

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية  
وزارة التعليم العالي والبحث العلمي



مطبوعة دروس في مقياس

# الأزمات الاقتصادية والمالية الدولية



موجهة لطلبة السنة الثانية ماستر تحليل  
واستشراف اقتصادي

من اعداد الدكتورة: بوالشعور شريفة

السنة الجامعية: 2022-2023

## تقديم عام

هذه المطبوعة هي عبارة عن مجموعة من الدروس في مقياس الأزمات الاقتصادية والمالية الدولية، موجهة لطلبة السنة الثانية ماستر تحليل واستشراف اقتصادي، ويعتبر هذا المقياس ذو أهمية بالنسبة لطلبة التحليل والاستشراف خاصة، ولطلبة العلوم الاقتصادية عامة. فحسب مقرر التدريس المحدد من قبل وزارة التعليم العالي الجزائرية، سيتم التطرق لمختلف الأزمات التي تعرض لها الاقتصاد العالمي الحديث. والأزمة الاقتصادية هي موضوع مهم وصعب التحليل، لدى فان دراسة أحداث الماضي ستساعد على تفسير الظواهر الاقتصادية والأزمات التي يتعرض لها الاقتصاد العالمي اليوم، كما يساعد تحليل أزمات الماضي على استقاء الدروس وتجنب الأسباب التي أدت الى حدوث مختلف الأزمات السابقة. ولتحقيق هدف المقياس سيتم تناول كل أزمة ودراسة أسبابها والعوامل المؤدية الى انفجارها، ونتائجها وآثارها، والحلول المطبقة للخروج منها.

وتمثل هذه المطبوعة ثمرة ثلاث سنوات تدريس المقياس لطلبة السنة الثانية ماستر تحليل واستشراف اقتصادي في جامعة سكيكدة، وفي محاولة لاستيفاء البرنامج المحدد تم تقسيم المطبوعة إلى المحاور التالية:

**المحور الأول: نظرية الدورات الاقتصادية**

**المحور الثاني: الأزمات المالية والاقتصادية**

**المحور الثالث: الأزمات الاقتصادية قبل القرن ال 20**

**المحور الرابع: أزمة الكساد العظيم 1929**

**المحور الخامس: أزمة الكساد التضخمي في السبعينات**

**المحور السادس: أزمة المديونية في الدول النامية 1982**

**المحور السابع: أزمة الاثنتين الأسود 1987**

**المحور الثامن: أزمة المكسيك 1994**

**المحور التاسع: أزمة دول جنوب شرق آسيا 1997**

**المحور العاشر: أزمة الأرجنتين 2001.**

**المحور الحادي عشر: أزمة الرهن العقاري 2008**

**المحور الثاني عشر: أزمات تقلبات أسعار النفط.**

## فهرس المحتويات:

01.....	تقديم عام
02.....	فهرس المحتويات
08.....	المحور الأول: نظرية الدورات الاقتصادية.....
08.....	المطلب الأول: الدورات الاقتصادية.....
08.....	1.1 مفهوم الدورات الاقتصادية.....
10.....	2.1 مراحل الدورات الاقتصادية.....
11.....	3.1 خصائص الدورات الاقتصادية.....
13.....	4.1 أنواع الدورات الاقتصادية.....
16.....	المطلب الثاني: تفسير الدورات الاقتصادية.....
16.....	1.2 العوامل المؤثرة على دورة الأعمال.....
17.....	2.2 النظريات المفسرة الدورات الاقتصادية.....
20.....	المحور الثاني: الأزمات المالية والاقتصادية.....
20.....	المطلب الأول: الأزمات المالية والاقتصادية.....
21.....	1.1 مفهوم الأزمة المالية.....
22.....	2.1 مفهوم الأزمة الاقتصادية.....
22.....	3.1 العلاقة بين بين الأزمة المالية والأزمة الاقتصادية.....
24.....	المطلب الثاني: أنواع الأزمات.....
24.....	1.2 الأزمة المصرفية.....
24.....	2.2 أزمة العملة.....
25.....	3.2 الأزمة المالية التوأم.....
25.....	4.2 أزمة الأسواق المالية (انفجار فقاعة).....
25.....	5.2 أزمة مديونية.....
26.....	المطلب الثالث: النظريات المفسرة للأزمات.....
26.....	1.3 ظاهرة الفقاعات.....

- 26.....2.3 نظرية منيسكي
- 27.....3.3 نظرية المباريات game theory
- 27.....4.3 نظرية الأحقق الكبير
- 27.....5.3 نظرية القطيع
- 28.....6.3 نظرية السيولة الزائدة
- 28.....7.3 عدم الاتساق بين أساسيات الاقتصاد وسعر الصرف
- 28.....8.3 أثر العدوى
- 29.....**المحور الثالث: الأزمات الاقتصادية قبل القرن العشرين.**
- 29.....**المطلب الأول: الأزمات في القرون الأولى**
- 29.....**المطلب الثاني: الأزمات في العصور الوسطى**
- 30.....**المطلب الثالث: الأزمة زمن المقرزي**
- 33.....**المطلب الرابع: أزمة فقاعة زهرة التوليب (1634 – 1637)**
- 33.....1.4 تعريف فقاعة زهرة التوليب
- 33.....2.4 الجذور التاريخية للأزمة
- 33.....3.4 نفخ فقاعة زهرة التوليب
- 35.....4.4 انفجار فقاعة زهرة التوليب وبداية الأزمة
- 35.....**المطلب الخامس: فقاعة شركة المسيسيبي، وبحر الجنوب 1720**
- 35.....1.5 فقاعة شركة المسيسيبي
- 36.....أ. الجذور التاريخية للأزمة
- 37.....ب. نفخ الفقاعة المالية
- 38.....ت. انفجار الفقاعة المالية
- 39.....2.5 فقاعة بحر الجنوب
- 39.....أ. الجذور التاريخية للأزمة
- 40.....ب. نفخ الفقاعة المالية
- 41.....ت. انفجار الفقاعة المالية
- 42.....**المحور الرابع: أزمة الكساد العظيم 1929**

