

علاقة الشمولية المالية بالأزمات المالية: التحرير المالي، الابتكارات المالية في قلب أزمة الرهن العقاري 2007-2008

بوكحلة الحاجة خديجة*، تشيكو فوزي**

الإرسال: 2020/12/20

القبول: 2021/02/12

النشر: 2021/02/20

ملخص: أثارت ظاهرة الشمولية المالية آراء واهتمام الكثيرين من المفكرين الاقتصاديين، فهي تعتبر سلاح ذو حدين. لأنها وفرت العديد من المزايا للاقتصاد العالمي من جهة، و من جهة أخرى تسببت في الكثير من الإحتلالات على مستوى الأنظمة المالية الدولية.

يهدف هذا البحث إلى إبراز دور سياسة التحرير المالي و عملية الابتكارات المالية - هما من أهم مظاهر الشمولية المالية - في تفجير أزمة الرهن العقاري 2007-2008، فقد أدى كل من التقليل من القيود التنظيمية، ارتفاع في معدلات الفائدة، تحرير الأسواق المالية، عملية التوريق بالإضافة إلى التكامل بين الأسواق المالية العالمية إلى نشوب و انتشار الأزمة. وفي الأخير توصلنا من خلال هذه الورقة البحثية إلى أن الشمولية المالية ضرورة حتمية بالرغم من سلبياتها، فلا يمكن الاستغناء عنها فقط لضمان الاستقرار النظامي، بل يجب التعامل مع هذه الظاهرة و في نفس الوقت الحفاظ على الاستقرار المالي، و ذلك باتخاذ الإجراءات الاحترازية أو التنظيم التحوطي كالتزام بمعايير كفاية رأس المال التي نصت عليها اتفاقيات بازل الثلاثة، لضمان استقرار الأنظمة المصرفية و عدم إفلاس البنوك. بالإضافة إلى نظام مالي بعيد عن الفوائد و المضاربة. الكلمات المفتاحية: الشمولية المالية، التحرير المالي، التوريق، أزمة الرهن العقاري. تصنيف JEL: G21- G01- F36- F32.

the relationship between financial globalization and banking crisis : Financial liberalization, financial innovation at the heart of the mortgage crisis 2007-2008

Abstract: The phenomenon of financial globalization has aroused the opinions and interest of many economic thinkers, as it is considered a double-edged weapon. It has provided many advantages to the global economy on the one hand, and on the other hand has caused many imbalances at the level of international financial systems.

This research aims to highlight the role of financial liberalization policy and the process of financial innovations - the most important indexes of financial globalization - in causing the 2007-08 Subprime mortgage crisis: the deregulation, an increase in interest rates, the liberalization of financial markets, the process of

* أستاذة مساعدة "أ"، جامعة مصطفى اسطمبولي معسكر، الجزائر، bsthadja@hotmail.com (المؤلف المرسل)

** أستاذ التعليم العالي، جامعة مصطفى اسطمبولي معسكر، الجزائر، tchikofaouzi@univ-mascara.dz

securitization and the integration of global financial markets, were the main factors that led to the outbreak and spread of the crisis.

In the end, we have concluded through this paper that financial globalization is an imperative necessity its disadvantages, it cannot be dispensed with only to ensure systemic stability, but must deal with this phenomenon while maintaining financial stability, by with a range of precautionary measures or prudential regulation. such as adhering to the capital adequacy standards stipulated in the three Basel Conventions, to ensure the stability of banking systems and the bankruptcy of banks. In addition to a financial system away from interest and speculation.

Keywords : financial globalization, financial liberalization; subprime mortgage crisis, securitization

JEL Classification : F32- F36-G01 - G21.

مقدمة :

لقد شهدت العلاقات المالية ما بين الدول عدة تطورات و تغيرات منذ زمن بعيد، شروعا بالتدويل المالي، الذي تميّز بأهمية حركات رؤوس الأموال التي كانت تتم عن طريق الأنظمة البنكية الدولية. إلى توحيد الأسواق المالية الدولية وعولمتها بعدما كانت منغلقة تم إسقاط أو إزالة كل الحواجز الجغرافية و القانونية أمام تداول رؤوس الأموال، ليصبح التعامل داخل أسواق مالية دولية موحدة تعمل 24/24 و 7 / 24 و هذا ما يسمى بالشمولية المالية . فتميزت فترة الثمانينات بتحول الأنظمة المالية من المالية غير المباشرة إلى المالية المباشرة، حيث ارتفعت تدفقات رؤوس الأموال و الصفقات المالية الدولية بصفة مذهلة، كما تم تحرير الأنظمة المالية عن طريق تحرير القطاع المالي الداخلي، الانفتاح المالي و تحرير حساب رأس المال. بالإضافة إلى ابتكار منتجات مالية أكثر تعقيدا « produits sophistiqués » بسبب التقدم التكنولوجي الذي ساعد على نقل المعلومة في الوقت الحقيقي من مكان إلى آخر وبسرعة.

وقد نتج عن تطور الشمولية المالية عدة آثار على الأنظمة المالية الدولية، حيث عرفت عدة تحولات وتغيرات جذرية تسببت في اختلال توازنها بسبب الصدمات المالية التي شهدتها العالم منذ 1980 إلى غاية القرن الحالي. فقد شهدت الساحات المالية و المصرفية أزمات متتالية و متكررة، وكلها كانت نتيجة لأسس الشمولية المالية. يرى D.Plihon أن " من بين المشاكل العظيمة التي تطرحها التحولات الحديثة تخص مسائل الاستقرار المالي، فالمالية المعاصرة تطرح معضلة حقيقية. "

أما (C.Sinapi2005) الذي يتكلم عن ظاهرة الاستقرار المالي فيقول " إن ارتفاع سعة و تردد أزمات السنوات 1990 تشير إلى العلاقة ما بين عدم الاستقرار المالي و الشمولية المالية و التحرر المالي المميزة لهذه الفترة". وعليه تطرح الإشكالية التالية: ماهو دور كل من سياسة التحرير المالي و الابتكارات المالية في تفجير أزمة

الرهن العقاري 2007-2008؟

وقد تم طرح الفرضيات التالية للإجابة على الإشكالية المطروحة:

- كان تحرير معدلات الفائدة على مستوى البنوك السبب الأساسي لإندلاع الأزمة؛
- بسبب تقنية التوريق التي قامت بها البنوك تحولت هذه الأزمة إلى أزمة مالية عالمية.

وكان الهدف من إعداد هذه الورقة البحثية هو إبراز العلاقة بين الشمولية المالية و الأزمات المصرفية، خصوصا التحرير المالي والابتكارات المالية التي كانت في قلب الأزمة المالية Subprime التي هزت الكيان المالي، والاقتصادي ككل.

أما دراستنا فتمحورت حول ثلاثة عناصر مهمة و هي:

المحور الأول كان حول الإطار المفاهيمي لكل من الشمولية المالية، التحرير المالي، الابتكارات المالية.

المحور الثاني احتوى على تعريف الأزمات المصرفية و أهم الأزمات المصرفية التي حدثت في العالم.

المحور الثالث و الأخير اشتمل على أزمة الرهن العقاري و علاقتها بالتحرير المالي و الابتكارات المالية مع الإشارة إلى آثارها على بعض الدول.

1. محتوى الدراسة

1.2 الدراسات السابقة

لإنجاز هذه الدراسة تم الاستعانة ببعض الدراسات التي سبق لها و أن تناولت مواضيع مشابهة لموضوعنا محل الدراسة، وهذا من خلال عرض الإشكالية المطروحة و النتائج المتوصل إليها في هذه الدراسات و من أهمها:

▪ **luis miotti, dominique plihon**، سنة 2001

« **libéralisation financière, spéculation et crises bancaire** » في مجلة

La Documentation française، سلطت هذه الدراسة الضوء على العلاقة التي تربط بين كل من التحرير المالي، المضاربة و الأزمات المصرفية. و كان الهدف منها تمديد لدراسات الحديثة التي تناولت سلسلة من التفسيرات للأزمات المصرفية: من جهة التحرير المالي جعل البنوك أكثر عرضة لصدمات الاقتصاد الكلي، و من جهة أخرى تفاقم هشاشة هذه الأخيرة بسبب عدم كفاية السياسات العامة، و الآليات الإشرافية، و التي تتضح بشكل خاص في البلدان الناشئة. وسد هذه الثغرات. أما الفرضية المطروحة في هذه الدراسة: يفسر فشل البنوك في إحداث الأزمات، إلى حد كبير بسلوك المضاربة الذي تنتهجه البنوك و التي يسمح بها التحرير المالي. و كانت الدراسة الميدانية لمجموعة من الدول الناشئة كالأرجنتين، وكوريا. أما النتائج الذي توصلنا إليها الكاتبين هي، عدم رفض الفرضية الأساسية لأن نتائج اختبارات الاقتصاد القياسي تسمح بذلك.

▪ **العقون نادية، 2012-2013 " العولمة الاقتصادية و الأزمات المالية: الوقاية و العلاج:**

دراسة أزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة"، أطروحة مقدمة لنيل دكتوراه تخصص اقتصاد التنمية. تناولت فيها الباحثة إلى طرح الإشكالية التالية: مامدى مساهمة العولمة المالية في تكريس الأزمات المالية، و ماهي الإجراءات التي تم تقديمها للوقاية من هذه الأزمات على ضوء أزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية؟

و قد وضعت مجموعة من الفرضيات للإجابة على الإشكالية: هناك علاقة طردية بين الارتفاع المستمر في أسعار المنازل والتوسع في منح قروض الرهن للعائلات في الولايات المتحدة الأمريكية؛

- هناك علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين الارتفاع الكبير و المفاجئ في معدلات الفائدة و معدلات عجز العائلات في تسديد قروض الرهن العقاري عالية المخاطر من جهة، و التراجع الكبير في أسعار المنازل و انفجار الفقاعة في قطاع العقار في الولايات المتحدة الأمريكية من جهة أخرى.

وتوصلت إلى النتائج التالية: أنها توافقت مع نتائج الدراسة التحليلية التي أكدت أن معدل الفائدة متغير حاسم في صيرورة الأزمة، ابتداء من تخفيض معدلات الفائدة و انتهاء سياسة توسعية، وصولا إلى ارتفاع حجم القروض المتعثرة، خاصة منها قروض الرهن العقاري عالية المخاطر و في النهاية انفجار الفقاعة في قطاع العقار، لتنتقل إلى كل قطاعات الاقتصاد الأمريكي و تتحول إلى أزمة عالمية.

2.2 الإطار المفاهيمي للشمولية المالية:

لقد أدّى التحرر المالي بعد زوال نظام بريتون وودز و التضخم الكبير الذي عرفته الدول في السبعينيات بالإضافة إلى عامل عدم تدخل الدولة في سن القوانين و القواعد الخاصة بالأنظمة المالية إلى انتشار ظاهرة جديدة في المالية الحديثة و هي العولمة المالية التي امتدت و شملت كل زاوية من زوايا العالم و بسرعة أكبر، نظرا لسرعة تحركات رؤوس الأموال عبر العالم لتسمى حاليا بالشمولية المالية. التي تم تناولها من طرف العديد من المفكرين الماليين من خلال مقاربات نظرية.

1.2.2 المقاربات النظرية للشمولية المالية:

D.Plihon (2007) عرّف الشمولية المالية على " أنها المسار الذي من خلاله تم تحرير و عصنة الأنظمة المالية بفضل حملة تكنولوجيا المعلومات و الاتصالات « NTIC » و الإصلاحات التي قامت بها السلطات العمومية، و التي سعت لتوحيد أسواق رؤوس الأموال (قصيرة و طويلة الأجل) على المستوى الوطني و الدولي، و هي الظاهرة التي تسمح بتداول التدفقات المالية في الوقت الحقيقي ما بين المتعاملين على مستوى الكون".

أما **M.Aglietta (2000)** فعرفها كما يلي: " تعود الشمولية المالية إلى التحولات التي أثّرت على مبادئ سير المالية، و هي تحولات عميقة جدا التي جمعت بشدة بين تحرير الأنظمة المالية و الاندماج الدولي".

