

## الأزمات المالية

### أولاً: تعريف الأزمات المالية.

يمكن تعريف الأزمات المالية على أنها حلقات تميزها مشكلات سيولة أو إفلاس في الأسواق المالية والبنكية، كما تميزها أيضاً فترات تدخل واضح أو صريح من السلطة العامة لوقف تبعات هذه الأحداث. كما يمكن تعريف الأزمة المالية على أنها تلك التذبذبات التي تؤثر كلياً أو جزئياً على مجمل المتغيرات المالية، حجم الإصدار، أسعار الأسهم والسندات، وكذلك اعتمادات الودائع البنكية، ومعدل الصرف. يمكن وضع بعض الخصائص لوصف الأمر بأنه أزمة وهي:

- ❖ تغير حاد ومباغت في الظروف والقوى المؤثرة على عناصر الأزمة؛
- ❖ وجود تهديد كبير وخطير للمصالح نتيجة تداعيات الأزمة، ينذر بخسائر ضخمة؛
- ❖ التلاحق السريع للأزمة، بمعنى أنها تتطلب التدخل السريع لمواجهة، فالتدخل السريع بإجراءات مناسبة يقلل كثيراً من حدة الأزمة.

فالأزمة المالية هي اضطراب مالي مفاجئ يمس مختلف المتغيرات الاقتصادية والمالية ويهدد المصالح الأساسية في الدولة، وتستدعي تدخل صريح من مصدر القرار للتخفيف من الآثار السلبية للأزمة، وقد تأخذ الأزمة المالية شكل أزمة مديونية أو أزمة عملات أو أزمة بنكية.

### ثانياً: تصنيف الأزمات المالية.

تتعدد الأزمات الاقتصادية بتعدد أسباب حدوثها، حيث تقسم إلى عدة أنواع نوضحها فيما يلي:

#### 1- الأزمات النقدية:

تحدث الأزمة النقدية، أو أزمة العملة أو سعر الصرف، أو ما يسمى بأزمة ميزان المدفوعات، عندما تؤدي إحدى هجمات المضاربة على عملة بلد ما إلى اتخاذ السلطات النقدية قراراً بتخفيض سعر العملة، مما يؤثر بشكل بالغ على قدرة العملة على أداء مهمتها كوسيط للتبادل أو كمخزون للقيمة، وهذا الأمر قد يؤدي إلى انهيار سعر صرف العملة، وقد يرغم ذلك البنك المركزي على الدفاع عن العملة ببيع مقادير ضخمة من احتياطياته، أو رفع سعر الفائدة. وعلى الرغم من أن قرار تعويم أو خفض سعر صرف العملة الوطنية قد يبدو قراراً تطوعياً اختيارياً من السلطة النقدية الوطنية، إلا أنه - في أغلب الحالات - يكون قراراً ضرورياً تتخذه الدولة في حالة وجود قصور في تدفقات رأس المال الأجنبي، أو تزايد في التدفقات الوطنية خارج الحدود.

#### 2- الأزمات البنكية:

الأزمات البنكية قد تتخذ شكل أزمة سيولة أو أزمة ائتمان، ويحدث ذلك عندما يقوم البنك بإقراض وتشغيل معظم الودائع التي لديه مع الاحتفاظ بقدر بسيط منها لتلبية لعمليات السحب اليومي لبعض المودعين، فإذا ما حدثت زيادة كبيرة ومفاجئة في طلب سحب الودائع، فإن البنك لا يستطيع تلبية ذلك، لأن معظم الودائع خارج البنك، وفي هذه الحالة تحدث أزمة سيولة لدى هذا البنك، فإذا امتدت هذه الأزمة إلى بنوك أخرى حدث ما يسمى بالأزمة البنكية، وعندما يحدث العكس أي توفر الودائع لدى البنوك، إلا أنها ترفض القيام بعمليات الإقراض، خوفاً من عدم قدرتها على الوفاء بطلبات السحب لدى المودعين، ففي هذه الحالة تحدث أزمة الإقراض أو ما يسمى بأزمة ائتمان.

مما يقتضي تدخل السلطات لتنفيذ برنامج لدعم وإعادة هيكلة البنوك المتعثرة بتمويل من الخزانة العامة، وعادة ما يطالب صندوق النقد الدولي الدولة التي تعاني من المشكلة بتطبيق إجراءات للإصلاح، مقابل ترتيب مساندة دولية لإنقاذ الأوضاع.

### 3- أزمة الديون:

تحدث أزمة الديون إما عندما يتوقف المقترض عن السداد، أو عندما يعتقد المقرضون أن التوقف عن السداد ممكن الحدوث ومن ثم يتوقفون عن تقديم قروض جديدة، ويحاولون تصفية القروض القائمة، وقد ترتبط أزمة الديون بدين تجاري (خاص)، أو دين سيادي (عام)، كما أن المخاطر المتوقعة بأن يتوقف القطاع العام عن سداد التزاماته، قد تؤدي إلى هبوط حاد في تدفقات رأس المال الخاص إلى الداخل، وإلى أزمة في الصرف الأجنبي.

### 4- أزمات أسواق رأس المال:

تحدث العديد من الأزمات في أسواق المال نتيجة ما يعرف اقتصاديا بظاهرة الفقاعة، حيث تتكون الفقاعة عندما يرتفع سعر الأصول بشكل يتجاوز قيمتها العادلة وبشكل غير مبرر، وهو ما يحدث عندما يكون الهدف من شراء الأصل -كالسهم مثلا- هو الربح الناتج عن ارتفاع سعره، وليس بسبب قدرة هذا الأصل على توليد الدخل، في هذه الحالة يصبح انهيار أسعار الأصل مسألة وقت عندما يكون هناك اتجاه قوي لبيع ذلك الأصل فيبدأ سعره في الهبوط، ومن ثم تبدأ حالات الذعر في الظهور فتتهار الأسعار، ويمتد هذا الأثر نحو أسعار الأسهم الأخرى سواء في نفس القطاع أو في القطاعات الأخرى.

