

الأزمة المالية في منطقة الأورو: أسبابها و دور كل من السوق المالية ووكالات التصنيف الائتماني فيها

مصباح أحمد،

أستاذ مساعد قسم "أ"، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير / جامعة بومرداس
باحث دكتوراة مسجل بالمدرسة العليا للتجارة.

Résumé: Datant du début de la crise financière dans la zone Euro à la fin de l'année 2009, où le gouvernement grec a montré son incapacité à payer sa dette publique envers ses créanciers, estimée à 149% du produit intérieur brut, la crise s'est ensuite propagée à d'autres pays qui sont: le Portugal, l'Irlande, l'Italie et l'Espagne, elle a également commencé à montrer des symptômes de l'infection répartis en France.

ملخص: تعود بداية ظهور الأزمة المالية في منطقة الاورو إلى نهاية سنة 2009 حيث أظهرت الحكومة اليونانية عجزها على تسديد ديونها العمومية تجاه دائنيها والمقدرة بـ 149% من الناتج الداخلي الخام، ثم امتدت إلى بعض الدول الأخرى وهي: البرتغال، أيرلندا، إيطاليا و إسبانيا كما بدأت تظهر أيضا أعراض عدوى الانتشار إلى فرنسا.

L'objet de ce papier est de revenir sur des raisons qui ont conduit à l'apparition et la propagation de la crise financière dans la zone euro, et le rôle joué par chacun des deux grands opérateurs : marchés financiers et les agences de notation.

وتهدف هذه الورقة البحثية إلى محاولة البحث في الأسباب التي أدت إلى نشوب وانتشار الأزمة المالية في منطقة الأورو ودور كل من السوق المالية ووكالات التصنيف الائتماني فيها.

Mots clés: crise de la dette publique, déficit budgétaire, zone Euro.

الكلمات المفتاحية: أزمة الديون العمومية، عجز الميزانية، منطقة الأورو.

تقديم

عرفت منطقة الأورو منذ نهاية 2009 أزمة مالية حادة عرفت بأزمة الديون العمومية أو أزمة الديون السيادية⁽¹⁾، وهي أزمة ملأه نتجت عن عدم قدرة بعض دول منطقة الأورو (اليونان، أيرلندا، البرتغال وإسبانيا) على تسديد ديونها على المدى القريب والمتوسط. وتعود جذور هذه الأزمة إلى تراكم الديون العمومية على مدار عشرينات من الزمن من جراء الاختلالات الهيكلية التي تعاني منها الميزانيات العمومية للدول المتقدمة بصفة عامة وجل دول منطقة الأورو بصفة خاصة.

وما زاد في وتيرة تراكم الديون العمومية هو الانعكاسات السلبية للأزمة المالية والاقتصادية العالمية لسنة 2007، التي ساهمت بشكل كبير في زيادة حجم الديون العمومية في دول منطقة الأورو، وبلغت مستويات عالية جدا مقارنة مع الناتج الداخلي الخام، متجاوزة بذلك الحدود المتفق عليها في اتفاقيات مستريخت والمقدرة بـ 60% من PIB. حيث قدرت الهيئة الأوروبية⁽²⁾ أن ارتفاع حجم الديون العمومية في منطقة الأورو بلغ 23 نقطة في الفترة الممتدة بين 2007 و2009. ويعود ذلك إلى ثلاثة أسباب رئيسية هي: تباطؤ النشاط الاقتصادي من جراء الأزمة المالية العالمية، السياسات المالية المتبعة من طرف دول المنطقة لإنعاش النشاط الاقتصادي والنفقات الاستثنائية الموجهة لدعم القطاع المصرفي الأكثر تضررا من الأزمة المالية العالمية.

كما كان لكل من الأسواق المالية ووكالات التصنيف الائتماني دور في زيادة حدة الأزمة في منطقة الأورو، خصوصا وأن هذه الدول تخضع إلى نظام نقدي موحد يشرف عليه بنك مركزي أوروبي يتولى عملية الإصدار النقدي وتوجيه السياسات النقدية. الشيء الذي لا يسمح لأي دولة في المنطقة اللجوء بمفردها إلى الإصدار النقدي لتمويل العجز في الميزانية أو التأثير على معدلات الفائدة إلا في إطار موحد، ولكن يتعين على كل دولة اللجوء إلى السوق المالية لتغطية العجز في الميزانية العمومية بإصدار أدوات مالية للتداول، والتي تخضع لقوى السوق وتقدير العائد والمخاطرة.

ومما سبق تدور إشكالية هذا البحث حول السؤال الموالي: ما هي أسباب أزمة الديون العمومية في منطقة الأورو؟ والكيفية التي أثرت بها كل من الأسواق المالية ووكالات التصنيف الائتماني على هذه الأزمة؟

وتم تقسيم هذا البحث إلى ثلاث محاور رئيسية: يتطرق المحور الأول إلى الإطار النظري لمفهوم وأسباب الأزمات المالية، أما المحور الثاني فيتناول أسباب أزمة الديون العمومية في منطقة الأورو، وأخيرا يخصص المحور الثالث لعرض الدور الذي لعبته الأسواق المالية ووكالات التصنيف الائتماني في تفاقم أزمة الديون العمومية في منطقة الأورو.

1- الإطار النظري للأزمات المالية وأسباب ظهورها

الأزمات المالية والاقتصادية، كظاهرة اقتصادية، لازمت النشاط الاقتصادي وحظيت بالعديد من الدراسات حاولت تقديم مفهوم وأسباب نشوبها بداية من المالية وآلية انتقالها

إلى النشاط الحقيقي لتصبح أزمة اقتصادية، وهناك وجهات نظر مختلفة، يمكن التمييز بين مدخلين رئيسيين وهما:

1-1 مدخل الاقتصاد الكلي L'approche macroéconomique

ويتفرع هذا المدخل بدوره إلى قسمين هما :

1-1-1 التحليل النقدي - المدرسة النقدية⁽³⁾ - بالنسبة إلى النقديين وعلى رأسهم "Friedman" فريدمان و(1963) "Schwartz" شوارتز، تعرف الأزمة المالية على أنها الهلع أو الذعر الذي يحدث في الوسط البنكي "La panique bancaire"، وينتج هذا الهلع من جراء تعليق قابلية تحويل الودائع إلى نقود - سيولة، أو إفلاس مؤسسة مالية، مما ينجر عنه انخفاض في كمية النقود المتداولة والذي يؤدي بدوره إلى تقلص في حجم النشاط الاقتصادي - حالة الانكماش. وعلى هذا الأساس فالتحليل النقدي للأزمة يرجع أسباب نشوبها إلى ندرة في السيولة.

1-1-2 التحليل على أساس الدورة الاقتصادية⁽⁴⁾ : يبنى هذا التحليل على سوق القروض عوض النقود - السيولة - فهو ينظر إلى الأزمة على أنها إحدى مكونات مراحل الدورة الاقتصادية "Cycle économique"، وبالتحديد يعرفها عند نقطة الرجوع أو الهبوط "up per point". وهذه الفكرة مستوحاة من الفكر الكنزي الذي تعود جذوره إلى الأزمة الاقتصادية الكبرى في ثلاثينات القرن الماضي. كما سبق وأن تناولها التحليل على ضوء الدورة الاقتصادية كل من "1904 veblem" و "Hawtry 1926"، واللذان يريان بأن عدم استقرار القروض يؤدي إلى تضخيم التقلبات الحقيقية، أو النشاط الاقتصادي الحقيقي. كما تناولها أيضا فيشر "Fisher 1933" في نظريته حول انكماش الدين "Debt deflation" و "Minsky" في فرضية عدم الاستقرار المالي. حيث أن أثناء مرحلة الانحدار أو الرجوع في الدورة الاقتصادية (التي تتميز باضطراب نظام الإنتاج والتوزيع بسبب الانخفاض النسبي للمداخل الصافية المتاحة للاستهلاك والاستثمار. مما يؤدي إلى كبح الطلب الفعال وتراجع الميل إلى الادخار والاستثمار وحدوث حالة الانكماش الاقتصادي وهي بذاتها الأزمة الاقتصادية).