- المطلب الأول: السياق العام والعوامل المسببة للكساد العظيم.....42
- 1.1 تعريف أزمة الكساد الكبير 1929.....42
- 2.1 الظروف السائدة خلال فترة العشرينات.....42
- المطلب الثاني: بوادر الأزمة.....44
- المطلب الثالث: انفجار الأزمة (الانهيار المتبوع بالكساد العظيم).....46
- المطلب الرابع: أسباب الأزمة.....48
- المطلب الخامس: نتائج وأثار الأزمة.....49
- 1.5 الآثار المحلية.....49
- 2.5 الآثار العالمية.....50
- المطلب السادس: علاج الأزمة.....51
- المحور الخامس: أزمة الكساد التضخمي (الأزمة الاقتصادية في الدول الرأسمالية في السبعينات).....52
- المطلب الأول: مفاهيم عامة.....52
- 1.1 تعريف الركود التضخمي.....52
- 2.1 العلاقة بين البطالة والتضخم.....53
- 3.1 قياس معدل الكساد التضخمي.....54
- المطلب الثاني: لظروف السائدة قبل الأزمة.....56
- المطلب الثالث: أسباب أزمة الركود التضخمي.....56
- 1.3 السبب الرئيسي الأول: الصدمة النفطية الأولى.....57
- 2.3 السبب الرئيسي الثاني: ضعف الدولار 1976-1979.....59
- 3.3 السبب الرئيسي الثالث: الصدمة النفطية الثانية 1979-1980.....60
- المحور السادس: أزمة المديونية العالمية 1982.....61
- المطلب الأول: مفاهيم عامة حول المديونية.....61
- 1.1 القروض العامة.....61
- 2.1 تعريف أزمة المديونية.....61
- 3.1 تعريف أزمة سيولة.....62
- 4.1 تعريف أزمة ملاءة.....62

- 5.1 الديون المعدومة.....62
- 6.1 خدمة الدين.....62
1. تعريف إعادة الجدولة.....63
- المطلب الثاني: جذور الأزمة.....63
- المطلب الثالث: انفجار الأزمة.....65
- المطلب الرابع: أسباب الأزمة.....66
- 1.4 الأسباب الداخلية.....66
- 2.4 الأسباب الخارجية.....68
- المطلب الخامس: آثار الأزمة.....70
- المطلب السادس: السياسات المطبقة لعلاج الأزمة.....72
- 1.6 محاولة نادي باريس .....72
- 2.6 برامج التصحيح الهيكلي.....73
- 3.6 خطة بيكر .....73
- 4.6 خطة بريدي.....74
- المحور السابع: أزمة الاثنين الأسود 1987.....75
- المطلب الأول: تعريف أزمة الاثنين الأسود.....75
- المطلب الثاني: جذور الأزمة.....76
- المطلب الثالث: انفجار الأزمة.....78
- المطلب الخامس: أسباب الأزمة.....79
- 1.5 انخفاض قيمة الدولار وارتفاع أسعار الفائدة.....79
- 2.5 التصحيح المتأخر للسوق الصاعد.....80
- 3.5 التغطية الإعلامية الواسعة وأثرها على العوامل نفسية وسلوك المستثمرين.....80
- 4.5 التداول الرقمي.....81
- 5.5 تأمين المحفظة .....81
- المطلب السادس: نتائج وآثار الأزمة.....82
- المطلب السابع: حلول الأزمة.....83

- 85.....المحور الثامن: أزمة المكسيك 1994.....
- 85.....المطلب الأول: تعريف أزمة المكسيك "أزمة التكيلا".....
- 85.....المطلب الثاني: نظرة عامة حول الاقتصاد المكسيكي قبل الأزمة.....
- 87.....المطلب الثالث: بوادر الأزمة.....
- 88.....المطلب الرابع: انفجار الأزمة.....
- 89.....المطلب الخامس: أسباب أزمة المكسيك.....
- 90.....المطلب السادس: آثار ونتائج أزمة المكسيك.....
- 91.....المطلب السابع: السياسات المتبعة للحد من أثر الأزمة.....
- 91.....1.7 المساعدات الأمريكية.....
- 92.....2.7 مساعدات صندوق النقد الدولي IMF.....
- 92.....3.7 مساعدات أخرى.....
- 93.....المحور التاسع: أزمة دول جنوب شرق آسيا 1997.....
- 93.....المطلب الأول: الظروف العامة.....
- 94.....المطلب الثاني: بوادر الأزمة.....
- 95.....المطلب الثالث: انفجار الأزمة.....
- 95.....المطلب الرابع: أسباب الأزمة.....
- 97.....المطلب الخامس: نتائج الأزمة.....
- 99.....المطلب السادس: علاج الأزمة.....
- 100.....المحور العاشر: الأزمة الأرجنتينية 2001.....
- 100.....المطلب الأول: جذور الأزمة.....
- 101.....المطلب الثاني: انفجار الأزمة الأرجنتينية.....
- 102.....المطلب الثالث: أسباب الأزمة في الأرجنتين.....
- 103.....المطلب الرابع: آثار الأزمة الأرجنتينية.....
- 103.....المطلب الخامس: علاج الأزمة في الأرجنتين.....
- 104.....المحور الحادي عشر: أزمة الرهن العقاري 2008.....
- 104.....المطلب الأول: مفاهيم عامة.....

104.....	1.1 الرهن العقاري الرئيسي Prime mortgage
104.....	2.1 الرهن العقاري الثانوي Subprime
105.....	3.1 تعريف أزمة الرهن العقاري
105.....	المطلب الثاني: جذور الأزمة
107.....	المطلب الثالث: بوادر انفجار الأزمة
108.....	المطلب الرابع: انفجار الأزمة
109.....	المطلب الخامس: أسباب الأزمة
112.....	المطلب السادس: آثار الأزمة
115.....	المطلب السابع: علاج الأزمة
116.....	المحور الثاني عشر: أزمات أسعار النفط
116.....	المطلب الأول: مفاهيم عامة حول السوق النفطية
116.....	1.1 تعريف السوق النفطية
116.....	2.1 أنواع السوق النفطية
117.....	3.1 العناصر الفاعلة في السوق النفطية
120.....	المطلب الثاني: مفاهيم عامة حول أسعار النفط
120.....	1.2 تعريف أسعار النفط
120.....	2.2 التطور التاريخي لأسعار النفط
128.....	قائمة المراجع



## المحور الأول: نظرية الدورات الاقتصادية:

في الاقتصاد الحديث باتت الأزمات الاقتصادية أمراً مألوفاً ومتعايشاً معه، إذ تعتبر الأزمة الاقتصادية مرحلة حرجة من مراحل الدورة الاقتصادية، ولهذا قبل التطرق لمفهوم الأزمات، وأنواعها، لابد من التطرق أولاً لمفهوم الدورات الاقتصادية، أنواعها وخصائصها والنظريات المفسرة لها.

تتميز البيئة الاقتصادية العالمية بكمية التقلبات، والتي ما فتئت تزداد حدة مع هيمنة الرأسمالية، والتطور التقني الرهيب الذي رافق انتشار العولمة، حيث أصبح التقلب هو السمة البارزة في الاقتصاد العالمي، الذي لطالما شهد فترات من التوسع أعقبها فترات من التراجع والانكماش، وهو ما شدّ الانتباه لموضوع الدورات الاقتصادية وخلال هذا المحور سيتم التطرق إلى مفهوم الدورات الاقتصادية، أنواعها، خصائصها ومراحلها، كما سيتم التطرق للنظريات المفسرة لها.