و **H.Bourguinat** الذي لخص الشمولية المالية في "القاعدة ثلاثية الأبعاد" « D 3 » المتمثلة فيما يلي: عدم الفصل بين أقسام سوق رأس المال «décloisonnement financiers» و التي تمت على مستويين الداخلي والخارجي. والثانية إزالة القيود التنظيمية «déréglementation financière» هي مرتبطة كثيرا مع التحول السابق. وتهدف إلى التقليل أو إلغاء كل اللوائح التي تؤطر النشاط المالي بهدف جعل النظام المالي مكانا للمنافسة، بتوسيع فرص التوظيف و التمويل. و ذلك كان بفضل إلغاء مراقبة الصرف و الاندماج المالي للساحات المالية الدولية .

وأخيرا تقليص من دور الوساطة المالية « désintermédiation financière » تعني لجوء المؤسسات المباشرة إلى الأسواق المالية من أجل التمويل دون مرورها عبر القنوات البنكية. و أدى هذا إلى تنازل المؤسسات البنكية عن دورها الكلاسيكي في تمويل احتياجات الاقتصاد محاولة تحديد مهامها و وظائفها فأصبحت تتدخل في الأسواق المالية تارة مستثمرة وتارة أخرى كمقدمة للخدمات المالية لكل من يريد الاستثمار أو الحصول على موارد مالية في البورصة.

و المفكر **CH.bialès** أضاف إلى القاعدة الثلاثية التي تطرق إليها **H.Bourguinat** قاعدتين إثنتين لتصبح بذلك قاعدة خماسية الأبعاد « règle des 5D » و هي:

الرقمنة « dématérialisation » : أي تجريد كل من الأسواق و الأوراق المالية من الخصائص المادية، هذا يعني أن هذه الأسواق تسير بطريقة إلكترونية أي تخضع لأنظمة الإعلام الآلي بصفة موسعة يمكن الوصول إليها بسهولة في أي زمان و أي مكان. أما رقمنة الأوراق المالية فهي عملية يتم من خلالها اكتتاب الأوراق في حساب لدى المودع المركزي الوطني. فلا يوجد لها أثر مادي و تمثل بخط «une ligne» ضمن كتاب محاسبي .

عدم التزام الدولة « désengagement de l'Etat » : لقد عرفت الأنظمة المالية تحولات جذرية منذ الثمانينيات في الدول المتقدمة، و لعل من بين العوامل التي فسرت هذه التحولات تنازل الدولة عن جزء كبير من دورها في وضع لوائح و سن القوانين التي تسيّر الأنظمة المالية.

فالشمولية المالية هي: مسار تحول الأنظمة المالية من نموذج المالية غير المباشرة التي تعتمد على وساطة البنوك إلى نموذج المالية المباشرة تكون فيها الوساطة منخفضة بفضل وجود السوق المالي، و بسبب التقدم التكنولوجي تطورت أساليب ووسائل التمويل، فأصبحت أكثر تعقيدا الأمر الذي أدى إلى تنمية الأنظمة المالية و حدوثها، بالإضافة إلى التقليل من القوانين التنظيمية لها و إزالة الحواجز بين مكونات النظام المالي سواء داخليا أو خارجيا. فأدت كل هذه العوامل إلى سرعة تداول رؤوس الأموال في كل أنحاء العالم الذي أصبح قرية صغيرة.

2.2.2 نشأة الشمولية المالية و أبعادها:

تمتد جذور ظاهرة الشمولية المالية إلى زمن بعيد جدا، فهي ليست حديثة النشأة. إلا أنها لم تتمكن من الانتشار بسبب الأزمات المالية المتكررة الناتجة عن عدم الاستقرار المالي و الحروب العالمية. مرت الشمولية المالية بثلاث مراحل:

- **مرحلة التدويل المالي**: و هي مرحلة تمهيدية للعمولة فيها كان الانفتاح نحو الخارج استثنائيا و مقتصرًا على أنشطة معينة وبعض المناطق الجغرافية. و تطور التدويل المالي منذ السبعينيات، و هو يعني " تضاعف حركات رؤوس الأموال بالإضافة إلى ظهور الشركات متعددة الجنسيات البنكية و المالية (كشركات التأمين) ".

- **مرحلة العولمة (العابرة للقارات)**: عرف الاقتصاد العالمي مرحلة إضافية نحو بداية التسعينيات التي تميزت بظهور الشركات متعددة الجنسيات، و المنافسة القوية بين المؤسسات، الأنظمة الإنتاجية و الدول و الخواص أيضا، بالإضافة إلى تداول كل السلع الاقتصادية دون حواجز. و آخر شيء كان توحيد الأسواق المالية التي تعمل و تغطي كل أرجاء العالم.

- **مرحلة الشمولية**: فالشمولية المالية هي آخر مرحلة لمسار تحول الأنظمة المالية، حيث يتم تمويل المؤسسات و استقبال المدخرات على مستوى السوق المالي. و قد ساهم هذا التحول في تنمية القطاع المالي و عصرنته على المستوى العالمي كما نتج عنه توحيد أسواق رؤوس الأموال (نقدية، مالية و سوق الصرف) محلية ودولية. و قد ساعدت على تنمية هذه الظاهرة المؤسسات المالية الخاصة و دعمتها القرارات السياسية، التطورات التكنولوجية و انقطاع الجيو سياسة (géopolitique) أي (انحياز الشيوعية).

وللشمولية ثلاثة أبعاد أساسية هي :

- البعد الجغرافي: الارتباط ما بين الساحات المالية الدولية من خلال شبكات الاتصال العصرية التي أدت إلى حرية حركة رؤوس الأموال من دولة إلى أخرى.
- البعد الوظيفي: تجزئة أسواق رؤوس الأموال إلى سوق نقدي، سوق الصرف و سوق مالي (بورصة الأسهم و بورصة السندات.... إلخ).
- البعد الزمني: تعمل الأسواق المالية باستمرار 24/24 سا و 7 أيام/7 و في الوقت الحقيقي بمساعدة التكنولوجيا الحديثة للمعلومات و الاتصالات (NTIC).

3.2.2 عوامل و نتائج الشمولية:

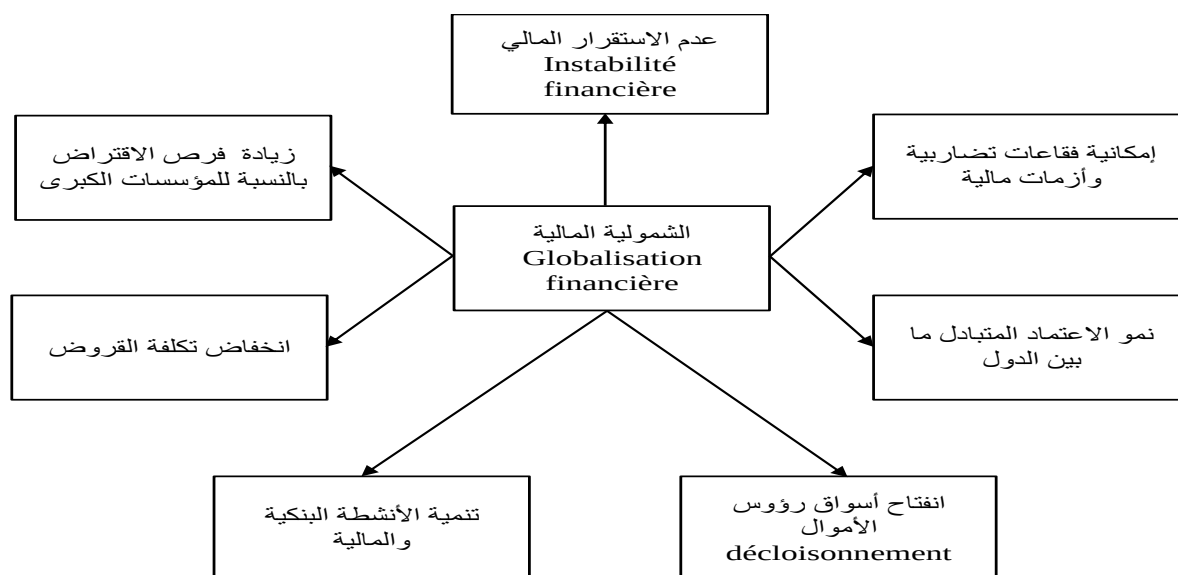
أ. عوامل الشمولية المالية: هناك أربعة عوامل أساسية ساعدت على انتشار الشمولية المالية بالإضافة إلى بعض العوامل الثانوية:

- التقدم التكنولوجي و الإعلام الآلي: تعتبر المعلومة المادة الأولية في عالم المالية، و أول من استفاد من تقدم تكنولوجيا المعلومات و الاتصالات و تطور الإعلام الآلي المتعاملون الماليون و هم أول من استعمل كاباتات التلغراف الدولية. فقدّم كل من الإنترنت و التكنولوجيا الحديثة إمكانية الاتصال الداخلي ما بين الأسواق و الساحات المالية، كما سهّلت لكل المتعاملين عملية جمع و معالجة المعلومات من أجل اتخاذ القرارات المالية المناسبة و لتسيير الأخطار. وساهمت أيضا في ابتكار منتجات مالية جديدة و تقنيات لتنويع الأخطار.
- عولمة الاقتصاديات الوطنية: أدت إلى تقدم النشاط الاقتصادي الحقيقي بانتشاره في مختلف الدول و الجهات. و هذا كان بفضل إزالة الحواجز عن التبادلات الدولية. و ظهور الشركات متعددة الجنسيات، بحيث ارتفعت التدفقات الدولية للسلع و الخدمات فوصلت الصادرات العالمية لها سنة 2001 إلى 6،7 مليار دولار بعدما كانت تقدر 3،2 مليار دولار بين سنتي 1983-1992.
- إصلاحات النظام النقدي و الدولي: من بين التحولات و الإصلاحات التي طرأت على مستوى المحيط المالي و الأنظمة النقدية: التحرير المالي الذي سمح بنشر مبادئ الاقتصاد الليبرالي في تسيير الأنشطة النقدية، البنكية و المالية. و الحركة ثلاثية الأبعاد (3D)، الابتكارات المالية و نمو تدفقات رؤوس الأموال التي ارتفعت من 500 مليار دولار سنة 1990 إلى 1.2 بليون دولار سنة 2000. و يعتبر كل من McKinnon و Shaw (1973) بأن التحرير المالي هو استراتيجية تسمح بتحسين فعالية النظام المالي و بطريقة غير مباشرة تحفّز على النمو الاقتصادي.
- منافسة موردي خدمات الوساطة المالية: لقد اتسعت دائرة المنافسة بين المؤسسات المالية التي تقدم الخدمات المالية بفضل التقدم التكنولوجي و التحرير المالي. فقد تنوعت المؤسسات المالية غير البنكية (مثل بنوك الاستثمار، شركات التأمين، صناديق التقاعد، شركات التمويل المتخصصة) لتقديم الخدمات المالية و أصبحت منافسا قويا للبنوك.

أما العوامل الثانوية فتتمثل في النقاط التالية:

- نشوء و تطور سوق العملات الأوربية؛ تطور سوق سندات اليورو-دولار؛ زيادة أهمية تدفق رؤوس الأموال و الاستثمار الأجنبي المباشر IDE؛ تنامي الرأسمالية المالية: قد ربطه دروكر (DRUCKER) بما يسمى ب " الاقتصاد الرمزي" بحيث تحركه رموز و مؤشرات الثروة العينية مثل الأسهم و السندات و مؤشرات البورصات العالمية.
- ب: نتائج الشمولية المالية: تعتبر الشمولية المالية سلاح ذو حدين، بحيث جلبت عدة إيجابيات و مكاسب للاقتصاد بصفة خاصة و العالم بصفة عامة، هذا من جهة، ومن جهة أخرى أصبح خيار العولمة المالية يلقي الكثير من التحفظ نظرا للاختلال الوظيفي الذي لا زال يهدد الأنظمة المالية و يتسبب في اندلاع أزمات مالية متتالية و من بينها أزمة الرهن

العقاري 2007-2008. التي هزت العالم بأكمله و استمرت لفترة أطول. و الشكل 1 يوضح مزايا و مساوئ الشمولية المالية.