تعمل فرص الربح على التشجيع على الاستثمار الممول بالديونية، ويتبعه نمو متزايد للطلب على الأموال من طرف المستثمرين، وبانخفاض رقم الأعمال خلال مرحلة الانكماش، تتوجه معدلات الفائدة إلى الارتفاع ومن ثم الحاجة المتزايدة إلى إعادة

التمويل، ويؤول الوضع إلى مديونية مفرطة وتدهور في الهياكل المالية " Structures financières ". وحسب " H. Minsky "، تتمثل الهياكل المالية في ثلاثة أنواع هي : التغطية "Hedge"، المضاربة "Spéculative" وإعادة التمويل أو الاستدانة لتسديد الديون القائمة "Ponzi"، وذلك حسب العلاقات القائمة بين مداخل الأعوان الاقتصاديين وتعهداتهم المتعلقة بالمديونية.

فالهيكل الأول يوافق التغطية الكاملة لخدمات الديون، الأعباء + رأس المال، عن طريق المداخل، والهيكل الثاني يوافق تغطية بسيطة للفوائد وليس رأس المال الواجب تسديده، وأخيرا الهيكل الثالث الذي يعني إعادة التمويل أو اللجوء إلى الاستدانة لمواجهة الالتزامات القائمة عند آجال الاستحقاق. و بروز هذا النوع الأخير من الهياكل المالية ينشأ من جهة، عن ارتفاع معدلات الفائدة، ومن جهة أخرى كون أن الأعوان الاقتصاديين مجبرين على التنازل عن الأصول من أجل الوفاء بالتزاماتهم المتعلقة بالمديونية (مثلا بيع احتياطي الذهب في فرنسا في 2011 لتسديد الديون التي بلغ أجل استحقاقه)، وتخفيض سيولة ذمتهم المالية، مما ينجر عن هذا التنازل عن الأصول انخفاض في الأسعار وارتفاع في القيمة الحقيقية للديون وتدهور الوضعية أكثر فأكثر. وبالتالي يحدث انخفاض في الإنتاج بسبب انخفاض هوامش الربح، ويستمر الوضع إلى غاية تطهير الوضعية المالية للأعوان الاقتصاديين، أين يمكن أن تبعث الدورة الاقتصادية من جديد.

وحسب هذا التحليل فإن احتمال وقوع أزمة تزداد تدريجيا كلما ابتعدنا عن الأزمة الأخيرة التي حدثت، من جراء تغير سلوك الأعوان الاقتصاديين (ارتفاع الطلب على الأموال من طرف المستثمرين والتساهل المتزايد للبنوك في منح القروض بسهولة)⁽⁵⁾. وقد أخذ هذا الطرح من طرف العديد من المفكرين لشرح وتفسير التقلبات في النشاط الاقتصادي.

2-1 مدخل الاقتصاد الجزئي l'approche Microéconomique⁽⁶⁾

بالنظر إلى الانتقادات التي وجهت إلى النظرية الاقتصادية الكلية، على عدم قدرتها على إعطاء شرح وافي لطبيعة وآليات حدوث الأزمات المالية. هناك وجهة نظر أخرى تقوم على التحليل الجزئي، ويبنى هذا التحليل على عدم تماثل المعلومات بين الدائنين والمدينين المتدخلين في السوق المالية، وقد تطرق إلى هذا التحليل "Gerther 1988".

وفي هذا الإطار يوجد نوعان من المشاكل الرئيسية المتولدة عن عدم تماثل المعلومات وتعد محور التحليل الجزئي :

-الاختيار العكسي "Anti – sélection" الذي يجرى قبل إبرام الصفقة بين الدائن والمدين، إذا كان المقترض ذا مخاطرة ولديه أكبر فرصة لأن يكون مختاراً من طرف البنك فيما يخص منحه القرض.

-الخطر المعنوي "Aléa de moralité" الذي ينشأ بعد الصفقة، إذا كان البنك معرضاً لمخاطرة عدم التسديد من طرف المقترض (الذي يباشر مثلاً نشاطاً تزداد فيه احتمالات عدم السداد)، مثلاً بالنسبة إلى الخزينة العمومية للدولة التي تحصل على قرض من أجل تسديد الديون التي بلغ أجل استحقاقها، يمكن أن يتوقع من هذا التمويل عدم إمكانية السداد في المستقبل.

وهناك أربعة عوامل تؤدي إلى تفاقم الاختيار العكسي أو المخاطر المعنوية وهي : ارتفاع معدلات الفائدة، انخفاض أسعار الأصول المالية، ارتفاع حالة عدم التأكد والانكماش غير المتوقع.

وحسب " H. Minsky " تعرف الأزمة المالية على أنها عدم قدرة السوق المالية على توفير الأموال اللازمة للمستثمرين الذين لديهم فرص الاستثمار الأكثر إنتاجية، وذلك بسبب الاختيار العكسي والمخاطر المعنوية. وينجر بذلك عن هذه الوضعية انكماش في النشاط الاقتصادي على أساس تخفيض عرض القروض من طرف البنوك.

وعلى هذا الأساس فإن هذا التحليل لا يتعارض كلياً مع النظرية الاقتصادية الكلية. فهو يأخذ ببعض الأسباب المتماثلة لنشوب الأزمة، لكن يعتبر نقص المعلومات والآثار الناتجة عنها كآلية لانتقال الأزمة المالية إلى النشاط الاقتصادي. ومن الصعب التأكد من مدى إمكانية تفسير هذه النظريات لآليات حدوث الأزمات المالية وانتشارها، بسبب عدم القدرة على عزل الظواهر الاقتصادية عن بعضها البعض.

وتكملة للمدخلين السابقين فإن التحقق التجريبي الذي يهدف إلى التحقق من النظريات الاقتصادية على أساس تقديم وصف بياني ورقمي للظواهر الاقتصادية، فإن الدراسات السابقة ترى بأن المديونية المفرطة للمؤسسات والعائلات والدولة (الحالة التي تميز دول

منطقة الاورو حاليا) على حد سواء بمثابة أعراض ومصدر للازمة المالية، فهي تؤثر على النشاط الاقتصادي من خلال قناتين أساسيتين⁽⁷⁾:

-التأثيرات المباشرة للمديونية المفرطة على طلب الأعوان الاقتصاديين : حسب الآراء السائدة هناك تأثير مباشر للمديونية المفرطة على طلب الأعوان الاقتصاديين لكن من غير الممكن تحديد مدى تأثير مستوى مديونية الأعوان الاقتصاديين على قرارات الاستثمار والاستهلاك. بمعنى تحديد العلاقة بين مستوى المديونية وقرارات الاستثمار والاستهلاك.

لكن فريدمان "Friedmen" ينسب تزايد معدل إفلاس المؤسسات غير المالية الأمريكية منذ 1980 إلى المديونية المفرطة " Endettement excessif ". وعلى العكس من هذه الخلاصة، خلص كل من " P.Artus " و " F.Lecoointe " في دراسة: أن تزايد معدلات الإفلاس في الولايات المتحدة الأمريكية ينتج أكثر فاكثراً عن السياسات النقدية المقيدة وارتفاع معدلات الفائدة المطبقة، وليس المديونية المفرطة. وأهم مثال على ذلك، اليابان مثقل بديون عمومية مفرطة تبلغ 200 % من PIB ولكن معدلات الفائدة منخفضة جداً ولم تظهر فيها بوادر الأزمة. كما يلاحظ أيضاً أن سياسات النقشف المنتهجة من طرف دول منطقة الأورو تعد نتيجة مباشرة لمدى تأثير مستوى المديونية على طلب الأعوان الاقتصاديين (تخفيض النفقات العامة).