### المطلب الأول: الدورات الاقتصادية.

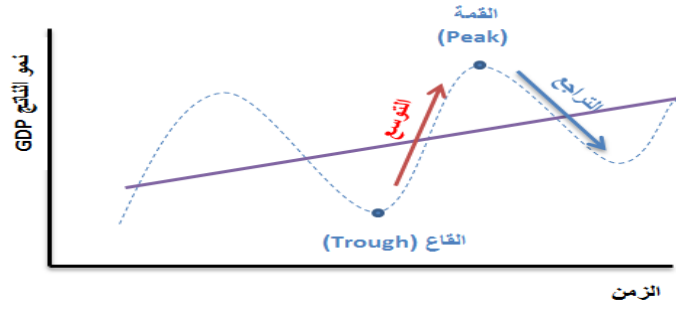
#### 1.1 مفهوم الدورات الاقتصادية

الدورة الاقتصادية (Economic cycle) وتسمى في الأدبيات الاقتصادية أيضاً بدورة الأعمال (Business cycle). ويشير مصطلح الدورة الاقتصادية إلى تكرار ظاهرة معينة<sup>1</sup>.

وتعرف الدورة الاقتصادية على أنها التقلب بين التوسع (Expansion) وانكماش (Recession) في النشاط الاقتصادي، كما تعرف على أنها نمو وتراجع الاقتصاد المحلي معبراً عنه بالناتج المحلي الإجمالي<sup>2</sup>، حيث يمر اقتصاد ما بصورة دورية خلال فترات زمنية مختلفة بتقلبات متتالية، ما يؤثر على مجمل النشاط الاقتصادي للدولة، فيدفعها تارةً إلى القمة (Peak)، تليها حالة من الركود لتتخفف إلى قيمة دنيا أو ما يعرف بالقاع (Trough)، والتي تدخل النشاط الاقتصادي في مرحلة توسع جديدة. كما هو موضح في الشكل التالي:

<sup>1</sup> نسيمية حاج موسى، (2009)، الأزمات المالية الدولية وأثارها على الأسواق المالية العربية مع دراسة حالة أزمة الرهن العقاري خلال الفترة 2007-2008، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاديات مالية وبنوك، غير منشورة، جامعة أمحمد بوقرة، بومرداس، الجزائر، ص 29.

<sup>2</sup> Ali Hussain and Stephanie Ashe; Business cycles chart the ups and downs of an economy, and understanding them can lead to better financial decisions; Aug 27, 2020, 8:27 PM; <https://www.businessinsider.com/what-is-business-cycle>; visited: October, 08, 2021 at 11:18.



وعليه وحسب الشكل أعلاه فإن الدورة الاقتصادية هي موجات من الانتقال من قاع إلى قاع، أو من قمة إلى قمة، حيث أن الدورة الواحدة تبدأ مع أزمة وتنتهي مع بداية أزمة جديدة

هذه الموجات متكررة الحدوث ولكن ليس بصورة منتظمة، وتختلف عن بعضها من حيث المدة والحدة في التقلبات كما أن هذه التغيرات التي تحدث لمستوى النشاط الاقتصادي تمتد عبر فترات زمنية وليس خلال مدة مؤقتة، وعليه يجب أن نفرق بين تلك التغيرات التي تتسبب في حدوث دورات اقتصادية، والتغيرات الأخرى التي يتعرض لها النشاط الاقتصادي بصفة مؤقتة خلال مواسم معينة، والتي لا تؤدي إلى دورات اقتصادية لكونها تحدث بصفة مؤقتة، وغالباً لا تتأثر كافة نواحي النشاط الاقتصادي.<sup>1</sup>

## 2.1 مراحل الدورات الاقتصادية.

تمر الدورة الاقتصادية بأربع مراحل (التوسع، الرواج أو القمة، الركود أو التراجع، ثم الكساد)، إلا أن بعض الدراسات تضيف مرحلة خامسة وهي مرحلة التعافي، وفيما يلي أهم أربع مراحل والمنطق عليها من قبل أغلب الدراسات:

### أ. مرحلة التوسع

ويشير إلى مرحلة الصعود وهي المرحلة الأكثر تفضيلاً في الاقتصاد، وفي مرحلة التوسع تعمل الشركات ومنظمات الأعمال على زيادة إنتاجها وأرباحها، وتكون البطالة منخفضة، ويكون أداء السوق المالي جيداً، وفي هذه المرحلة تتحسن التوقعات المستقبلية وبالتالي يزيد الاستهلاك والاستثمار، ويرتفع الطلب على السلع والخدمات، ما يؤدي إلى ارتفاع الأسعار أيضاً.

<sup>1</sup> العقون نادية، (2020)، محاضرات في مقياس الأزمات الاقتصادية والمالية، جامعة الحاج لخضر، باقنة 01، ص 03.

عندما يكون نمو الناتج المحلي الاجمالي بين 2 و3%، التضخم في حدود 2% كهدف، معدلات البطالة بين 3.5 و4.5%، وسوق الأسهم تعرف ارتفاعا أو ما يعرف ب (bull market)، يمكن اعتبار أن الاقتصاد في مرحلة توسع صحي<sup>1</sup>.

### ب. مرحلة الرواج

وهي المرحلة الثانية من دورة الأعمال، وخلال هذه المرحلة تكون الدورة الاقتصادية في ذروتها أو ما يعرف بمرحلة القمة (Peak)، تشير إلى الفترة التي يكون فيها هناك توسع ونمو اقتصادي جد قوي حيث تتجاوز الأرقام معدلاتها التقليدية، ويصبح الاقتصاد في مرحلة طفرة Boom، حيث تزدهر المؤشرات الاقتصادية على غرار تحقيق فائض في الائتمان وزيادة القدرة على الإنفاق، فيرتفع الطلب على السلع والخدمات، مما يؤدي إلى زيادة في معدل العمالة حيث تحاول الشركات الاستفادة من الزيادة في قوة الإنفاق الاستهلاكي وزيادة موازية في الطلب على السلع والخدمات، وتتطوي هذه المرحلة على خطر ارتفاع التضخم، ويحدث ذلك بسبب تجاوز الطلب العرض.

أحد العوامل التي تحدد ازدهار دورة الأعمال التجارية هو ارتفاع مستوى التضخم في الاقتصاد. خلال فترة الازدهار، عادة ما يكون المستهلكون أقل حذرا وحراسة بشأن إنفاق المال. وكثيرا ما تهبط مسألة تحديد الأولويات لأن المستهلكين يميلون إلى إنفاق المزيد. كما أنه من الأسهل اقتراض المال لأسباب مثل شراء منزل وإجراء عمليات شراء رئيسية أخرى. كما يمكن للمستهلكين استثمار المزيد خلال هذه الفترة حيث تظهر الشركات أرباحا قوية من زيادة الطلب على المنتجات والخدمات. ومن المؤشرات الأخرى على ازدهار دورة الأعمال زيادة عدد الشركات الجديدة التي بدأت بهدف الاستفادة من الطلب المفرط على المنتجات والخدمات<sup>2</sup>.