المصدر: (Yves capul & Garnier, 2014, P 475)

الشكل (1): نتائج الشمولية المالية

4.2.2 خصائص و مؤشرات الشمولية المالية:

أ. خصائص الشمولية المالية: لقد تميزت الشمولية المالية عن باقي أنواع العولمة الاقتصادية و تمكنت من الانتشار بسرعة فائقة عبر الزمان و المكان بسبب الخصائص التالية:

- هيمنة آليات السوق: يعني هيمنة السوق المالي في تمويل المشاريع الاقتصادية، و خضوع معدلات الفائدة إلى قانون العرض و الطلب، بسبب توجه المؤسسات الاقتصادية إلى التمويل بالنداء العمومي للدخار في البورصة. والجدول 1 يبين مدى تطور اللجوء المباشر إلى سوق رؤوس الأموال من طرف القطاع الخاص سني 1996 و 2001 بالنسبة للدول الصناعية الكبرى.

الجدول (1): تطور اللجوء المباشر إلى أسواق رؤوس المال من طرف القطاع الخاص

(حصص الأسهم وأوراق المديونية للمؤسسات المالية بالنسبة إلى مجموع القروض البنكية %)

ديسمبر 1996	جوان 2001	
68	78	الولايات المتحدة
50	60	المملكة المتحدة
35	60	فرنسا
50	58	هولندا
28	48	إيطاليا
40	45	بلجيكا
32	42	إسبانيا
20	40	ألمانيا

المصدر: (karyotis, 2005, p17)

- ديناميكية و حركية العولمة: أصبحت العمليات المالية هي التي تهيمن على العملية الإنتاجية بسبب

الجوء إلى الاستثمارات المالية أكثر من الحقيقية. كما أن حركة رؤوس الأموال كانت ضعف حركة السلع و الخدمات بفضل إزالة الحواجز بين أسواق رؤوس الأموال المحلية و العالمية، الاندماج بين الأسواق المالية العابرة للقارات و القارية وكمثال على ذلك (Nyse-euronext & Euronext) و كذلك الاندماج المصرفي، بالإضافة إلى التقليل من القوانين التنظيمية.

- **الاعتماد المتبادل للاقتصاديات:** سعت المنظمة العالمية للتجارة إلى تحرير التجارة العالمية، كانت من بينها تجارة الخدمات المالية و المصرفية. فالاعتماد المتبادل يؤدي إلى انتقال الفرص و المخاطر من دولة إلى أخرى (الازمات المالية التي تنتقل من الولايات المتحدة الأمريكية إلى باقي الدول النامية أو الصناعية وكذلك الفرص كالتكنولوجيا، أو موجة انتعاشية). كما أدت زيادة حدة المنافسة إلى إزالة العقبات أو تذليلها أمام التدفقات المالية و قيام أسواق عالمية مالية تتنافس فيها مختلف دول العالم.

- **تعاضد دور الشركات المتعددة الجنسيات:** لقد لعبت الشركات المتعددة الجنسيات دورا مهما في انتشار العولمة بصفة عامة. و من خلال بعض المؤشرات المتمثلة في إجمالي إيراداتها بالنسبة للنتائج المحلي الخام، حجم صادراتها و حجم أصولها من الذهب و الاحتياطات النقدية الدولية تبين مدى تحكم هذه الشركات في السياسة النقدية الدولي و الاستقرار النقدي العالمي.

ب. **مؤشرات الشمولية المالية:** يمكن قياس هذه الظاهرة و مدى تطورها و انتشارها عبر الزمان و المكان بعدة مؤشرات، كان أهمها مؤشر تطور حجم المعاملات في الأسهم و السندات للدول المتقدمة عبر الحدود، تداول النقد الأجنبي على الصعيد العالمي.

- **مؤشر تطور حجم المعاملات في الأسهم و السندات للدول المتقدمة عبر الحدود:** الذي تطور كثيرا وبسرعة فائقة عبر الزمن منذ 1980، بحيث انتقل من 10% عام 1980 إلى 100% سنة 1996 في كل من الولايات المتحدة الأمريكية و ألمانيا و أزيد من 200% في كل من فرنسا و إيطاليا و كندا لنفس السنة. و إلى 400% في إيطاليا من الناتج المحلي الإجمالي في نفس السنة.

مؤشر حجم و بنية الأصول المالية في العالم: لقد تعاضد دور القطاع المالي و الاستثمار فيه أكثر من الاستثمار في الموجودات المادية مما أدى إلى نمو و تسارع الشمولية المالية أكثر من نظيراتها في العالم. فقد بلغ حجم الأصول المالية في العالم 55 تريليون \$ عام 1980 ليصل إلى 150 تريليون \$ عام 2001 ثم ارتفع إلى 241 تريليون \$ عام 2007.

- **مؤشر تطور تداول النقد الأجنبي على الصعيد العالمي:** حيث تشير الإحصائيات إلى أن متوسط حجم التعامل اليومي في أسواق الصرف الأجنبي قد ارتفعت من 200 مليار دولار في منتصف الثمانينات إلى حوالي 1.2 تريليون دولار أمريكي عام 1995 و هو ما يزيد 84% من الاحتياطات الدولية لجميع بلدان العالم في نفس السنة. والجدول في الأسفل يوضح هذا التطور.

الجدول (2) : متوسط حركة التداول اليومي للنقد الأجنبي للفترة 1986-1995 (مليار دولار)

بيان العملية	1986	1989	1992	1995
رقم التداول العالمي المقدر	188	590	820	1190
نسبة الزيادة السنوية للفترة	-	46.4%	11.6%	13.2%
نسبة التداول	7.4	15.8	17.4	19.1
المصدر من إجمالي الاحتياطات الدولية عدا الذهب	36.7	75.9	86.0	84.3

المصدر: صندوق النقد الدولي، 1997، 75.

- مؤشر دخول الصناديق السيادية و صناديق التحوط: في ظل التقليل من التقنين المالي والشمولية المالية، ظهر أعوان جدد يستثمرون في الأصول المالية بتوظيف الأموال العامة، إلى جانب المستثمرين التأسيسيين و البنوك. وهم صناديق استثمار عمومية ظهرت بقوة في الفترة التي نمت فيها الشمولية المالية و تسمى بالصناديق السيادية (les fonds souverains) بسبب انتمائها للدولة. وقد ارتفع عددها وازدادت موجوداتها خصوصا في منتصف التسعينيات وفي الألفية الأخيرة حيث بلغت سنة 2007، (44) صندوقا، أما موجوداتها فقد وصلت إلى نحو 216 تريليون دولار وذلك وفقا لبيانات مؤسسة (مورغان ستانلي) العالمية.

بالإضافة إلى صناديق التحوط Hedgefunds التي تزايدت أعدادها إلى 9575 صندوق عام 2007 و بأصول تقارب 1.6 تريليون دولار، بعدما كانت 610 صندوق عام 1990. فهي عبارة عن صناديق استثمارية لها علاقة كبيرة بتجاوز المضاربة المالية و عدم استقرار الأسواق المالية و تستعمل تقنيات التحوط ضد مخاطر مالية، تفتقر للشفافية، لا تخضع لقيود تنظيمية، تتعامل في منتجات مهيكلية، مسجلة في الملاذات الضريبية وإدارتها تتم من قبل مسيرين خارج البلاد، غير ملزمة بنشر معلومات مفصلة حول محافظها.

وهناك مؤشر آخر يوحي بتنامي العولة المالية و هو وجود البنوك الخاصة التي تدير أصولا مالية للأثرياء و طبقا لإحصائيات مؤسسة (PAM)، فإن أكبر 20 بنكا خاصا في العالم يدير حاليا أصولا مالية تصل إلى 10.5 تريليون دولار، بحيث انخفض نصيب البنوك التجارية من الأصول المالية العائلية من 50% إلى 18%، في حين ارتفع نصيب المؤسسات المالية غير المصرفية إلى نحو 42%.

3.2 الإطار المفاهيمي للتحرير المالي:

من الناحية النظرية، ظهر التحرير المالي في بداية السبعينيات، كنهاية لسياسة الكبح المالي التي من خلالها، طال تدخل الدولة في النظام المالي مما عرقل التنمية الاقتصادية. و هذا ما تطرق إليه كل من R.I McKinnon (1973) et Shaw (1973). فالدول المتقدمة تنازلت تدريجيا عن اقتصاد المديونية لصالح اقتصاد السوق.

1.3.2 مفاهيم التحرير المالي:

"يرتكز التحرير المالي على آليات السوق في تحديد قوانين و قواعد سير الأنظمة المالية من أجل زيادة الادخار المالي خصوصا الادخار طويل الأجل و تمويل الاستثمارات الإنتاجية و الأكثر ربحية، و لذلك يجب عدم تدخل الدولة في تحديد معدلات الفائدة إلى مستوى أقل من قيمتها الحقيقية لأن هذا يؤدي إلى ادخار ضعيف بسبب المكافأة القليلة. كما يجب وضع شروط لمنافسة مفتوحة بين المقترضين العموميين و الخواص". (Mc-Kinnon&Shaw, 1973).

"التحرير المالي هو الانتقال من نظام مالي ذا طابع إداري أي نظام يعتمد على اقتصاديات المديونية التي تهيمن عليها المالية غير المباشرة إلى نظام مالي ذا طابع تحرري يعتمد على اقتصاد السوق والذي يهيمن عليه التمويل المباشر" (M. Aglietta 1995).

يعرف التحرير المالي أيضا على أنه " تفكيك كل أشكال المراقبة القانونية سواء كانت كمية أو نوعية ذات طابع تقييدي مفروض من طرف الدولة على الهياكل المؤسسية، أدوات و أنشطة أعوان مختلف أجزاء القطاع المالي سواء على المستوى الداخلي أو الدولي (Boyer et al., 2004).

التحرير المالي بصفة عامة هو العمل الذي يجعل الاقتصاد الأكثر تحرازا، و الأكثر مطابقة لمذهب الاقتصاد الليبرالي الذي من خلاله لا يمكن أن يكون تدخل الدولة عائقا أمام المنافسة الحرة.

و لتحرير الأنظمة المالية هناك مجموعة من الإجراءات يجب اتخاذها من طرف الحكومات و هي إزالة الحواجز بين الأسواق المالية، فبفضل التحرير المالي كما يرى كل من Mc Kinnon et Shaw يتم توجيه الادخار نحو الشبكات الرسمية (البنوك، الوسطاء الماليون، البورصة) و هذا ما يسمح بتوحيد أسواق رؤوس الأموال و بالتالي اختفاء القطاع الموازي. إزالة القيود التنظيمية بحيث يتم إلغاء القيود التنظيمية على مستوى القطاع المصرفي، فتحرير القطاع المالي الداخلي يسمح بالتقليل من ثقل المنتجات المنظمة في ميزانية البنوك، و كنتيجة لذلك تجد البنوك نفسها أمام حركات معدلات السوق. و أخيرا التقليل من الوساطة المالية، من خلال الانفتاح المالي نحو الأسواق المالية و هيمنة المالية المباشرة في عمليات التمويل، وحتى البنوك أصبحت مستثمرا ماليا فعلا داخل الأسواق المالية.