### 5- أزمات أسواق السلع: يتضمن هذا النوع ما يلي:

#### أ. أزمات التصدير:

يحدث هذا النوع من الأزمات خاصة في الدول النامية فيرجع إلى ما يطلق عليه بدورة الأعمال في الدول الصناعية المتقدمة، حيث يساعد ازدهار الصناعة في هذه الدول على تنشيط الطلب على الموارد الأولية التي تصدّرها الدول النامية، وعلى العكس من ذلك ينكمش الطلب على صادرات الدول النامية في فترات الكساد التي تحل بالدول الصناعية المتقدمة، فتعجز الدول النامية عن استيراد ما تحتاج إليه من سلع ضرورية.

#### ب. أزمات الاستيراد:

تحدث عند ارتفاع أسعار الواردات، خاصة بالنسبة للدول النامية، حيث تعتبر هذه الدول مصدرا للمواد الأولية، وفي نفس الوقت تقوم باستيراد سلع أخرى مصنعة، وعند زيادة أسعار هذه الأخيرة، فإن ذلك يؤدي إلى حدوث أزمات بالنسبة للدول النامية نتيجة زيادة التكاليف، وبالتالي عجز في ميزانها التجاري وميزان مدفوعاتها.

#### ت. أزمة سعر الصرف:

هذا النوع من الأزمات له أثره على أسعار صادرات وواردات الدول النامية، حيث أن تغير أسعار الصرف ينعكس على تكاليف الصادرات والواردات، ويؤثر على مجمل العملية الاقتصادية، فكلما خفضت الدولة سعر صرف عملتها زادت التنافسية السعرية لمنتجاتها وبالتالي زيادة الطلب عليها ومن ثم زيادة الصادرات لكن في المقابل تزيد تكاليف الاستيراد، والعكس إذا زاد سعر صرف عملة دولة ما، ومدى تأثير سعر الصرف يرجع بالدرجة الأولى إلى قوة الدولة اقتصاديا.

### ث. أزمة معدل التبادل التجاري:

إن معدل التبادل التجاري لأي دولة يساوي متوسط سعر صادرات الدولة بالنسبة إلى متوسط سعر وارداتها، فهو يعكس عائد الدولة من التجارة الخارجية، فإذا انخفض هذا المعدل مع ثبات كمية الصادرات والواردات، فإن هذا يعني ارتفاع متوسط سعر الواردات بنسبة أكبر من الارتفاع في متوسط سعر الصادرات، مما يعني أنه يجب على الدولة أن تقلل من وارداتها، أو تزيد من صادراتها، وذلك لتحصل على نفس العائد الذي كانت تحصل عليه من صادراتها قبل ذلك.

ثالثاً: أهم الأزمات المالية (القرن 20 وبداية القرن 21).

#### 1. أزمة الكساد الكبير 1929:

تعد أزمة الكساد الكبير أول أزمة مالية عالمية ذات آثار بالغة في جميع المجالات، وقد جاءت هذه الأزمة سنة 1929، في أعقاب فترة شهدت فيها الولايات المتحدة ازدهاراً غير مسبوق، حيث غمرت الأموال جميع البنوك والشركات الأمريكية، وتم توظيف جزء كبير منها في سوق الأوراق المالية، فساهم هذا في جلب المزيد من الازدهار والانتعاش إلى السوق الأمريكية، وبفضل التيسيرات الائتمانية التي منحها الجهاز المصرفي لذوي الدخل المنخفضة، تمكن الكثيرون من الاستثمار في البورصة، وبحلول عام 1929 كانت أسعار الأسهم قد تضاعفت أربع مرات خلال خمس سنوات، فارتفعت قيمة مؤشر "داو جونز" في الأسهم الرئيسية ببورصة نيويورك في سبتمبر سنة 1929، وحذر العديد من الاقتصاديين من انفجار "فقاعة مالية" وحدث هذا بالفعل في 18 أكتوبر 1929 حين هبطت قيمة الأوراق المالية في البورصة بشكل كبير ومفاجئ وشهدت البورصة فيضانا من البيوع للأسهم والسندات وانخفض مؤشر "داو جونز" واستمر سوق الأوراق المالية في الانهيار.

#### 2. أزمة الديون العالمية 1982:

اندلعت أزمة الديون العالمية في أمريكا اللاتينية مع بداية الثمانينات من القرن العشرين، تحديداً عام 1982، ففي ظل تحرير القطاع المالي والمصرفي، وحرية حركة رؤوس الأموال، توسعت البنوك التجارية العالمية في الإقراض لحكومات دول العالم الثالث، وقد اقترنت حركة التوسع في الإقراض بتعثر تلك الحكومات، وإعلان الدول المدينة عن عدم قدرتها على الوفاء بأعباء الديون وخدمتها، حيث توقفت بعض الدول عن دفع ديونها في هذا العام كالمكسيك والأرجنتين والشيلي، وحدثت إفلاسات كثيرة لعدد من البنوك، ومن ثم بدأت محاولات حكومات الدول الدائنة لاحتواء أزمة الديون العالمية خوفاً من انهيار مؤسساتها المالية وقطاعها البنكي، فتدخلت لمنع مؤسساتها المالية من الإفلاس وانهيار جهازها البنكي.

#### 3. أزمة وولستريت 1987:

الأزمة التي شهدتها أسواق رأس المال الدولية في أكتوبر 1987، والمتمثلة في الانخفاض الكبير والمستمر في أسعار الأوراق المالية، نتجت عن اتجاه أسعار الفائدة نحو الارتفاع، وتوقع حدوث أزمة اقتصادية عامة بسبب تراجع مؤشرات النمو الاقتصادي في معظم الدول، بالإضافة إلى عوامل أخرى منها تدهور قيمة الدولار في أسواق الصرف، كما تعرضت أسعار الأوراق المالية (خاصة الأسهم) إلى انخفاضات متتالية ومتسارعة، مما دفع حملة الأوراق المالية إلى البيع تجنباً لانخفاضات أخرى في أسعارها، وقد أدى تفاقم الأزمة في الأسواق المالية إلى أزمة الدولار الأمريكي، نظراً لأن جزءاً هاماً من الأوراق المالية محرر بالدولار، ولجوء حملتها إلى بيعها مقابل عملات أخرى قوية، زاد ذلك

من العرض وتسبب في استمرار انخفاض قيمة الدولار الأمريكي مقابل العملات الأخرى.

