعبير وباستمرار عما يدور من تعاملات تجارية التي تغذي الاقتصاد، وبهذا يعمل على جذب الاستثمارات وتشجيع المستثمرين في متابعة استثماراتهم والتعامل في السوق، معبرا عن حالة الرواج الاقتصادي، كما قد يعكس المؤشر حالات الكساد السائدة في السوق والناجمة عن الأزمات المالية، مما يسبب في إحداث التخوف والنفور في التعاملات، وبالتالي انخفاض قيمه، وهذا ما حدث في أزمة الرهن العقاري، لذلك تمثل المؤشرات البورصية مستوى مرجعي للمستثمرين والباحثين في سوق المال كونه يعكس أهم المعلومات حول طبيعة الاقتصاد السائد ونقاط ضعفه.

تعد أزمة الرهن العقاري واحدة من أعنف الاختلالات التي شهدتها الاقتصاد العالمي، حيث بدأت من الولايات المتحدة الأمريكية "فاطرة العالم" وانطلقت شرارتها من قطاع الرهن العقاري في نهاية 2006 وبداية 2007، ثم تفاقمت إلى ما عليه الوضع من اضطرابات مستت أسواق المال ومؤسسات مالية كبرى ليس فقط أمريكا بل على مستوى العالم. فالأزمة التي انتشرت في قطاع صغير نسبيا سرعان ما انتشرت عدواها إلى باقي القطاعات وباقي الدول، كما تحولت إلى أزمة مالية اقتصادية عالمية بكل المقاييس. وأمام خطورة هذا الوضع أسرع معظم الدول وعلى رأسها الولايات المتحدة الأمريكية إلى اتخاذ الإجراءات اللازمة لاحتواء الأزمة والحد من توسعها. وقد كان هناك اتفاق على ضرورة التحرك السريع لإنقاذ العالم من الأزمة رغم الاختلافات في طرق وسياسات التدخل، كما أن جميع الحلول التي اقترحت كانت حلول مؤقتة بالنظر إلى عمق وشدة الأزمة. وفي هذا السياق بات من الواضح على الدول أن تتبنى آليات وطرق لمواجهة الأزمات والوقاية منها، خاصة ما يتعلق بالإنذار المبكر لها قبل حدوثها وذلك خوفا من تعريض الاقتصاد العالمي مرة أخرى لمثل هذا الانهيار.

بناء على ذلك قمنا بدراسة إمكانية التنبؤ باستعمال المؤشرات البورصية، كون أن هذه الأخيرة هي المرآة العاكسة للاقتصاد ولعلاقة التأثير والتأثر بين المؤشرات البورصية والمتغيرات الاقتصادية، خاصة وأن هذه المؤشرات استطاعت أن تصل إلى تنبؤات مستقبلية لبعض الأزمات المالية الماضية، إلا أن أزمة الرهن العقاري لم يكن لها الحظ في ذلك. وهذا أيضا ما توصل إليه نظام الإنذار المبكر الذي اعتمد على مؤشرات اقتصادية عامة وأخرى خاصة بالمؤسسة بذاتها، وهذا ما يثبت العلاقة التي تربط المؤشرات البورصية بالمؤشرات الاقتصادية العامة والخاصة، وما يبين صحة هذه النتيجة هو تأكيد المؤسسات المالية الدولية والبنوك العالمية على عدم قدرتها على توقع حدوث هذه الأزمة، وعلى رأسها صندوق النقد الدولي الذي يعتبر مصدر للاستقرار وحل للأزمات الاقتصادية. وفشل المؤشرات البورصية في التنبؤ بهذه الأزمة يرجع إلى نقص كفاءة المعلومات التي تعتمد عليها المؤشرات البورصية خاصة تلك المعلومات الصادرة عن وكالات التصنيف الائتمانية، وهذا بالإضافة إلى الثغرات والنقائص التي بينتها الأزمة في النظام المالي العالمي، وهذا ما يدعو إلى إعادة النظر في النظام المالي العالمي لتحقيق استقرار اقتصادي وتجنب العالم مثل هذه الأزمات.

اختبار الفرضيات

* **الفرضية الأولى:** يمكن للمستثمرين مقارنة قيم مؤشرات البورصة للسنة للجارية بسنة الأساس، مما يؤدي إلى تحديد اتجاهات السوق الصعودي أو النزولي ومن ثم تقييم أدائه، هذا بالإضافة إلى طبيعة العلاقة بين المتغيرات الاقتصادية وبعض المتغيرات التي تطرأ على المؤشرات التي يشار عليها عادة بالتحليل الأصيل الذي يمكن من التنبؤ مقدما بما سيكون عليه الاقتصاد مسبقا، وهذا ما يثبت صحة الفرضية الأولى.

* **الفرضية الثانية:** إن جذور وأسباب أزمة الرهن العقاري متعددة إذ لا يمكن حصرها كلها ومن أهمها نجد طبيعة الاقتصاد الأمريكي، المبتكرات المالية والتوريق، تصنيفات مؤسسات التقييم الدولية... إلخ، حيث أن هذه الأزمة خرجت عن نطاق السيطرة لتنتقل إلى مختلف القطاعات والدول، لتكون بذلك قد هزت الاقتصاد العالمي بأسره وعلى هذا الأساس نجد أن الفرضية الثانية خاطئة.

* **الفرضية الثالثة:** إن دراسة منحنيات أهم المؤشرات البورصية خلال أزمة الرهن العقاري التي شهدت أغلبها انخفاضات بنسب عالية في نهاية 2008 وبداية 2009 بعدما كانت في أعلى قيم لها في 2007، تبين لنا أن المؤشرات لم تعكس الأزمة إلا بعد حدوثها وهذا ما يثبت فشلها في عملية التنبؤ، بالتالي تعتبر الفرضية الثالثة خاطئة.

نتائج الدراسة:

بعد معالجتنا لهذا البحث وعلى ضوء الفرضيات الموضوعية سالفا، تم التوصل إلى بعض النتائج التي يمكن إيجازها

فيما يلي:

- يمكن للمؤشرات البورصية أن تعكس الاقتصاد بصفة عامة إذا كانت مؤشرات بورصية عامة كمؤشر CAC40، أو أن تعكس القطاع الذي يمثله ذلك المؤشر إذا كانت مؤشرات بورصية خاصة مثل مؤشر داوجونز لمتوسط الصناعة DJIA.
- إن المؤشر قد لا يكون أداة ملائمة للتنبؤ بالحالة الاقتصادية وذلك في حالة إلزامية تسجيل الأوراق المالية المكونة له في البورصة مع عدم فرض شروط مشددة على ذلك، أو عندما يكون المؤشر خاص لا يمثل إلا نشاط ثانوي في الاقتصاد، وهذا ما ميز الأسواق المالية العربية.
- لا يمكن حصر وتحديد أسباب الأزمات المالية كلها فهي تختلف باختلاف أنواعها، مكان حدوثها وحتى مدتها. فالأزمات المالية تحدث بشكل متكرر ومختلف عن سابقتها مسايرة في ذلك التطورات المالية والاقتصادية.
- يعتبر توريق الديون العقارية من أهم أسباب أزمة الرهن العقاري ولكن هذا لا يلغي أهمية هذا المبتكر المالي، وإنما سوء استعمال هذه العملية والإفراط فيها أدى إلى حدوث هذه الأزمة.
- إن التصنيفات الخاطئة لوكالات التصنيف الائتماني سبب في إحداث أزمة الرهن العقاري وفي فشل المؤشرات البورصية في التنبؤ بها.
- أكدت أزمة الرهن العقاري عدم فعالية مؤسسات الرقابة الدولية خاصة صندوق النقد الدولي الذي أعلن عن عدم قدرته على التنبؤ بأزمة الرهن العقاري.
- كشفت أزمة الرهن العقاري عن الكثير من نقاط الضعف في النظام المالي العالمي مما استوجب إعادة النظر فيه.
- إن كفاءة السوق المالي ذو أهمية بالغة في نجاح المؤشرات البورصية في التنبؤ بالأزمات المالية، حيث أن ضعف المعلومة وعدم صحتها أو بالأحرى ارتفاع تكلفة الحصول عليها أدى إلى فشل هذه المؤشرات في التنبؤ بأزمة الرهن العقاري.

- تحمل أزمة الرهن العقاري في طياتها العديد من التساؤلات والثغرات مما يستوجب تعميق الدراسة فيها والبحث عن خباياها.

الاقتراحات والتوصيات:

- على ضوء النتائج المستوحاة من الدراسة، يمكن الخروج بمجموعة من الاقتراحات والتوصيات المتمثلة فيما يلي:
- ضرورة تطوير الأنظمة والقوانين الرقابية، وإعادة تفعيل دور المؤسسات الدولية في ذلك خاصة صندوق النقد الدولي لتجنب الوقوع في مثل هذه الأزمة مسبقاً.
- ضرورة التنسيق بين السياسة المالية والسياسة النقدية لضمان تحقيق استقرار اقتصادي ولتجنب الأزمات.
- لا بد من إعادة إصلاح النظام المالي العالمي المتسبب في إحداث الأزمات، وذلك ابتداءً بإصلاحه على المستوى المحلي ثم لتتم عملية الإصلاح على المستوى الدولي.
- إعادة النظر في تصنيفات الأصول المالية التي قدمتها وكالات التصنيف الدولية، مع إلزامية تعريض هذه الوكالات للرقابة المستمرة من قبل هيئات خاصة.
- إدخال الأنظمة الرقابية والتشريعات اللازمة لتنظيم النشاطات المالية التي تقوم بها البنوك خاصة تلك المتعلقة بالمشترقات المالية، وضبط عملية التوريق وتفادي تعقيدها. والعمل على أن تكون هذه الأخيرة لأصول مالية لا لديون، مع إجبار البنوك على التقدير الدقيق لحجم المخاطر التي يمكن أن تتعرض لها.
- ضرورة توحيد المعلومات المحاسبية وفق المعايير الدولية باعتبارها من أهم مصادر المعلومات بالنسبة للمستثمرين الماليين، للوصول إلى قرارات صائبة، تمكن من حساب مؤشرات بورصية معبرة تسمح بالمضاربة والتحكيم بين مختلف الأسواق المالية.
- ضرورة وجود مصادر متخصصة في تحليل البيانات والمعلومات، ووسائل الإعلان جد متطورة لضمان وصول المعلومة إلى جميع المستثمرين بنفس الدقة والكفاءة، مع فتح مكاتب محللين ماليين يقومون باستعراض وتحليل واقع وأفاق المؤسسات وأحوال السوق.
- ضرورة تحسين مستوى الشفافية والإفصاح عن المعلومات وكشف الشركات المدرجة في البورصة عن واقع أدائها المالي لتضمن حماية الأسهم والمستثمرين بشكل ينعكس على استقرار السوق.
- تفعيل دور المؤشرات البورصية في التنبؤ بالأزمات المالية، وذلك بإجراء بحوث ودراسات على الأزمات السابقة لاستخلاص النتائج والوصول إلى نظام تنبؤي فعال.

- البحث عن الأنظمة التنبؤية الأخرى الخاصة بالأزمات المالية للتمكن من التنبؤ بالأزمة قبل حدوثها، وهذا لتجنب تعرض الاقتصاد العالمي لانهيارات متتالية.

أفاق البحث:

لاشك أنه من خلال دراستنا لهذا الموضوع هناك العديد من الجوانب التي لم يستوفيهما البحث، ومن بينها ما يلي:

- علاقة أزمة الرهن العقاري بأزمة الديون السيادية الأوروبية.
- مساهمة المؤشرات البورصية في انتقال عدوى الأزمات المالية .
- وكالات التصنيف الدولية ودورها في إحداث أزمة الرهن العقاري.
- سعر الفائدة ودوره في إحداث أزمة الرهن العقاري.
- صندوق النقد الدولي ومحاولاته للتصدي للأزمات المالية.
- آثار أزمة الرهن العقاري على أهم البورصات العالمية والدروس المستفادة منها.
- صندوق النقد الدولي كآلية للتنبؤ بالأزمات المالية.