2.3.2 إجراءات و أهداف التحرير المالي:

يمكن تلخيص إجراءات و أهداف التحرير المالي سواء بالنسبة للنظام المالي المحلي أو الخارجي في الجدول التالي:

الجدول (3) : إجراءات وأهداف التحرير المالي

الأهداف	الإجراءات	
- تحسين إمكانية الحصول على القرض؛ - نجاعة أكبر في تخصيص الأموال؛ - تعبئة و استعمال أكثر فعالية للادخار؛ - استجابة أفضل للطلب؛ - تشجيع الابتكارات؛ - تأقلم النظام المحلي مع المنافسة الدولية.	- إلغاء المراقبة على معدلات الفائدة؛ - وقف تأطير القروض؛ - تنمية منتوجات تمويل جديدة؛ - إلغاء الاحتياطات الإجبارية.	النظام المالي المحلي
- إنشاء سوق فعال للأوراق المالية الخاصة و العمومية؛ - تعبئة الادخار الأجنبي.	- إلغاء المراقبة على معدل الصرف - فتح حساب رأس المال، - حرية إنشاء مؤسسات مالية أجنبية (بنك، شركة استثمار.....)	النظام المالي الأجنبي (علاقة على المستوى الدولي)

المصدر : (Benmarzouka, 2008, p45)

3.3.2 أشكال التحرير المالي:

هناك ثلاثة أشكال للتحرير المالي حسب (Scmukler.S&Kaminsky.L, 2003): تحرير القطاع الداخلي، انفتاح الأسواق المالية وتحرير حساب رأس المال. و تقاس هذه الأبعاد الثلاثة بمؤشرات مفصلة، تأخذ بعين الاعتبار وفي نفس الوقت جوانب متعددة الأبعاد وكثافة التحرير المالي. فهذه المؤشرات تسمح بالتمييز من جهة، الأبعاد الثلاثة للتحرير - القطاع المالي الداخلي (المصرفي)، الأسواق المالية و تحرير حساب رأس المال - و من جهة أخرى الأنظمة الثلاثة للتحرير: الموجه، المحرر جزئيا و المحرر كليا. فمؤشر التحرير لكل قطاع مالي يتراوح بين 0 و 2: فيأخذ القيمة 0 عندما يكون القطاع المالي موجه، عندما تبقى كل القيود في مكانها؛ القيمة 2 عندما يكون محررا، مع تحرير كل الأبعاد؛ و القيمة التي تتراوح بين 0 و 2 يعني أن النظام محرر جزئيا، عندما يكون على الأقل بعد محرر. و تحدد أبعاد التحرير المالي الثلاثة في هذه المعادلة حسب كل من (Ben Gamra et Clevenot 2005/2008).

$$\text{Libéralisation Financière} = 1/3 \text{ LSFI} + 1/3 \text{ LMF} + 1/3 \text{ LCC}$$

أ. تحرير القطاع المالي الداخلي LSFI :

- والذي يخص بالضرورة القطاع المصرفي، و يضم تحرير معدلات الفائدة المدينة و الدائنة، معدلات الفائدة للقروض، تقليل أو إلغاء الاحتياطات الإلزامية و تحرير المنافسة المصرفية الذي يكون مرتبطاً:
- بإلغاء كل العوائق أمام إنشاء و مساهمة البنوك المحلية و الأجنبية بالإضافة إلى كل التعليمات الخاصة بتخصيص البنوك؛
 - بتأسيس المصارف الشاملة.

ب. تحرير الأسواق المالية LMF:

ويكون بانفتاح الأسواق المالية المحلية نحو الأسواق الدولية الذي أسفر عنه: أولاً توحيد العملة بين دول أوروبا فأصبح اليورو هو العملة المحلية لكل دول أوروبا. وبعدها اندمجت خمس بورصات أوروبية لينتج عنها بورصة يورونكست لتتحد هي الأخرى مع بورصة Nyse فيكون ميلاد لبورصة عابرة للقارات هي « Nyse-euronext ».

ويشمل انفتاح الأسواق المالية: إلغاء كل القيود على الأوراق المالية بالنسبة للمقيمين أو الأجانب، و التقليل القيود المفروضة أمام إعادة رأس المال، أرباح الأسهم و الفوائد والأرباح.

ت. تحرير حساب رأس المال LCC:

فحساب رأس المال هو: مجموعة متنوعة من التدفقات المالية- الاستثمار الأجنبي، تدفقات محفظة الأوراق المالية) بما فيما ذلك الاستثمار في الأسهم العادية)، و القروض المصرفية، التي تشترك في تملك المقيمين في بلد ما للأصول في بلد آخر- الموجودة في ميزان المدفوعات الوطني. و تحريره بمعناه الواسع يعني، تخفيف أو إلغاء القيود على تدفقات رؤوس الأموال عبر الحدود الوطنية.

ويتمثل انفتاح حساب رأس المال في النقاط التالية:

- إلغاء كل العوائق التي تمنع البنوك و المؤسسات المالية الأخرى من أن تقترض من الخارج؛
- التقليل من المراقبة المفروضة على معدلات الصرف المطبقة على الصفقات المتعلقة بالحساب الجاري و حساب رأس المال؛
- تحرير تدفقات رؤوس الأموال.

فعملية التحرير تكون متفاوتة بين الدول فمنها من ينتهجه على نطاق واسع فيشمل كافة المعاملات و أنواع التدفقات المالية، و هناك من يقتصر على تحرير جزئي لبعض مكونات حساب رأس المال و الجزء الآخر تبقي القيود على ما هي.

والجدول في الأسفل يوضح تطور حركات رؤوس الأموال منذ السبعينيات إلى غاية الألفين و ذلك عبر

الحدود:

الجدول (4) : حركات رؤوس الأموال العابرة للحدود

(المتوسط السنوي بمليارات الدولارات)

1976-1980	1981-1985	1986-1990	1993	2000
29	72	170	581	900

المصدر: (karyotis, 2005, p 09)

لكن بالرغم من السرعة التي تمت بها عملية تحرير الأنظمة المالية في الدول الصناعية الكبرى و المتقدمة، إلا أنها لا يجب أن تكون بنفس الوتيرة لبعض الدول، بحيث تكون بصفة تدريجية. لأن عملية الإصلاحات المالية يجب تأخذ الوقت الكافي للقيام بالإجراءات التصحيحية كلها مع أخذ التدابير الكافية للحفاظ على الاستقرار المالي لاقتصاديات الدول.

4.2 الابتكارات المالية:

تميز التحول المالي لفترة السبعينيات أيضا بظاهرة الابتكارات المالية إلى جانب التحرير المالي. التي لم تتطور بنفس الوتيرة في كل أرجاء العالم، حيث كانت الدول الأنجلوسكسونية (الولايات المتحدة، كندا وإنجلترا) هي الرائدة في هذا المجال، لتليها بعد ذلك الدول الأوروبية في 1980 و في 1990 انضمت إليهم الدول الناشئة.

1.4.2 مفاهيم الابتكارات المالية

فحسب "De-boissieu" الابتكارات المالية تعني الانخراط في التكنولوجيا المالية الجديدة بالإضافة إلى ظهور منتجات مالية جديدة

Silber عرفها " بأنها تغيير في التقنيات المستعملة، السياسات الصناعية و التشغيلية و الذي يسمح بتعديل الوظائف. وتعني أيضا تبني فكرة جديدة من طرف المنظمة و من أجل نفس الهدف".

فالابتكارات المالية هي العملية التي من خلالها يتم تعديل المنتجات المالية الموجودة أو تقديم منتجات أخرى جديدة إلى جانب الأدوات المالية التقليدية و قد سميت بالمنتجات الهجينة. و يوجد أربع أنواع من الابتكارات: ابتكار المنتج، ابتكار العمليات، ابتكار السوق و الابتكار التنظيمي.

2.4.2 تصنيف Schumpeter للابتكارات المالية:

من خلال نظرية الابتكارات الصناعية Schumpeter نميز الابتكارات المالية التالية:

- ابتكارات العمليات ذات البعد التكنولوجي: دخول اتصالات الحاسوب (Télématique) ضمن الخدمات المصرفية والمالية، النقود الالكترونية، إزالة الطابع المادي للأوراق المالية.
- ابتكارات المنتج والتي تتميز بظهور منتج جديد أو بتعديل خصائص المنتج الموجود من قبل.
- ابتكارات السوق والتي تفسر بافتتاح سوق أو استغلال جزء جديد من السوق،
- الابتكارات التنظيمية الناجمة عن ظهور التنظيمات الجديدة، من أمثلتها: Multilateral Trading Facilities وهي أنواع جديدة من البورصات الآلية التي تدخل في منافسة مع ساحات السوق التقليدية، أو التأمين المصرفي Bancassurance الذي تم بفضل الاندماج المالي بين البنوك و التأمينات.
- ويرى Silber بأن الابتكارات المالية تسارعت بفضل ثلاث أنواع من القيود: قيود قانونية؛ زيادة المنافسة؛ وارتفاع الأخطار المتعلقة بتقلبات معدلات الفائدة و معدلات الصرف المتزايدة.
- ولقد تطورت الابتكارات المالية بسبب التقدم التكنولوجي الذي ساعد الساحات المالية على الاتصال الداخلي فيما بينها والتطور.

3.4.2 أنواع التقنيات و الأدوات المالية المبتكرة:

فقد قويت، نمت وتسارعت الشمولية المالية بسبب تزايد و تسارع الابتكارات المالية، ومن أهم مظاهرها: التوريق المالي وتنويع وتعقيد الأدوات المالية.

أ. التوريق المالي:

الذي يعرف بأنه تقنية مالية تقوم بها هيئة قرض فتحول أصولها (أساسها القرض) إلى أوراق مالية قابلة للتفاوض (سندات) في السوق المالي، فهي تسمح لهيئة القرض بأن تعيد تمويل نفسها بسرعة قبل حلول آجال القرض و حماية نفسها من عدة أخطار كخطر عدم التسديد. فالتوريق إنتاج جديد مشتق من التقليل من الوساطة المالية و الابتكار المالي. و يعرف أيضا على أنه: "تقنية مالية تركز على رهن القروض الفردية مقابل سندات مالية مقسمة إلى أقساط حسب مبدأ التبعية، حتى تحمي الأقسام الكبيرة « senior »، الأقسام الأكثر خطورة عندما ترتفع قروض الرهن. "فهو تقنية مالية تركز على تجميع عدد من القروض الفردية ثم تصنف حسب درجة المخاطرة، ومقابل مجمع القروض POOL يتم إصدار أوراق مالية مقسمة إلى مشتقات حسب مردوديتها: العليا، الوسطى و الدنيا. فالمشتقة العليا Senior تعتبر ذات أخطار قليلة و تصنف ب AAA و الوسطى mezzanine تحتوي على درجة خطورة مرتفعة و ذات مردودية أكبر و تصنف ب BBB أما الدنيا equity تعتبر أخطر بكثير من الوسطى و تتطلب مردودية أعلى و لا تصنف. على أساس أن تحمي المشتقة ذات الأخطار العالية المشتقات العليا عندما ترتفع مخاطر قروض المجمع.

ب. تعقد و تنوع الأدوات المالية

ظهرت العديد من الأدوات المالية الجديدة ذات أصول مالية كامنة أو مرجعية كالأسهم و السندات والمواد الأولية و الصرف. فقد ظهرت خلال سنة 1980 أدوات مالية أخرى كالمنتجات المشتقة، التي من بينها الخيارات، العقود المستقبلية و المقايضات swaps التي تعتبر قديمة جدا. فقد ارتفع مجموع المراكز المفتوحة على مقايضات معدلات الفائدة والصرف، وعلى خيارات معدلات الفائدة إلى 286000 مليار دولار في نهاية 2006 مقابل 3450 مليار سنة 1990، فقد ارتفعت بمعدل يقارب 32% سنويا، وكان هذا حسب (International Swaps and Derivatives Association). أما حاليا فهناك العديد من المنتجات المشتقة التي تتميز بالغموض ليس بسبب تسميتها بالأنجلوسكسونية، لكن حقيقة في تعقدها ومن أهم هذه المنتجات هي: الرهن العقاري (Subprimes Mortgages)، الأوراق المالية المدعومة بأصول (Asset Backed Securities ABS)، السندات المدعومة بالرهن العقاري (Mortgage Backed Securities MBS)، السندات التجارية المدعومة بالرهن العقاري (Commercial Mortgage Backed Securities CMBS)، (Residential Mortgage Backed Securities RMBS)، مقايضة العجز الائتماني (credit Default Swaps CDS) مقايضة العجز الائتماني على أساس الأوراق المالية المدعومة بأصول (Credit default Swaps based on Asset-backed securities ABCDS)

5.2 الأزمة المالية:

لقد شهد العالم و لا زال يشهد حتى الآن حالات لاختلال الأنظمة المالية المتحررة و الشاملة بسبب الصدمات المالية المتكررة التي أصبحت تهدد نواحيها و نجاعتها. و من بين الأزمات الكبرى و الحادة التي عرفها العالم: أزمة الكساد العالمي سنة 1929، سنة 1990 أزمة اليابان، أزمة 1994 في المكسيك، في يوليو 1997 في دول شرق آسيا، أزمة الروس سنة 1998، بين 2000-2001 في الأرجنتين و أزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية سنتي 2007-2008. وكل هذه الأزمات كان لها نفس البعد الدولي و اشتركت في نفس العوامل كان أهمها الانفتاح المالي.