#### 4. أزمة البيزو المكسيكي 1994\_1995:

يعود سبب وقوع أزمة البيزو المكسيكي إلى العوامل التالية:

✓ ارتفاع نسبة القروض الأجنبية القصيرة الأجل إلى الاحتياطي الأجنبي؛

✓ سعر صرف ثابت مقيم تقييما مبالغا فيه لصالح الارتفاع؛

✓ عجز في رصيد الحساب الجاري؛

✓ وجود قطاع مالي ضعيف.

وانطلاقا من العامل الثالث والذي يعني تحمل مسؤولية المديونية تجاه الخارج، قررت الحكومة المكسيكية المحافظة على سعر صرف مرتفع للبيزو المكسيكي ومعدل فائدة مرتفع أيضا وذلك لتجنب انخفاض قيمة العملة المحلية الذي سيؤدي إلى تعاظم المديونية بالعملة المحلية نتيجة لانخفاض سعر صرفها.

في ديسمبر 1994 وجد أن جميع الإجراءات التي اتخذتها الحكومة المكسيكية كانت غير كافية لتنفيذ التزامات البلد وأصبح خفض قيمة البيزو المكسيكي عملية لا بد منها، وقد دفع هذا المستثمرين الأجانب لسحب أموالهم مما ولد ضغوطات كبيرة على الاحتياطي من العملات الأجنبية وعلى أسعار الفائدة، وبناء على ما تقدم ذكره انخفضت قيمة البيزو المكسيكي، ليتم فيما بعد تعويمها وهذا ما أدى إلى تعاظم المديونية الخارجية وزيادتها وإلى شل النظام المالي والاقتصادي المكسيكي وقد انعكست آثار هذه الأزمة مباشرة على الأسواق الأمريكية والأرجنتينية والكندية.

#### 5. أزمة النمرور الآسيوية 1997:

تضمنت الأزمة الآسيوية تفاعلات بين أزمة داخلية وأزمة في سوق الصرف، فبين شهري جويلية وديسمبر 1997 كانت نسبة تخفيض العملات الآسيوية حوالي 40% لتصل إلى 80% بالنسبة للروبية الإندونيسية، أما مؤشر القيم في البورصة تراجع بنسبة 50%، تايلاندا هي أول الدول المتأثرة بالأزمة حيث شهدت انخفاضا في الناتج المحلي الإجمالي في غضون عامين فقط ب 20%، وإندونيسيا هي الأخرى سجلت تراجعا للناتج المحلي الإجمالي بأكثر من 10% سنة 1998، ليشهد القطاع المالي العديد من حالات الإفلاس وإعادة هيكلة البنوك، وكان أهم سببين لهذه الأزمة سياسات الاقتصاد الكلي والهشاشة المالية.

#### 6. الأزمة الروسية 1998:

في سنة 1998 أصبحت روسيا متقلبة بالديون وكان سبب هذه الاستدانة تمويل عجز الموازنة نتيجة تفكك الدولة وعدم قدرتها على تحصيل عائداتها من الضرائب، زيادة على ذلك شهدت أسعار المواد الأولية تراجعا كبيرا في ذلك الوقت ومن ثم لا يوجد ما يكفي من احتياطي النقد الأجنبي في البنك المركزي الروسي لتسديد ديون البلد بالعملات الأجنبية، هذا دفع بالدولة إلى إصدار سندات حكومية جديدة لتمويل الديون حيث كانت قصيرة الأجل وبأسعار فائدة مرتفعة جدا لتثير حماسة المستثمرين رغم ارتفاع درجة المخاطرة، إذ كانت تمثل هذه السندات 3.5% من الناتج المحلي الإجمالي سنة 1995، لتصل إلى 14,4% منه مع نهاية 1997، في منتصف شهر أوت 1998، روسيا تعترف بالحقائق وأنها في وضع مماثل للإفلاس بعبارة أخرى أصبحت غير قادرة على الوفاء بالتزاماتها تجاه الخارج. لتلجأ الحكومة الروسية إلى تخفيض قيمة عملتها مقابل الدولار الأمريكي وانهايارها بعد فترة قصيرة لتتسبب في إفلاسات عامة في البنوك التجارية وصددمات في الأسواق المالية مما أدى إلى تكبد المستثمرين لخسائر كبيرة.

## 7. أزمة الانترنت والأسهم سنة 2000:

حدثت هذه الأزمة نتيجة تهافت المؤسسات على البيع عن طريق الانترنت، حيث تسبب انهيار مؤشر التكنولوجيا المتطورة في أزمة مالية كبيرة، نتيجة التلاعب في حسابات الشركات، بالإضافة إلى التوقعات الوهمية لقدرة الانترنت على إحداث نمو اقتصادي فانهارت معظم شركات الانترنت.

## 8. أزمة الخطر النظامي سنة 2001:

حدثت هذه الأزمة في أعقاب أحداث 11 سبتمبر 2001، حيث نتج عن هذه الأحداث انهيار العديد من فروع الأسواق المالية الدولية، فضلا عن تدمير شبكة الاتصال الحيوية -كأنظمة المقاصة-، مما استدعى تدخل البنك المركزي الأمريكي، لتوفير السيولة للبنوك المتضررة مدة أسبوع كامل خوفا من الخطر النظامي، وأيضا قام البنك المركزي الأوروبي بتقديم أكثر من 130 مليار يورو للبنوك الأوروبية لتفادي الانهيار.

## 9. الأزمة المالية العالمية 2008:

تعتبر الأزمة المالية العالمية من أسوأ الأزمات التي مر بها الاقتصاد العالمي منذ ثلاثينيات القرن الماضي، كذلك تعتبر الأخطر في تاريخ الأزمات المالية أو بالأحرى ما سبقها من أزمات، خاصة بعدما ثبت عجز النظام الاقتصادي العالمي عن احتوائها والتخفيف من أثارها بشكل سريع وفعال.