قائمة

المراجع

قائمة المراجع

أولاً: المراجع باللغة العربية

أ-الكتب

- 1- إبراهيم عبد العزيز النجار، "الأزمة المالية وإصلاح النظام المالي العالمي"، دار الجامعة الجديدة، مصر، 2011.
- 2- أحمد سعد عبد اللطيف، "بورصة الأوراق المالية"، الدار الجامعية، مصر، 1998.
- 3- الخضيرى محسن أحمد، "كيف تتعلم البورصة في 24 ساعة"، دار أترك، القاهرة، 1996.
- 4- السيد البدوي عبد الحافظ، "إدارة الأسواق المالية (نظرة معاصرة)"، دار الفكر العربي، مصر، 1999.
- 5- السيد عليوة، "إدارة الأزمات والكوارث"، الدار الجامعية، مصر، 2004.
- 6- أنطوان الناشف و خليل هندي، "العمليات المصرفية والسوق المالية"، ج2، المؤسسة الحديثة للكتاب، لبنان، 2000.
- 7- بلعباس عبد الرزاق سعيد، "ما معنى الأزمة؟ الأزمة المالية العالمية أسباب وحلول من منظور إسلامي"، مركز أبحاث الاقتصاد الإسلامي، المملكة العربية السعودية، 2009.
- 8- بنال أحمد حسين، "محاضرات في الأسواق المالية"، كلية المعارف الجامعية، مصر، 2004.
- 9- حماد طارق عبد العال، "حوكمة الشركات والأزمة المالية العالمية"، الدار الجامعية، مصر، 2009.
- 10- حمزة محمود الزبيدي، "الاستثمار في الأوراق المالية"، مؤسسة الوراق، الأردن، 2004.
- 11- حنفي عبد الغفار، "الاستثمار في بورصة الأوراق المالية"، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، الإسكندرية، 2002.
- 12- دنيال أرنولد، ترجمة عبد الأمير شمس الدين، "تحليل الأزمات الاقتصادية للأمس واليوم"، المؤسسة الجامعية للنشر والتوزيع، لبنان، 1992.
- 13- رضا عبد السلام، "أزمة مالية أم أزمة رأسمالية"، المكتبة العصرية، مصر، 2010.
- 14- رمزي محمود، "الأزمة المالية والفساد العالمي"، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2009.
- 15- سمير عبد الحميد رضوان، "المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودورا لهندسة المالية في صناعة أدائها"، دار النشر للجامعات، مصر، 2005.
- 16- شريف مصطفى كمال طه، "بورصات الأوراق المالية"، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2009.

- 17- شعبان محمد إسلام البراوي، "بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي"، دار الفكر، دمشق، 2002.
- 18- شمعون شمعون، "البورصة"، الأطلس للنشر، الجزائر، 1993
- 19- ضياء مجيد الموسوي، "الأزمة المالية الراهنة منذ 2008"، ديوان المطبوعات الجامعية، بن عكنون، الجزائر، 2010.
- 20- ضياء مجيد، "البورصات: أسواق المال وأدواتها"، مؤسسة شباب الجامعة، الجزائر، 2008.
- 21- طارف عبد العال حماد، "المشتقات المالية (المفاهيم، إدارة المخاطر، المحاسبة)"، الدار الجامعية، 2001.
- 22- عاطف وليم أندراوس، "أسواق الأوراق المالية بين ضرورات التحول الاقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها"، دار الفكر الجامعي، مصر، 2007.
- 23- عبد الباسط وفاء محمد حسين، "بورصة الأوراق المالية ودورها في تحقيق تحول مشروعات القطاع العام للمالية الفردية"، دار النهضة، القاهرة، 1996.
- 24- عبد الحكيم مصطفى الشرقاوي، "العولمة المالية وإمكانية التحكم في عدوى الأزمات المالية"، دار الفكر الجامعي، مصر، 2005.
- 25- عبد الغفار حنفي، "استراتيجيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية الدار الجامعية"، الإسكندرية، 2007.
- 26- عبد الغفار حنفي، "الاستثمار في الأوراق المالية (أسهم، سندات، وثائق الاستثمارات، الخيارات)"، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2000.
- 27- عبد الغفار حنفي، "البورصات"، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2004-2005.
- 28- عبد المطلب عبد الحميد، "الديون المصرفية المتعثرة والأزمة المالية المصرفية العالمية"، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2009.
- 29- عبد النافع الزوري، "الأسواق المالية"، دار وائل للنشر، الأردن، 2001.
- 30- عدنان السيد حسن، "قضايا دولية: الأزمة العالمية"، المؤسسة الجامعية للدراسات الجامعية والنشر والتوزيع، لبنان، 2010.
- 31- عصام نور الدين، "معجم نور الدين الوسيط (عربي - عربي)"، دار الكتب العلمية، لبنان، 2005.

- 32- فتح الله ولعلو، "نحن والأزمة الاقتصادية"، المركز الثقافي الغربي، المغرب، 2009.
- 33- كمال رزيق، عبد السلام عقون، "سياسات إدارة الأزمات المالية العالمية"، مكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع، الأردن، 2011.
- 34- محسن أحمد الخضري، "الإعصار التمويلي"، أترك للنشر والتوزيع، مصر، 2009 .
- 35- محمد الصيرفي، "البورصات"، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2008.
- 36- محمد الفنيش، "البلاد النامية والأزمات المالية العالمية، حول استراتيجيات منع الأزمات وإدارتها"، سلسلة محاضرات العلماء الزائرين رقم 17، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب البنك الإسلامي للتنمية، المملكة العربية السعودية، 2000.
- 37- محمد أمين زويل، "بورصة الأوراق المالية"، دار الوفاء للطباعة، الإسكندرية، 2000.
- 38- محمد صالح الحناوي وجمال إبراهيم العبد، "بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق"، الدار الجامعية، مصر، 2002.
- 39- محمد عبد الحميد عطية، "الاستثمار في البورصة"، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية، 2011.
- 40- محمد محمود الداغر، "الأسواق المالية"، دار الشروق للنشر والتوزيع، مصر، ط2، 2007.
- 41- محمد يوسف ياسين، "البورصة، عمليات تنازع القوانين-اختصاص الحكم"، منشورات الحلبي، لبنان، 2004.
- 42- محمود أمين زويل البطيرق يونس، "بورصة الأوراق المالية وموقعها من الأسواق"، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002.
- 43- محمود جاد الله، "إدارة الأزمات"، دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان، 2002 .
- 44- مروان عطوة ، "الأسواق النقدية والمالية، البورصات ومشكلاتها"، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، ط2، 2003.
- 45- مصطفى رشيد شبيخة وزينب حسن عوض الله، "الاقتصاد والبنوك وبورصات الأوراق المالية"، المطبعة الحديثة بالقاهرة، مصر، 1993.
- 46- منير إبراهيم هندي، "الأوراق المالية وأسواق رأس المال"، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2002 .
- 47- منير إبراهيم هندي، "الأوراق المالية وسوق رأس المال"، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1997.
- 48- منير إبراهيم هندي، "الأوراق المالية وأسواق المال"، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2006.

- 49-** موسى اللوزي وآخرون، "التحديات التي تواجه منظمات الأعمال-الأزمة المالية العالمية-"، الجزء الثاني، مكتبة المجتمع العربي، الأردن، 2011.
- 50-** هاشم فوزي عباس العبادي، "الهندسة المالية وأدواتها بالتركيز على الاستراتيجيات والخيارات المالية"، الوراق للنشر والتوزيع"، الأردن، 2008.
- 51-** هوشيار معروف، "الاستثمار والأسواق المالية"، دار الصفاء للنشر والتوزيع، الأردن، 2003.
- 52-** يوسف مسعداوي، "دراسات في المالية الدولية"، دار الراية لنشر والتوزيع، الأردن، 2013 .
- 53-** رمزي زكي، "ندوة الأزمات الاقتصادية الراهنة في العالم"، منشورات مؤسسة عبد الحميد شومان، الأردن، المملكة الأردنية الهاشمية، 1998.

ب - الرسائل و الأطروحات

- 54-** المناسيع رابح أمين، "الهندسة المالية وأثارها في الأزمة المالية العالمية لسنة 2007"، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم اقتصادية، كلية علوم اقتصادية علوم تسيير علوم تجارية، جامعة الجزائر3 ، 2010-2011 .
- 55-** أوكيل نسيمة، "الأزمات المالية وإمكانية التوقي منها والتخفيف من أثارها-مع دراسة حالة أزمة جنوب شرق آسيا-"، رسالة لنيل درجة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة يوسف بن خدة، الجزائر، 2007-2008.
- 56-** بن ثابت علال، "الأسواق المالية في ظل العولمة بين الأزمات ومظاهر التجديد"، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، فرع المالية، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، 2002-2003.
- 57-** بوكساني رشيد، "معوقات أسواق الأوراق العربية وسبل تفعيلها"، رسالة لنيل درجة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2005-2006.
- 58-** حورية بديدة، "تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة المسعرة في السوق المالي، دراسة اختيارية وحديثة للمؤشر CAC40 خلال الفترة الممتدة ما بين 2007 و2009"، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير تخصص أسواق مالية ، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرياح، ورقلة، 2011.

- 59- خالد عيجولي، "وظيفة الوساطة المالية في البورصة ودورها في تنمية التعاملات المالية (دراسة مقارنة لبلدان المغرب العربي)"، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة ماجستير في علوم التسيير تخصص نقود ومالية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، ديسمبر، 2006.
- 60- دريوشي صبرينة، "الأزمة المالية الاقتصادية العالمية 2008 وانعكاساتها على الاقتصاد العالمي: دراسة مقارنة مع أزمة 1929"، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير تخصص نقود ومالية، كلية علوم اقتصادية وعلوم تجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر3، 2010-2011.
- 61- سارة عبدلي، "أساليب قياس أداة حافظة الأوراق المالية، دراسة حالة بورصة الدار البيضاء للقيم المنقولة لسنة 2011"، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات نيل شهادة الماستر في علوم التسيير تخصص مالية مؤسسة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قصدي مبراح، ورقلة، 2011-2012.
- 62- صالحه هاني نصار، "شركات الوساطة وأثرها على تنمية سوق فلسطين للأوراق المالية"، رسالة ضمن متطلبات الحصول على درجة الماجستير في إدارة الأعمال، قسم إدارة الأعمال، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية، غزة، 2007.
- 63- صفيه صديقي، "طرق تقييم وتحليل الأوراق المالية في ظل النظرية المالية السلوكية (مع التطبيق على بورصة باريس خلال الفترة الممتدة من 2007 إلى 2010)"، مذكرة مقدم لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير تخصص مالية الأسواق، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مبراح ورقلة، 2011-2012.
- 64- عربي مدبولي أحمد، "التنبؤ بأزمات العملة في دول الأسواق الصاعدة وسياسات تجنبها (دراسة تطبيقية مع إشارة خاصة للاقتصاد المصري)"، رسالة مقدمة لنيل درجة دكتوراه الفلسفة في اقتصاديات التجارة الخارجية، كلية التجارة وإدارة الأعمال، جامعة حلوان، مصر، 2007.
- 65- علاء الدين عوض الطراونة، "تطوير نظام إنذار مبكر لتوقع الأزمات الاقتصادية في الأردن"، رسالة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في الاقتصاد، كلية الدراسات العليا، الجامعة الأردنية، المملكة الأردنية الهاشمية، أوت 2004.
- 66- عيسى تجاه، "تقييم أداء الأسواق المالية العربية (دراسة حالة الأردن)"، رسالة مقدمة استكمالاً لمتطلبات الحصول على درجة الماجستير في علوم التسيير، المدرسة العليا للتجارة، للجزائر 2003.

- 67- قاسم شاوش لامياء، "الأسواق المالية الناشئة مع دراسة حالة البورصة الجزائرية"، مذكرة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة البليدة، الجزائر، 2005.
- 68- محمد الهاشمي حجاج، "أثر الأزمة المالية العالمية على أداء الأسواق المالية العربية"، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص مالية الأسواق، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2011/2012.
- 69- محمد نايف فارس غرابية، "تحليل الأزمات المالية وإمكانية التنبؤ بها"، قدمت هذه الرسالة استكمالاً لمتطلبات الحصول على درجة الماجستير في التمويل والمصارف، كلية إدارة المال والأعمال، جامعة آل البيت، الأردن، 2010.
- 70- نادية العقون، "العولمة الاقتصادية والأزمات المالية: الوقاية والعلاج (دراسة لأزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية)"، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية تخصص اقتصاد التنمية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الحاج لخضر، باتنة، 2012-2013.
- 71- نبيل خليل طه سمور، "سوق الأسواق المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق (دراسة حالة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا)"، استكمالاً للحصول على درجة الماجستير في إدارة الأعمال، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية، غزة، 2007.
- 72- نسيمه حاج موسى، "الأزمات المالية الدولية وأثارها على الأسواق المالية العربية من دراسة حالة أزمة الرهن العقاري خلال الفترة 2007-2008"، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل درجة الماجستير في العلوم الاقتصادية تخصص اقتصاديات المالية وبنوك، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة أحمد بوقرة، بومرداس، 2008-2009.
- 73- وليد أحمد الصافي، "الأسواق المالية العربية (الواقع والأفاق)"، أطروحة لنيل درجة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2002-2003.

ج- المجالات والدوريات

- 74- أحمد بن يوسف الدريويش، "البورصة"، مجلة إضاءات، معهد الدراسات المصرفية، الكويت، العدد الخامس، يونيو-يوليو 2010.