1.5.2 مفهوم الأزمة المالية و أنواعها:

تعددت وتنوعت مفاهيم الأزمة المالية نظرا لاختلاف الآراء و المقاربات المالية، سنذكر البعض منها Frederic Mishkin " انهيار كبير في أسعار الأصول و إفلاس المؤسسات بسبب الانقطاع المكثف التي تتميز بها الأسواق المالية."

- فريد كورتل، كمال رزيق " اضطراب حاد و مفاجئ في بعض التوازنات الاقتصادية يتبعه انهيار في بعض المؤسسات المالية تمتد أثارها إلى القطاعات الأخرى."

- " عدم استقرار النظام البنكي و المالي لإحدى أو مجموعة من الاقتصاديات و تضم العملات، الهيئات المالية أو السوق المالي. وتختلف من حيث طبيعتها، و يمكن أن تمس قطاع أو مجموعة من القطاعات الاقتصادية، و يمكن أن تتحول إلى أزمة اقتصادية أو ركود". و تعتبر مؤشر لهشاشة النظام المالي لبلد ما. هناك عدة أنواع من الأزمات المالية.

- أزمة الصرف أو العملة: و تسمى بأزمة الصرف الأجنبي و هي تمس عملة دولة ما أو مجموعة من الدول، بحيث يتعرض معدل الصرف لهذه العملة لتغيرات قوية مقارنة مع العملات الأخرى. فقد ينخفض سعر الصرف الاسمي لدولة معينة بسبب المضاربة إلى 15٪ مقابل الدولار.

- الأزمة المصرفية: وتسمى بالذعر المالي و هي حالة عدم الاستقرار التي تمس النظام المصرفي نتيجة انهيار أحد المصارف.

" تحدث عندما تتراكم حالات ضعف على مستوى النظام البنكي و التي يمكن أن تكون ظرفية(مشاكل السيولة أو مشاكل هيكلية أكثر خطورة عجز على مستوى الميزانية) و من المحتمل أن تحدث من خلال إفلاس بعض البنوك و سحب مكثف للنقد من طرف المودعين ما يدفع البنوك بإلغاء التحويل الداخلي لالتزاماتها و يجبر الهيئات النقدية على التدخل لتفادي انهيار النظام المالي"(Frederic Mishkin 2010).

- أزمة الأسواق المالية: أو أزمة انفجار الفقاعات المالية أو المضاربة « Les bulles financières » و هي انخفاض مفاجئ في مستوى الأسعار الذي يؤدي إلى خسائر فادحة تمس المدخرين أو المستثمرين الماليين - بالنسبة إلى الفئة الأولى فإن سعر الأسهم يقيم ثروتها الصافية و بالنسبة إلى الثانية فستقل عنهم فرص الحصول على موارد مالية- و بالتالي انخفاض مستمر في القيمة الصافية لأصول الشركات المدرجة في البورصة. وأخيرا انخفاض في المؤشرات المالية.

- أزمة الديون السيادية.

2.5.2 عوامل ونتائج الأزمات المالية:

أ. عوامل الأزمات المالية:

هناك عوامل كثيرة تسببت في اندلاع الأزمات المالية العالمية، تتمثل في عوامل داخلية و أخرى خارجية للدول المتأثرة. فمنها ما يتعلق بالاقتصاد الكلي كالاختلالات على مستوى المحيط الكلي: مؤسسات و أسواق مالية حساسة ، سوء التكيف مع تقلبات في الأسعار، ضغوطات المحيط المالي الدولي و زيادة على هذه العوامل هناك عوامل مرتبطة بالاقتصاد الجزئي تتجسد في عدة عناصر يمكن حصرها في ما يلي: سوء تقييم الأخطار بسبب الالتزامات المفرطة للبنوك؛

- الابتكارات المالية: لقد أدى التعقد الكبير في الأدوات المالية إلى فشل الكثير من البنوك و الهيئات المالية بسبب السباق المفرط نحو هذه المنتجات و الخدمات المالية الجديدة.

- التحرر المالي غير الوقائي و إزالة القيود التنظيمية (عدم وجود نظام مراقبة و إشراف ملائم على الهيئات المالية): الذي تسبب في حدوث أزمات مالية حادة عالميا و هذا حسب معظم الدراسات التي بينت ذلك.
 - الفشل المصرفي: و ينتج عن فشل البنوك في آن واحد دعر مصرفي « panique bancaire ». و المصدر الرئيسي لهذه العدوى هو مشكل عدم تماثل المعلومات.
- ب. نتائجها:

خلّفت الأزمات المالية ولازالت كذلك حتى الآن، الكثير من الآثار المتمثلة فيما يلي: الزيادة من حدة مشاكل سوء الاختيار والخطر الأخلاقي التي ينتج عنها تدهور و تراجع في معدل النمو الاقتصادي بسبب انخفاض في النشاط الاقتصادي وارتفاع في وتيرة إفلاس المؤسسات و العائلات و كل هذا يكون ناتج عن عامل ظاهرة عدم التأكد من قوة البنوك، و هذا يقود إلى دعر مصرفي. الذي ينتج عنه إخفاق مسار الانتعاش. و من هنا تبدأ مرحلة الانكماش عن طريق الديون، التي تساعد على انخفاض غير متوقع لمستوى الأسعار، و الذي يؤدي إلى تدهور في القيمة الصافية للمؤسسات بسبب ثقل المديونية. وأكبر مثل لذلك هو أزمة الكساد الكبير لسنة 1930 . وبالإضافة إلى كل هذا هناك آثار أخرى: كأثر الأزمة المالية على معدل التضخم، معدل البطالة، سياسة سعر الصرف.

2. علاقة أزمة الرهن العقاري بالتحرير المالي و الابتكارات المالية:

1.3 أزمة الرهن العقاري « la crise de subprime » :

القروض العقارية من الدرجة الثانية **crédit de subprime** : هي قروض بمعدلات فائدة متغيرة تمنح من طرف البنوك إلى العائلات الأمريكية ذات الدخل الضعيف أو ذوو ملائمة مالية ضعيفة، و هي قروض من الدرجة الثانية و قد تطورت بسرعة كبيرة بين 2001 و 2006 من 94 مليار دولار إلى 700 مليار دولار حوالي أكثر من 7 مرات.

1.1.3 جذور الأزمة :

تعود أزمة 2007-2008 إلى سنة 1980 عندما اتبعت الولايات الأمريكية سياستين مهمتين :

- الأولى تتمثل في إمكانية الحصول على سكن خاص من طرف كل مواطن أمريكي؛
 - و الثانية سياسة التقليل من القيود التنظيمية.
- بالإضافة إلى الأزمة المالية لسنة 2001 التي كانت سببا رئيسيا لاتخاذ مجموعة من الإجراءات: كالحفاظ على سعر فائدة 1٪ من ديسمبر 2002 إلى غاية مايو 2004 (18 شهر) من طرف FED ؛ تنمية منتجات مالية جديدة؛ و أخيرا عرض القروض من الدرجة الثانية على من هم أقل ثروة، أي لا دخل، لا وظيفة، لا ملكية لهم (NINJA) (No income, No jobs, No assets). و قد جاء هذا العرض من طرف سماسرة البنوك الإقليمية للعقارات. مقابل عمولة لكل عملية، حيث تكون ضعيفة في حالة عدم إمكانية الزبون من التسديد ومن هذه اللحظة تقوم البنوك العقارية الإقليمية بتجميع القروض الأكثر خطورة لتبيعها إلى بنوك الاستثمار والتي تسمى ب (véhicules de financement particuliers) التي تحولها هي بدورها إلى أوراق مالية مدعومة بأصل أو عقار تسمى (Mortgage backed securities MBS) تباع في الأسواق المالية و يقوم بشرائها مستثمرون آخرون.

حيث تم تسجيل ارتفاع في معدلات المديونية العقارية منذ سنة 2000، و هذا يعني أن قدرة العائلات على التسديد قد تدهورت. و هذا ما نتج عنه مصادرة العقارات بالنسبة للزبائن الذين سددوا فقط 5٪ إلى 15٪ من الحصة الخاصة مقابل 20٪ بين 1999-2000.

2.1.3 أسباب الأزمة: اندلعت هذه الأزمة نتيجة لمجموعة من الأسباب هي:

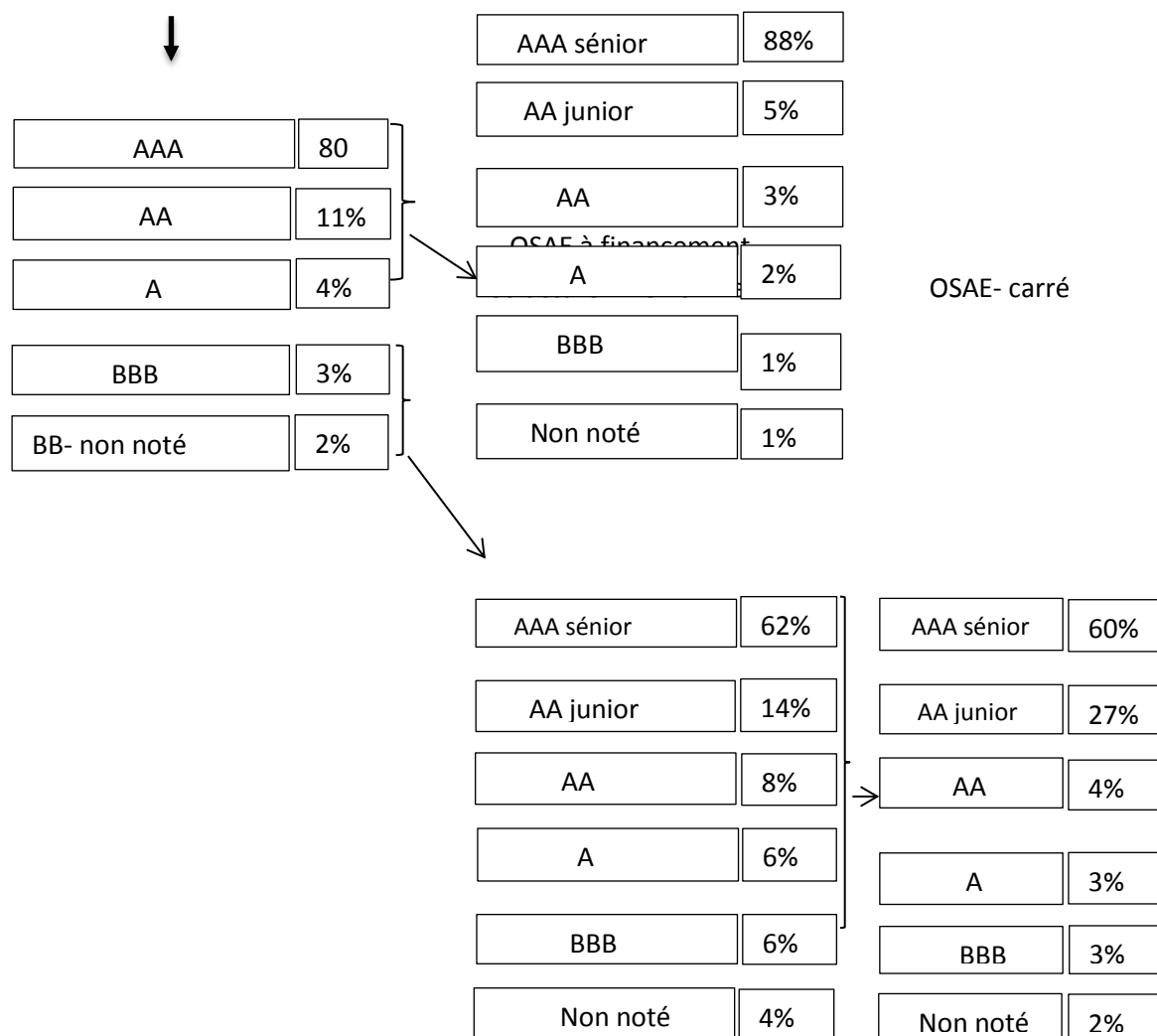
- ✓ لقد ساعد كل من التكامل و الاندماج ما بين اقتصاديات الدول بسبب العولمة المالية على محاربة التضخم و انخفاض معدلات الفائدة على السندات؛
- ✓ شجعت البحوث المالية، الاستقرار المالي و الاقتصادي قبل حدوث الأزمة المؤسسات المالية على توسيع حجم الائتمان في ظل انخفاض معدلات التضخم و نسب الفائدة على القروض. و أغرت المستثمرين على البحث عن فرص الاستثمار المريح؛
- ✓ ارتفاع الناتج الإجمالي الخام عالميا من 19٪ في فترة 1980-2000 إلى حوالي 30٪ خلال 2006-2007؛
- ✓ كانت السياسة النقدية التوسعية التي انتهجها البنك الاحتياطي الأمريكي السبب الجوهرى لذلك؛
- ✓ عدم الالتزام بالمعايير الخاصة بمنح القروض العقارية، بحيث تم خلق نوع جديد من القروض من الدرجة الثانية « subprimes » و بدون ضمانات كافية لمساعدة كل المواطنين الأمريكيين للحصول على سكن؛
- ✓ رفع معدلات الفائدة من 1٪ إلى 5.25٪ من طرف البنك الفيدرالى الأمريكى لمحاربة التضخم مما أدى إلى عجز المستفيدين من هذه القروض على تسديد الأقساط الشهرية؛
- ✓ التوريق: إنتاج جديد مشتق من التقليل من الوساطة المالية و الابتكار المالي. فهو تقنية تقوم على إصدار أوراق مالية مقابل مجمّع القروض POOL يتم تقسيم هذه السندات إلى مشتقات حسب مردوديتها إلى: المشتقة العليا Senior تصنف ب AAA لأنها ذات أخطار قليلة، الوسطى mezzanine ذات درجة خطورة مرتفعة ومردودية أكبر و تصنف ب BBB، أما الدنيا equity تعتبر أخطر بكثير من الوسطى و تتطلب مردودية أعلى لأنها غير مصنفة. وقد ساعدت هذه التقنية كثيرا على الانتشار الواسع للأزمة على مستوى الأسواق المالية، لأن مجمع القروض كان يضم القروض من الدرجة الثانية. وبدلا من أن تحمي المشتقات العليا السفلى حدث العكس وتدمرت مع انخفاض قيمتها بعد انتشار خبر عن رداءة هذه المشتقات و عدم ربحيتها. كما أنها ساعدت البنوك على أن تتخلى عن الذمم المشكوك فيها و طرحها على مستوى الأسواق المالية، حيث تم تداولها من قبل عدة مستثمرين خواص هم بنوك الاستثمار (SVP) الذين يبحثون عن توظيف أمثل للموارد. و الشكل 2 يوضح لنا ذلك.

Forte complexité

Les produits de credit structurés sont découpés en tranches

Prêts hypothécaires à risque OSAE à financement Structuré de premier rang

Obligations hypothécaires à Risque



Notes: OSAE=obligations structures adossées à des emprunts. Les pourcentages représentent la part de l'obligation dans la tranche note.

المصدر: Estimation des services du FMI.

الشكل (2): المنتجات العقارية المهيكلة

✓ دور وكالات التصنيف: Agence de notation هناك ثلاث شركات أمريكية متخصصة تسمى وكالات التصنيف و هي (standards &poors, Moody's, Fitch) تقوم بتقييم الملائمة المالية لمصدر الأوراق المالية و تصنفه حسب معيار جودة محفظة القروض. و قد تسببت هذه الوكالات في اندلاع الأزمة عندما صنفت مجمع القروض الذي يحوي قروض من الدرجة الثانية ب AAA أي سندات ذات أخطار قليلة و مردود عالي. و عندما تفتت برداءة هذه

السندات و الأخطار التي تحملها، قامت بإعادة تقييمها إلى أحسن تقدير ممكن من المرتبة AAA إلى أقل تقدير ممكن. و منه انخفضت سيولة هذه السندات.

✓ ضعف الرقابة و عدم تماثل المعلومات: لقد ساعد كل من عامل إزالة القيود التنظيمية عن المعاملات المالية و تقليص الرقابة على النظام المالي ككل، بالإضافة إلى مشكل عدم تماثل المعلومات بين الفاعلين الاقتصاديين الذي أدى إلى زرع الشك بينهم لاندلاع و نشوب أزمة الرهن العقاري. بسبب شح في السيولة على مستوى النظام المالي ككل.

✓ دور صناديق التحوط: Hedge funds بفضل خصائصها و أسلوبها الخاص في العمل المتمثلة: في المضاربة المالية، تقنيات التحوط ضد مخاطر مالية، افتقارها للشفافية، عدم خضوعها لقيود تنظيمية، غير ملزمة بنشر معلومات مفصلة حول محافظها.... إلخ. عند نشوب أزمة نقص السيولة subprime، جعل الأنظار تلتفت نحوها، لأنها كانت تمتلك في فترة الأزمة 46% من مجموع التزامات الدين المعزز بضمان CDO و قد بلغت نسبة الشرائح الدنيا و الوسطى (Equity & Mezzanine) 80% ما يعادل 1400 مليار دولار أمريكي و الجدول رقم 5 في الأسفل يبين ذلك:

الجدول (5): حصص صناديق التحوط من CDO قبل الأزمة

La place des hedge funds dans la détention de CDO avant la crise				
	Assurances (%)	Hedge funds (%)	Banques (%)	Asset Managers (%)
AAA	6,9	12,1	14,5	5,8
AA	1,2	4	3,5	4
A	0,3	4,6	1,4	2,9
BBB	0,6	4,3	0,3	4
BB	0	2,3	0,3	0,3
Equity	0,9	19,1	4,9	1,7
Total en %	9,8	46,5	24,9	18,8
Total en Mds USD	295	1 396	746	564

Source : A. Blundell-Wignall (2007), à partir de données privées de banques, p. 45.

3.1.3 نتائج الأزمة: خلقت أزمة الرهن العقاري ورائها عدة آثار منها ما يلي:

أ- الآثار الاجتماعية: لقد نجم عن 20% من القروض العقارية من الدرجة الثانية الممنوحة مصادرة المساكن، فيما يعادل 200000 منزل تم مصادرتها كل شهر في كل الأقاليم الأمريكية. فأصبح مليونين من الأسر الأمريكية تبحث عن سكنات. فقد تم بيع بعض المنازل بالميزاد العلني بأسعار منخفضة تقدر بـ \$50000 و الكثير منها بقيت مهجورة. و قد أدى انخفاض أسعار البيوت، إلى انخفاض مشتريات المساكن بـ 15% سنة 2007 و بـ 13% سنة 2008 تلاها بعد ذلك تدهور في شروط الحياة نظرا لتسريح مكثف لعمال قطاعي العمارات و البنوك.

ب- الآثار الاقتصادية: ولدت هذه الأزمة عدة مشاكل اقتصادية داخل الولايات المتحدة الأمريكية لتنتقل بعدها إلى الدول الأوروبية و منه إلى باقي دول العالم. لتتحول بعدها إلى أزمة اقتصادية حادة عان منها العالم و لا زال يعاني لحد الآن وتتمثل في العناصر التالية :

✓ تدهور ميزانيات البنوك: لقد تدهورت القيمة الصافية و ميزانيات الهياكل المالية بسبب الخسائر المسجلة على مستوى محافظ الأصول المثقلة بأصول ذات نوعية رديئة؛

✓ فقدان العملة الأمريكية ما بين 15 إلى 20% من قيمتها مقارنة مع العملات الأخرى؛

✓ ارتفاع في الناتج الداخلي الخام PIB بسبب ارتفاع الأسعار؛

✓ زيادة مشاكل سوء الاختيار والخطر الأخلاقي، الذي نتج عنه تقليص في حجم القروض من طرف

الهياكل المالية المفلسة، الأمر الذي كان مصدر خطر على المؤسسات التي أوقفت استثماراتها .

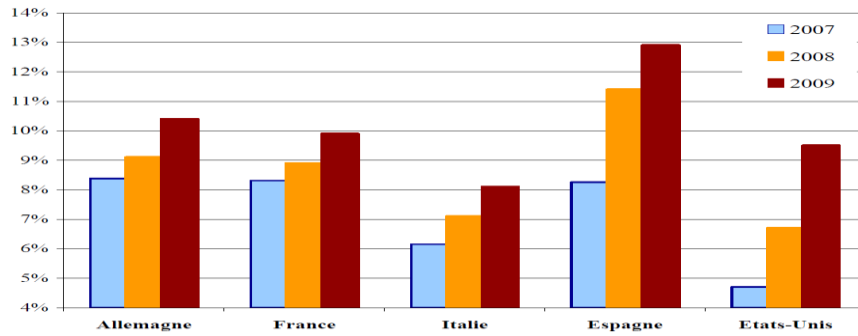
✓ خسارة و إفلاس العديد من البنوك و المؤسسات المالية الكبرى، فقد أعلن 16 مصرفاً من أكبر المصارف الأمريكية الإفلاس أو العجز. الأمر الذي تطلب تدخل البنك الاحتياطي الفيدرالي و الخزانة الفيدرالية سواء بإعادة شراء أسهم عديمة الفائدة أو عن طريق الدعم. فتم دعم كل من البنك الاستثماري « Mac Bear Stearns » و شركتي التأمين الخواص Fannie Mae و Freddie و ذلك بإعادة شراء أكثر من 30 مليار \$ من أصول صعبة التقييم للأول و ضمان و إعادة تمويل شركتي التأمين. لكن تم رفض مساعدة أكبر رابع بنك استثماري ليمان برازرز Lehman Brothers الذي هبطت رسمته البورصة إلى 73٪ بسبب الخسائر على مستوى أصوله التي بلغت 600 مليار. وقد أدى إعلان إفلاسه إلى حدوث الكارثة على مستوى الأسواق المالية الأمريكية. حيث فقدت أغلب المؤشرات المالية أكثر من 10٪ في بعض التداولات فمؤشر داوجنز انخفض ب 550 نقطة. و الجدول الآتي يبين الخسائر المالية التي تعرضت لها أهم المؤسسات المالية.

الجدول (6) : تخفيض قيمة الأصول والمؤونات وخسارة أكبر المؤسسات المالية

1. Banques et maisons de titres	Dépréciations et pertes	2. Compagnies d'assurances	Dépréciations et pertes
Citigroup Inc	112,2	American international group	101,4
Wachovia corp.	101,9	ING Groep N.V	17,7
Banq of America Corp	69,6	Ambac Financial Group Inc.	12,1
Merrill Lynch & Co .	55,9	Hartford Financial SVCS GRP	11,6
UBS AG	53,1	Metlife Inc	10,0
HSBC Holding Plc	50,1	Prudential Financial Inc.	9,2
JP Morgan Chase & Co	49,2	Aegon NV	8,7
Washington Mutual Inc.	45,3	Swiss Re	8,3
Wells Fargo & Company	32,8	Allstate Corp.	7,8
HBOS Plc	29,5	Allianz SE	7,6
Royal Bank of Scotland Group Plc	29,0	MBIA Inc	5,8
National City Corp	25,2	Genworth Financial Inc-CLA	5,4
Barclays Plc	23,7	Autres assureurs	58,8
Morgan Stanley	23,0	Total	264,4
Credit Suisse Group AG	19,2	3. Government sponsored entities	
Deutsche Banc AG	18,7	Freddie Mac	119,6
BNP Paribas	17,0	Fannie Mae	118,3
Autres banques	343,7	Total	237,9
Total	1099,1	GRAND TOTAL (1+2+3)	1601,4

المصدر: (Mishkin, 2010)

✓ و كل هذا أدى إلى انكماش في النشاط الاقتصادي و ركود خطير و ارتفاع في مستوى البطالة. بحيث خسر مجموعة من عمال قطاعي العقارات و الهيئات المالية وظائفهم بسبب التسيريحات المكثفة. و الشكل التالي يوضح تطور معدل البطالة في الفترة 2007-2009 لبعض الدول الأوروبية و الولايات المتحدة الأمريكية.