وتأتي خطورة هذه الأزمة من كون انطلاقها كان من اقتصاد الولايات المتحدة الأمريكية الذي يشكل قاطرة النمو في الاقتصاد العالمي، كما أن السوق المالية الأمريكية تحتل موقع القيادة للأسواق المالية، لذا فإن أية مخاطر تتعرض لها هذه السوق تنتشر آثارها إلى باقي الأسواق المالية الأخرى بسرعة كبيرة، ولم تقتصر الأزمة في الولايات المتحدة على قيم الأسهم بل شملت الاقتصاد الحقيقي برمته.

ترجع الأسباب المباشرة للأزمة المالية في الولايات المتحدة الأمريكية والتي أصبحت أزمة عالمية إلى توسع المؤسسات المالية الأمريكية في منح القروض السكنية، وقد قدمت المؤسسات المالية القروض لعدد كبير من المستهلكين أصحاب الملاة المالية الضعيفة أو الجدارة الائتمانية الرديئة، بمعنى أن رغبتهم وقدرتهم على سداد القروض متدنية وبالتالي يتعثرون عند حلول مواعيد سداد القروض.

ومن أهم الأسباب التي ساعدت على حدوث الأزمة المالية العالمية ما يلي:

### أ. زيادة أحجام المديونية:

إذ أن هناك نوعين من الأصول المالية، أصول تمثل الملكية وأصول تمثل المديونية، أما الأصول التي تمثل الملكية فهي أساسا ملكية الموارد العينية من أراض ومصانع وشركات، وهي تأخذ عادة شكل أسهم، أما بالنسبة للشكل الآخر للأصول المالية وهو المديونية، فيكاد لا توجد حدود على التوسع فيها، وقد بلغت المؤسسات المالية في التوسع في أصول المديونية، وكانت التجارب السابقة قد فرضت ضرورة وضع حدود على التوسع في الاقتراض، ومن هنا فقد استقرت المبادئ السليمة للمحاسبة المالية على ربط حدود التوسع في الاقتراض بتوفر حد أدنى من الأصول المملوكة، فالمدين يجب أن يمتلك حدا أدنى من الثروة حتى يستدين، وأن يتوقف حجم استدانته على حجم ملكيته للأصول العينية، ولذلك حددت اتفاقية بازل للرقابة على البنوك حدود التوسع في الإقراض للبنوك بألا تتجاوز نسبة من رأس المال المملوك لهذه البنوك، فالبنك لا يستطيع أن يقرض أكثر من نسبة محددة لما يملكه من رأسمال واحتياطي.

فقد قدمت البنوك الأمريكية للمواطنين قروضا بزيادة ربوية تتضاعف مع طول المدة مع إهمال الضمانات التي يقدمها المقترض أو الحد الائتماني المسموح به للفرد لشراء المنازل، كما زاد نشاط شركات العقار في تسويق المنازل لمحدودي الدخل مما نتج عنه ارتفاع أسعار العقار بشكل مبالغ فيه نتيجة المضاربات لتقدم المنازل رهنا لتلك القروض.

ورغم أن البنوك المركزية تراقب البنوك التجارية في ضرورة احترام هذه النسب، فإن ما يعرف باسم بنوك الاستثمار في الولايات المتحدة لا تخضع لرقابة البنك المركزي، ومن هنا توسعت بعض هذه البنوك في الإقراض، وهذه الزيادة الكبيرة في الاقتراض تعني مزيدا من المخاطر إذا تعرض بعض المدينين لمشكلة في السداد. ومما زاد المشكلة تعقيدا أن شح السيولة لدى البنوك والشركات قد أدى إلى تراجع الطلب الكلي على الاستهلاك نتيجة لعدم وجود سيولة لدى الأفراد والمؤسسات، مما أدى بدوره إلى الكساد لعدم وجود طلب حقيقي فعال على السلع والخدمات.

### ب. المشتقات المالية:

التوسع في الإقراض لا يرجع فقط إلى تجاهل اعتبارات الحدود للرافعة المالية لكل مؤسسة، بل إن النظام المالي في الدول الصناعية اكتشف وسيلة جديدة لزيادة حجم الإقراض وهي المشتقات المالية، حيث يمكن عن طريق هذه المشتقات توليد موجات متتالية من الأصول المالية بناء على أصل واحد، وهذا ما حدث في أزمة الرهن العقاري، فالعقارات في أمريكا هي أكبر مصدر للإقراض والاقتراض، إذ يشتري المواطن بيته بالدين مقابل رهن هذا العقار، ثم ترتفع قيمة العقار، فيحاول صاحب العقار الحصول على قرض جديد نتيجة ارتفاع سعر العقار، وذلك مقابل رهن جديد من الدرجة الثانية، وبالتالي فإنها معرضة أكثر للمخاطر إذا انخفضت قيمة العقارات، لكن البنوك لم تكتف بالتوسع في هذه القروض الأقل جودة بل استخدمت المشتقات المالية لتوليد مصادر جديدة للتمويل.

عندما يجتمع لدى البنك محفظة كبيرة من رهونات العقارية فإنه يلجأ إلى استخدام هذه المحفظة من رهونات العقارية لإصدار أوراق مالية جديدة يقترض بها من المؤسسات المالية الأخرى بضمان هذه المحفظة، وهو ما يطلق عليه بالتوريق، وهنا نجد أن البنك كأنه لم يكتف بالإقراض الأولي بضمان هذه العقارات بل أصدر موجة ثانية من الأصول المالية بضمان هذه الرهون العقارية، مما فاقم من حدة الأزمة المالية خاصة بعد فقدان الثقة في المؤسسات المالية من جانب المقترضين والمستثمرين وهي أساس نجاح أو انهيار النشاط البنكي.

فالتسديد أو التوريق هو عملية يتم بمقتضاها تجميع أنواع معينة من الأصول يمكن إعادة حزمها في شكل أوراق مالية تدر فوائد، يتم تحويل الفوائد والمدفوعات المسددة عن الأصول إلى مشتري الأوراق المالية، وتستخدم أعداد متزايدة من المؤسسات المالية التوريق لنقل المخاطر الائتمانية للأصول التي تصدرها من ميزانياتها إلى ميزانيات مؤسسات مالية أخرى، مثل البنوك وشركات التأمين.