- 75-** إيمان مرعي، "أثر الأزمة الآسيوية على آسيا"، مجلة السياسة الدولية، مطابع الأهرام التجارية، العدد 175، القاهرة، جانفي 2009 .
- 76-** بريندا جونثاليث- إرموسيو، "إستنباط مؤشرات لتوفير إنذار مبكر بالأزمات المصرفية"، مجلة التمويل والتنمية، صندوق النقد الدولي، جوان 1999.
- 77-** حسان خضر، "تحليلي الأسواق المالية"، سلسلة دورية تعني بقضايا التنمية في الأقطار العربية، العدد السابع والعشرون، مارس، 2004.
- 78-** سنقرط سامر، "التوريق كأداة تمويل واستثمار"، مجلة المصارف في الأردن، المجلد 21، العدد 2، عمان، 2002.
- 79-** عبد الكريم نصر، "تأسيس سوق فلسطيني للأوراق المالية محددات وأفاق"، مجلة شؤون تنمية، المجلد الخامس، العدد الأول، فلسطين.
- 80-** ناجي التوني، "الأزمات المالية"، سلسلة دورية تعني بقضايا التنمية الاقتصادية العربية، المعهد العربي للتخطيط، الكويت، العدد 29، ماي 2004 .
- 81-** نبال محمود قصبه، "تحليل الأزمة المالية العالمية الراهنة: الأسباب والتداعيات والعلاج"، مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد 28، العدد الأول، 2012 .
- 82-** نزهان محمد سهو، "أسواق الأوراق المالية في ظل تداعيات الأزمة الاقتصادية الراهنة"، مجلة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد 26، العدد 02، 2010.
- 83-** هيل عجمي جميل، "الأزمات المالية : مفهومها ومؤشراتها وإمكانية التنبؤ بها في بلدان مختارة"، مجلة جامعة دمشق، المجلد التاسع عشر، العدد الأول، 2003 .
- 84-** ياسر بوجسون ومشاري حمد زهرة، "الأسواق المالية الناشئة ودورها في تنمية الاقتصاد الوطني (دراسة تحليلية استشرافية)"، مجلة جامعة تشرين للدراسات والبحوث العلمية، سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية، مجلد 27، العدد 1، كلية الاقتصاد، جامعة دمشق، سوريا، 2005 .
- د- التقارير**
- 85-** صندوق النقد الدولي، "أفاق الاقتصاد العالمي"، الأزمة الآسيوية وأداء النمو في المنطقة على المدى الطويل، 1998.

86- صندوق النقد الدولي، "مكافحة الأزمة المالية العالمية"، التقرير السنوي، 2009.

ه- الملتقيات والمؤتمرات

- 87- ألدوي الشيخ، "الأزمة المالية العالمية انعكاساتها وحلولها"، مؤتمر الجنان حول الأزمة المالية العالمية وكيفية علاجها من منظور النظام الاقتصادي الغربي والإسلامي، جامعة الجنان، لبنان، 13-14 مارس 2009.
- 88- بريش عبد القادر، طرشي محمد، "التحرير المالي وعدوى الأزمات المالية"، الملتقى الدولي الثاني حول الأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية والمصرفية، المركز الجامعي خميس مليانة، الجزائر، يومي 5-6 ماي 2009.
- 89- بن نعمان حمادو، "طبيعة الإصلاحات المالية والمصرفية في أعقاب الأزمة المالية 2008"، الملتقى العلمي الدولي حول الأزمة الاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، جامعة فرحات عباس، سطيف، يومي 20-21 أكتوبر 2009.
- 90- حسين عبد المطلب الأسرح، "الأزمة الاقتصادية العالمية وسياسات مواجهتها في الدول العربية"، الملتقى الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر، يومي 20 و 21 أكتوبر 2009.
- 91- زايددي عبد السلام ومقران يزيد، "الأزمة المالية العالمية وانعكاساتها على الاقتصاديات العربية (دراسة حالة الجزائر، تونس، المغرب، ليبيا، مصر)"، الملتقى الدولي حول الأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية والمصرفية، المركز الجامعي خميس مليانة، الجزائر، يومي 5-6 ماي 2009.
- 92- زايري بلقاسم، ميلود مهدي، "الأزمة المالية العالمية: أسبابها وأبعادها وخصائصها"، ورقة بحث مقدمة ضمن فعاليات المؤتمر الدولي حول الأزمة العالمية وكيفية معالجتها من منظور النظام الاقتصادي الغربي والإسلامي، جامعة الجنان، لبنان، 13-14 مارس 2009.
- 93- زكرياء بله باسي، "الأزمة المالية العالمية الجذور وأبرز الأسباب والعوامل المحفزة والدروس المستفادة من منظور الاقتصاد الإسلامي"، مؤتمر الجنان حول الأزمة المالية العالمية وكيفية علاجها من منظور النظام الاقتصادي الغربي والإسلامي، لبنان، 13-14 مارس 2009.
- 94- صالح العلي، "أثر الأزمة المالية العالمية في الفقر والبطالة ووسائل معالجتها في الاقتصاد الإسلامي"، بحث مقدم للمؤتمر الدولي تحت عنوان رسالة السلام في الإسلام، قصر المؤتمرات، دمشق، يومي 1-2 جوان 2009.

- 95- صفوت عبد السلام عوض الله، "الأزمة المالية العالمية وتداعياتها على اقتصاديات دول مجلس التعاون الخليجي"، المؤتمر العلمي حول الجوانب القانونية والاقتصادية للأزمة المالية الحالية، جامعة المنصورة، مصر، 1 و 2 أبريل 2009 .
- 96- عبد المجيد قدي، "الصناديق السيادية والأزمة المالية الراهنة"، مداخلة ضمن فعاليات مؤتمر حول الأزمة المالية العالمية وكيفية علاجها من منظور النظام الاقتصادي الغربي والإسلامي، جامعة الجنان، لبنان، أيام 13-14 مارس 2009.
- 97- علي فلاح المناصير، وصفى عبد الكريم الكساسبة، "الأزمة المالية العالمية حقيقتها أسبابها تداعياتها وسبل العلاج"، المؤتمر العلمي الدولي السابع حول تداعيات الأزمة الاقتصادية العالمية على منظمات الأعمال (التحديات-الفرص-الآفاق)، جامعة الزرقاء الخاصة، عمان، يومي 10-11 نوفمبر 2009 .
- 98- عماد موسى، "أثر الأزمة المالية العالمية على الدول العربية"، المؤتمر الدولي حول دور القطاع الخاص في التنمية: تقييم استشراف، لبنان، أيام 23-25 مارس، 2009.
- 99- عوض بن عوض يسلم، "مدى تأثر المصارف الإسلامية بالأزمة المالية العالمية"، الملتقى الدولي حول الاقتصاد الإسلامي الواقع ورهانات المستقبل، المركز الجامعي بغرداية، الجزائر، يومي 23 و 24 فيفري 2011.
- 100- كمال بن موسى عبد الرحمان بن مساعد، "الأزمة المالية وتداعياتها على البنوك الإسلامية"، الملتقى الدولي حول الاقتصاد الإسلامي الواقع ورهانات المستقبل، المركز الجامعي بغرداية، الجزائر، يومي 23 - 24 فيفري 2011 .
- 101- كمال رزيق وحسن توفيق، "الجوانب النظرية للأزمة المالية"، مداخلة مقدمة للمؤتمر العلمي الدولي السابع حول تداعيات الأزمة الاقتصادية العالمية على منظمات الأعمال، كلية الاقتصاد والعلوم التجارية، جامعة الزرقاء، الأردن، يومي 10 و 11 نوفمبر 2009.
- 102- مصطفى حسني مصطفى، "الأزمة المالية العالمية أسبابها وآثارها الاقتصادية وكيفية مواجهتها"، المؤتمر العلمي حول الجوانب القانونية والاقتصادية للأزمة المالية العالمية، جامعة المنصورة، مصر، أبريل 2009.
- 103- مصطفى حسني مصطفى، "الأزمة المالية العالمية أسبابها وآثارها الاقتصادية وكيفية مواجهتها"، المؤتمر العلمي حول الجوانب القانونية والاقتصادية للأزمة المالية العالمية، جامعة المنصورة، مصر، أبريل 2009 .
- 104- ناصر مراد، "الأزمة المالية العالمية: الأسباب، الآثار وسياسات مواجهتها"، الملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر، أكتوبر 2009.

105- هناء الحنيطي ملك خصاونة، " دور الجهاز المصرفي في ظل الأزمة الاقتصادية"، المؤتمر العلمي حول تداعيات الأزمة الاقتصادية العالمية على منظمات الأعمال، جامعة الزرقاء الخاصة، الأردن، يومي 3-5 نوفمبر 2009 .

106- وليد أحمد صافي، "الأزمة المالية العالمية 2008 طبيعتها، أسبابها، وتأثيراتها المستقبلية على الاقتصاد العالمي والعربي"، الملتقى الدولي الثاني حول الأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية والمصرفية، المركز الجامعي خميس مليانة، الجزائر، يومي 5 و6 ماي 2009.

و- المواقع الإلكترونية

107- عبد النبي إسماعيل الطوخي، " التنبؤ المبكر بالأزمات المالية باستخدام المؤشرات المالية القائدة"، مصر، تاريخ الإطلاع 04 أبريل 2014، متاح على البريد الإلكتروني:

<http://www.Kantakji.Ory/Fig/Files/Manage/104.Doc>.

108- غازي الصوراني، "الأزمة المالية وتداعياتها على الاقتصاد العربي"، تاريخ الاطلاع 04 أبريل 2014، متاح على البريد الإلكتروني

<http://www.ahewar.org/debat/show.art.asp?aid=%20150264>

ثانيا- المراجع باللغة الفرنسية

A-Les livres

- 109-** Andrew Berg & Catherine Pattillo, "L'art Difficile de Prévoir les Crises Economiques", Dossiers Economiques, FMI, Juillet 2000.
- 110-** Andrew Harrison, Ertugrul Dalkiran et Ena Elsey, "Business international et mondialisation: vers en nouvelle Europe", Ed Boeck, Bruxelles, 2004.
- 111-** Antoine Brunet, Jean-Paul Guichard, " la visée hégémonique de la chine: L'impérialisme économique", L'harmattan, Paris, 2011.
- 112-** Benoît Mandelbrot, Richard L Hudson, " Une Approche Fractale des Marchés : risquer, perdre et gagner", Ed Odile Jacob, Paris, 2009.
- 113-** Christophe Boucher et Vincent Vasques, "Les crises boursières aux Etats-Unis: Détection et prévision", CEPN, Université Paris-Nord, 24 mars 2004

- 114-** Claude Broquet, Robert Cobbaut et Roland Gillet, "Gestion de portefeuille, Ed de Boeck, Bruxelles, 2004.
- 115-** Cosette Payrard, "la bourse" 6ème édition, librairie Vuibert, Paris, 1998.
- 116-** D.Lacoue Labartue, "Crises financière et leur propagation internationale in finance internationale : L'état actuel de la théorie", Economica, Paris, 1992.
- 117-** David Swensen, "Gestion de Portefeuilles Institutionnels", Ed Maxima, Paris, 2009.
- 118-** Elsa Poupardin, "Communiquer dans un monde en crise", Ed L'harmattan, Paris, 2005.
- 119-** Florence Samson, "l'ombre de 1929 plane en cette année 2009", Ed l'harmattan, paris, 2009.
- 120-** Gibert Boutté, "Nicolas Sarkozy face à la crise", Ed l'harmattan, paris, 2010.
- 121-** H bourachot, G renouard et J L rettel, "100 Fiches pour comprendre la bourse et les marchés financiers", Ed Bréal, Paris, 2006.
- 122-** Henry Bourachot, Jean-Luc Rettel et Gille Reouard, "100 fiches pour comprendre la bourse et les marchés financiers", 2^{ème} édition, Bréal, 2006.
- 123-** Jacques Attali, "La crise et après", édition Sidia, Alger, 2009.
- 124-** Jean kogej, Les Mutations de l'économie Mondiale, Ed Bréal, France, 2008.
- 125-** Jean-Luc Vallens, "crise du crédit et entreprises", Ed Lamy, paris, 2010.
- 126-** Jean-Pierre Petit, "la bourse: rupture et renouveau", Ed Odile Jacob, paris, 2003.
- 127-** Julien Baddour Alain Nurbel, "éléments de macroéconomie keynésienne", éditions publibook, paris 2009, P 12.
- 128-** Laget, "les nouveaux outils financiers", top édition ,Paris, 1990.
- 129-** Luc Bosson, Corinne Evarard et Christian Jacques, "L'Asie du Sud-Est: des nouveaux pays industrialisés", Ed Boeck, Bruxelles, 1998.
- 130-** Max Moreau, "l'embauchoir: 125 réponses pour le plein-emploi", Ed L'harmattan, Paris, 2011.
- 131-** Philippe Spieser, "la bourse", librairie Vuibert, France, 3ème édition, 2007.
- 132-** Pierre Lagayette, "les Etats-Unis Contemporaines", Ed Bréal, 2002.
- 133-** P/Topscalim, "Les indices boursière sur action", Economica, Paris, 1996.

B- Les guides

134- Commission d'organisation et de surveillance des opérations de bourse (cosob), guide de l'investisseur, Novembre, 1997.