تجدر الإشارة الى أنه خلال مرحلة الذروة، يصل الاقتصاد إلى مرحلة التشبع. ويتم بلوغ الحد الأقصى للنمو. ولا تنمو المؤشرات الاقتصادية أكثر من ذلك وهي في أعلى مستوياتها. الأسعار في ذروتها. وتمثل هذه المرحلة نقطة انعكاس اتجاه النمو الاقتصادي. يميل المستهلكون إلى إعادة هيكلة ميزانياتهم في هذه المرحلة.

<sup>1</sup> Ali Hussain and Stephanie Ashe ; Op.Cit.

<sup>2</sup> Esther Ejim, What Is a Business Cycle Boom?, <https://www.wise-geek.com/what-is-a-business-cycle-boom.htm>, visited: October, 10, 2021 at 12:25.

### ج. مرحلة الركود أو الانكماش

يشير هذا المصطلح إلى مرحلة الدورة الاقتصادية المتميزة بانخفاض النشاط الاقتصادي. واستخدم منذ الخمسينات للإشارة إلى مرحلة تراجع هام في النمو أو إلى تراجع محدود زمنيا للإنتاج (تعتبر الإدارة الأمريكية انكماشاً كل انخفاض في الناتج الداخلي الخام الحقيقي يمتد على الأقل خلال ثلاثين)، هكذا يستعمل هذا المصطلح للتمييز بين هذه الحالة وحالة الكساد<sup>1</sup>

### د. مرحلة الكساد

وهي المرحلة الدنيا من مراحل الدورة الاقتصادية أو ما يعرف بمرحلة القاع (Trough) تتميز بانكماش متراكم للنشاط الاقتصادي: انخفاض حاد في حجم الطلب وحجم الإنتاج، انخفاض المداخيل الحقيقية، وارتفاع البطالة<sup>2</sup>

### 3.1 خصائص الدورات الاقتصادية.

على الرغم من اختلاف الدورات الاقتصادية في مدتها وشدها، إلا أنها تتمتع بخصائص مشتركة يمكن تلخيصها في النقاط التالي<sup>3</sup>:

- الدورات الاقتصادية تحدث بشكل دوري، على الرغم من أن الدورات لا تحدث بنفس الانتظام، إلا أن لديها بعض المراحل المشتركة مثل التوسع (l'expansion)، والذروة (le pic)، والانكماش (la contraction) أو الكساد (la dépression) والقاع (le creux). بالإضافة إلى ذلك، يختلف طول الدورات اختلافا كبيرا من سنتين كحد أدنى إلى حد أقصى من عشرة إلى اثني عشر عاما.

- الدورات الاقتصادية متزامنة (Synchronic). أي أنها لا تسبب تغييرات في صناعة أو قطاع معين، لكنها عالمية بطبيعتها. على سبيل المثال، يحدث الكساد أو الانكماش في وقت واحد في جميع قطاعات الاقتصاد. ويمر الركود من قطاع إلى آخر ويستمر رد الفعل المتسلسل حتى يدخل الاقتصاد

<sup>1</sup> Claude Daniele Echaudemaison, et all, traduit par Med Cherif ILMANE, (2009), dictionnaire d'Economie et de Science Sociales, Edition BERTI Editions, ALger, p 831

<sup>2</sup> Ibid, P 266

<sup>3</sup> Cycles économiques : signification, phases, caractéristiques et théories du cycle économique, <https://fr.triangleinnovationhub.com/business-cycles-meaning>, visited January 21-2023, at 12 :10.

بأكمله في حالة ركود. ونفس الشيء في مرحلة التوسع، ينتشر الازدهار من خلال روابط مختلفة من علاقات المدخلات والمخرجات أو علاقات الطلب بين مختلف القطاعات والصناعات.

- لوحظ أن التقلبات لا تحدث فقط في مستوى الإنتاج ولكن أيضا في نفس الوقت في المتغيرات الأخرى مثل التوظيف والاستثمار والاستهلاك وسعر الفائدة ومستوى الأسعار.

- ومن السمات المهمة الأخرى للدورات الاقتصادية أن الاستثمار واستهلاك السلع المعمرة مثل السيارات والمنازل والثلاجات... الخ هما الأكثر تأثرا بالتقلبات الدورية. كما أشار كينز JM Keynes، فإن الاستثمار غير مستقر، لأنه يعتمد على توقعات الربح لأصحاب المشاريع الخاصة. بينما استهلاك السلع والخدمات غير المعمرة لا يختلف كثيرا خلال المراحل المختلفة لهذه الدورات.

- يمتد التأثير المباشر للكساد والتوسع ليشمل مخزون السلع. عندما يبدأ الكساد، تبدأ المخزونات في التراكم لأكثر من المستوى المطلوب. هذا يؤدي إلى انخفاض إنتاج السلع. على العكس من ذلك، عندما يبدأ التعافي، تنخفض المخزونات إلى ما دون المستوى المطلوب. وهذا يشجع رجال الأعمال على وضع المزيد من الطلبات على السلع التي يزيد إنتاجها ويحفز الاستثمار في السلع الرأسمالية.

- ميزة أخرى مهمة للدورات الاقتصادية هي أن الأرباح تتقلب أكثر من أي نوع آخر من الدخل. حيث يخلق حدوث الدورات الاقتصادية الكثير من عدم اليقين لرجال الأعمال ويجعل من الصعب التنبؤ بالوضع الاقتصادي. خلال فترة الكساد، قد تتحول الأرباح إلى سلبية وتقلس العديد من الشركات. في اقتصاد السوق، يتم تبرير الأرباح على أساس أنها ضرورية لحث رواد الأعمال على تحمل عدم اليقين.

- الدورات الاقتصادية ذات طابع دولي. أي أنه بمجرد نشأتها في بلد ما، فإنها تنتشر إلى دول أخرى من خلال العلاقات التجارية. على سبيل المثال، إذا كان هناك ركود في الولايات المتحدة، وهي مستورد كبير للسلع من دول أخرى، فإن الطلب على الواردات من البلدان الأخرى التي ستأثر صادراتها سلبًا وستتخفف، مما سيؤدي أيضا إلى حدوث ركود.

- تتسم الدورات الاقتصادية بخاصية التغذية الذاتية أو الاستمرارية (Persistence) أي أن حالة الركود الاقتصادي تؤدي إلى المزيد من الركود، والتوسع يؤدي إلى مزيد من التوسع إلى أن تحدث نقطة

التحول ليعكس النشاط الاقتصادي الاتجاه، ويصطلح على كل من "القمة" و"القاع" مصطلح "نقاط التحول (Points Turning)"<sup>1</sup>.

- تختلف مسببات الدورات وتتعدد، ويمكن أن تتداخل دورتين معاً، ونقصد احتواء دورات صغيرة في دورة كبيرة<sup>2</sup>.