### ت. غياب الرقابة على المؤسسات المالية وخاصة بنوك الاستثمار:

إن غياب الرقابة على المؤسسات المالية التي تعتبر من أهم وأخطر المؤسسات المؤثرة في اقتصاد الدولة، خاصة في الولايات المتحدة وبعض الدول الأوروبية التي لا تتوفر فيها الرقابة الكافية، بالإضافة إلى عدم رقابة البنك المركزي على بنوك الاستثمار في الولايات المتحدة الأمريكية، ترتب عليه عدم التزامها بالقواعد البنكية السليمة، فتم تقديم الائتمان للمقترضين من ذوي الدخل المنخفضة وغير المنتظمة، ولا تتوفر فيهم الأهلية - الجدارة - الائتمانية، ولم

تهتم البنوك بشروط الجدارة الائتمانية للمقترضين لتوقع استمرار الرواج وارتفاع أسعار العقارات، ولذلك فالبنوك قادرة على الحصول على حقوقها بالاستيلاء على العقار وبيعه بسعر مرتفع، وخاصة أنه كان من شروط التعاقد على القرض العقاري، أن أقساط القرض لمدة السنوات الثلاث الأولى تذهب لسداد فوائد القرض، مما يعني أن العميل لا يستطيع امتلاك أي جزء من العقار قبل ثلاث سنوات، كذلك غياب الرقابة على وكالات التأمين.

### ث. العامل النفسي:

تقوم الوحدات الاقتصادية المختلفة وخاصة المستثمرين والمضاربين بالتوقع حول المستقبل عند اتخاذ قراراتها، وتتأثر توقعاتها بعوامل اقتصادية ونفسية معقدة الأمر الذي يجعلها ذات طبيعة غير منتظمة ولا تستند بالضرورة إلى المنطق أو الرشد الاقتصادي، فإذا تفاعل المستثمرون والمضاربون حول المستقبل فإنهم يقومون بالتوسع في استثماراتهم ومضارياتهم، أما في حالة التشاؤم فيحجمون عن الاستثمار أو إبرام الصفقات مما يؤدي إلى آثار انكماشية مضاعفة. على صعيد الأزمة المالية تلعب التوقعات دورا كبيرا وتساهم في تفاقم الأزمة، فانفجار الفقاعة العقارية قد أوجد حالة من التوقعات التشاؤمية الجديدة أو المستقبلية، الأمر الذي دفع المستثمرين إلى الإحجام عن الاستثمارات الجديدة أو تقليصها على الأقل، ودفع البنوك إلى الإحجام عن الإقراض سواء فيما بينها أو للأفراد خوفا من النقص في السيولة لديها مما ساهم بالضغط للأعلى على معدلات الفوائد وأوجد شحا في السيولة، من جهة أخرى فإن التوقعات المتشائمة قد أدت إلى موجة من الهلع في أوساط الأفراد العاديين والمضاربين ودفعتهم إلى الإقبال الشديد على بيع الأسهم وغيرها من الأصول لتجنب الخسائر المحتملة الأمر الذي أدى بدوره إلى مزيد من الانهيار والتراجع الاقتصادي. هذه الأسباب زادت من حدة الأزمة وفقدان الثقة بين جميع المتعاملين، الشكل التالي يبين مراحل أزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية.

وبهذا لم تكن الأزمة المالية العالمية آخر أزمات الفترة الحالية، إذ مع بدء التعافي من تبعاتها بدأت ملامح أزمة جديدة مست هي الأخرى أكبر تكتل اقتصادي حديث ناجح ظاهريا وهي أزمة الديون السيادية بمنطقة اليورو، تسببت فيها مجموعة من الظروف الداخلية والخارجية ومست أثارها مختلف الاقتصاديات العالمية بحكم ترابط الأسواق ومكانة منطقة اليورو وتعاملاتها مع مختلف الدول، وسنركز على مختلف هذه الجوانب في المبحث الموالي.

### 10. أزمة منطقة اليورو (أزمة الديون السيادية).

تنشأ أزمة الديون السيادية عندما تقوم الحكومات بإصدار سندات، وتباع هذه السندات إما إلى جهات محلية مثل المواطنين أو المؤسسات المالية المحلية، أو تباع إلى جهات حكومية محلية مثل هيئات التأمين، أو تباع السندات إلى الأجانب، والتفرقة بين الدين المحلي والخارجي تعد أمرا مهما، ذلك أن مشكلة الدين الخارجي هي أن مدفوعات خدمة الدين تذهب إلى خارج الدولة، من ناحية أخرى فإن نوع العملة المصدر بها السندات السيادية للدولة يعد في غاية الأهمية، فالسندات المصدرة بعملة الدولة تتخفف درجة المخاطر المحيطة بها إلى حد كبير، حيث يمكن للدولة في حالة مواجهة أزمة في خدمة تلك الديون أن تصدر المزيد من عملتها المحلية وتتجنب إعلان التعثر، عكس السندات المصدرة بعملات أجنبية، حيث أن توقف الدولة عن خدمة هذه الديون سيعني إعلان إفلاس الدولة بصورة رسمية.

أما بالنسبة لمنطقة اليورو فقد تدهور الوضع المالي بشكل ملحوظ في العديد من دول المنطقة منذ سنة 2008، وفي صيف 2009 جاءت الحكومة اليونانية الجديدة إلى السلطة، في ذلك الوقت كان يعتقد أن اليونان لديها نسبة

العجز إلى الناتج المحلي الإجمالي أقل من 4% وأن نسبة الدين العام إلى الناتج المحلي الإجمالي 125%، بعد تفقد الضرائب والإنفاق أدركت الحكومة الجديدة أن الإحصائيات المقدمة كانت مغلوطة، فنسبة الدين إلى الناتج المحلي الإجمالي لم تكن أقل من 4%، إضافة إلى اليونان تراكم الدين الحكومي أيضا في كل من أيرلندا والبرتغال، وما لبثت الأزمة أن امتدت إلى عدة دول أوروبية أخرى، وأصبحت خطراً يهدد بالانتشار في إيطاليا وإسبانيا، وهما يحتلان المرتبة الثالثة والرابعة على التوالي في اقتصاد منطقة اليورو.