-أما القناة الثانية لانتقال الأزمة إلى النشاط الاقتصادي فتتمثل في تقييد منح القروض (أزمة القروض " Crédit Crunch ")، وهي الحالة التي نكون عندها أمام نظام مصرفي هش ومقترضين ذوي ديون مفرطة، وسياسة نقدية مقيدة مفروضة من طرف السلطات النقدية، كمحاولة منها لكبح الآثار التضخمية الناتجة عن الطلب المتزايد للأموال المقترضة. وقد تطرق إلى هذه الحالة Wojniloner الذي اعتمد على تحليل الدورة الاقتصادية ما بعد الحرب العالمية الثانية. وخلص إلى الدور المسيطر لأزمة القروض في بروز الانكماش الاقتصادي. وهو ما نلاحظه فيما يخص حالة الانكماش التي أعقبت الأزمة المالية العالمية 2007، وذلك بسبب تقييد منح القروض من جراء تضرر البنوك من الديون المسمومة والمشكوك في تحصيلها؛ وهي الحالة التي آلت إليها بعض دول منطقة الأورو التي عجزت عن إيجاد قروض لتمويل عجز الميزانية من جهة وتسديد الالتزامات تجاه المقرضين.

2- أسباب أزمة الديون في منطقة الأورو وتطورها

لا يعد عدم قدرة بعض دول منطقة الأورو على الوفاء بالتزاماتها المرتبطة بالمدىونية تجاه دائنيها سبب نشوب الأزمة، ولكن تعد نتيجة لأسباب تعود جذورها إلى تراكم العجز المسجل في الميزانيات العمومية، وديون عمومية متفاقمة على مدار عشرات من الزمن وأسعار فائدة مرتفعة. بالإضافة إلى الآثار السلبية للأزمة المالية والاقتصادية لسنة 2007 التي زادت في وتيرة تراكم عجز الميزانيات العمومية بسبب ارتفاع النفقات العمومية والانكماش الاقتصادي وتضرر القطاع المصرفي، وعليه يمكن حصر الأسباب الرئيسية لظهور الأزمة في منطقة الأورو إلى العناصر التالية:

1-2 تراكم العجز الهيكلي في الميزانيات العمومية في دول منطقة الأورو

تعود جذور العجز في الميزانيات العمومية لدول منطقة الأورو إلى العشرات الأخيرة من القرن الماضي، إذ سجلت دول منطقة الأورو عجزاً ميزانياً⁽⁸⁾ في المتوسط يقدر في الفترة الممتدة بين 1961 – 1973 بـ 0,7 % من الناتج الداخلي الخام (PIB)، ثم تطور هذا العجز إلى 3,4 % من ن،د،خ (PIB) في الفترة 1974 – 1986 ثم انتقل إلى 5 % من ن،د،خ في الفترة 1987 – 1994. وبالتالي فإن نسبة العجز في المتوسط للفترة الممتدة بين 1973 إلى 1994 تجاوزت 3 % من ن،د،خ وهي النسبة المتفق على عدم تجاوزها في اتفاقيات إنشاء العملة الموحدة. وابتداءً من 1995 إلى غاية 2007 عرفت وضعية الميزانيات العمومية تحسناً ملحوظاً بسبب الظروف الاقتصادية العالمية الملائمة وانخفاض في معدلات الفائدة والتقيّد بالتدابير المعتمدة في إطار احترام قواعد الميزانية المتفق عليها من طرف الدول في منطقة الأورو. مما جعل نسبة العجز تتدنى إلى ما دون 3 % من ن،د،خ بنسبة قدرها 2,6 %. غير أنه ومن جراء الآثار السلبية للأزمة الاقتصادية العالمية 2007 قفزت نسبة العجز إلى 5,2 % من ن،د،خ في الفترة التي تلت الأزمة أي من 2007 إلى 2010 لدول منطقة الأورو مجتمعة. بينما العجز المسجل في كل دولة من دول الاتحاد الأوروبي فيعطى من خلال الجدول التالي:

وبلاحظ أن المعدلات المرتفعة لنسبة العجز إلى ن،د،خ، تتعلق بإيرلندا واليونان والبرتغال وإسبانيا، والمقدرة على التوالي بـ 31,3 %، 10,6 %، 9,8 % و 9,3 %. وتعاني هذه الدول من مشاكل مزدوجة، من جهة ديون عمومية مرتفعة تستدعي تسديد الأقساط والخدمات سنوياً تزيد في تعميق العجز في الميزانية العمومية بما فيها ديون خارجية هامة ذات مدى زمني طويل الأجل. ومن جهة أخرى تفشي ظاهرة الرشوة

والفساد التي تجعل الإيرادات في مستويات دنيا. وتأثر إسبانيا وإيرلندا والبرتغال بأزمة الرهن العقاري. حيث شهد الاقتصاد الإيرلندي في الربع الأول من عام 2008 انكماشاً في إجمالي الناتج الداخلي الخام قدره 1,5 % وهي السابقة الأولى لها منذ سنة 1983. وانتقال عجز الميزانية العمومية من 0 % من 2007 إلى 32,4 % من في 2011، بسبب إقدام الحكومة على تحمل ديون البنوك الإيرلندية على عاتقها. وأنفقت ما يعادل 46 مليار أورو في الفترة الممتدة بين 2008 - 2010، بالإضافة إلى تحمل الحكومة 31 مليار أورو لتطهير الديون المسمومة - المشكوك فيها - للبنوك⁽⁹⁾.

جدول رقم 01: نسبة العجز في الميزانيات العمومية إلى PIB لدول الاتحاد الأوربي 2010

الدول	نسبة العجز إلى PIB	الدول	نسبة العجز إلى PIB	الدول	نسبة العجز إلى PIB
النمسا	4,4 %	لوكسمبورغ	1,1 %	رومانيا	7,7 %
بلغاريا	3,5 %	إيطاليا	4,6 %	سلوفاكيا	7,7 %
قبرص	5,3 %	بلجيكا	4,1 %	سلوفينيا	5,8 %
الدانمرك	2,6 %	إسبانيا	9,3 %	ألمانيا	4,3 %
استونيا	0,2 %	مالطا	3,6 %	السويد	0,2 %
هنغاريا	4,2 %	هولندا	5,1 %	فنلندا	2,5 %
لتوانيا	8,3 %	جمهورية تشاك	4,8 %	فرنسا	7,1 %
بولونيا	7,8 %	إيرلندا	31,3 %	البورتغال	9,8 %
اليونان	10,6 %				

Source :Revue Les Echos : Hors série N° : 08 Janvier 2012.France, PP : 22- 23 .

كما يعاني اليونان من ضعف النشاط الاقتصادي في حالته الاعتيادية مقارنة باقتصاديات الدول الأخرى في منطقة الأورو، بالإضافة إلى ارتفاع معدلات الفائدة المفروضة من طرف السوق المالية، حيث بلغ معدل الفائدة التي تدفعه خزينة الدولة 11 % في أبريل 2010 كقوائد على القروض المطلوبة من طرف خزينة الدولة والموجهة إلى إعادة تسديد الديون المستحقة، الشيء الذي يزيد في خدمات الديون ومن ثم تعميق العجز في الميزانية العمومية⁽¹⁰⁾.