#### 4.1 أنواع الدورات الاقتصادية.

يتميز الاقتصاديون عادة بين ثلاث أنواع من الدورات الاقتصادية، وهي الدورات قصيرة الأجل، والدورات المتوسطة الأجل، وأخيراً الدورات الطويلة الأجل<sup>3</sup>، وهذه الدورات تتمثل فيما يلي:

أ. **الدورات قصيرة الأجل، دورة كيتشن (Kitchin):** وهي أقصر دورة (من ثلاث إلى خمس سنوات)، وتفسر الدورات الاقتصادية من خلال سلوك الشركات مقابل المخزونات. وحسب الخبير الاقتصادي الأمريكي جوزيف كيتشن (Kitchin Joseph) إن التغيير في المخزونات هو الذي يفسر الانتقال من النمو إلى الركود<sup>4</sup>، فخلال مرحلة التوسع تكون التوقعات تفاؤلية (توقع طلب قوي) تقوم الشركات بزيادة الإنتاج وإعادة بناء وزيادة مخزوناتها، مما يؤدي إلى نمو الإنتاج والأسعار. وبمجرد الوصول إلى مستوى الأمل للمخزون، ويبدأ الطلب في الانخفاض، تتوقف الشركات عن زيادة المخزونات، ويتباطأ الإنتاج. وتسعى الشركات للتخلص من المخزون، مما يتسبب أيضاً في انخفاض في الأسعار<sup>5</sup>. وهو ما يسبب خسائر للشركات التي تضطر إلى تسريح العمال مما يؤدي إلى زيادة معدل البطالة وتدهور المستوى المعيشي والاقتصادي<sup>6</sup>.

<sup>1</sup> العقون نادية، محاضرات في مقياس الأزمات الاقتصادية والمالية، مرجع سبق ذكره، ص 07.

<sup>2</sup> دحمان بواعلي سمير، (2017)، البشير عبد الكريم، نظرية الدورات الاقتصادية الحديثة وصراع السياسات الاقتصادية -دراسة نظرية تحليلية لتطور نظريات الدورات الاقتصادية وسياساتها-، مجلة اقتصاديات شمال أفريقيا، المجلد 01، العدد 16، ص 04.

<sup>3</sup> المرجع نفسه، ص 06.

<sup>4</sup> [Les 4 phases du cycle économique \(centralcharts.com\), https://www.centralcharts.com/fr/gm/1-apprendre/9-economie/34-analyse-fondamentale/620-les-cycles-economiques](https://www.centralcharts.com/fr/gm/1-apprendre/9-economie/34-analyse-fondamentale/620-les-cycles-economiques), visited January-21-2023, at 14 :00.

<sup>5</sup> [Chapitre 7 : les cycles économiques \(e-monsite.com\), http://btsassurance.e-monsite.com/pages/economie/chapitre-7-les-cycles-economiques.html](http://btsassurance.e-monsite.com/pages/economie/chapitre-7-les-cycles-economiques.html)

<sup>6</sup> الدورة الاقتصادية: ما هي؟ وما هي أهميتها؟ + خصائصها - رائد الأعمال العربي (the-arabic-entrepreneur.com) [/https://the-arabic-entrepreneur.com](https://the-arabic-entrepreneur.com)

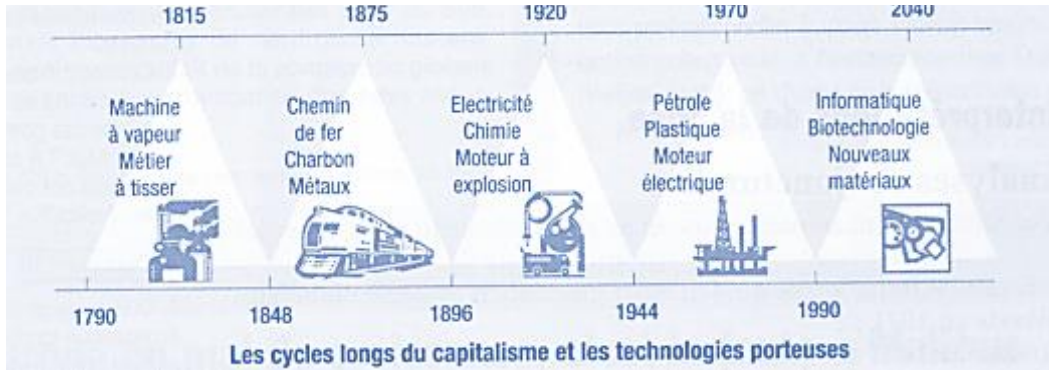
ب. **الدورات متوسطة الأجل، دورة Juglar:** في هذه النظرية أيضا تلعب توقعات الشركات دورا أساسيا، ليس في السلوك من حيث التخزين والتخلص من المخزون، ولكن من حيث الاستثمار. وضعها الخبير الاقتصادي فرنسي جوجلار (C. Juglar) سنة 1862. ويرى بأن الدورة الاقتصادية ترتبط بالسلوك الاستثماري للشركات، وتتراوح من سبعة إلى أحد عشر عاما. كتب Juglar أن "السبب الوحيد للكساد هو النمو!"<sup>1</sup>. بمعنى آخر، في فترة التوسع، يؤدي التفاؤل المفرط إلى الاستثمار المفرط لتوسيع الطاقة الإنتاجية خاصة مع انخفاض أسعار الفائدة، فتستثمر الشركات وتكتسب طاقات إنتاجية كبيرة، والتي تصبح طاقات زائدة بمجرد أن يتباطأ الطلب، ومع ارتفاع أسعار الفائدة (للحد من التضخم)، ينخفض الطلب على الائتمان تدريجياً ويصبح الاستثمار أقل أهمية. ثم تبدأ مرحلة الركود، حيث يتباطأ الاستثمار، وينخفض الإنتاج، وهو ما يؤدي إلى ارتفاع معدل البطالة، وانخفاض مضاعف في الطلب والاستثمار.

ت. **الدورات طويلة الأجل، دورة كوندراتيف:** هي دورة وضعها الاقتصادي السوفييتي نيكولاي كوندراتيف (N. Kondratieff) سنة 1926. وقدّر أن الدورة الاقتصادية تستمر ما بين 30 و 50 عاما. بالنسبة له، تنشأ مرحلة التوسع من ابتكار رئيسي أحدث ثورة في الحضارة البشرية (التطورات في السكك الحديدية والمعادن...) والذي ستنتقل منه الابتكارات الثانوية (على سبيل المثال: الإلكترونيات غزت الهندسة الميكانيكية، كما هو الحال في قطاع السيارات). الابتكارات التي ستولد النمو من خلال إنشاء أسواق جديدة واستثمارات ضخمة ضرورية. وانتشار الابتكار تؤدي إلى عملية تدمير خلاق حيث تحل المنتجات والأسواق وعمليات الإنتاج الجديدة محل المنتجات القديمة. هذه المرحلة التي تبلغ مدتها 25 عاما تليها مرحلة من تعادلها في المدة تتميز باستنفاد استغلال الابتكار الرئيسي<sup>2</sup>، بعدها سيصل السوق إلى مرحلة التشبع وسندخل الركود تدريجيا، وستظهر ابتكارات جديد تمثل بداية الدورة التالية. فيما يلي أهم الابتكارات التي حدثت:<sup>3</sup>