إن المعيار الأهم في الحكم على مدى خطورة وضع الدين السيادي هو نسبة الدين إلى الناتج المحلي الإجمالي للدولة، وبشكل عام هناك اتفاق على أن الدين يكون في حدود آمنة طالما أنه لم يتجاوز 60% من الناتج المحلي الإجمالي للدولة، فإذا ما تجاوز هذه النسبة ترتفع مخاطر الدين نتيجة لتزايد أعباء خدمته بالنسبة للاقتصاد، وتختلف خطورة هذه النسبة من دولة إلى أخرى.

خلال عامي (2008-2009) كان هناك اهتمام قليل نسبياً بشأن الديون السيادية الأوروبية، بالمقابل كان التركيز على أعمال البنك المركزي الأوروبي لمعالجة آثار الأزمة المالية العالمية جنباً إلى جنب مع البنوك المركزية الرئيسية الأخرى، إذ يعمل البنك المركزي الأوروبي كوحدة مستقلة للعمل على استقرار الأسعار، ويضم مجلس إدارة البنك المركزي الأوروبي رؤساء البنوك المركزية بالاتحاد الأوروبي ويعمل على رسم السياسات النقدية للاتحاد الأوروبي، بينما يقوم المجلس التنفيذي بعمليات التطبيق وتنفيذ السياسات، لكن مع ظهور معطيات جديدة واتساع رقعة الأزمة بدأت الدول الأوروبية في اتخاذ إجراءات جديدة للخروج بأقل الأضرار والتقليل من آثار الأزمة المالية العالمية على الاقتصادات الأوروبية، فكرونيولوجيا (تطور الأحداث) أزمة الديون السيادية منذ سنة 2008 حتى منتصف سنة 2015 كانت كما يلي:

#### 1- بداية أزمة الديون السيادية سنة 2008:

رفع البنك المركزي الأوروبي في شهر جويلية 2008 سعر الفائدة الرئيسي (سعر الفائدة الذي تدفعه البنوك للبنك المركزي لإعادة تمويل البنوك) من 4% إلى 4,25%، أما سعر صرف اليورو مقابل الدولار استقر عند أعلى مستوى له (1 يورو = 1,6 دولار)، وفي سبتمبر من نفس السنة كان الاقتصاد الأيرلندي أول من دخل مرحلة الركود الاقتصادي، حيث انخفض الناتج المحلي الإجمالي بنسبة 3,5%، والعجز العام بلغ 7,2% من الناتج المحلي الإجمالي لتتفجر قاعدة 3% التي فرضتها معاهدة ماستريخت.

في 15 سبتمبر سنة 2008 تم إعلان إفلاس بنك الاستثمار ليمان براذرز ولم يتم إنقاذه من قبل الولايات المتحدة الأمريكية، فقد مست أزمة الرهن العقاري البنوك الأوروبية، من جهته حرر البنك المركزي الأوروبي 125 مليار يورو خلال أسبوع واحد والتي ضختم لإعادة تمويل البنوك الأوروبية.

في 29 سبتمبر سنة 2008 أعلنت الحكومة الأيرلندية عن ضمان غير محدود لودائعها في بنوكها الستة الرئيسية لتجنب حالات الذعر في الأسواق المالية.

في شهر أكتوبر خفض البنك المركزي الأوروبي سعر الفائدة الرئيسي إلى 3,75%، وفي السابع من نفس الشهر طلب مجلس الإيكوفين (الشؤون الاقتصادية والمالية) للاتحاد الأوروبي الرفع إلى ما قيمته 50000 يورو كحد أدنى لعتبة التأمين على ودائع الأفراد، وعبرت المجموعة الأوروبية عن رغبتها في تدعيم رؤوس أموال البنوك وشدد المجلس الأوروبي في بروكسل على ضرورة الاستجابة لذلك.



لقد وافق المجلس الأوروبي في شهر ديسمبر على مشروع المفوضية المعنون بـ "الإستراتيجية الأوروبية لمواجهة التباطؤ الاقتصادي والحفاظ على النمو والتوظيف" بتعبئة موارد بقيمة 200 مليار يورو أي 1,5% من الناتج المحلي الإجمالي الأوروبي.

وقد مست الأزمة المالية العالمية أيرلندا أولاً ثم إسبانيا، اسلندا، المملكة المتحدة منذ عام 2008، لكن في إسبانيا النمو تجاوز 0,9% والعجز العام 4,1% من الناتج المحلي الإجمالي وهذا يرجع لإجراءات التحفيز.

## 2- أزمة الديون السيادية سنة 2009:

يعتبر اليورو بمثابة أداة للحماية ضد الأزمات، والعديد من الدول الأوروبية تدرس إمكانية دخولها إلى منطقة العملة الموحدة وهي (بولونيا، السويد، اسلندا، الدانمارك وحتى المملكة المتحدة)، وكان يوم 13 جانفي الذكرى السنوية العاشرة لليورو.

لقد اقترح مجلس الإيكوفين إجراءات تقنية لإدارة الأصول السامة في شهر فيفري.

لقد في 21 فيفري خرج 100 ألف متظاهر إلى شوارع دبلن احتجاجاً على إجراءات التقشف.

لقد في شهر مارس مجلس الإيكوفين ومن ثم المجلس الأوروبي يصادقان على الإجراءات المتخذة من طرف الدول الأعضاء لمواجهة أزمة الديون السيادية، وقد قرر المجلس الأوروبي مضاعفة حجم المساعدات الممنوحة لدول الإتحاد غير الأعضاء في منطقة اليورو التي تعاني من مشكلات في ميزان مدفوعاتها إلى 50 مليار يورو.

لقد تخفيض تاريخي لسعر الفائدة الرئيسي للبنك المركزي الأوروبي إلى 1% في شهر ماي، فيما اقترحت المفوضية الأوروبية تعزيز الرقابة البنكية على مستوى الإتحاد الأوروبي من خلال تأسيس (النظام الأوروبي للمشرفين الماليين).

لقد في 23 جويلية أصبحت اسلندا معزولة في أزمة خطيرة بنكية، نقدية وأزمة ديون، وتقدم طلباً رسمياً للانضمام للإتحاد الأوروبي أملاً في استقرار اقتصادها والانضمام إلى منطقة اليورو.