2-2 ديون عمومية مفرطة وارتفاع في معدلات الفائدة المطبقة على هذه الديون

تعرف الديون العمومية على أنها مجموع التعهدات المالية التي تمت تحت صيغة قروض بنكية أو إصدار سندات حكومية، أو أذونات الخزينة المصدرة من طرف خزينة الدولة أو الجماعات المحلية، والمؤسسات العمومية التابعة للدولة وهيئات الضمان الاجتماعي. وتعد نسبة معتبرة من الديون العمومية قابلة للتداول في السوق المالية⁽¹¹⁾. وتتشكل في أغلب الأحيان من تراكم عجز الميزانية العمومية السنوية، حيث تلجأ الدول والهيئات الإدارية التابعة لها للاستدانة لتغطية العجز المسجل في الميزانية، أو تمويل مشاريع ضخمة مستقبلية. وقد نصت اتفاقية "ماس تريخت" "Maastricht" على أن لا

تتجاوز نسبة المديونية إلى الناتج الداخلي الخام 60 % لكل دولة من أعضاء منطقة الأورو، وهذه النسبة لم تُحترم من طرف أغلب دول المنطقة، كما هو موضح في الجدول رقم 2.

جدول رقم 02: الديون العمومية مقارنة بالناتج الداخلي الخام لسنة 2010

الدول	PIB مليار أورو	الديون العمومية % من PIB	الديون العمومية مليار أورو	الديون العمومية المتوقعة 2012* % من PIB
فرنسا	1931	82,3	1591	85,4
ألمانيا	2.477	83,2	2.079	81,7
النمسا	286	71,8	205	72,2
بلجيكا	354	96,2	341	97,2
قبرص	17	61,5	11	64,9
إسبانيا	1.051	61	641	69,6
إستونيا	14	6,7	1	5,8
فنلندا	180	48,3	87	49,1
اليونان	227	144,9	329	162,8
إيرلند	156	94,9	148	108,1
إيطاليا	1556	118,4	1843	120,5
هولندا	588	62,9	370	64,2
البورتغال	173	93,3	161	101,6
سلوفاكيا	66	41	27	44,5
سلوفينيا	35	38,8	14	45,5
بلغاريا	36	16,3	6	
الدانمارك	236	43,7	103	
بولونيا	354	54,9	194	
منطقة الأورو	9176	85,4	7856	

Source : D.Millet, E.Toussant, Crise de la Dette : la Seule façon d'en sortir, ed. Seuil, 2012,P:16.

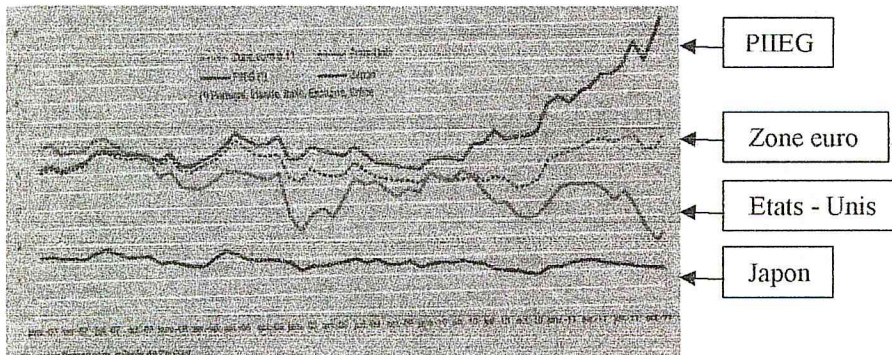
*Quotidien de l'économie les Echos, Lundi : 16/01/2012. France.

وتمثل ألمانيا من حيث القيمة المطلقة الدولة الأكثر مديونية في منطقة الأورو بـ 2.079 مليار أورو، وتحتل بذلك المرتبة الثالثة للاقتصاد الأكثر مديونية في العالم بعد الولايات المتحدة الأمريكية واليابان. وتليها في منطقة الأورو إيطاليا بـ 1843 مليار أورو، ثم فرنسا بـ 1591 مليار أورو (1646 مليار أورو في السداسي الأول من 2011). أما ديون اليونان فتقدر بـ 340 مليار أورو والذي عجز عن الوفاء بتسديد الالتزامات المتعلقة بهذه المديونية - خدمات الديون. وهي الشرارة التي فجرت أزمة الديون السيادية في منطقة الأورو، وتمثل نسبة ديون اليونان إلى الناتج الداخلي الخام 144,9 % وهي النسبة الأعلى في منطقة الأورو والمرتبة الثانية عالميا بعد اليابان. تليها الديون الإيطالية بنسبة 118,4 %.

وما زاد من حدة المديونية في منطقة الأورو هو إقدام البنك المركزي الأوروبي بإقراض البنوك الأوروبية خلال الفترة 2007-2009، بمعدلات فائدة منخفضة جدا، لتفادي إفلاسها وتوفير السيولة، والتي بدورها قامت بإقراض جزء من هذه القروض

بأسعار فائدة مرتفعة إلى الدول الأوربية التي تعاني عسرا ماليا، ولاسيما الإقراض إلى اليونان⁽¹²⁾، مما زاد في ثقل أعباء المديونية. وبمقارنة معدلات الفائدة في الدول الأكثر مديونية في منطقة الأورو (اليونان، البرتغال، إيرلندا، إيطاليا وإسبانيا) في المتوسط نجدها أعلى من معدلات الفائدة المطلوبة على القروض السندية المصدرة من طرف اليابان والولايات المتحدة الأمريكية ومتوسط معدل الفائدة لمنطقة الأورو. كما هو موضح في الشكل رقم(01).

شكل رقم 01: مقارنة بين معدلات الفائدة للسندات طويلة الأجل (10 سنوات) للدول الأكثر مديونية في منطقة الأورو مع اليابان والولايات المتحدة الأمريكية



Source : Céline Antonin, une crise générale des dettes souveraines ou des crises nationales, cahiers français N° 336, Jan / Fév, 2012, P : 13
PIIEG : Portugal, Irlande, Italie, Espagne, Grèce

وعلى إثر الهلع والارتباك الذي تحدثته الأزمة في أوساط المتعاملين في الأسواق المالية. فإن معدلات الفائدة ترتفع وفقا لمعادلة ارتفاع الخطر الذي يزيد من ارتفاع العائد المطلوب على السندات العمومية، والمتمثل في معدل الفائدة. خصوصا للدول التي تعاني من عسر مالي و معرضة أكثر إلى الأزمة (اليونان، البرتغال، إيرلندا). وعليه ارتفاع معدل الفائدة يؤدي إلى زيادة ثقل خدمات المديونية الذي بدوره يزيد من مخاطر عدم القدرة على التسديد الذي يؤدي إلى ارتفاع معدلات الفائدة من جديد. فالمحدد الرئيسي لملاءة الدولة ليس حجم ديونها فقط، ولكن أيضا ثقل الفوائد التي يجب تسديدها في آجال محددة. فمثلا بالنسبة إلى فرنسا كان عليها إنفاق أكثر من 130 مليار أورو لخدمة الديون العمومية منها 50,5 مليار أورو لتسديد الفوائد و 83 مليار أورو لتسديد رأس المال وهذا في سنة 2010⁽¹³⁾.

وتعتبر المديونية كمحرك تعتمد عليه الدول المتقدمة لتحقيق النمو الاقتصادي. وهو نموذج النمو الحالي في الدول المتقدمة وخصوصا في الولايات المتحدة الأمريكية

وأوروبا. ونتج عن تبني خيار المديونية كمشجع للنمو الاقتصادي، لاسيما بعد تدني الإنتاج الصناعي في دول أوروبا بسبب نقل الاستثمارات إلى الدول الناشئة للاستفادة من مزايا في التكلفة، إلى ارتفاع في المديونية بشكل كبير وخصوصا المديونية الخارجية بغض النظر عن كونها عمومية أو خاصة.