<sup>1</sup> [Chapitre 7 : les cycles économiques \(e-monsite.com\), http://btsassurance.e-monsite.com/pages/economie/chapitre-7-les-cycles-economiques.html](http://btsassurance.e-monsite.com/pages/economie/chapitre-7-les-cycles-economiques.html)

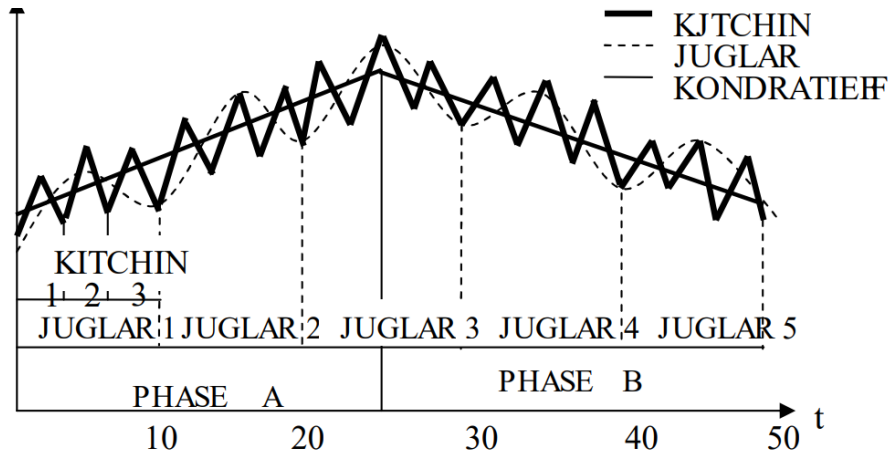
<sup>2</sup> [Les cycles économiques et cycles politiques : typologie et interprétation \(tifawt.com\), https://www.tifawt.com/economie-et-gestion/cycles-economiques-et-cycles-politiques-typologie-interpretation/](https://www.tifawt.com/economie-et-gestion/cycles-economiques-et-cycles-politiques-typologie-interpretation/), visited January-21-2023, at 11 :30.

<sup>3</sup> [Les 4 phases du cycle économique \(centralcharts.com\), https://www.centralcharts.com/fr/gm/1-apprendre/9-economie/34-analyse-fondamentale/620-les-cycles-economiques](https://www.centralcharts.com/fr/gm/1-apprendre/9-economie/34-analyse-fondamentale/620-les-cycles-economiques), visited January-21-2023, at 14 :00.



ويمكن تمثيل الدورات الثلاث أعلاه في الشكل التالي:

عنوان الشكل: مخطط لأهم أنواع الدورات الاقتصادية



المصدر: دحمان بواعلي سمير، (2017)، البشير عبد الكريم، نظرية الدورات الاقتصادية الحديثة وصراع السياسات الاقتصادية -دراسة نظرية تحليلية لتطور نظريات الدورات الاقتصادية وسياساتها-، مجلة اقتصاديات شمال افريقيا، المجلد 01، العدد 16، ص 07.

وبالإضافة الى الدورات الرئيسية السابقة الذكر هناك من يضيف الدورات التالية:

**الدورات القطاعية:** يمكن أن يكون للدورات القطاعية أيضا آثار غير مباشرة كبيرة على بقية النشاط الاقتصادي. هذا هو الحال بالنسبة للدورة العقارية التي اكتشفها الاقتصادي الروسي كوزنتس ( Kuznets ) والتي تتراوح مدتها بين خمسة عشر إلى عشرين عاما يمكن القول إنها دورة اقتصادية طويلة الأجل وتسمى 'دورة النقل والبناء'<sup>1</sup>، فعندما يتزايد الطلب على السلع الخاصة الإسكان، ترتفع الأسعار بشكل كبير، ما يدفع المستثمرين لزيادة بناء أبنية جديد، مما يؤدي الى زيادة العرض بشكل غير متناسب مع

<sup>1</sup> العقون نادية، محاضرات في مقياس الأزمات الاقتصادية والمالية، مرجع سبق ذكره، ص ص 05-06.



الطلب، وعندما يحدث تشبع يقل الطلب، مما يدعو إلى تصحيح عن طريق انخفاض الأسعار، إلى أن تصل إلى نقطة منخفضة تؤدي إلى بداية دورة جديدة.

**الدورات الموسمية:** وتحدث بسبب التغيرات في الظروف الجوية، والتي تؤثر على الزراعة أو السياحة، على سبيل المثال. وهذا يجعل من الممكن أيضا التمييز بين الأسباب الخارجية للأزمات (الطقس غير الملائم، على سبيل المثال، بالنسبة للبلدان التي تعتمد على الإنتاج الزراعي بشكل أساسي) والأسباب الداخلية للنشاط الاقتصادي، أي المرتبطة بسلوك الجهات الفاعلة الاقتصادية ذاته (حالة دورتي جوغلار وكيثشين، على سبيل المثال)<sup>1</sup>.

**المطلب الثاني: تفسير الدورات الاقتصادية.**

## 1.2. العوامل المؤثرة على دورة الأعمال:

يتم التمييز بين العوامل التي لها تأثير مباشر على الدورة الاقتصادية:<sup>2</sup>

- أ. **عوامل طبيعية:** تؤثر العوامل الطبيعية على الدورة الاقتصادية، على سبيل المثال يمكن أن يتأثر الإنتاج الزراعي بسبب الهطولات المطرية الكبيرة. وهو ما يؤثر على مدخلات الصناعة من خلال نقص المواد الأولية. وهو ما ينعكس سلبا على الاقتصاد بأكمله، خاصة على الاقتصادات التي تعتمد على الزراعة كمكون رئيسي من الناتج المحلي الإجمالي.
- ب. **الحروب:** قد يتباطأ النمو الاقتصادي خلال فترات الحروب، بسبب حالة عدم اليقين التي تسود السوق ما يؤدي إلى فقدان ثقة المستثمرين والمستهلكين، وبالتالي انخفاض الإنفاق والاستثمار.
- ت. **العامل السياسي:** تتميز البلدان النامية بعدم الاستقرار السياسي، حيث تضع الحكومات الجديدة سياسات جديدة وتتخلى عن سياسات الحكومات السابقة. هذا النوع من المناخ السياسي يخلق حالة من عدم اليقين في الاقتصاد ويقلل من ثقة الشركات والمستثمرين.

<sup>1</sup> Les cycles économiques et cycles politiques : typologie et interprétation (tifawt.com), <https://www.tifawt.com/economie-et-gestion/cycles-economiques-et-cycles-politiques-typologie-interpretation/>, visited January-21-2023, at 11 :30.