لقد في 23 سبتمبر تم إنشاء لجنة خاصة حول الأزمة المالية والاقتصادية في الإتحاد الأوروبي لتقييم اتساع الأزمة، وأثرها على الدول الأعضاء في الإتحاد، واقتراح التدابير المناسبة لاستعادة استقرار الأسواق المالية، بالإضافة إلى إنشاء هيئة جديدة هي المجلس الأوروبي للمخاطر النظامية مسؤولة عن تحديد المخاطر التي تهدد النظام المالي ككل وإرسال تحذيرات يتم على أساسها اتخاذ إجراءات فورية عند الضرورة.

لقد في 3 أكتوبر صوت الأيرلنديون بـ نعم على معاهدة لشبونة بنسبة 67,1% وكان ذلك بعد 16 شهراً من رفض المعاهدة.

لقد في 5 نوفمبر أعلنت حكومة جورج بابانديرو اليونانية عن عجز قدر بـ 12,7% من الناتج المحلي الإجمالي، ومن ثم بدأت دوامة الركود لجمهورية اليونان.

لقد في 1 ديسمبر دخول معاهدة لشبونة حيز التنفيذ.

وكالة التصنيف الائتماني فيتش ريتينغ (Fitch Ratings) تخفض درجة التصنيف الائتماني لليونان على المدى الطويل، تبعثها الوكالات الأخرى (مودز، ستاند أند بورز Moody's, Standard and Poor's)، أسعار الفائدة التي

يجب أن تدفعها اليونان لتزايد ومن ثم أصبحت الحكومة اليونانية مجبرة على تقديم خطة تقشف مع تجميد الوظائف الحكومية وزيادة الضرائب.

كما وصل الركود في إيرلندا إلى 7,5%، والعجز المالي ارتفع إلى 12,5% كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي، أما في إسبانيا فقد شهد الناتج المحلي الإجمالي انخفاضا، إذ وصل الركود إلى 3,7% والعجز المالي وصل إلى 11,2% من الناتج المحلي الإجمالي.

### 3- أزمة الديون السيادية سنة 2010:

تأزم الأوضاع في اليونان جعلها تطلب مساعدة تقنية من صندوق النقد الدولي دون المساعدات المالية كان هذا في شهر جانفي من سنة 2010، وفي 3 فيفري من نفس السنة وضعت اليونان تحت المراقبة نتيجة المخاطر التي تشكلها ديونها.

في ربيع 2010 الأزمة الاقتصادية تحولت إلى أزمة ديون سيادية، لتطلب اليونان رسميا مساعدة دولية.

في 2 ماي يوافق كل من الإتحاد الأوروبي وصندوق النقد الدولي على منح قرض بقيمة 110 مليار يورو لليونان مقابل إجراءات التقشف، التي شملت تخفيضات في الوظائف الحكومية ومعاشات التقاعد، مما أدى إلى حدوث مظاهرات في اليونان ضد إجراءات التقشف.

في 10 ماي تم إنشاء صندوق الإغاثة بقيمة 750 مليار يورو، صندوق الاستقرار المالي الأوروبي، وآلية للاستقرار المالي الأوروبي، لمساعدة الدول التي على وشك الإفلاس، هاتين الآداتين تم استبدالهما في سنة 2012 بآلية الاستقرار الأوروبي، إضافة إلى ذلك أعلن البنك المركزي الأوروبي لأول مرة عن شراء ديون الدول التي تعاني من صعوبات مالية.

في 29 جويلية تم إقرار خطة تقشف في إيطاليا التي تعد ديونها من أعلى الديون في العالم حيث بلغت ذروتها 120% من الناتج المحلي الإجمالي، وأمام هذه الصعوبات، تفاوضت إيرلندا في شهر نوفمبر بشأن خطة إنقاذ مع كل من الإتحاد الأوروبي وصندوق النقد الدولي بنحو 85 مليار يورو، منها 35 مليار يورو موجهة للبنوك.

### 4- أزمة الديون السيادية سنة 2011:

في بداية سنة 2011 تم إنشاء آلية الاستقرار الأوروبي، فيما نجحت اليونان في تخفيض العجز المالي في مارس من نفس السنة، لكن الديون تواصل ثقلها وأصبحت اليونان غارقة في الركود، الأمر الذي لا يسمح بإعادة هيكلة الديون اليونانية، فالقادة الأوروبيون يخشون من موجة مضاربة التي يمكن أن تنتشر في العديد من الدول الأوروبية الأخرى.

في 7 أبريل لم تعد البرتغال قادرة على الاقتراض من الأسواق وتطلب بدورها مساعدة من الإتحاد الأوروبي وصندوق النقد الدولي.

جورج بابانديرو يقترح خطة تقشف ثانية، لكن الاحتجاجات تستمر.

في 5 ماي يقدم كل من الإتحاد الأوروبي وصندوق النقد الدولي مساعدة خاصة للبرتغال ب 78 مليار يورو مقابل إجراءات التقشف.

في 6 جويلية وكالة التصنيف مودز تخفض التصنيف الائتماني للبرتغال وهذا دليل على الخوف من تعثر اليونان، وفي 21 جويلية عقد اجتماع استثنائي عرف باسم "قمة الفرصة الأخيرة" وهي القمة الثانية لمنطقة اليورو طرح فيه خطة إنقاذ ثانية لليونان ب 109 مليار يورو بالإضافة إلى 49 مليار يورو موجهة للدائنين من القطاع الخاص، وتدعيم صندوق الاستقرار المالي الأوروبي، لكن هذه الخطة بدت غير كافية حتى قبل التصديق عليها.

في شهر أوت يتدخل البنك المركزي الأوروبي ويشتري السندات الحكومية الإسبانية والإيطالية وهذا لمواجهة الهجمات التي يتعرض لها كلا البلدين في الأسواق المالية، وبداية تأثر فرنسا بالأزمة، لتقترح كل من باريس وبرلين في نفس الشهر تشكيل حكومة اقتصادية لمنطقة اليورو كذلك جعل إلزامية "القاعدة الذهبية" التي تجبر الدول على إبقاء ميزانياتها متوازنة.