3-2- انعكاسات الأزمة العالمية على أزمة الديون العمومية في منطقة الأورو

تعد الأزمة المالية والاقتصادية العالمية التي ظهرت في سنة 2007 في الولايات المتحدة الأمريكية، أزمة شاملة مست في نفس الوقت عدة أسواق مالية في عدة دول. بدأت بانخفاض حاد في أسعار العقارات المصحوبة بتفاقم في القروض المسمومة. وعلى إثرها أصبحت المؤسسات المالية معرضة لمخاطر الإفلاس، وظهرت أزمة ثقة في الوسط المالي أدت إلى توترات حادة في السيولة، وبدأت البنوك في تقليص عمليات الإقراض البيئية وفرض علاوات مخاطرة مرتفعة على عمليات الإقراض للأفراد والمؤسسات. وتعتبر النتيجة الرئيسية التي صاحبت الأزمة هي تقييد منح القروض للأفراد والمؤسسات من طرف البنوك.

وبدأت الأزمة تنتشر في الأسواق المالية، وتحملت المؤسسات المالية المرتبطة بهذه الأسواق خسارة كبيرة في رأسمالها وانخفاضا حادا في أسعار أصولها المالية، مما أدى إلى إفلاس العديد من البنوك وإنقاذ البعض الآخر عن طريق تدخل الدول بمخططات إنقاذ وتأمين بعض البنوك. ويعتبر البنك الأمريكي "Lehman Brother" "لهمان برودرز" أكبر البنوك في الولايات المتحدة الأمريكية الذي أعلن إفلاسه في شهر سبتمبر 2008.

وانتقلت الأزمة من أزمة مالية إلى أزمة اقتصادية بانتقالها إلى الاقتصاد الحقيقي - قطاع الإنتاج والخدمات - فتقليص عمليات الإقراض من طرف البنوك من جراء تضررها من القروض المسمومة التي بحوزتها، أدى إلى ارتفاع تكاليف التمويل و من ثم تباطؤ النمو الاقتصادي والدخول في وضعية الانكماش الاقتصادي⁽¹⁴⁾. وقد انجرت عن الأزمة المالية والاقتصادية العالمية أعباء ميزانية غير مسبقة تمثلت في انخفاض الإيرادات الجبائية - حالة الانكماش - وارتفاع الأعباء الاجتماعية-البطالة- بالإضافة إلى الأعباء الإضافية المرتبطة بتدابير دعم النشاط الاقتصادي وإنقاذ النظام البنكي.

وتقدر التكلفة المباشرة للأزمة المرتبطة بنفقات إنقاذ النظام البنكي⁽¹⁵⁾ - تحمل جزء من ديون البنوك من طرف الدولة وشراء أصول مشكوك فيها- بـ 4,6 % من ن،د،خ في ألمانيا 6,1 % من في المملكة المتحدة و 3,5 % من في الولايات المتحدة الأمريكية و 5 % من ن،د،خ في الاتحاد الأوروبي. وقد أثرت هذه التدابير على الميزانية العمومية أكثر في كل من أيرلندا، الدانمارك، بلجيكا، هولندا، النمسا وألمانيا. حيث تمثلت تكلفة تدعيم النظام البنكي في أيرلندا أكثر من 20 % من ن،د،خ. مما أدى إلى عجز في الميزانية قدره 32,4 % من ن،د،خ في سنة 2010. وانتقلت على إثرها المديونية

العمومية من 25 % من ن،د،خ في سنة 2007 إلى 94,9 % منه في سنة 2010. وشهدت كل دول منطقة الأورو ارتفاع في مستوى مديونيتها من جراء الأثر المزدوج للانكماش الاقتصادي ونفقات تمويل إنقاذ البنوك كما هو موضح في الجدول التالي :

جدول رقم 03: نسبة تطور المديونية إلى ن،د،خ في بعض دول منطقة الأورو بين 2007 و 2010

الدول	النمسا	بلجيكا	فرنسا	ألمانيا	اليونان	إيرلند	إيطاليا	مولندا	البرتغال	إسبانيا	منطقة الأورو
2007	59,4%	84%	63,8%	65,1%	94,8%	25%	103,5%	45,6%	63,5%	36,2%	66%
2010	71,8%	96,2%	82,3%	83,2%	144,9%	94,9%	18,4%	62,9%	93,3%	61%	85,4%
نسبة الزيادة بين 2007 و 2010	20,8%	14,5%	29%	27,8%	52,8%	279%	14%	38%	47%	68,5%	29,4%

Source : F.Chesnais, Les dettes illégitimes, Raison d'agir, Paris, 2011, P :78

وما يلاحظ في الجدول أعلاه أن أعلى نسبة زيادة الديون العمومية تخص إيرلندا التي سجلت مديونيتها ارتفاعا كبيرا جدا يقدر بـ 279 % ثم تليها إسبانيا بارتفاع قدره 68.5 % ويعود هذا الارتفاع إلى النموذج الذي اتبعته كل من الدولتين في تمويل نموها الاقتصادي عن طريق المديونية وهو نفسه النموذج المتبع في أمريكا وبريطانيا والاعتماد على قطاع العقارات كركيزة أساسية لتحقيق النمو. وعليه، فإن إسبانيا وإيرلندا تأثرتا بحدوى الأزمة المالية والاقتصادية العالمية لسنة 2007 بشكل كبير. ويعود أيضا تفاقم المديونية العمومية في كلتا الدولتين إلى تحملها الديون الخاصة (ديون البنوك وديون مؤسسات الرهن العقاري)⁽¹⁶⁾.

كما يعزى ارتفاع المديونية العمومية في فرنسا إلى مخطط الإنقاذ الموجه إلى البنوك والمقدر بـ 110 مليار أورو بسبب الأزمة المالية العالمية. بالإضافة إلى الإعفاءات الجبائية الممنوحة للمؤسسات الاقتصادية من أجل بعث النمو الاقتصادي، ومنها علاوة الاسترجاع "Prime à la Caisse" والمقدرة في حدود 6,5 مليار أورو في سنة 2010، والتي كان الهدف منها تدعيم قطاع صناعة السيارات الذي يعتبر أحد الأعمدة التي يقف عليها الاقتصاد الفرنسي. وزيادة على هذا، الارتفاع في نفقات الحماية الاجتماعية المرتبط بالبطالة وتدعيم التشغيل⁽¹⁷⁾. ويعود الارتفاع المتزايد لنسبة المديونية مقارنة بالناتج الداخلي الخام من جهة أخرى، إلى الانخفاض المسجل في الناتج الداخلي الخام في أغلب دول منطقة الأورو. كما يوضحه الجدول رقم (04) .

جدول رقم 04: تقديرات نمو (PIB) (%) في منطقة الأورو

السنوات	2008	2009	2010	2011	2012
معدل نمو PIB	0,6%	- 4,1%	1,0%	1,5%	1,8%

Source : F. Chesnais, op-cit, p :77

وتعد معدلات نمو الناتج الداخلي الخام مهمة مقارنة بنسبة المديونية إلى (PIB) في منطقة الأورو كما هو موضح في الجدول رقم 03 والمقدرة مثلاً بالنسبة إلى سنة 2010 بـ 85,4 %.

ويعزى هذا الانخفاض في الناتج الداخلي الخام إلى تخفيض النفقات العمومية وارتفاع الضغط الجبائي وكبح الأجور. الذي يؤدي إلى انخفاض الطلب ومن ثم تقليص حجم النشاط الاقتصادي.⁽¹⁸⁾ هذا الانكماش الاقتصادي انجر عنه انخفاض في الإيرادات العمومية وتعميق فجوة العجز في الميزانية العمومية وارتفاع معدل البطالة⁽¹⁹⁾.