C- Les rapports

135- Patrick Artus et autres, "La crise des Subprimes", les rapports du conseil d'analyse économique, la documentation Française, Paris, 2004.

D- les colloques et les séminaires

136- Ahmed Ksaier, "Essai d'Elaboration d'un Système Préventif de Crise de Change", Séminaire Doctoral du GDRI EMMA, Organiser par le CEMAFI, Université de Nise sophia Antipolis, 25-26 Mars 2004.

137- Christian Noyer, Réflexion sur la crise, Colloque marchés financiers : aspects passés, présent et futures, célébrant le 150 éme anniversaire des relation Franco-Japonaises, Tokyo, 17 Novembre 2008, banque de France.

138- Mahfoud Djebbar, "Predicting Financial Crises : Myth Reality", Recueil de Communication de Colloque International sur la Crise Financière et Economique et Gouvernance Mondiale, Université Farhat Abbas, Sétif, Algérie, du 20 au 21 Octobre 2009.

E- les sites internet :

139- Division du commerce extérieur US Census Bureau, Etats-Unis la balance du commerce, de 1980 à 2010, 23/12/2011, visite le 07/04/2014, disponible sur le site électronique:

http://en.wikipedia.org/wiki/File:US_Trade_Balance_1980_2010.svg

140- Farcaster, deficits vs. Augmentations de la dette - 2009, documentation libre GNU, 17 Octobre 2009, visite le 07/04/2014, disponible sur le site électronique:

http://en.wikipedia.org/wiki/File:Deficits_vs._Debt_Increases_-_2009.png

141- : Gouvernement des Etats origine transféré par Wikipédia, US Debt, Créative Commons Attribution-Share Alike, 10 Mars 2009, visite le 07/04/2014, disponible sur le site électronique:

<http://en.wikipedia.org/wiki/File:USDebt.png>

- 142- <http://bourse.lesechos.fr/bourse/cours-indice-dax-xetra-bourse-xetra,XETR,DAX,DE0008469008,ISIN.html> (Consulté le 10/10/2014).
- 143- <http://bourse.lesechos.fr/bourse/cours-indice-ftse-100-bourse-londres,XLON,UKX,UKX,TICK.html> (Consulté le 10/10/2014)
- 144- http://www.insee.fr/fr/indicateurs/analys_conj/archives/mars2009_d1.pdf (Consulté le 10/10/2014).
- 145- http://France-inflation.com/graph_cac40php (Consulté le 10/10/2014)

ثالثا- المراجع باللغة الانجليزية

A-Books

- 146- Graciela L, Kaminsky & Carmen M Reinhart, " The twin Crises: The Causes of Banking and Balance of Payments Problems", The American Economic Review, Vol 89, N°3, June 1999.

ملاحق

Les principales étapes du déroulement de la crise de juillet 2007 à décembre 2009.

2007	Évènements
Juillet	Bear Stearns annonce la faillite de deux <i>hedge funds</i> spécialisés dans les dérivés de crédit.
31 juillet	La banque publique allemande KfW apporte son soutien financier à IKB pour 8,1 milliards d'euros.
1 ^{er} août	Le ministre des Finances allemand annonce un plan de sauvetage de 3,5 milliards d'euros pour éviter la faillite d'IKB.
7 août	BNP Paribas gèle la valorisation de certains de ses fonds.
9 août	L'Eurosystème propose des liquidités en quantité illimitée au jour le jour.
17 août	Le Système fédéral de réserve américain (Fed) étend la maturité maximale de sa facilité d'emprunt permanente de 1 jour à 30 jours.
23 août et 12 septembre	La BCE lance une opération supplémentaire de refinancement en euros à 3 mois (opérations renouvelées par la suite tout au long de 2007, 2008 et 2009).
14 septembre	L'annonce par la Banque d'Angleterre de l'octroi d'un prêt d'urgence, garanti par l'État, à la cinquième banque anglaise, Northern Rock, déclenche une panique sur les dépôts bancaires de cette banque.
18 septembre	La Fed abaisse son taux directeur de 0,50 %, à 4,75 %.
1 ^{er} octobre	UBS, première banque suisse, annonce des dépréciations d'actifs pour 2,4 milliards d'euros.
24 octobre	Merrill Lynch annonce des dépréciations d'actifs pour 8,4 milliards de dollars.
31 octobre	La Fed abaisse son taux directeur de 0,25 %, à 4,5 %.
11 décembre	La Fed abaisse son taux directeur de 0,25 %, à 4,25 %.
12 décembre	Actions coordonnées de la Fed, de la BCE, de la Banque du Canada, de la Banque d'Angleterre et de la Banque nationale suisse afin de répondre aux besoins de financement à court terme en dollars. Naissance du dispositif d'injection de dollars à terme : les TAF (<i>term auction facilities</i>) à 28 jours.
2008	
15 janvier	Citigroup publie des pertes record (9,83 milliards de dollars au quatrième trimestre 2007). Le groupe annonce, en outre, des dépréciations d'actifs pour 18,1 milliards de dollars.
22 janvier	La Fed abaisse son taux directeur de 0,75 %, à 3,5 % lors d'un comité FOMC (<i>Federal Open Market Committee</i>) extraordinaire.
24 janvier	La Société générale dévoile la fraude commise par l'un de ses <i>traders</i> , Jérôme Kerviel. Les pertes associées se montent à 4,9 milliards d'euros.
30 janvier	La Fed abaisse son taux directeur de 0,50 %, à 3 %.
15 février	UBS a perdu 7,8 milliards d'euros au quatrième trimestre 2007.
17 février	Le gouvernement britannique nationalise Northern Rock.
11 mars	La Fed lance une nouvelle facilité : la <i>term securities lending facility</i> . Cette facilité de 1 mois permet aux banques d'investissement d'emprunter des titres d'État en échange de titres de qualité de crédit inférieure (titres d'agences, <i>mortgage-backed securities – MBS</i>).
16 mars	La Fed étend la maturité maximale de sa facilité d'emprunt permanente de 30 jours à 90 jours. Elle introduit une nouvelle facilité, la <i>primary dealer credit facility</i> , qui permet un refinancement des banques d'investissement au jour le jour, contre des garanties élargies.
18 mars	La Fed abaisse son taux directeur de 0,75 %, à 2,25 %.
24 mars	Bear Stearns est repris par JP Morgan sous l'égide de la Fed qui prête 30 milliards de dollars au repreneur.
28 mars	La BCE introduit un refinancement en euros à 6 mois.

.../...

2008	
1 ^{er} avril	UBS annonce un doublement de ses dépréciations qui s'élèvent à cette date à 24 milliards d'euros.
30 avril	La Fed abaisse son taux directeur de 0,25 %, à 2 %.
Juin - août	Dégradation de la note de trois grandes banques d'affaires américaines (Lehman Brothers, Merrill Lynch et Morgan Stanley) et de deux assureurs <i>monoline</i> (MBIA et Ambac).
7 septembre	Le Trésor américain met les agences de crédit hypothécaire Freddie Mac et Fannie Mae sous tutelle et s'engage à leur apporter, au besoin, 200 milliards de dollars de capital.
15 septembre	Lehman Brothers dépose son bilan. Bank of America annonce le rachat de Merrill Lynch.
16 septembre	La Fed et le gouvernement américain nationalisent <i>de facto</i> l'assureur AIG, menacé de faillite, en lui apportant une aide de 85 milliards de dollars en échange de 79,9 % de son capital.
18 septembre	La banque britannique Lloyds TSB rachète sa concurrente HBOS menacée de faillite. La BCE, la Fed, la Banque d'Angleterre, la Banque du Japon, la Banque nationale suisse et la Banque du Canada ouvrent une nouvelle facilité conjointe en dollars. Il s'agit d'une TAF au jour le jour qui sera renouvelée jusqu'au 15 octobre.
19 septembre	Le président George W. Bush annonce un plan de sauvetage des banques américaines (plan Paulson). La Fed lance une nouvelle facilité qui vise à soutenir le marché des fonds monétaires.
25 septembre	Le président Nicolas Sarkozy appelle à un nouvel ordre financier international. Les dépôts de Washington Mutual, en faillite, sont repris par JP Morgan.
26 septembre	Le cours de bourse de Fortis s'effondre en raison de doutes sur sa solvabilité. Fortis est renfloué le 29 septembre par les États belge, néerlandais et luxembourgeois. BNP Paribas en prend le contrôle en Belgique et au Luxembourg pour 14,5 milliards d'euros.
29 septembre	La Chambre des représentants américaine rejette le plan Paulson. L'État allemand et un consortium de banques apportent une garantie de crédit de 35 milliards d'euros à Hypo Real Estate, quatrième banque du pays. Les banques Bradford & Bingley (au Royaume-Uni) et Glitnir (en Islande) sont nationalisées.
30 septembre	Le gouvernement irlandais apporte une garantie générale de 2 ans aux six grandes banques du pays. Les États belge, français et luxembourgeois assurent le sauvetage de Dexia en souscrivant à une augmentation de capital de 6,4 milliards d'euros.
3 octobre	La liste des contreparties éligibles aux opérations de réglage fin de l'Eurosystème est élargie. Le plan Paulson est adopté par la Chambre des représentants.
5 octobre	Le gouvernement allemand lance un nouveau plan de sauvetage pour Hypo Real Estate.
7 octobre	La Fed annonce le lancement d'une nouvelle facilité : la <i>commercial paper funding facility</i> . Par cette facilité, le Système fédéral de réserve acquiert directement des billets de trésorerie à 3 mois.
8 octobre	Baisse des taux concertée par plusieurs banques centrales : la Fed, la BCE, les banques centrales du Canada et de Suède baissent leur taux directeur de 0,50 % et la Banque nationale suisse de 0,25 %. La BCE revoit les modalités techniques d'adjudication ; elle annonce que les appels d'offres se feront à taux fixe et que 100 % des demandes sont honorées jusqu'en janvier 2009 et elle rétrécit le corridor constitué par les taux des facilités permanentes. Les ministres des Finances de l'UE décident de relever la garantie des dépôts de 20 000 euros à 50 000 euros dans un premier temps. Ils prévoient que le 31 décembre 2010 au plus tard, le niveau de garantie pour l'ensemble des dépôts d'un même déposant sera fixé à 100 000 euros.
9 octobre	La BCE réduit le corridor constitué par les taux des facilités permanentes de 200 à 100 points de base autour du taux d'intérêt des opérations principales de refinancement : le taux de la facilité de prêt marginal est ramené de 100 à 50 points de base au-dessus du taux d'intérêt des opérations principales de refinancement, soit à 4,25 %, et le taux de la facilité de dépôt sera porté de 100 à 50 points de base en dessous du taux des opérations principales de refinancement, soit à 3,25 %.

.../...

2008	
10 octobre	Le G 7 adopte un plan d'action international qui vise à assurer la viabilité du système financier, éviter la faillite des institutions financières importantes, garantir l'accès à la liquidité, recapitaliser les institutions financières publiques, restaurer la confiance des épargnants par des garanties publiques sur les dépôts et soutenir le marché des financements hypothécaires en lançant des travaux de réflexion sur les thèmes de la valorisation, la transparence et les règles comptables.
12 octobre	À l'initiative du président Nicolas Sarkozy, adoption à Paris du plan anti-crise européen autour de l'action des États selon plusieurs axes : protéger les épargnants, assurer le financement de l'économie et éviter la faillite d'institutions financières systémiques.
13 octobre	Le gouvernement français annonce son « Plan pour assurer le financement de l'économie et restaurer la confiance ». Les TAF de la BCE sont désormais adjugées sans limite de montant et à taux fixe. La mesure est également mise en œuvre par la Banque d'Angleterre et la Banque nationale suisse. Les lignes de swaps octroyées par la Fed à ces banques centrales sont dès lors illimitées.
15 octobre	La BCE élargit son système de garantie (titres de dette négociables en devises, certificats de dépôts, dette subordonnée bénéficiant d'une garantie, prêts syndiqués sous droit anglais) et revoit à la baisse la notation minimale pour l'éligibilité des titres à BBB- contre A- auparavant. La Banque nationale suisse et la BCE annoncent des mesures conjointes pour accroître les liquidités en francs suisses.
16 octobre	La BCE conclut un accord avec la Banque nationale de Hongrie qui permet à cette dernière d'emprunter jusqu'à 5 milliards d'euros pour soutenir ses opérations. Les autorités suisses annoncent un plan de sauvetage d'UBS, qui allie recapitalisation par l'État (à hauteur de 5 milliards de dollars) et création par la Banque nationale suisse d'une structure de défaillance des actifs toxiques.
17 octobre	Christine Lagarde, ministre de l'Économie, de l'Industrie et de l'Emploi, installe le conseil d'administration de la Société de financement de l'économie française (SFEF).
20 octobre	Le gouvernement français annonce qu'il est prêt à souscrire pour un montant de 10,5 milliards d'euros à des émissions de titres subordonnés émis par les six principaux groupes bancaires français : Banques Populaires, BNP Paribas, Caisses d'Épargne, Crédit agricole, Crédit mutuel et Société générale.
23 octobre	Le président Nicolas Sarkozy annonce la tenue de la réunion du G 20, ainsi que la mise à disposition de 26 milliards d'euros de prêts pour assurer le financement des PME françaises, et la nomination de René Ricol au poste de médiateur national du crédit.
27 octobre	La BCE et la Banque nationale du Danemark mettent en place un accord de swap de devises pour un montant de 12 milliards d'euros.
28 et 29 octobre	Octroi par la Fed de nouvelles lignes de swaps à quatre banques centrales de pays émergents (Mexique, Brésil, Corée du Sud et Singapour). La Fed abaisse son taux directeur de 0,50 %, à 1 %. Le FMI annonce une facilité de prêt à court terme pour les pays en voie de développement.
31 octobre	La Banque du Japon abaisse son taux directeur de 0,2 %, le ramenant à 0,3 %.
4 novembre	La SFEF annonce une première émission obligataire sur les marchés, émission bénéficiant d'une garantie autonome d'une maturité de 3 ans.
6 novembre	La BCE abaisse son taux directeur de 0,50 %, à 3,25 %. La Banque d'Angleterre baisse son taux directeur de 1,50 %, le ramenant à 3 %.
9 novembre	Les autorités chinoises annoncent un plan de soutien de 4 000 milliards de yuans (environ 470 milliards d'euros).
15 novembre	Le G 20 publie un communiqué dans lequel il confirme l'intention de ses membres (y compris donc les grands pays émergents) d'agir rapidement afin de répondre au ralentissement économique mondial et fixe une feuille de route afin de tirer les leçons de la crise financière.
20 novembre	Le président Nicolas Sarkozy annonce la création du Fonds stratégique d'investissement (FSI), destiné à renforcer les fonds propres et à stabiliser le capital des entreprises françaises.