تواصل المظاهرات حتى شهر أكتوبر واقترح خطة إنقاذ جديدة لمنطقة اليورو تنص على محو البنوك الخاصة ل 50% من ديون اليونان لديها مقابل إعادة رسملة تصل إلى 106 مليار يورو، ليعلن جورج بابانديرو عن إجراء استفتاء على الخطة.

في الفاتح من نوفمبر أصبح ماريو دراغي ثالث رئيس للبنك المركزي الأوروبي بعد جان كلود تريشيه، وفي التاسع من نفس الشهر أعلن عن استقالة جورج بابانديرو

#### 5- أزمة منطقة اليورو في سنة 2012:

في 13 جانفي خفض التصنيف الائتماني لفرنسا من طرف وكالة التصنيف الائتماني ستاند أند بورز حيث انتقل التصنيف من AAA أعلى تصنيف ممكن إلى AA<sup>+</sup>.

في 21 فيفري وافق وزراء المالية لمنطقة اليورو على خطة إنقاذ أخرى لليونان، وكان حجم الائتمان 130 مليار يورو بالشروط المسبقة وهي إجراءات اقتصادية لليونان وبمشاركة الدائنين الخواص.

في 2 مارس وقعت 25 دولة من الإتحاد الأوروبي على اتفاقية الانضباط المالي عدا بريطانيا وجمهورية التشيك، وقد وقعت الدول على المعاهدة الجديدة التي تتضمن إدخال مزيد من الانضباط المالي في الموازنات الأوروبية، وأقرت أيضا بإلزام الدول بإدراج القاعدة الذهبية في ميزان الحسابات العامة، وينتج عنها عقوبات تلقائية ضد الدول التي يتجاوز عجز ميزانيتها السنوية 3% من الناتج المحلي الإجمالي.

في 8 مارس وافق الدائنون الخواص على المشاركة بقوة في إعادة هيكلة ديون اليونان السيادية، حوالي 107 مليار يورو من أصل 206 مليار يورو من ديون اليونان التي تحتفظ بها البنوك، شركات التأمين، صناديق الاستثمار، وصناديق التقاعد سيتم مسحها.

في 25 جوان 2012 قدمت إسبانيا وقبرص طلبا رسميا للحصول على مساعدات مالية من الإتحاد الأوروبي، هذه المساعدة تمر عبر صندوق الاستقرار المالي الأوروبي وآلية الاستقرار المالي الأوروبي، بالإضافة إلى إسبانيا وقبرص هناك 5 دول من منطقة اليورو طلبت هي الأخرى مساعدة من شركائها.

في 5 جويلية خفض البنك المركزي الأوروبي سعر الفائدة الرئيسي إلى أقل من 1%، بعدها قرر البنك المركزي الأوروبي خفض سعر الفائدة إلى مستوى قياسي في تاريخه إلى 0.75%.

في 6 سبتمبر أعلن البنك المركزي الأوروبي عن برنامج غير محدود لإعادة شراء ديون منطقة اليورو التي تجد صعوبة في إعادة التمويل في الأسواق (برنامج المعاملات النقدية الصريحة الذي يسمح للبنك المركزي الأوروبي بشراء سندات الدول المتعثرة على مستوى السوق الثانوية) وهو تمويل غير مباشر للدول، هذا النشاط الذي كان يعد محظورا سابقا.

في شهر أكتوبر دخلت آلية الاستقرار الأوروبي حيز التنفيذ إذ بلغ رأس مالها 700 مليار يورو، هذه الأداة الإستراتيجية يتم استخدامها لإعادة رسملة (تمويل) مباشرة لبنوك منطقة اليورو دون زيادة ديون الدول.

في شهر ديسمبر من سنة 2012 تمت الموافقة على الإتحاد البنكي الأوروبي، حيث وافق وزراء المالية لمنطقة اليورو على إشراف واحد على بنوك منطقة اليورو حيث أوكلت للبنك المركزي الأوروبي، بشرط أن تكون هذه الرقابة المتكاملة فعالة في مارس 2014.

#### 6- أزمة الديون السيادية سنة 2013:

علقت اسلندا مفاوضات انضمامها للإتحاد الأوروبي في 14 جانفي 2013، فيما اعتمد المجلس الأوروبي ميزانية تمتد لعدة سنوات (2014-2020).

7- في سنة 2014: عادت اليونان مرة أخرى إلى الأسواق المالية.

#### 8- أزمة الديون السيادية سنة 2015:

في 25 جانفي 2015 فاز حزب سيريزا اليوناني بقيادة الكسيس تسييراس في الانتخابات التشريعية، وعودة التفاوض مع الدائنين حول خطة إنقاذ جديدة ووضع حد لسياسة التقشف.

في 27 جوان 2015 وبعد أشهر من مفاوضات اليونان مع دائنيها لم يتم التوصل إلى أي اتفاق فوضع تسييراس شعبه أمام خيار خطة تقشف أخرى وإجراء استفتاء حول الخطة.

في 05 جويلية 2015 أجرى اليونانيون استفتاء حول تحديد المستقبل الاقتصادي لليونان حيث صوت اليونانيون ب "لا" على مجموعة شروط ومطالب الدائنين، نتائج التصويت جاءت برفض اليونانيين هذه الشروط مما هدد بقاء اليونان في منطقة اليورو.

في 13 جويلية 2015 اتفاق قادة منطقة اليورو بالعاصمة البلجيكية بروكسل على خطة إنقاذ ثلاثة لليونان تتشكل من نحو 80 مليار أورو في شكل قروض، وبالتالي زادت من احتمالية استسلام اليونان بشكل كامل لمطالب دائنيها، وتعهدوا بالقيام بإصلاحات سريعة وصعبة مع تجاهل الاستفتاء الذي صوت ب "لا" للخطة، وبهذا ألزمت مجموعة اليورو اليونان بإصلاحات جوهرية مقابل بقائها في منطقة اليورو وقبل هذا كان هناك مقترح بخروج اليونان مؤقتا من منطقة اليورو لمدة 5 سنوات لتحسين وضعيتها اقتصاديا.