3- دور السوق المالية ووكالات التصنيف الائتماني في أزمة الديون العمومية بمنطقة الأورو

انفجرت أزمة الديون في منطقة الأورو بسبب الإفراط في المديونية من طرف الحكومات والهيئات التابعة لها، حتى أصبحت بعض الحكومات غير قادرة على تسديد خدمات الديون، بمعنى إفلاسها الجزئي (اليونان، البرتغال، أيرلندا)، وما زاد في تفاقم الأزمة هو صعوبة الحصول على الأموال في السوق المالية بشروط مناسبة (أسعار الفائدة، علاوة المخاطر وعلاوة التأمين) من جراء تخوف المستثمرين، وخصوصاً في ظل القرارات التي اتخذتها وكالات التصنيف الائتماني بإعادة تصنيف الديون العمومية لدول المنطقة، وهو ما يعني رفع معدلات الفائدة وعلاوات التأمين المرتبطة بالديون العمومية. والمطلوبة من طرف المستثمرين. لأن تخفيض التصنيف يعني بالنسبة إلى المستثمرين ارتفاع خطر عدم التسديد ووفقاً لقاعدة العائد والمخاطر في عمليات الاستثمار فإن ارتفاع المخاطرة يؤدي إلى ارتفاع العائد المطلوب على الاستثمار. وعليه فإن الأسواق المالية ووكالات التصنيف الائتماني تلعب دوراً حيوياً في التأثير السلبي على الأزمة وتعميقها ويمكن إبراز هذا الدور من خلال النقاط التالية:

3-1 ارتباط تمويل دول منطقة الأورو بالأسواق المالية ووكالات التصنيف الائتماني⁽²⁰⁾

اعتماد الدول في منطقة الأورو في تمويل مشاريعها الكبرى وتغطية عجز ميزانياتها على الأسواق المالية، من خلال إصدار أدونات الخزينة القصيرة والمتوسطة الأجل وسندات الدولة طويلة الأجل، جعلها خاضعة للتأثير المعنوي للأسواق المالية (L'influence morale). وتسعى إلى اتخاذ قرارات وتدابير اقتصادية لإقناع الأسواق

المالية. وتعزى هذه السيطرة الضمنية للأسواق المالية على عمليات التمويل في الدول الأوروبية إلى اتفاقيات تكوين الاتحاد الأوروبي وإنشاء منطقة الأورو والتي تنص على ما يلي: تنص المادة 63 على إقامة حرية تنقل رؤوس الأموال بين دول الاتحاد الأوروبي وبقية دول العالم. وتنص المادة 123 الفقرة 1 من نفس الاتفاقية على منع قيام البنك المركزي الأوروبي بمنح أي شكل من أشكال الإقراض إلى دول الأعضاء أو الإدارات العمومية التابعة لها. كما تنص أيضا على منع الحيازة المباشرة من طرف البنك المركزي الأوروبي لسندات الديون العمومية لهذه الدول - الشراء من السوق الأولية - . وتنص المادة 125 فقرة 1 على منع قيام دول الاتحاد الأوروبي على إقراض أي دولة داخل الاتحاد. كما تنص المادة 122 الفقرة 2 أيضا على أنه يسمح للاتحاد الأوروبي على تقديم قروض إلى دولة عضوة، إلا في حالة صعوبات أو تهديدات خطيرة كالكوارث الطبيعية والظروف الخاصة التي تقلت عن أي مراقبة من أجل تمويل عجز الميزانية. وعلى هذا الأساس لم يبق من سبيل أمام دول منطقة الأورو للحصول على احتياجاتها التمويلية إلا اللجوء إلى الأسواق المالية.

أما بالنسبة إلى وكالات التصنيف الائتماني فإن دورها الأساسي يظهر جليا من خلال المكانة المركزية التي يحتلها التصنيف الائتماني في التنظيم المالي الذي يشترط الأخذ بعين الاعتبار التصنيف الائتماني في عمليات الشراء. وذلك من خلال منع حيازة أو شراء أصول مالية ذات تصنيف ائتماني أدنى من مستوى معين. وهي التدابير المتفق عليها من طرف لجنة "بازل" Bâle II " في سنة 2000. التي جسدت الدور الأساسي لعملية التصنيف الائتماني في معاملات الأسواق المالية.

جدول رقم 06: سلم التصنيف الائتماني الممنوح في 2012/01/15 لبعض الدول في منطقة الأورو

صنف السند	Moody's	S & P/ Fitch	التفسير	خطر عدم القدرة على التسديد	مثال عن تصنيف S & P
استثمار	Aaa	AAA	نوعية ممتازة	حد أدنى	ألمانيا، فنلندا، هولندا
	Aa	AA	نوعية جيدة	ضعيف جدا	فرنسا، إستونيا، النمسا
	A	A	نوعية متوسطة	ضعيف	سلوفاكيا، إسبانيا
	Baa	BBB	نوعية دون	ضعيف	روسيا، إيطاليا، إيرلندا
مضاربة أو مرتفع العائد	Ba	BB	مضارب	خطر بارز	البورتغال، قبرص
	B	B	مضارب جدا	مرتفع	
	Caa	CCC	مضارب	مرتفع جدا	اليونان
	Ca	CC			
	C	C			

Source : Le quotidien de l'économie, les Echo, Lundi 16 Jan 2012

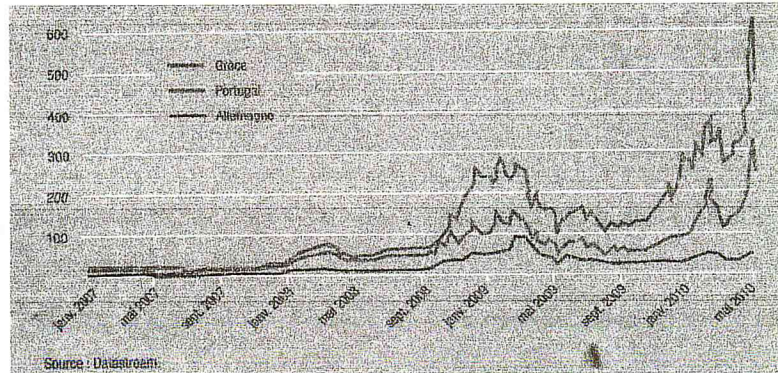
وعلى إثر تأزم الوضع المالي لدول منطقة الأورو، أصبح البنك المركزي الأوروبي بإمكانه التدخل في السوق الثانوية لشراء سندات الدولة، لكن بشرط أن لا يكون

تصنيفها أقل من الرتبة "BBB". بمعنى أنها تكون سندات استثمار ولا تتخطى ذلك لتصبح سندات مضاربة في بادئ الأمر. وتعتبر الوكالات: "Moody's, Fitch و Standard & Poor's" الوكالات الرئيسية في العالم التي تحوز على 95 % من رقم الأعمال لهذا القطاع في العالم. والتي تقوم بمحاولة تقدير المخاطرة المرتبطة بمؤسسة أو منتج مالي أو دولة بمنح تصنيف معين حسب درجة المخاطرة والمقدرة على أساس مؤشرات اقتصادية ومالية⁽²¹⁾. وعلى هذا الأساس فإن اللجوء المتزايد للأسواق المالية لتغطية العجز في الميزانيات العمومية زاد في تبعية الدول الصناعية إلى الأسواق المالية ومن ثم خضوعها إلى التقييم من طرف وكالات التصنيف الائتماني.