.../...

2008	
23 novembre	Le président élu Barack Obama annonce un plan de relance américain qu'il s'engage à mettre en œuvre dès son investiture le 20 janvier. Le plan pourrait approcher les 1 000 milliards de dollars. Le gouvernement américain garantit 306 milliards de dollars de dettes de Citigroup et injecte 20 milliards de dollars dans son capital.
25 novembre	La Fed lance un programme de prêts aux investisseurs, destiné à relancer le crédit à la consommation via la titrisation. Dénommé <i>Term asset-backed securities loan facility</i> (TALF), il est doté dans un premier temps, de 200 milliards de dollars, budget qui pourra au besoin être porté à 1 000 milliards de dollars. Le collatéral éligible inclut les RMBS, CMBS et autres ABS.
2 décembre	Un plan de relance européen de 200 milliards d'euros (1,5 % du PIB) est approuvé par les chefs d'États européens.
4 décembre	Le président Nicolas Sarkozy annonce un plan de relance de l'économie française de 26 milliards d'euros. La BCE abaisse son taux directeur de 0,75 %, à 2,50 %. La Banque d'Angleterre abaisse son taux directeur de 1 %, à 2 %.
10 décembre	Le Congrès et la Maison Blanche concluent un accord de principe sur un plan de sauvetage des constructeurs automobiles, qui se chiffre à 13,4 milliards de dollars.
11 décembre	Une fraude estimée à 50 milliards de dollars, montée par le fonds d'investissement de Bernard Madoff, est mise à jour. L'Autorité des Marchés financiers (AMF) estime à environ 500 millions d'euros l'exposition des OPCVM français ayant investi dans des OPCVM de droit irlandais et luxembourgeois touchés par la fraude Madoff.
16 décembre	La Fed abaisse son taux directeur de 0,75 %, à 1 %, le ramenant dans une marge de fluctuation allant de 0 à 0,25 %.
19 décembre	La Banque du Japon abaisse son taux directeur de 0,20 %, le ramenant à 0,10 %.
29 décembre	Après lui avoir accordé un prêt, mi-décembre, de 13,4 milliards de dollars sur 3 mois, le Trésor américain renfloue GMAC (branche financière de la General Motors) à hauteur de 5 milliards de dollars.
2009	
5 janvier	La Fed lance un plan de soutien à l'immobilier avec le rachat des créances hypothécaires destiné à relancer le marché du logement.
7 janvier	Nicolas Sarkozy annonce une deuxième vague d'émissions de fonds propres pour les banques françaises, après la première levée de fonds effectuée en décembre (pour un montant de 10,5 milliards d'euros).
8 janvier	Le gouvernement allemand annonce la nationalisation partielle de Commerzbank. Concrètement, le fonds public d'aide au secteur bancaire (SoFFin), créé en octobre, va mettre près de 10 milliards d'euros supplémentaires à disposition de Commerzbank. L'État va acheter 295 millions d'actions nouvelles ordinaires et injecter 8,2 milliards d'euros supplémentaires. Il en devient le premier actionnaire. Moody's abaisse d'un cran la note de crédit émetteur et celle de la dette senior de Bank of America, en raison des « difficultés importantes auxquelles devront probablement faire face Bank of America et Merrill Lynch au cours des prochaines années ». La Banque d'Angleterre abaisse son taux directeur de 0,5 point, à 1,5 %, son plus bas niveau historique en 315 ans. En France, l'Assemblée nationale adopte le plan de relance.
13 janvier	Deuxième plan de soutien allemand à l'économie, de 50 milliards d'euros. Il comporte des mesures d'allègement de la fiscalité, de baisse des cotisations sociales, d'aides à l'investissement, de prime exceptionnelle de 100 euros par enfant et d'aide au secteur automobile.
14 janvier	Deutsche Bank annonce une perte de 4,8 milliards d'euros sur le quatrième trimestre, ce qui porte le résultat annuel 2008 à - 3,9 milliards. Le gouvernement britannique annonce un plan de garanties de 20 milliards de livres de prêts à court terme contractés par des petites et moyennes entreprises afin d'encourager les banques à les financer. Il met en place une garantie spéciale d'1 milliard de livres pour les prêts à long terme contractés par des petites entreprises.
15 janvier	La BCE réduit son taux directeur de 50 points de base, à 2 %. Le taux de la facilité de prêt marginal est porté de 50 à 100 points de base au-dessus du taux d'intérêt des opérations principales de refinancement, à 3 %, et le taux de la facilité de dépôt est abaissé de 50 à 100 points de base en dessous du taux des opérations principales de refinancement, à 1 %. Le corridor constitué par les taux des facilités permanentes est ainsi rétabli à 200 points de base.

.../...

2009	
16 janvier	Citigroup publie une perte nette de 8,29 milliards de dollars au quatrième trimestre 2008. Le gouvernement américain garantit 118 milliards de dollars de dette de Bank of America et injecte 20 milliards de dollars dans le capital de Bank of America.
19 janvier	En France, présentation du rapport Deletré qui préconise le rapprochement de la Commission bancaire et de l'Autorité de contrôle des assurances et des mutuelles. Royal Bank of Scotland (RBS) annonce des pertes anticipées qui pourraient atteindre 28 milliards de livres. La participation publique dans cette banque passe de 58 % à 70 %. Le Premier ministre britannique annonce un nouveau train de mesures en direction des banques, notamment la mise en place d'un fonds spécial, doté de 50 milliards de livres et dédié à l'achat « d'actifs de haute qualité » du secteur privé, c'est-à-dire des billets de trésorerie et des obligations, ainsi que la création d'un système de garantie pour les produits issus de la tritrisation.
20 janvier	Dans le cadre des états généraux de l'automobile, le gouvernement français propose 5 à 6 milliards d'euros pour aider Renault et PSA. Hypo Real Estate, déjà sauvée de la faillite par l'État allemand, annonce qu'elle va recevoir une nouvelle garantie publique de 12 milliards d'euros portant au total l'aide de l'État à 42 milliards d'euros. Les autorités <i>antitrust</i> américaines ont autorisé la vente par Dexia de sa filiale Financial Security Assurance (FSA).
21 janvier	Les conditions du nouveau plan de recapitalisation des banques françaises sont publiées : le second plan ressemble à celui de décembre. Montant identique (10,5 milliards d'euros au total), conditions identiques, le tout éligible au ratio <i>Tier One</i> ainsi qu'au <i>Core Tier One</i> .
26 janvier	Le gouvernement français annonce le déblocage de 5 milliards d'euros pour soutenir Airbus <i>via</i> la SFEF. BNPP dégage un bénéfice de 3 milliards d'euros en 2008 et une perte de 1,4 milliard d'euros au quatrième trimestre 2008. Le Premier ministre islandais annonce la démission de son gouvernement sous la pression de la population qui le juge responsable de l'effondrement de l'économie.
29 janvier	La Chambre des représentants adopte les mesures de relance proposées par le gouvernement américain (819 milliards de dollars).
5 février	La Banque d'Angleterre abaisse son taux directeur d'un demi-point, à 1 %. Un « Madoff japonais », Kazutsugi Nami, est arrêté pour fraude, la pyramide lui ayant permis de collecter entre 1 et 2 milliards d'euros. Aux États-Unis, la rémunération annuelle des dirigeants d'entreprise qui bénéficient d'une aide publique devrait être plafonnée à 500 000 dollars.
11 février	UBS et Crédit Suisse annoncent des pertes historiques pour 2008, de, respectivement, 13,3 milliards et 5,5 milliards d'euros.
12 février	En Belgique, KBC accuse une perte nette de 2,5 milliards d'euros pour l'exercice 2008. Hypo Real Estate Holding fait savoir que le SoFFin augmente de 10 milliards d'euros la garantie qu'il lui apporte. Ainsi, les garanties reçues par Hypo Real Estate de la part de l'État allemand atteignent 52 milliards.
13 février	Le Congrès américain adopte le plan de relance de l'économie de 787 milliards de dollars (5,5 % du PIB). HBOS annonce une perte de 12,4 milliards d'euros en 2008. Début des achats de <i>commercial paper</i> (CP) par la Banque d'Angleterre sur les marchés primaire et secondaire. Le Parlement allemand adopte le plan de relance de l'économie de 50 milliards d'euros.
18 février	Annnonce du plan de soutien au marché immobilier américain. D'un montant global de 275 milliards de dollars, il vise à aider sept à neuf millions de foyers. Le plan prévoit de consacrer 75 milliards à un fonds de stabilisation qui aidera au refinancement des prêts de quatre à cinq millions de « propriétaires immobiliers responsables ».
26 février	Publication du rapport Larosière sur la supervision bancaire. La Commission européenne publie des règles (<i>guidelines</i>) sur le traitement des actifs toxiques. En France, Natixis annonce une perte de 2,8 milliards d'euros en 2008. La fusion Caisses d'Épargne et Banques populaires est officialisée. RBS publie une perte de 24,1 milliards de livres en 2008, la plus élevée jamais subie par une entreprise britannique. Elle assure pour 325 milliards de livres d'actifs risqués auprès de l'État. Fannie Mae annonce une perte nette de 59 milliards de dollars pour 2008, essentiellement due à des éléments exceptionnels au 2 nd semestre, et réclame au Trésor américain une aide de 15,2 milliards pour couvrir son déficit.

.../...