المصدر: (Sapir, 2009)

الشكل (3): تطور معدل البطالة

2.3 انتشار الأزمة المالية وخطط الإنقاذ:

1.2.3 انتشار و توسع الأزمة:

لم تقتصر هذه الأزمة المالية على الولايات المتحدة الأمريكية فقط بل انتقلت العدوى إلى كل أقطار العالم، و سنعرض مجموعة من الدول التي تأثرت بهذه الأزمة، و ما هي أهم نتائج الأزمة عليها:

الجدول (7): الدول المتضررة من الأزمة وأهم نتائجها

الدول المتضررة	نتائج الأزمة
1. فرنسا	قامت بعض البنوك على تخفيض مكثف لقيمة أصولها التي تحتوي على سندات ذات خطورة عالية. فبنك BNP Paribas خفضت 301 مليون يورو من أصولها بمبلغ إجمالي يقدر ب 1,2 مليار يورو، أما La Société Générale فخفضت 404 مليون يورو بمبلغ إجمالي قدر ب 2,57 مليار يورو خلال سنة 2007.
2. ألمانيا	قد انتقل البنك Deutsche Banque إلى أصوله إلى 2,2 مليار يورو فقط في السادس الثالث من سنة 2007.
3. سويسرا	بنك سويسرا U.B.S من جهته خفض ما قيمته 11 مليار فرنك سويسري (ما يعادل 8,5 مليار يورو).
4. اليابان	كان بنك MIZUHO الأكثر تضررا من الأزمة، بحيث فقد ما قيمته 9,3 مليار يورو.
5. الدول النامية و الناشئة	أفاد مجلس الاحتياط الفيدرالي الأمريكي أن خسائر الاستثمارات الأجنبية في أسواق المال الأمريكية قد بلغت 400 مليار دولار منذ بداية الأزمة، أما خسائر الاستثمارات العربية قدرت في آخر سبتمبر 2008 بنحو 50 مليار دولار. و ذلك بسبب الارتباط الكبير لاقتصاديات هذه الدول بولايات أمريكا، لكن بعض الدول لم تتأثر بهذه الأزمة نظرا لعدم تبعيتها لأمريكا و هي: سنغافورة، كوريا الجنوبية و ماليزيا.
6. الجزائر	تأثرت الجزائر بالأزمة لسببين هما: أولا: أدى تباطؤ واردات المنتجات الطاقوية من طرف الولايات الأمريكية و الأوروبية إلى انخفاض مداخل الجزائر من العملة الصعبة الناتجة عن تصدير المحروقات الذي يغطي نسبة أكبر من 90٪ من صادراتها. كما سببت الأزمة في التضخم المستورد بسبب غلاء المنتجات المستوردة. ثانيا: بسبب توظيف هذا البلد لسيولة احتياطي الصرف في أدوات الخزينة الأمريكية، تعرضت لخسائر كبيرة بسبب تأثر مردودها بانخفاض قيمة الدولار أو لانفجار فقاعة أدوات الخزينة الأمريكية.

المصدر: من إعداد الباحثين اعتمادا على عدة مراجع

2.2.3 خطط الإنقاذ:

نظرا لما أحدثته الأزمة من اختلالات على مستوى الاقتصاد الكلي، كان من الضروري التدخل السريع والفوري للهيئات الوصية والحكومات للحد أو التقليل من حدة و انتشارها، حيث تم وضع خطط لإنقاذ الاقتصاد من الانكماش أو الركود. كانت معظم هذه التدخلات عن طريق تخصيص مئات المليارات من الدولارات لدعم البنوك المتعثرة. و قد اختلفت إجراءات الإنقاذ من دولة إلى أخرى. و من خلال الجدول التالي نلخص خطط الإنقاذ لكل دولة.

الجدول (8) : خطط الإنقاذ المنتهجة من طرف الدول المتضررة

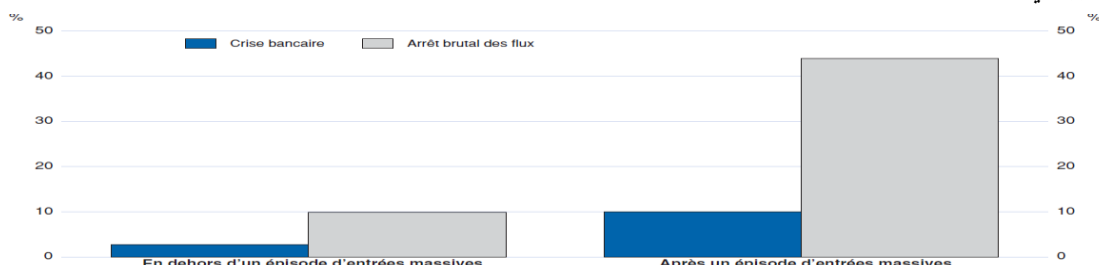
الدول	خطط الإنقاذ
أمريكا	المخطط الأول: قام بوضعه Georges W Bush، قام ب ضخ 168 مليار دولار على مدى سنتين و تخفيض معدل الفائدة من طرف البنك المركزي إلى 3٪ وكان سنة 2008، المخطط الثاني: قام بوضعه أيضا Georges W Bush، كان تمديدا للأول و قد ارتفع مبلغ دعمه إلى 700 مليار دولار، حصة منها خصصت لمساعدة البنوك وحصة أخرى وجهت لمساعدة قطاع صناعة السيارات وذلك لتنمية السيارات الإلكترونية فبلغت قيمتها 14 مليار دولار. المخطط الثالث: كان من طرف Barack Obama الذي خصص مبلغ قدره 789 مليار دولار موجه لخلق 3 إلى 4 ملايين منصب شغل.
المملكة المتحدة	فقامت بإصدار ديون عمومية بقيمة 63,1 مليار يورو لشراء أسهم البنوك المتعثرة مثل: Royal Bank of Scotland. و تقلصت ضمانات بقيمة 250 مليار جنيه إسترليني.
ألمانيا	صوّت البوندستاغ الألماني على مخطط الإنعاش بقيمة 50 مليار يورو الذي يتضمن تخفيض للضرائب بقيمة 18 مليار يورو، و تخصيص 17 مليار للاستثمارات في الهياكل القاعدية. كما خططت لإصدار سندات عمومية بقيمة 107,3 مليار يورو لشراء حصص في رأس مال البنوك المتعثرة بالإضافة إلى ضمان ديون بقيمة 400 مليار يورو.
فرنسا	انتهجت حكومة Nicolas Sarkozy برنامج إنعاش اقتصادي يقدر بمبلغ 26 مليار يورو. و قامت بدعم البنوك بمبلغ 40 مليار يورو و ضمان الديون المتعثرة بقيمة 320 مليار يورو.
اسبانيا	الحكومة الإسبانية قررت ضمان ديون البنوك بمبلغ 100 مليار يورو.
اليابان	وضعت ثلاثة مخططات للإنعاش الاقتصادي. الأول كان بمبلغ 73 مليار يورو لدعم الفلاحين. و الثاني في أكتوبر 2008 كان بمبلغ 207 مليار يورو وجهت لإنعاش الاستهلاك. و الأخير كان بمبلغ 192 مليار يورو خصص لتخفيض الضرائب.

المصدر: من إعداد الباحثين اعتمادا على عدة مراجع.

3.3 تحليل العلاقة بين التحرير المالي، الابتكارات المالية و أزمة الرهن العقاري

1.3.3 العلاقة بين التحرير المالي و الأزمة:

أصبح التحرير المالي و بالأخص تحرير الاقتصاد البنكي (التقليص من التقنين) الذي استجابت له معظم الاقتصاديات المتقدمة، ينظر له بطريقة سلبية من طرف معظم الخبراء، و ذلك لما أحدثته من اختلال في الاقتصاديات المصرفية و المالية. حيث عرفت معظم الدول بعد تنفيذها لإجراءات التحرير، أزمات مصرفية و مالية كارثية خلال الثمانينيات. فمثلا في بداية التسعينيات (1990)، شهدت اليابان أزمة مصرفية حادة بسبب التقليص من التقنين. و قد بينت معظم الدراسات التطبيقية أن هناك علاقة سببية بين التحرير المالي بأشكاله و الأزمة المصرفية الحديثة و هذا ما سيتبين في الأشكال التالية:

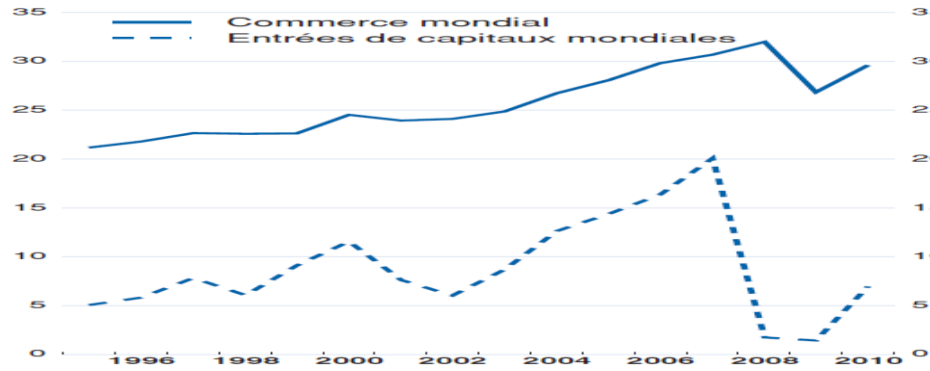


Note : Sur la base des résultats de régressions présentés dans les Tableaux 7 et 11 de Furceri et al. (2011c). Les probabilités sont évaluées considérant que toutes les autres variables de l'équation sont à leur moyenne sur l'échantillon. Un épisode d'entrées massives de capitaux est défini par un écart important du ratio entrées nettes de capitaux/PIB par rapport à sa tendance historique.

المصدر : calculs de l'OCDE

الشكل (4) : احتمال سنوي لأزمة مصرفية أو توقف حاد لتدفقات رؤوس الأموال

إن الدخول المكثف لرؤوس الأموال يجعل الدول المستقبلية أكثر عرضة لدورات أقوى توسع/إنكماش، إلى أزمات مالية، بالإضافة إلى تكاليف اقتصادية و اجتماعية ذات صلة. في 268 فترة لدخول مكثف لرؤوس الأموال (حسب Furceri et al 2011) حوالي 60% منها انتهت بتوقف مفاجئ لدخول رؤوس الأموال، و أسفرت حوالي فترة من عشر بأزمة مصرفية أو أزمة صرف أجنبي. وإذا أخذنا بعين الاعتبار فقط بلدان OCDE، فقد انتهت حوالي 40 % من 75 فترة من تدفقات رؤوس الأموال الضخمة إلى توقف مفاجئ في التدفقات الداخلية، وأسفرت حوالي واحدة من كل عشرة فترات إلى أزمة مصرفية أو أزمة عملة(الشكل 4).



Source : Statistiques de la balance des paiements du FMI ; base de donnée des Perspectives de l'économie mondiale du FMI, Lane et Milesi-Ferretti (2007) ; base de données no 89 des Perspectives économiques de l'OCDE ; calculs de l'OCDE.