2-3 آليات تأثير الأسواق المالية ووكالات التصنيف الائتماني على أزمة الديون في منطقة الأورو

في أعقاب الأزمة الاقتصادية لسنة 2007، لجأت الدول الأوربية إلى عمليات الإصدار السندي بشكل كبير لسد احتياجاتها التمويلية، حيث ارتفعت بين 2007-2009 احتياجات التمويل على المدى المتوسط والطويل لكل من البرتغال، إيطاليا، فرنسا، اليونان وإسبانيا بالنسب التالية⁽²²⁾ وعلى التوالي: 34 %، 45 %، 53 %، 70 % و 348 % . وعليه فإن ارتفاع المديونية العمومية وتوقع حالة الانكماش الاقتصادي أدى إلى ارتفاع حاد لعلاوة المخاطرة وعلاوة التأمين " - CDS - Crédit défaut swaps"⁽²³⁾ المرتبطة بمخاطر عدم قدرة المصدر - الديون السيادية - على التسديد.

شكل رقم 02 : تطور سعر علاوة التأمين "CDS" المرتبطة بالسندات ذات الأجل 10 سنوات (على أساس 100 نقطة في سنة الأساس).



Source : Norbert Gaillard, Marchés financiers et agences de notation, cahiers français, N°366, Janvier-Février 2012, p. 25.

بالنسبة إلى علاوة التأمين (CDS) المرتبطة بالديون اليونانية ذات الأجل 10 سنوات ارتفعت بـ 122 % خلال الثلاثي الأخير من 2009. وذلك على إثر التصريح الذي قدمه رئيس الحكومة اليونانية فيما يتعلق بتصحيح العجز في الميزانية الذي تم الإعلان عنه في أكتوبر 2009 بـ 7,7 % بدلا من 5 % المصرح به من قبل، وعلى إثر هذه الأحداث قامت وكالات التصنيف الائتماني بتخفيض ثاني لتصنيف الديون اليونانية في ديسمبر 2009. كما ارتفعت علاوة التأمين (CDS) المرتبطة أيضا بالديون الإيطالية والبرتغالية والاسبانية بنسبة 68 % في المتوسط⁽²⁴⁾.

وأصبح خطر الديون السيادية الانشغال الأول للأسواق المالية ووكالات التصنيف الائتماني. فالأسواق المالية استهدفت في البداية الدول الهشة كاليونان الذي يحوم حوله الشك في عدم قدرته على تسديد الديون. وعلى هذا الأساس فإن السوق المالية تشترط معدلات فائدة عالية لإقراضه، وما زاد في تأثير الأسواق المالية على حدة المديونية هو اتجاهات المضاربة المتزايدة على السندات اليونانية في 2010 وعلاوة المخاطرة (CDS) المرتبطة بها، مما أجبره على اللجوء إلى الدول الأعضاء في الاتحاد الأوروبي لإقراضه الأموال التي أثبت أن تقدمها له الأسواق المالية، بالنظر إلى أسعار الفائدة الجذرية التي فرضتها آليات السوق حيث بلغت أعلى قيمة في نوفمبر 2011 بـ 25 %⁽²⁵⁾.

وبالرغم من تبني اليونان لمخطط تقشف إلا أنه لم يتمكن من الوصول إلى تقليص العجز في الميزانية، مما بعث الشك من جديد في أوساط المستثمرين ووكالات التصنيف الائتماني وأدى إلى ارتفاع آخر في علاوة التأمين (CDS) وتخفيض التصنيف الائتماني لليونان. وتخطت على إثر ذلك الديون اليونانية صنف الاستثمار إلى ديون مضاربة وذلك في أبريل 2010. مما زاد في تعقيد مهمة البنك المركزي الأوروبي في مساعدة اليونان، حيث أنه وفي إطار عمليات السوق المفتوح لا يمكنه التدخل بشراء السندات غير مضمونة التي تعدت عتبة تصنيف الاستثمار وأصبحت سندات مضاربة⁽²⁶⁾.

وتبعاً للتأثير المعنوي الممارس من طرف الأسواق المالية ووكالات التصنيف الائتماني، أجبر البنك المركزي الأوروبي وفي محاولة منه لتهدئة الأسواق المالية في 10 ماي 2010 على قبول السندات اليونانية في إطار عمليات السوق المفتوح بغض النظر عن تصنيفها الائتماني⁽²⁷⁾. وفي الفترة الممتدة بين مارس وسبتمبر 2011 تم تخفيض التصنيف الائتماني للديون العمومية لدول أخرى في منطقة الأورو وهي: أيرلندا، إسبانيا، البرتغال وقبرص. وارتفعت على إثر ذلك أسعار الفائدة على السندات البرتغالية من

6,9% في أول فيفري 2011 إلى 8,5% في أول أبريل 2011. وفي 18 أكتوبر 2011 تم تخفيض التصنيف الائتماني لكل من إسبانيا وإيطاليا، وأصبحت معدلات الفائدة على السندات الإيطالية 7% بعد أن كانت 4% (28).

والأثر الكبير الذي أحدثته وكالات التصنيف الائتماني على أزمة منطقة الأورو هو إقدام وكالة ستاندار أند بورز "S & P" على تخفيض التصنيف الائتماني لـ 9 دول في يوم واحد (15 جانفي 2012) (29). وتخفيض التصنيف الائتماني لهذه الدول سوف يزيد من مخاطر تفاقم أزمة الديون من جراء ارتفاع معدلات الفائدة، وبالتالي زيادة خدمات الديون من جهة وصعوبة إيجاد التمويل اللازم في ظل المضاربة بالنسبة لبعض الدول ذات الوضع الهش كاليونان، البرتغال، إسبانيا وإيطاليا. هذه الأخيرة تبلغ احتياجاتها المالية حسب "M. Kramer" المكلف بأوروبا لدى ستاندار أند بورز بـ 130 مليار في الثلاثي الأول من 2012 و 300 مليار أورو إلى غاية نهاية سنة 2012 (30).

وفي تقدير لـ "Mills P." مدير وكالة فرنسا للخرينة بأن ارتفاع 1% في معدل الفائدة من جراء تخفيض التصنيف الائتماني لفرنسا سيترجم بارتفاع في خدمات الديون بـ 2 مليار أورو في السنة الأولى وفي حدود 4 مليار أورو في السنة الثانية وإلى غاية 14 مليار في أفق 10 سنوات (31).

وعليه فإن الأسواق المالية وكالات التصنيف الائتماني لعبت دورا سلبيا في الأزمة من خلال آليات متعددة: أسعار الفائدة، علاوة التأمين، علاوة المخاطرة، تخفيض التصنيف الائتماني والتوقعات الاحتمالية للمستثمرين. كما تعتبر كل من الأسواق المالية وكالات التصنيف الائتماني قنوات لانتشار الأزمة من دول إلى أخرى بالنظر إلى سلوك القطيع الذي تتميز به الأسواق المالية من جهة وتقلص إمكانيات الدعم بين الأعضاء باعتبار أن تكاثر خطر عدم القدرة على التسديد في تزايد مستمر خصوصا بعد إعادة التصنيف الأخير لـ 9 دول.

الخاتمة

تعد الأزمة المالية من الظواهر الاقتصادية المعقدة، يشكل تحليلها إحدى أهداف الاقتصاد الكلي وذلك إلى جانب بعض محاولات التحليل الجزئي. فالتحليل الاقتصادي الكلي، يرى بأن الأزمة المالية، هي عبارة عن هلع يحدث في الوسط المصرفي، بسبب نقص في السيولة العائد إلى صعوبة تحويل الودائع إلى سيولة أو إفلاس إحدى المؤسسات

المالية. ويعبر هذا التحليل على وجهة نظر نقدية محضة. بينما النظرة الثانية في إطار التحليل الكلي تركز على سوق القروض، باعتبار أن الأزمة المالية هي إحدى مكونات الدورة الاقتصادية عندما تكون في مرحلة الانحدار، بينما انتشار الأزمة يعزى إلى هشاشة النظام المصرفي في مقابل مديونية مفرطة على عاتق الأعوان الاقتصاديين المدنيين وسياسة نقدية مقيدة، حيث أن هذه الوضعية تفضي إلى تقليص في عرض القروض مما يؤدي إلى ظهور انكماش اقتصادي.