2009	
3 mars	AIG annonce une perte historique pour une entreprise américaine de 99,3 milliards de dollars pour l'exercice 2008. Le Trésor américain injecte 30 milliards de dollars et organise sa restructuration (deuxième plan de sauvetage).
5 mars	La Banque centrale européenne et la Banque d'Angleterre réduisent leur taux directeur d'un demi-point à, respectivement, 1,50 % et 0,50 %. La Banque d'Angleterre lance un programme de 100 milliards de dollars destiné à des achats fermes, sur une période de 3 mois, d'actifs du secteur privé et d'obligations d'État.
6 mars	Fortis holding, BNPP et la Société fédérale de participations et d'investissement sont parvenus à un accord qui devra être soumis à l'approbation des actionnaires lors des prochaines assemblées générales.
8 mars	Nationalisation de Lloyds Banking à hauteur de 65 %. C'est la quatrième banque nationalisée au Royaume-Uni, après Northern Rock, Bradford & Bingley et RBS.
11 mars	Freddie Mac publie une perte nette annuelle de 50,1 milliards de dollars.
13 mars	Aux États-Unis, extension du <i>Temporary Liquidity Guarantee Program</i> (TLGP) : les émissions pourront être effectuées jusqu'au 31 octobre 2009 et seront garanties jusqu'au 31 décembre 2012.
17 mars	AIG rend publiques les contreparties bénéficiaires de versements, rendus possibles grâce au renflouement public entre le 16 septembre et le 31 décembre 2008 : Goldman Sachs (12,9 milliards de dollars), la Société générale (11,9), Deutsche Bank (11,8), Barclays (7), Merrill Lynch (6,8), BNPP (4,9), Calyon (2,3).
18 mars	La Fed annonce un assouplissement quantitatif sans précédent. Elle va acheter jusqu'à 300 milliards de dollars de bons du Trésor à long terme au cours des six prochains mois. Instantanément, le taux des obligations à dix ans a chuté, passant de 3 % à 2,5 %. Le plan comprend également 750 milliards supplémentaires consacrés à l'acquisition d'obligations adossées à des crédits immobiliers – portant le total de ces rachats à 1 250 milliards. La banque centrale américaine entend enfin consacrer jusqu'à 100 milliards supplémentaires au rachat de la dette de Fannie Mae et Freddie Mac. La Banque du Japon dévoile un plan de soutien aux banques de 10 milliards de dollars qui prendra la forme de prêts subordonnés aux grandes banques commerciales.
23 mars	Présentation d'un plan, le <i>Public Private Investment Program</i> , pour les créances douteuses des banques : une entité autonome recueillera l'intégralité des actifs toxiques et sera adossée à la Fed et au FDIC (organisme de garantie des déposants). Le dispositif est doté, dans un premier temps, de 500 milliards de dollars et pourra atteindre 1 000 milliards de dollars. Le FMI prévoit que la croissance mondiale n'atteigne que 0,5 % à 1 % en 2009, ce qui serait la plus forte contraction du PIB mondial en 60 ans.
28 mars	L'État allemand engage le processus de nationalisation d'Hypo Real Estate.
29 mars	La Banque d'Espagne et le gouvernement espagnol, pour la première fois depuis le début de la crise, doivent sauver un établissement financier, la Caisse d'Épargne de Castille.
2 avril	La BCE abaisse son taux directeur de 25 points de base, à 1,25 %. La réunion du G 20 se conclut par plusieurs dispositions sur la régulation et les moyens des organisations multilatérales : annonce d'un programme global de 1 100 milliards de dollars destiné à restaurer la croissance, les échanges et l'emploi à l'échelle mondiale ; le FMI voit ses ressources triplées.
6 avril	Nouveau plan de relance japonais de 90 milliards de dollars.
13 avril	Aux États-Unis, Goldman Sachs engrange un bénéfice net de 1,81 milliard de dollars au premier trimestre. Wells Fargo publie par anticipation un résultat net de l'ordre de 3 milliards de dollars au premier trimestre 2009.
28 avril	Les actionnaires belges de Fortis acceptent, à près de 73 %, la reprise par BNPP ; accord également des actionnaires néerlandais (le 29 avril) à 77 %. BNP Paribas va ainsi acquérir la banque belge pour 8,25 milliards d'euros.
29 avril	La Commission européenne présente une proposition de directive sur les <i>hedge funds</i> .
30 avril	D'après le rapport du FMI sur « la stabilité financière dans le monde », les banques européennes (hors Royaume-Uni) devraient supporter un volume potentiel de dépréciations d'actifs de 1 100 milliards de dollars, supérieur à celui de leurs homologues américaines (1 050 milliards de dollars).

.../...

2009	
7 mai	<p>SG enregistre une perte nette de 278 millions d'euros au premier trimestre.</p> <p>La BCE abaisse de 25 points de base son taux directeur à 1 %. Le corridor constitué par les taux des facilités permanentes est réduit à 150 points de base autour du taux d'intérêt des opérations principales de refinancement. Le taux de la facilité de dépôt est ramené à 0,25 % et le taux de la facilité de prêt marginal est fixé à 1,75 %. La BCE décide d'allonger la durée des prêts accordés aux banques. Elle lance un programme d'achat de <i>covered bonds</i> pour un montant de 60 milliards d'euros (soit 4 % de l'encours, de l'ordre de 1 500 milliards) et crée une nouvelle facilité de refinancement de maturité 1 an à un taux initial de 1 %.</p> <p>Le Parlement européen adopte la réforme de la directive « CRD » (Directive Bâle II), qui prévoit notamment que les banques devront conserver dans leur bilan 5 % des produits structurés dont elles sont à l'origine, à compter du 31 mars 2010.</p> <p>Augmentation de 50 milliards de livres du programme d'achats d'actifs de la Banque d'Angleterre, porté à 125 milliards de livres.</p> <p>Le SoFFin annonce que l'État va nationaliser Hypo Real Estate après avoir porté sa participation à 47,31 %, utilisant celle-ci pour imposer une augmentation de capital de la banque.</p> <p>Le Trésor américain et la Fed publient les résultats des tests de résistance. Neuf banques ont été jugées suffisamment capitalisées pour traverser sans encombre la crise économique, même en cas de dégradation supplémentaire de la conjoncture. Les besoins en capitaux supplémentaires de dix des dix-neuf plus grandes banques du pays s'élèvent à 75 milliards de dollars. Sur la période 2009-2010, la Fed estime que les banques pourraient avoir à faire face à 600 milliards de dollars de pertes sur crédit, mais que ces pertes seraient en partie absorbées par la génération de résultats opérationnels positifs sur la période.</p>
8 mai	<p>Commerzbank publie une perte nette de 861 millions d'euros au premier trimestre 2009.</p> <p>Royal Bank of Scotland, propriété à 70 % de l'État, annonce une perte nette de 857 millions de livres au premier trimestre 2009.</p>
18 mai	<p>Aux États-Unis, le Financial Accounting Standards Board (FASB) adopte deux nouvelles règles comptables visant à contraindre les établissements financiers à enregistrer davantage d'actifs hors-bilan dans leurs comptes. Elles entreront en application début 2010.</p>
19 mai	<p>La Fed annonce l'inclusion au sein du programme TALF des CMBS de haute qualité (AAA) émis avant le 1^{er} janvier. Jusqu'ici, seuls les nouveaux CMBS avaient été admis. La Fed entend ainsi améliorer la liquidité des CMBS en aidant des acquéreurs potentiels à les financer.</p>
20 mai	<p>La faillite de Bank United FSB, en Floride, est la plus importante enregistrée aux États-Unis depuis le début de l'année et la 34^{ème} de l'année, contre 25 au total en 2008.</p>
27 mai	<p>La Commission européenne présente des propositions pour renforcer et regrouper la supervision financière en Europe, et tirer les leçons de la crise. S'appuyant sur le <i>Rapport Larosière</i>, la Commission suggère la création d'un « comité européen du risque systémique », chargé de la surveillance macroprudentielle.</p>
1 ^{er} juin	<p>General Motors demande au Tribunal des faillites de New York sa mise sous chapitre 11. Après lui avoir accordé 19,4 milliards de dollars de financements publics depuis décembre, le Trésor accorde une rallonge de 30,1 milliards de dollars. À l'issue de la procédure, le Trésor deviendra le principal actionnaire de GM (à 60 %).</p>
4 juin	<p>La BCE donne les détails de son plan d'achat de <i>covered bonds</i>, annoncé le 7 mai.</p>
8 juin	<p>Citigroup entame une opération de conversion d'actions préférentielles en actions ordinaires pour 58 milliards de dollars, suivant une procédure au terme de laquelle l'État pourrait détenir 34 % du capital. D'après l'OCDE, le déclin des économies les plus importantes s'atténue.</p>
9 juin	<p>L'International Accounting Standards Board (IASB) accélère le processus de refonte de la norme IAS 39 en vue d'une application dans les comptes des banques et des compagnies d'assurances à fin 2009.</p> <p>Le Trésor américain autorise dix des plus grandes banques du pays à rembourser au total jusqu'à 68 milliards de dollars d'aides reçues de l'État depuis l'automne, dans le cadre de son plan de stabilisation du système financier.</p>

.../...

2009	
17 juin	JP Morgan et Morgan Stanley annoncent avoir remboursé au Trésor leurs aides publiques respectives de 25 milliards de dollars et 10 milliards de dollars. US Bancorp et BB&T ont pour leur part remboursé une partie des aides publiques. Sont attendus les remboursements d'American Express et de Goldman Sachs. Le président Obama appelle à une « nouvelle fondation » de la réglementation financière américaine.
25 juin	La Fed étend jusqu'en février 2010 (au lieu d'octobre 2009) un certain nombre de ses procédures d'apports de liquidité ainsi que certaines lignes de <i>swaps</i> avec d'autres banques centrales. La BCE alloue 442 milliards d'euros au taux de 1 % aux banques européennes via sa première opération de refinancement à plus long terme (LTRO) de maturité 1 an. 1 121 établissements ont participé à cette opération.
29 juin	Le courtier new-yorkais Bernard Madoff est condamné à une peine d'emprisonnement de 150 ans pour avoir mis en place le plus important schéma de Ponzi de tous les temps. Lancement en Espagne d'un fonds de restructuration pour les banques régionales en difficulté, doté d'une enveloppe de 9 milliards d'euros qui pourra être utilisée pour des injections de capital et un soutien à la consolidation du secteur.
30 juillet	Le FMI annonce qu'il va augmenter ses prêts de 17 milliards de dollars entre juillet 2009 et 2014 et suspend les intérêts dûs pour certains prêts aux pays à faibles revenus. Il prévoit de vendre une partie de ses réserves d'or.
6 août	La Banque d'Angleterre décide d'injecter 50 milliards de livres supplémentaires dans l'économie, dans le cadre de ses mesures non conventionnelles de <i>quantitative easing</i> , ce qui porte le montant engagé à 175 milliards de livres. Les taux directeurs sont en outre inchangés à 0,5 %.
10 août	Au Royaume-Uni, la Financial Services Authority (FSA) va publier un code fixant les obligations des banques en matière de rémunération et de bonus.
26 août	Intervention de Nicolas Sarkozy pour inviter les banques à respecter les nouvelles règles internationales en matière de rémunération.
15 septembre	Le président de la Fed, Ben Bernanke, déclare que la récession aux États-Unis est probablement terminée. Le gouverneur de la Banque d'Angleterre, Mervyn King, déclare que l'économie britannique est à nouveau en croissance. Toutefois, la résistance et la soutenabilité de la reprise seraient toujours « fortement incertaines » en raison de l'état du secteur bancaire et du niveau de dette.
24 et 25 septembre	Sommet du G 20 à Pittsburgh. Les dirigeants se mettent d'accord sur de nouvelles règles destinées à limiter le risque de crise financière. Le G 20 devient officiellement l'enceinte de discussion et de règlement des questions de finance internationale.
1 ^{er} octobre	Dans son rapport de stabilité financière, le FMI indique que les banques et les institutions financières dans le monde devraient enregistrer 3 400 milliards de dollars de dépréciations au total, contre 4 000 milliards estimés en avril 2009 (pour les seules banques, 1 500 milliards de dépréciations sur les titres et prêts sont encore à passer, sachant qu'elles en ont déjà enregistré 1 300 milliards).
Début octobre	Plusieurs grandes banques françaises annoncent le remboursement des titres souscrits par la Société de prise de participation de l'État (SPPE) dans le cadre du plan de soutien au secteur bancaire.
2 octobre	Publication des résultats du <i>stress test</i> européen portant sur vingt-deux grandes banques.
20 octobre	Le régulateur américain met fin au programme de garantie de dette bancaire TLGP, qui permettait aux banques américaines d'émettre avec la garantie de l'État jusqu'à fin 2012. Les banques pourront continuer à recourir à cette garantie pendant encore 6 mois, à titre de filet de sécurité, mais à un prix supérieur.
22 octobre	La FSA propose d'appliquer une forme de « surcharge » sur le capital aux banques jugées importantes d'un point de vue systémique.
26 octobre	La Commission européenne demande à ING, en contrepartie des aides d'État, de céder toutes ses activités d'assurance et de gestion d'actif à horizon fin 2013 via un mix de cessions et d'introductions en bourse (baisse de la taille du bilan de 45 %).

.../...

2009	
29 octobre	La Fed a achevé son plan de rachat de 300 milliards de dollars d'emprunts d'État américains.
2 novembre	La Commission européenne approuve la prorogation jusqu'au 31 octobre 2010 de la garantie octroyée conjointement par la Belgique, la France et le Luxembourg pour couvrir les engagements de Dexia alors que cette garantie était initialement censée courir jusqu'en février 2010. La Commission a considéré que la prolongation de cette mesure est justifiée par la situation financière du groupe et par son importance systémique pour les économies des trois États membres.
5 novembre	Publication de l'arrêté sur les bonus, en France. Les objectifs chiffrés, sont présentés sous forme de normes professionnelles de place, applicables dès l'exercice 2009 pour les rémunérations versées début 2010. Elles déclinent les principes adoptés par le G 20 : transmission chaque année d'un rapport à la Commission bancaire sur la politique de rémunération ; interdiction des rémunérations variables garanties sauf en cas d'embauche ; la part différée représentera au moins 50 % des rémunérations variables (et devra être payée à 50 % en titres).
12 novembre	Publication par l'IASB des grandes lignes de l'IFRS 9 qui organise un cadre plus cohérent pour la comptabilité des actifs financiers. Les principaux éléments sont les suivants : <ul style="list-style-type: none"> • si un dérivé est lié à un actif financier, le mode de comptabilité des deux actifs est identique ; • au lieu des quatre classifications de l'IAS39, désormais il n'y a plus que deux choix : coût amorti ou valeur de marché.
24 novembre	Révélation par la Banque d'Angleterre qu'elle a secrètement fourni, au plus fort de la crise financière (mi-octobre 2008), des prêts d'urgence à RBS et HBOS pour un montant de 61,6 milliards de livres.
25 novembre	Annonce de la restructuration de la dette de Dubaï World (principale entreprise d'État de Dubaï) qui déstabilise temporairement les marchés financiers.
16 décembre	Un montant de 96,937 milliards d'euros a été alloué dans le cadre du dernier VLTRO 12 mois, 224 banques ont soumissionné.