<sup>2</sup> Apprenez le cycle économique, ses phases et ses principales facteurs (apprendre-gestion.com), <https://apprendre-gestion.com/cycle-economique-facteurs/> visited January-22-2023 at 15 :00.

ث. **التوقعات المستقبلية:** تعد التوقعات حول النشاطات المستقبلية من أهم العوامل المحركة للدورة الاقتصادية، فعندما تكون التوقعات المستقبلية للشركات متفائلة، فإن ذلك يؤدي إلى التوسع في الأنشطة التجارية.

ج. **الانفجار السكاني:** يمكن أن تؤدي الزيادة غير الطبيعية في عدد السكان، وبمعدل أعلى من معدل الإنتاج الوطني، إلى صعوبة خلق فرص عمل جديدة. وهذا بالرغم من أن الزيادة في عدد السكان تدفع منحى إمكانيات الإنتاج في البلاد.

## 2.2 النظريات المفسرة للدورات الاقتصادية

سعى الاقتصاديون إلى تقديم تفسيرات للدورات الاقتصادية، حيث قاموا بتصنيفها إلى فئتين: خارجية وداخلية. يمكن تصنيف نظريات الدورات الاقتصادية، وفقا للأسباب السابقة:

(أ) **النظريات الخارجية للدورات الاقتصادية.** سبب الدورة الاقتصادية ينشأ خارج النظام الاقتصادي<sup>1</sup>، أي في مجالات غير اقتصادية:

1. الدورة تحدث بسبب الموارد الطبيعية وتغير المناخ. حيث أن استنفاد الموارد في بعض المناطق قد تؤدي إلى اختفاء الحضارات. بينما العثور على موارد جديدة يمكن من خلق تقلبات اقتصادية كبيرة.
2. الدورة تحدث بسبب الموجات الديموغرافية، والتغيرات في معدل المواليد أو موجات الهجرة.
3. الدورة تحدث بسبب قرارات سياسية خاطئة. النفايات غير الضرورية من الموارد والحروب... الخ.
4. الدورة تحدث بسبب الابتكارات التكنولوجية. كيتشين، جوجار، كوزنتس، كوندراييف، وشومبتر.

**نظريات العوامل الداخلية للدورات الاقتصادية:** نظريات العوامل الداخلية عديدة للغاية وتركز على ما يلي: الائتمان المصرفي غير المستقر، وعدم التوازن النقدي، والتوزيع السيئ للنقود النهائية، وأخيرا، في إطار نظرية الدورات الحقيقية، التباين في توقعات الوكلاء، وتحدث الدورة الاقتصادية بسبب هيكل وآلية عمل الاقتصاد<sup>2</sup>، ومن بين هذه الدورات نجد:

<sup>1</sup> Radu ISAIC, Tudor SMIRNA, Cristian PAUN, (2019), A critical view on the mainstream theory of economic cycles, Management and Marketing, 48-58, p49.

<sup>2</sup> Ibid, p49.

1. **النظرية الكينزية theory Keynesian**: يركز على الطلب الكلي ويترك جانباً عرض عوامل الإنتاج. الاستثمارات تحدد الدورة الاقتصادية والاستثمارات تعتمد على الطلب الكلي، كما أن إنفاق الدولة يحفز الطلب الكلي، كما يفترض كينز أن السوق الحر غير كفيء.
2. **النظرية نقدية**: وتركز على العرض الكلي، وتشير إلى أن متوسط مستوى الإنتاج مستقل عن الطلب الكلي، كما ترى هذه النظرية أن أثر السياسات الاقتصادية محدود، والسياسة النقدية لها تأثير قصير الأجل، وتفترض أن السوق مثالي. وهناك حاجة إلى القدرة على التنبؤ والاستقرار.
3. **النمو كلاسيك والاقتصاد الكلي ونظرية دورة الأعمال الحقيقية**: تركز فقط على العرض الكلي. وتتمثل فرضياتها في: ان الأسواق فعالة، ويتم تعديلها دائماً. الأعوان الاقتصاديين عقلانيون ولديهم توقعات عقلانية. الأسعار والأجور مرنة. والدورات الاقتصادية تحدث بسبب الصدمات التكنولوجية وبسبب تعظيم المنفعة.
4. **نظرية الكينزيون الجدد**: يفترض الكينزيون الجدد أن السوق غير كفاء. والأسعار والأجور ثابتة، والمنافسة غير كاملة. سياسات الاقتصاد الكلي فعالة، فهي تجعل الأسعار أكثر مرونة. تفاؤل العميل مهم، حيث أن توقعات العميل تؤثر على السوق.
- 5- **المدرسة النمساوية**: تظهر الدورة الاقتصادية نتيجة لتراخي السياسة النقدية والتوسع المصطنع للائتمان الذي يخفض سعر الفائدة إلى ما دون سعر السوق. هناك استثمارات ضخمة خاطئة تستهلك موارد محدودة في عمليات الإنتاج غير الضرورية. بسبب التوسع في الائتمان، هناك عمليات نقل للموارد إلى الصناعات غير المطلوبة في السوق

## المحور الثاني: الأزمات المالية والاقتصادية.

تعتبر الأزمات الاقتصادية صفة لصيقة للنظام الرأسمالي كطبيعة ملازمة للدورات الاقتصادية أو التقلبات الاقتصادية، وغالبا ما كانت الأزمة الاقتصادية تبدأ في الجانب الحقيقي (السلع والخدمات) ثم ما تلبث أن تنتشر الى الجانب المالي، لتنتهي بأزمة مالية<sup>1</sup>. ومن خلال هذا المقياس سيتم دراسة أهم الأزمات الاقتصادية والمالية التي شهدتها التاريخ الاقتصادي، ولكن قبل ذلك لابد من التطرق الى مفهوم الأزمة، أنواعها، والنظريات المفسرة لها.

### المطلب الأول: الأزمات المالية والاقتصادية.

بالرغم من أن البعض يعتبر أن الأزمات الاقتصادية تشير الى نفس مفهوم الدورات الاقتصادية، حيث أن الأزمة هي اضطراب مفاجئ يصيب الاقتصاد، وهذا الاضطراب هو اختلال التوازن بين العرض والطلب، والفرق بين الأزمة والدورة هو حدوث الأزمة بشكل مفاجئ في حين تحدث الدورة بانتظام<sup>2</sup>.

يعود ظهور مصطلح الأزمة الى القرن الرابع عشر، واستخدمته في البداية الأدبيات الفرنسية في الكتابات الطبية، لينتقل بعدها الى مجالات أخرى، منها الأخلاق، وعلم النفس، والسياسة، والاقتصاد وخاصة في المجالات المالية والتجارية، والصناعية والزراعية<sup>3</sup>.

والأزمة لغة تعني الشدة والقحط وهي مشتقة من زام أي اشتد قحطا، أما من الناحية الاقتصادية، فقد أشار العديد من الكتاب والمفكرين الاقتصاديين إلى مفهوم الأزمة وقد تباينت وجهات نظرهم حول تعريفها، وتشير الأزمة الى مجموعة الاختلالات في الأسواق والانخفاض في أسعار الموجودات وفشل المنشآت كسمة مميزة لنتائجها<sup>4</sup>.