وبإسقاط هذا التحليل على الوضعية الجارية لدول منطقة الاورو نجد أن أغلب دول هذه المنطقة مثقلة بديون عمومية ناجمة عن العجز المتتابع في الميزانيات العمومية وبرامج الإنعاش الاقتصادي ومخططات انقاذ النظام المصرفي المتضرر من جراء الأزمة السابقة الذكر. حيث تفوق الديون العمومية الحدود المتفق عليها في اتفاقيات "مستريخت" والمقدرة بـ 60% وهذه النسبة تعد بمثابة الخط الأحمر الذي لا ينبغي تجاوزه، وفي هذا الصدد يرى "فريدمان" بأن الإفراط في المديونية يزيد من معدلات نمو الإفلاس دون تحديد سقف معين لحجم الديون التي تؤدي إلى الإفلاس. كما يتميز أيضا النظام المصرفي الأوروبي بالهشاشة من جراء الآثار السلبية للديون الخطيرة الموروثة عن الأزمة المالية لسنة 2007. مما دفع بالبنوك إلى إعادة النظر في معدلات الفائدة وعلاوة المخاطرة مما زاد في عبئ المديونية، وأفضى ببعض الدول- اليونان، البرتغال، أيرلندا- إلى عجزها عن تسديد ديونها وصعوبة إيجاد مقرضين لتمويل احتياجاتهم التمويلية وإعادة التمويل، خصوصا في ظل ارتفاع معدلات الفائدة وعلاوة التأمين وعلاوة المخاطرة على القروض.

بينما التحليل الجزئي فيعرف الأزمة المالية بأنها عدم قدرة الأسواق المالية على تخصيص أموال المستثمرين. أي افتقار الأسواق المالية للكفاءة التخصيصية بسبب عدم تماثل المعلومات بين المدنيين والدائنين، مما ينجر عنه الاختيار العكسي و المخاطرة المعنوية والتي تتفاقم بدورها بسبب عدة عوامل تتمثل في: ارتفاع معدلات الفائدة، انخفاض أسعار الأصول المالية وزيادة عدم اليقين وبروز حالة الانكماش غير المتوقعة. وهي الظروف ذاتها التي تميز اقتصاديات الدول في منطقة الأورو بعد الأزمة المالية و الاقتصادية لسنة 2007.

وما زاد من حدة الأزمة المالية في منطقة الأورو هو الدور السلبي الذي لعبته الأسواق المالية ووكالات التصنيف الائتماني من خلال ارتفاع معدلات الفائدة وعلاوة

المخاطرة وعلاوة التأمين المرتبطة بالقروض المصدرة من طرف أغلب الدول في منطقة الأورو، وخصوصاً تلك التي تعاني عسر مالي كالليونان، البرتغال، أيرلندا وإسبانيا، بالإضافة إلى تخفيض تصنيف الديون العمومية من طرف وكالات التصنيف الائتماني الذي زاد في حدة ارتفاع معدلات الفائدة وعلاوة التأمين وصعوبة الحصول على التمويل اللازم عن طريق الأسواق المالية. وبالتالي فإن الأزمة المالية التي تهز اقتصاديات دول منطقة الأورو منذ سنتين يمكن أن تفضي إلى انهيار نظام العملة الموحدة وخصوصاً في ظل الحلول المقترحة والمبينة على نظرة أحادية مفروضة من طرف "ألمانيا" المتمثلة في الحل عن طريق الميزانية، الذي يفرض منطق النقشف، مما يزيد في حدة الأعباء الاجتماعية وانفجار الوضع الاجتماعي وتوقع انهيار نظام العملة الموحدة.

الهوامش:

¹⁾ Nathali Morel, Bruno Palier : Crise de la dette et politiques sociales , cahiers français N°366,jan/fev 2012 ,p : 39

²⁾ Sophie Brana, A l'origine :une crise financière suivie d'un récession économique ,Cahiers français N°366,jan/fev 2012,p:2

³⁾ Christian Saint – Etienne " Crises financières et crises économiques, Revue :problèmes économiques, N° 2030 Octobre 2003, P : 60.

⁴⁾ Bernard Rosier, Les théories des Crises économiques, La découverte, paris, 5^{ème} éd, 2003, p : 70.

⁵⁾ Alain Barrère, La crise n'est pas ce que l'on croit, Economica, paris, 1981, P : 27

⁶⁾ Christian Saint – Etienne, 2003, op-cit, PP : 61,62.

⁷⁾ Idem, P: 62..

⁸⁾ Sophie Brana , 2012 ,Op-cit, p :04 .

⁹⁾ مصطفى العمري و آخرون، الأزمة الاقتصادية العالمية، مركز الدولي، الأردن 2010، ص 45..

¹⁰⁾ Henri Bourguinat & Eric Briys, Marchés de dupes : pourquoi la crise se prolonge, Maxima, paris, 2010, P : 32.

¹¹⁾ Gerard Filoche & Jean Jaques Chavigné , Dette indigne, édition Jean Claude Gawsertch, Paris, 2011, P :29.

¹²⁾ Idem,P :92.

¹³⁾ Idem,P :123.

¹⁴⁾ Sophie Brana, 2012, op-cit p : 05 .

¹⁵⁾ François Chesnais, Les dettes illégitimes, quand les banques font main basse sur les politiques publiques, édition : Raisons d'agir, Paris 2011, P.77.

¹⁶⁾ Idem ,p : 77.

¹⁷⁾ Gerard Filoche et autre, 2011, Op-cit, P P : 67,68.

¹⁸⁾ Patrick Artus, Quelle Solution autre que des politiques économiques très restrictives, Revue problèmes économique, N° 3001, Septembre 2010, P : 30.

¹⁹⁾ Jérôme Creel, Les politiques budgétaires : de la relance à la rigueur, Revue Cahiers français N : 359 Novembre / Décembre 2010, P : 28.

²⁰⁾ Norbert Gaillard, Marchés financiers et agences de notations, Revue Cahiers français N : 366 Janvier / Février 2012, P : 28.

²¹⁾ Idem, P : 60.

²²⁾ Idem, P : 25.

²³⁾ CDS - Crédit défaut swaps - : علاوة التأمين: تعتبر من صنف المشتقات المالية. و هي بمثابة تأمين يحمي المستثمر ضد خطر عدم قدرة المصدر على تسديد الدين. و ما يميزها عن التأمين الكلاسيكي هو أنه ليس من الضروري عند حيازة CDS حيازة أيضا السندات المعنية. و على هذا الأساس يمكنها أن تكون أصل للمضاربة على عدم قدرة المصدر على التسديد، و يمكن بيع CDS منفصل عن السند.

²⁴⁾ Idem, p:25.

²⁵⁾ Le Quotidien de l'économie, Les Echos, Jeudi 3 Nov 2011.

²⁶⁾ Norbert Gaillard, 2012, op – cit, P : 27.

²⁷⁾ Idem, P : 27.

²⁸⁾ Idem, P : 27.

²⁹⁾ Catherine Chatignox, La décision de Standard & Poor's risque de renforcer les divisions au sein de la zone euro, le quotidien de l'économie, les Echos : 16 Janvier 2012 (France).

³⁰⁾ Gerard Filoche & Jean Jaques Chavigné, 2010, op – cit, P : 35.

³¹⁾ Le Quotidien de l'économie, Les Echos, du Lundi 16 Janvier 2012, (France).