الملحق رقم (2): إحصائيات حول اقتصاد الولايات المتحدة الأمريكية

Profils statistiques par pays : Tableaux clés de l'OCDE - ISSN 2075-227X - © OECD 2013

Profil statistique par pays : États-Unis 2013

	Unités	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Production et revenu									
PIB par habitant	USD PPA courants	44 242	46 376	47 996	48 336	46 927	48 287	49 782	51 689
Revenu national brut (RNB) par habitant	USD PPA courants	44 672	47 325	48 349	48 578	47 171	48 813	50 790	52 547
Revenu disponible des ménages	Croissance annuelle %	1.4	4.0	2.0	2.7	-2.5	2.1	1.6	..
Croissance économique									
Croissance du PIB réel	Croissance annuelle %	3.4	2.7	1.8	-0.3	-2.8	2.5	1.8	2.8
Taux d'épargne net des ménages	%	1.7	2.7	2.4	5.5	5.0	5.3	4.4	..
Formation brute de capital fixe	% du PIB	5.6	2.2	-1.2	-4.8	-13.1	1.1	3.4	5.5
Structure économique - valeur ajoutée (VA)									
Agriculture, sylviculture et pêche : part de la VA réelle	%	1.2	1.0	1.1	1.2	1.1	1.2	1.2	..
Industrie : part de la valeur ajoutée réelle	%	17.0	17.0	17.0	16.5	15.4	15.9	16.4	..
Finance, assurance, immobilier, location et services aux entreprises : part de la VA réelle	%	32.7	33.1	33.0	33.5	33.7	33.6	33.4	..
Déficits et dette publics									
Déficits publics	% du PIB	-3.2	-2.0	-2.8	-6.4	-11.9	-11.3	-10.1	..
Dette publique	% du PIB	78.1	75.6	75.8	91.9	105.0	115.3	120.6	122.5
Revenus des administrations publiques	% du PIB	33.1	34.0	34.1	32.7	31.0	31.4	31.6	..
Dépenses des administrations publiques	% du PIB	36.3	36.0	36.8	39.1	42.8	42.7	41.7	..
Dépenses publiques									
Dépenses publiques de santé	% du PIB	7.0	7.2	7.3	7.6	8.3	8.4	8.5	..
Dépenses privées de santé	% du PIB	8.8	8.8	8.9	9.0	9.3	9.3	9.2	..
Dépenses sociales publiques	% du PIB	16.0	16.1	16.3	17.0	19.2	19.8	19.6	19.7
Dépenses sociales privées	% du PIB	10.1	10.4	10.6	10.6	10.6	..	..	..

Dépenses de retraite publiques	% du PIB	6.0	5.9	6.0	6.2	6.8	..	..	..
Dépenses de retraite privées	% du PIB	2.9	3.1	3.3	3.0	2.9	..	..	..
Aide publique au développement nette	% du RNB	..	0.18	0.16	0.18	0.21	0.21	0.20	..
Fiscalité									
Recettes fiscales totales	% du PIB	27.1	27.9	27.9	26.3	24.2	24.8	25.1	..
Impôts sur les revenus et les profits	% du PIB	12.7	13.5	13.6	12.0	9.9	10.8	11.8	..
Impôts sur les biens et services	% du PIB	4.8	4.8	4.7	4.6	4.5	4.5	4.6	..
Impôts sur salarié moyen en % des coûts de main-d'œuvre	%	24.3	24.4	24.8	23.1	23.3	23.8	22.8	22.7
Échanges									
Importations de biens et services	% du PIB	15.5	16.2	16.4	17.4	13.7	15.8	17.2	16.9
Exportations de biens et services	%, PIB	10.0	10.7	11.5	12.5	11.0	12.3	13.5	13.5
Balance comm.: export. moins import. de marchandises	Mld USD	-828.0	-882.0	-854.6	-864.9	-545.2	-689.4	-782.9	..
Importations de marchandises	Mld USD	1 732.3	1 919.0	2 017.1	2 164.8	1 601.9	1 966.5	2 262.6	333.8
Exportations de marchandises	Mld USD	904.3	1 037.0	1 162.5	1 299.9	1 056.7	1 277.1	1 479.7	545.6
Balance des services : export. moins import. de services	Mld USD	76.2	86.4	123.7	131.7	126.9	150.8	187.3	206.8
Importations de services	Mld USD	300.4	335.0	365.6	401.3	381.8	404.9	429.7	442.5
Exportations de services	Mld USD	376.6	421.4	489.3	533.0	508.7	555.7	617.0	649.3
Balance des opérations courantes	%, PIB	-5.6	-5.8	-4.9	-4.6	-2.7	-3.0	-3.0	-2.7
Investissement direct étranger (IDE)									
Stocks d'IDE sortants	Mln USD	2 651 721	2 948 172	3 553 095	3 748 512	4 077 369	4 273 559	4 663 142	5 077 750
Stocks d'IDE entrants	Mln USD	1 874 263	2 154 062	2 345 923	2 397 396	2 398 208	2 623 646	2 879 531	3 057 326
Flux entrants d'investissement direct	Mln USD	112 638	243 151	221 166	310 091	150 443	205 851	230 224	166 411
Flux sortants d'investissement direct	Mln USD	36 236	244 922	414 039	329 080	310 383	301 079	409 005	388 293

Taux d'inflation : tous produits	Croissance annuelle %	3.4	3.2	2.9	3.8	-0.4	1.6	3.2	2.1
Taux d'inflation : total sauf alimentation sauf énergie	Croissance annuelle %	2.2	2.5	2.3	2.3	1.7	1.0	1.7	2.1
Taux d'inflation : alimentation	Croissance annuelle %	1.9	1.8	4.2	6.4	0.5	0.3	4.8	2.5
Taux d'inflation : énergie	Croissance annuelle %	16.9	11.2	5.5	13.9	-18.4	9.5	15.4	0.9
Indices des prix à la production : ind. manufacturière	Croissance annuelle %	5.5	4.0	3.8	7.9	-4.9	5.0	7.8	2.1
Taux d'intérêt à long terme	%	4.29	4.79	4.63	3.67	3.26	3.21	2.79	1.80
Pouvoir d'achat et taux de change									
Parités de pouvoir d'achat	USD par USD	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
Taux de change	USD par USD	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
Indices de niveaux de prix	OCDE = 100	98	100	97	94	98	98	94	99
Énergie : approvisionnement et prix									
Approvisionnement total en énergie primaire (ATEP)	Mtep	2 318.9	2 296.7	2 337.0	2 277.0	2 165.0	2 216.3	2 202.7	..
ATEP par unité aux prix et PPA de 2000	Tep par '000 USD	0.18	0.18	0.18	0.17	0.17	0.17	0.17	..
Les renouvelables dans l'approvisionnement en énergie	%	4.5	4.8	4.7	5.1	5.4	5.6	6.1	..
Prix du pétrole brut à l'importation	USD par baril	48.82	59.15	66.77	94.97	58.83	76.02	102.43	..
Technologies de l'information et de la communication (TIC)									
Investissement TIC dans l'investissement total non rés.	%	27.8	26.7	26.3	26.4	30.6	32.1	..	..
Part des professions liées aux TIC : secteur des entreprises	%	..	..	..	..	5.7	..	..	..
Ménages ayant accès à l'internet	%	..	..	..	..	..	71.1	..	..
Environnement									
Prélèvements d'eau bruts totaux	Mln m ³	482 390	..	..	..	..	..	..	..
Débarquements de produits de pêche, ports dom. et étr.	'000 tonnes	4 463	4 371	4 294	3 890	..	..	..	..
Aquaculture	'000 tonnes	358	363	373	351	..	..	..	..
Total des déchets municipaux	'000 tonnes	228 960	..	..	..	..	220 410	220 410	..
Déchets municipaux par habitant	Kg	770	..	..	..	..	720	..	..
Émissions de CO ₂ liées à la combustion d'énergie	Mln tonnes	5 772	5 685	5 763	5 587	5 185	5 369	..	..
Éducation									

Population avec un niveau d'éducation tertiaire, 25-64 ans	%	39.0	..	..	..	..	41.7	..	..
Dépenses par étudiant : non-tertiaire, prix de 2009	USD PPA constants	..	..	..	..	11 831	..	..	..
Dépenses par étudiant : tertiaire, prix de 2009	USD PPA constants	..	..	..	..	29 201	..	..	..
Jeunes entre 15 et 19 ans non scolarisés et sans emploi	%	..	6.3	6.3	7.2	8.8	7.6	..	..
Jeunes entre 20 et 24 ans non scolarisés et sans emploi	%	..	15.6	16.2	17.2	20.1	19.4	..	..
Emploi									
Taux d'emploi pour la classe d'âge 15-24 ans	%	53.9	54.2	53.1	51.2	46.9	45.0	45.5	46.0
Taux d'emploi pour la classe d'âge 25-54 ans	%	79.3	79.8	79.9	79.1	75.8	75.1	75.1	75.7
Taux d'emploi pour la classe d'âge 55-64 ans	%	60.8	61.8	61.8	62.1	60.6	60.3	60.0	60.7
Fréquence de l'emploi à temps partiel	%	12.8	12.6	12.6	12.8	14.1	13.5	12.6	13.4
Taux de travail indépendant sur population active	%	7.5	7.4	7.2	7.0	7.1	7.0	6.8	..
Hommes : taux de travail indépendant sur pop. active	%	8.8	8.6	8.4	8.3	8.4	8.3	8.0	..
Femmes : taux de travail indépendant sur pop. active	%	5.9	6.0	5.8	5.6	5.7	5.6	5.5	..
Chômage									
Taux de chômage sur population active	%	5.1	4.6	4.6	5.8	9.3	9.6	9.0	8.1
Hommes : taux de chômage sur population active	%	5.1	4.6	4.7	6.1	10.3	10.5	9.4	8.2
Femmes : taux de chômage sur population active	%	5.1	4.6	4.5	5.4	8.1	8.6	8.5	7.9
Chômage de longue durée : total des chômeurs	%	11.8	10.0	10.0	10.6	16.3	29.0	31.3	29.3
Rémunération du travail et heures travaillées									
Rémunération par unité de main-d'œuvre, économie totale	Croissance annuelle %	3.7	3.8	3.7	3.0	0.5	2.7	3.3	..
Durée moyenne effective du travail	Heures par an	1 799	1 800	1 798	1 792	1 767	1 778	1 787	1 790
Recherche et développement (R-D)									
Dépense intérieure brute de R-D	Mln USD	325 936	342 286	357 836	374 199	369 856	368 203	366 299	..
Chercheurs : équivalent temps plein	Par '000 employés	9.6	9.6	9.5	..	..	..	..	..
Population									
Population totale	'000 personnes								313 914
		295 517	298 380	301 231	304 094	306 772	309 326	311 588	

Taux de croissance de la population	%	0.9	1.0	1.0	1.0	0.9	0.8	0.7	0.7
Taux de fécondité	Enfants	2.1	2.1	2.1	2.1	2.0	1.9	..	..
Jeune population âgée de moins de 15 ans	% de la population	20.5	20.3	20.1	20.0	19.9	19.8	19.6	19.5
Population âgée de 65 ans et plus	% de la population	12.4	12.5	12.6	12.8	12.9	13.1	13.3	13.7
Migration internationale									
Personnes nées à l'étranger	% de la population	13.3	..	..	..	..	13.1	..	..
Population étrangère	% de la population	7.5	..	..	..	..	7.1	..	..
Chômage des hommes nés dans le pays de résidence	% pop. active	..	..	5.1	..	..	..	9.8	..
Chômage des hommes nés à l'étranger	% pop. active	..	..	4.1	..	..	..	8.9	..
Chômage des femmes nées dans le pays de résidence	% pop. active	..	..	4.6	..	..	..	8.5	..
Chômage des femmes nées à l'étranger	% pop. active	..	..	4.7	..	..	..	9.5	..
Santé									
Espérance de vie à la naissance	Années	77.4	77.7	77.9	78.1	78.5	78.7	78.7	..
Hommes : espérance de vie à la naissance	Années	74.9	75.1	75.4	75.6	76.0	76.2	76.3	..
Femmes : espérance de vie à la naissance	Années	79.9	80.2	80.4	80.6	80.9	81.1	81.1	..
Mortalité infantile	Par '000	6.9	6.7	6.8	6.6	6.4	6.2	6.1	..
Population de 15 ans ou plus en surpoids et obèse	% de la population	..	..	..	..	..	69.2	..	..
Taux de suicide	Par 100 000	4.5	4.6	4.8	4.9	5.0	5.1	..	..
Transport									
Transport de marchandises	Mln tonne-km	5 649 810	5 729 250	5 850 349	5 814 686	5 372 238	5 655 328	..	..
Transport de passagers	Mln passager-km	4 590 940	4 538 784	5 855 621	5 664 203	5 007 525	5 008 710	..	..
Accidents mortels de la route	Par mln habitants	147	143	136	123	111	106	..	..