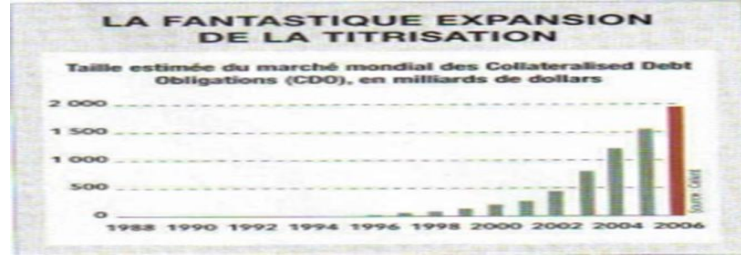
الشكل (5) : العولمة المالية والتجارية

بالنسبة المئوية من PIB العالمية

ارتفع المبلغ السنوي للتدفقات الخام العابرة للحدود بشكل كبير، حيث انتقلت من 5% من PIB العالمي في أواسط التسعينيات إلى 20% سنة 2007. فبعد أن بلغت التدفقات المالية الدولية نقاط مرتفعة تاريخية في أواسط 2007، انهارت خلال الأزمة المالية إلى أقل من 5% (الشكل 5). لكن تسبب إفلاس Lehman brothers في انهيار واسع النطاق لتدفقات رؤوس الأموال الدولية، مما يدل على التعقيد و سرعة انتقال الصدمات المالية على الصعيد الدولي بالإضافة إلى الهشاشة المالية الناجمة عن زيادة التدفقات.

2.3.3 العلاقة بين الابتكارات المالية والأزمة: إن الحزام الأول للأزمة يكمن في ظاهرة التوريق، التي أصبحت شائعة منذ أوائل القرن العشرين. حيث أصبح سوق الرهن العقاري يمول عن طريق التوريق بطريقة مكثفة، حيث تم تجميع الذمم لدى بنوك الاستثمار المتخصصة « véhicules de financement ad-hoc ».

ففي بداية سنة 2007، تم إلقاء كل الشكوك على أدوات توريق الذمم كسبب رئيسي في نشوب أزمة ائتمانات الرهون العقارية، المتمثلة أولاً في الذمم العقارية (الأوراق المالية المدعومة بالرهن العقاري الأمريكي MBS، بالإضافة إلى باقة الذمم المتنوعة كالتزامات الديون المضمونة CDO. لقد تطورت تقنية التوريق المالي بسرعة كبيرة في السنوات الأخيرة و هذا ما يبينه الشكل التالي عن CDO و ذلك قبل حدوث الأزمة :



Source: transféré par Ladjia Tandia(2012). Sub Primes, site: <https://fr.scribd.com/document/90484572/Sub-Primes-3>.

الشكل 6: توسع عملية توريق السندات CDO قبل الأزمة

كما أوضحت معظم الدراسات الميدانية أن تحرير رأس المال له أثر جد ملائم على النمو و ذلك في حالة ما إذا كانت المؤسسات صلبة و ذات نوعية جيدة، و نظام مالي معزز و متطور (Obstfeld, 2008; Kose et al, 2009; Tirole, 2002).

4- الخلاصة:

في هذا المقال تم تسليط الضوء على العلاقة بين الشمولية المالية و الأزمة المالية للرهن العقاري subprime وتحليل الأسباب الجوهرية التي ساعدت على اندلاعها و تضخمها. و توصلنا إلى أن الأسباب الرئيسية التي ساعدت على نشوب الأزمة المصرفية التي تحولت إلى أزمة مالية و بعدها إلى أزمة اقتصادية : هي التحرر أو التكامل المالي، الابتكارات المالية المعقدة كتقنية التوريق المالي، و قد انتقلت العدوى إلى كل أقطار العالم. و تم استخلاص النتائج التالية:

- تمثل الحركة الدولية المتطورة لرؤوس الأموال مصدرا مهما للأخطار بالنسبة للاقتصاد العالمي؛
- يعتبر عدم تماثل المعلومات l'asymétrie d'information من أهم العوائق التي تعترض استراتيجية التحكم في الشمولية المالية من طرف الهيئات المالية الدولية،
- ظهور أعوان اقتصاديون جدد بالإضافة إلى أدوات تمويل دولية جديدة، لا تخضع للقيود التنظيمية و تفتقر للشفافية و عدم نشر المعلومات ساعد على انتشار الأزمة و تضخمها؛
- إن الدول التي لديها مراكز كبيرة كدائنة أو مدينة، و التي تلعب فيها البنوك دورا كبيرا، هي التي تأثرت كثيرا بالأزمة المالية.

وقد بادرت الكثير من الدول و السلطات القضائية باتخاذ إجراءات تهدف لإصلاح الأنظمة المالية و تصحيح الاختلالات التي سببتها الأزمة، فالتخذت قواعد صارمة في مجال السيولة و التمويل، بالإضافة إلى بعض اللوائح التنظيمية الخاصة بتحديد آثار الرفع المالي للبنوك، و تعرضها لخطر الصرف (الناجمة عن اتفاقية بازل III)، التي بإمكانها أن تكبح استرجاع التدفقات البنكية الدولية.

التوصيات المقترحة:

- ولتفادي حدوث أزمات مالية أخرى في المستقبل و انتقال عدواها، هناك مجموعة من الإجراءات المقترحة تسمح بتبني الشمولية المالية و في نفس الوقت المحافظة على استقرار الأنظمة المالية للدول و هي:
- إنشاء هيئة دولية منظمة ومستقلة قادرة على مراقبة أنشطة التمويل العالمية؛
- في إطار البحوث التي قام بها العالم Paul Krugman الحائز على جائزة نوبل في الاقتصاد في 2008/10/13 والتي تنتقد فكرة التحرير المالي المكثف و المؤكد عليها من طرف المجموعة العشرين G20 تم الطلب من بنوك الدول المتقدمة والناشئة أن تعود إلى وظيفتها الأساسية والتقليدية وتبتعد عن المضاربة و أن تتميز بالشفافية؛

- وضع رسوم على حركة رؤوس الأموال؛ (السياسة التي اتبعها رئيس الولايات المتحدة الأمريكية الحالي ترامب مؤخرًا)؛
- إنشاء دوائر متخصصة من طرف البنوك و المؤسسات المالية لدراسة الأخطار و إدارتها و رفع مستويات أدائها.
- بالإضافة إلى ضرورة تطبيق مبادئ الحوكمة الإدارية السليمة؛
- تطبيق مبادئ التمويل الإسلامي أي الصيرفة الإسلامية التي تمنع الفوائد في المعاملات المالية و المضاربة بالمال أو الإفراط و تقوم نظريتها على تمويل أصول محددة (Asset Base)، فالتمويل هو مشارك في الأخطار و الأرباح ، و ليس وسيطا يقوم بعملية رهن القروض و بيعها كمشتقات مالية.
- فقد تمت دراسة فلسفة التمويل الإسلامي من طرف المفكرين الاقتصاديين غير المسلمين و ذلك بعد أزمة الرهن العقاري التي خلفت دمارا شاملا لكل الاقتصاديات المتقدمة. و توصلوا إلى أن الحل الوحيد للخروج من الأزمة هو تطبيق معدل فائدة 0 و ابتعاد البنوك عن المضاربة في الأسواق المالية. .

المراجع بالعربية:

- إيمان محمود عبد اللطيف. (2011). الأزمات المالية العالمية الأسباب و الآثار و المعالجات، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه فلسفة في العلوم الاقتصادية جامعة سانت كليمينتس العالمية العراق، <http://www.stclements.edu/grad/grademan.pdf>
- د.عبد القادر بلطاس. (2009)، *تداعيات الأزمات المالية العالمية أزمة Subprime*، Edition 2009. Légende.
- طارق محمد خليل الأعرج. (2012). مقرر: العملة المالية. دكتوراه إدارة مصارف. الأكاديمية العربية المفتوحة في الدانمرك.
- فريد كورتل، كمال رزيق. (2009). الأزمة المالية: مفهومها، أسبابها و انعكاساتها على البلدان العربية. المؤتمر العلمي الثالث حول "الأزمة العالمية و انعكاساتها على اقتصاديات الدول -التحديات و الآفاق المستقبلية". جامعة الأردن.
- نادية العقون. (2012- 2013). العملة الاقتصادية و الأزمات المالية: الوقاية و العلاج "دراسة لأزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية" اطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية. جامعة الحاج لخضر، باتنة. <http://digitallibrary.univ-batna.dz:8080/jspui/bitstream>

المراجع الأجنبية:

- Aglietta, M. (1999). la globalisation financière. L'économie mondiale 2000. *ed la découverte, collection Repères Paris*, P52-67.
- Aglietta, M.(2008). Dix questions sur la crise. Journées de l'Economie. Extraits d'un article pour le Nouvel Observateur,P1-4. http://www.journeeseconomie.org/fichier/25_3.pdf
- BenGamra, S & Plihon, D. (2007). POLITIQUES DE LIBÉRALISATION FINANCIÈRE ET CRISES BANCAIRES. *La Documentation française*, 4(112), 5-28.
- Bialès,CH.(2011). L'intermédiation au centre de la macroéconomie monétaire. <http://www.christian-biales.net/>
- Bourguinat, H, Teiletche, J&Duy, M. (2007). *Finance internationale*. Ed. Dalloz.
- Bouzar, C.(2009). Le cycle de vie de la crise des subprimes. *Revue Campus*, N°15, P 16-28.

- Cartapanis, A & TEilEtche, J.(2008). Les Hedge funds et la crise financière internationale. *Revue d'économie Financière*, H-S7, P185-193. https://www.persee.fr/doc/ecofi_0987-3368_2008_hos_7_1_5206.
- Casian, B. & Marius, B. Origines et impact de la crise des subprimes. P 129-132.
- Charbonneau, J& Couderc, N. (2008). Globalisation et (in)stabilité financières. *in cairn info. Regards croisés sur l'économie. Ed la découverte*, N° 3, P 235-242.
- Editions de l'OCDE. (2011). « Chapitre 6. Tirer le meilleur parti des flux de capitaux internationaux » *Perspectives économiques de l'OCDE* 1 (n° 89), 313-337.
- Frédéric Mishkin. (2010). *Monnaie, banque et marchés financiers*. 9eme Ed Pearson.
- Häusler, G. (Mars 2002). la mondialisation de la finance. *finance & développement* , Vol 39, N° 1, P 10-12. <https://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/fre/2002/03/pdf/hausler.pdf>
- karyotis, C. (2005). *Mondialisation des marchés et circulation des titres*. Ed Revue Banque.
- Ladji Tandia(2012). Sub Primes, site <https://fr.scribd.com/document/90484572/Sub-Primes-3>.
- Lali, R. (2009). Globalisation financière, transformations de l'activité des banques et instabilité financière .quel lien de causalité ? *Université Abderrahmane Mira Bejaia*.
- Miotti, L , Plihon,D. (2001). « Libéralisation financière, spéculation et crises bancaires », *Economie internationale* /1 (no 85), 3-36.
- Plihon, D. (2007). nouveaux acteurs, nouveaux enjeux. Instabilité financière et risque systémique : l'insuffisance du contrôle macro prudentiel, le financement de l'économie *cahiers français*, N° 331, 85-90.
- Sapir,J. (2008). Les racines sociales de la crise financière. *Bilan social de l'Union européenne 2008*, site: www.etui.org/content/download/file/chap2_Jacques+Sapir.
- Sergio L. Schmukler. (June 2004). Benefits and Risks of Financial Globalization: Challenges for Developing Countries. *World Bank*, 1-19. <https://pdfs.semanticscholar.org/ee81/d7b35287ff87b3face2dea07aadcc0e01278.pdf>
- Sinapi, C.(2005). crises financières et gouvernance mondiale : fragilisation financière et institutionnelle endogène dans l'approche minskyenne étendue. *Cahiers du CEREN*, N°10, 32-48.
- Stoffaës, Ch . (2010). La financiarisation des économistes », in Christian de Boissieu et al., À quoi servent les économistes ? Presses Universitaires de France «*Cahiers du Cercle des économistes* », 27-40.
- Yves capul, J & Garnier, O.(2013-2014). *Dictionnaire d'économie et de science sociale*, Ed hatier, 474-476.