.. Non disponible

| Rupture de série

Responsabilité : <http://oe.cd/disclaimer>

Source : Panorama des statistiques de l'OCDE.

Notes explicatives : Panorama des statistiques de l'OCDE 2013 (DOI: 10.1787/factbook-2013-fr)

الملحق رقم (3): وكالات التصنيف الائتماني

الجدول أ: توضيح الرموز المستعملة من قبل وكالات التصنيف

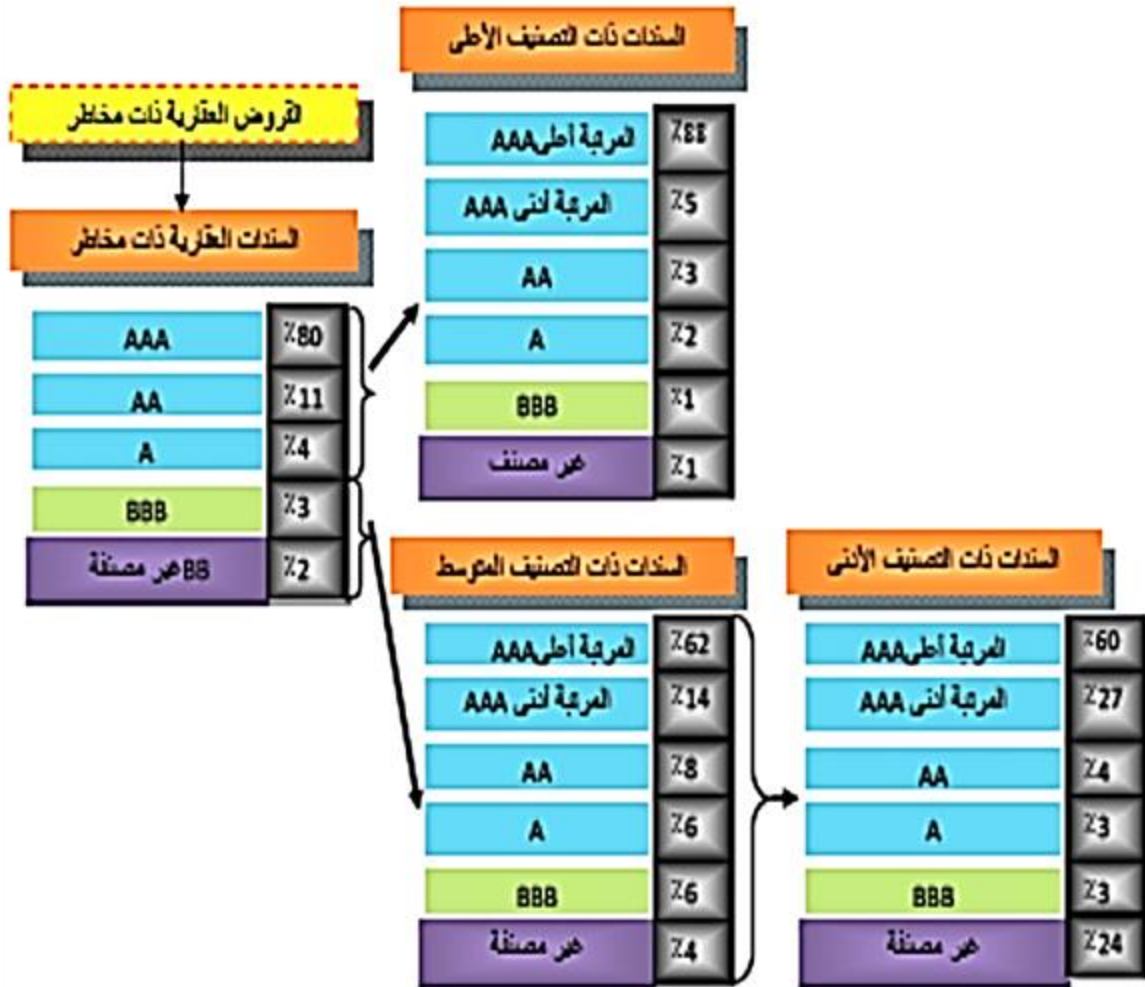
Standard & Poor's	Fitch	Moody's	الوصف
AAA	AAA	Aaa	الأكثر أمانا
AA+	AA+	Aa1	جدارة ائتمانية عالية
AA	AA	Aa2	
AA-	AA-	Aa3	
A+	A+	A1	جدارة ائتمانية متوسطة إلى عالية
A	A	A2	
A-	A-	A3	
BBB+	BBB+	Baa1	جدارة ائتمانية متوسطة إلى أقل من متوسطة
BBB	BBB	Baa2	
BBB-	BBB-	Baa3	
BB+	BB+	Ba1	غير استثمارية
BB	BB	Ba2	
BB-	BB-	Ba3	

B+	B+	B1	مخاطر
B	B	B2	
B-	B-	B3	
CCC	CCC+	Caa1	مخاطر عالية
/	CCC	Caa2	
/	CCC-	Caa3	
/	/	Ca	
/	/	C	
DDD	/	/	متعثرة
DD	/	/	
D	D	/	

الجدول ب: أهم المعلومات عن وكالات التصنيف الثلاثة الكبرى

Standard & Poor's	Fitch	Moody's	الوصف
وحدة تابعة لشركة "ماكجروهيل" المدرجة بسوق نيويورك	وحدة تابعة لشركة "فيمالاك"	مدرجة في سوق نيويورك	الملكية
9000	2500	4000	عدد الموظفين

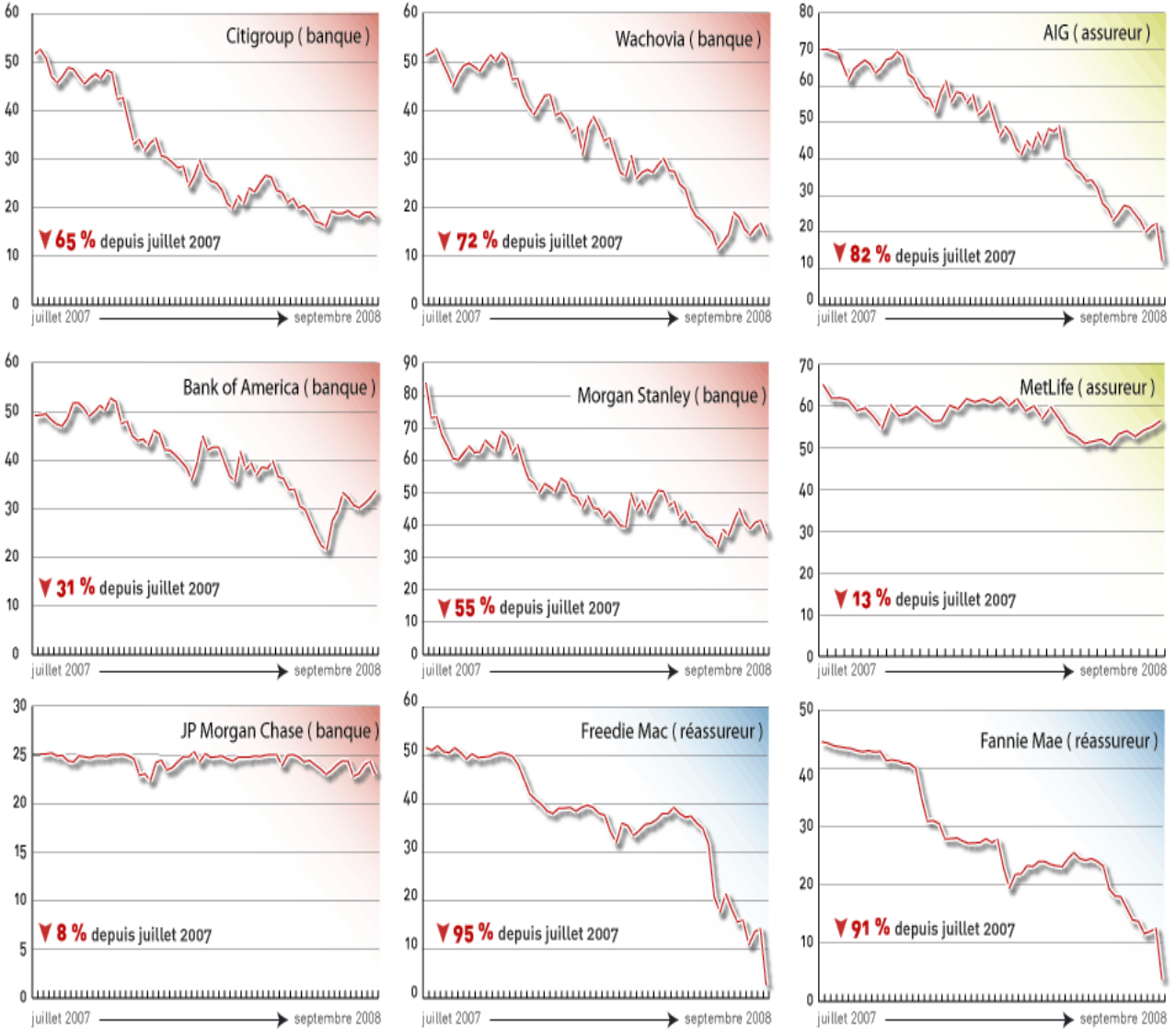
الملحق رقم (4): تصنيف القروض العقارية



المصدر: بورا كودريمان، أزمة ثقة ولكن من ذلك، مجلة التمويل والتنمية، العدد 45، العدد 2، جوان 2008، ص 10.

الملحق رقم (5): تأثير أسعار أسهم المؤسسات المالية الأمريكية الكبرى بأزمة الرهن العقاري

Cours des actions des principaux acteurs du secteur financier aux Etats-Unis, en dollars



الملحق رقم(6): مساهمة الصناديق السيادية في تمويل المؤسسات المالية.

المبلغ (مليار دولار)	حصة رأس المال (%)	الصندوق	النشاط	المؤسسة	التاريخ
7,9	5,2	KIA/GIC (Koweit/Singapour)	بنك	Citigroup (Etats-Unis)	2008
7,5	4,9	ADIA (Abu Dhabi)	بنك	Citigroup (Etats-Unis)	2007
0,2	1	SAFE (Chine)	بنك	Visa Inc (Etats-Unis)	/
8,9	5,4	KIA/KIC (Koweit/Corée)	بنك استثمار	Merrill-Lynch (Etats-Unis)	2008
5,9	/	Temasek (Singapour)	بنك استثمار	Merrill-Lynch (Etats-Unis)	2008/2007
5	9,9	CIC (Chine)	بنك استثمار	Morgan Stanley (Etats-Unis)	2007
/	6	ICD/Gulf Invest. Corp./QIA (Pays du golfe Persique)	بنك استثمار	Perella Weinberg (Etats-Unis)	/
0,2	0,3	SAFE (Chine)	بنك	Commonwealth Bank of Australia (Australie)	/
0,2	0,3	SAFE (Chine)	بنك	National Australia Bank (Australie)	/
0,2	0,3	SAFE (Chine)	بنك	Australia and New Zealand Banking Group (Australie)	/
9,7	9	GIC (Singapour)	بنك	USB (Suisse)	2007
1,8	2	SAMA (Arabie Saoudite)	بنك	USB (Suisse)	/
0,5	2	QIA (Qatar)	بنك	Crédit Suisse (Suisse)	2008
1,4	2,2	DIFC	بنك	Deutsche Bank	2007

		(Dubai)		(Allemagne)	
/	4,23	LIA (Lybie)	بنك	Unicredit (Italie)	2008
/	9,07	ICD (Dubai)	بنك استثمار	Marfin Investment Group Holdings (Grèce)	/
/	0,5	Dubai	بنك	HSBC Holdings (RU)	/
2	3,1	Temasek (Singapour)	بنك	Barclays Bank (RU)	2007
3,5	8,9	QIA (Qatar)	بنك	Barclays Bank (RU)	2008
3	3,1	CIC (Chine)	بنك	Barclays Bank (RU)	2007

ADIA : Abu Dhabi Investment Authority.

CIC : China Investment Corporation.

GIC : Government of Singapore Investment Corporation Private Limited.

ICD : Investment Corporation Dubai.

KIA : Kuwait Investment Authority.

LIA : Libyan Investment Authority.

GIA : Qatar Investment Authority.

SAFE : State Administration of Foreign Exchange.

SAMA : Saudi Arabia Monetary Agency.

Temasek : Temasek Holdings Private Limited.