<sup>1</sup> السيد متولي عبد القادر، (2010)، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، دار الفكر، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، ص 315.  
<sup>2</sup> وليد أحمد صافي، (5-6 ماي 2009)، الأزمة المالية العالمية 2008 / طبيعتها، أسبابها، وتأثيراتها المستقبلية على الاقتصاد العالمي والعربي، الملتقى الدولي الثاني حول: الأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية والمصرفية، النظام المصرفي الإسلامي نموذجا، ص 07.  
<sup>3</sup> بن علي عبد الغني، (2016)، الاستقرار المالي والاستقرار النقدي وأثرهما على أداء السياسة النقدية، أطروحة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص، تحليل اقتصادي، جامعة الجزائر، ص 57.  
<sup>4</sup> سلطان جاسم النصراوي، (2019)، أسواق المال العربية وأزمات القرن الحادي والعشرين، الطبعة الأولى، دار الأيام للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ص 101.

## 1.1 مفهوم الأزمة المالية:

تعددت تعاريف الأزمة المالية، إذ لا يوجد تعريف أو مفهوم محدد، لكن من المفاهيم المبسطة لمصطلح الأزمة المالية، هو أن الأزمة المالية هي اضطراب حاد ومفاجئ في بعض التوازنات الاقتصادية يتبعه انهيار في عدد من المؤسسات المالية تمتد آثاره إلى القطاعات الأخرى<sup>1</sup>.

كما تعرف على أنها فترة تشهد انخفاض مفاجئ في أسعار نوع أو أكثر من الأصول والأصول هي إما رأس مال مادي يستخدم في العملية الإنتاجية مثل الآلات والمعدات والأبنية، وإما أصول مالية، هي حقوق ملكية لرأس المال المادي أو للمخزون السلعي. مثل: الأسهم وحسابات الادخار مثلاً، أو أنها حقوق ملكية للأصول المالية، وهذه تسمى مشتقات مالية، ومنها العقود المستقبلية (للنفط أو للعملة الأجنبية مثلاً) فإذا انهارت قيمة أصل ما فجأة، فإن ذلك قد يعني إفلاس أو انهيار قيمة المؤسسات التي تملكها.<sup>2</sup> ولعدم قدرة المستهلكين على سداد ديونهم، عندها ستواجه المؤسسات المالية نقصاً في السيولة، فان هذا يؤدي الى عدم الاستقرار الاقتصادي.

وتشمل المحددات الرئيسية للأزمة المالية في الاقتصاد البنوك والمؤسسات المالية الأخرى. تسبب هذه الاضطرابات المالية حالة من الذعر مما يدفع المستثمرين الى بيع الأصول أو سحب المدخرات. كما يمكن أن يؤدي انهيار سوق الأوراق المالية، وأزمة العملة، والتخلف عن السداد، وانفجار الفقاعة المالية، مثل سوق العقارات الى أزمة مالية في الاقتصاد<sup>3</sup>.

إذا استمرت عوامل الأزمة المالية في الاقتصاد لفترة زمنية طويلة، فسوف ينتج عنها ركود اقتصادي وكساد على المدى الطويل، فعلى الرغم من أن الأزمة المالية قد تقتصر على المؤسسات المالية أو القطاع المصرفي، إلا أنها يمكن أن تنتشر في جميع الأنشطة الاقتصادية في بلد أو منطقة ما أو حتى في جميع أنحاء العالم، وهنا تتحول الى أزمة اقتصادية.

<sup>1</sup> حمد فواز الدليمي، أحمد يوسف دودين، (2011)، إدارة الأزمات الدولية المالية والاقتصادية، الطبعة الأولى، دار جليس الزمان، للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ص 13.

<sup>2</sup> السيد متولي عبد القادر، ص 317.

<sup>3</sup> Difference Between Financial Crisis and Economic Crisis | Difference Between.net, <http://www.differencebetween.net/business/difference-between-financial-crisis-and-economic-crisis/>, visited January 25-2023, at 14:50.

## 2.1 مفهوم الأزمة الاقتصادية

هو وضع يعاني فيه بلد ما من انكماش مفاجئ بسبب أزمة مالية. وهذا يؤدي إلى نزوب السيولة وارتفاع معدل البطالة وانخفاض مستويات الإنتاج وانخفاض الناتج المحلي الإجمالي والتقلبات الاقتصادية نتيجة الانكماش أو التضخم. يمكن أن تكون الأزمة الاقتصادية في شكل **كساد أو ركود**.

وعليه فإن الأزمة الاقتصادية أوسع نطاقاً من الأزمة المالية، حيث أن الكساد هو تسجيل معدل نمو سلبي طويل المدى في الناتج المحلي الإجمالي والركود خصوصاً لفترات طويلة أو شديدة، في حين أن ما يسمى فترة طويلة من النمو البطيء، ولكن ليس بالضرورة سلبياً أحياناً لكي يسمى بالركود<sup>1</sup>.

الأزمة الاقتصادية لها تأثير سلبي على كافة الأعوان الاقتصاديين، من مستهلكين وشركات، وحكومات، والمؤسسات المالية والاقتصاد بأكمله. حيث ترتفع معدلات البطالة، ما يؤثر سلباً على الظروف المعيشية في الاقتصاد، ومنه على الطلب الاستهلاكي، فأرباح المنتجين.

وعليه فالأزمة الاقتصادية هي انكماش اقتصادي عام يشمل أزمة الائتمان، وأزمة مالية، والجباية، وأزمة العملة، والتضخم المفرط. كما أن للأزمة الاقتصادية تأثير حاد وطويل المدى على جميع الكيانات الاقتصادية.

### 3.1 العلاقة بين الأزمة المالية والأزمة الاقتصادية:

بناءً على تعريف كل من الأزمة المالية والأزمة الاقتصادية، نجد أن كلا المفهومين يشيران إلى حالة من عدم الاستقرار الاقتصادي نتيجة لمجموعة من الآثار السلبية التي تؤدي إلى ضعف الأداء الاقتصادي للبلاد. كما أنهما تسببان البطالة نتيجة الخسائر التي تلحق بالشركات، وكلاهما لهما بالغ الأثر على إجمالي الاقتصاد.

وعليه فإن الفرق الرئيسي بين الأزمة المالية والأزمة الاقتصادية هو أن الأزمة المالية تحدث بسبب انخفاض قيم الأصول المالية (تعبير عن جانب فرعي أو قطاعي)، في حين أن الأزمة الاقتصادية هي ركود عام في الاقتصاد الذي يؤثر على كل الأنشطة الاقتصادية، أي أنها أشمل وأوسع (صورة كبيرة للاقتصاد الكلي).

<sup>1</sup> علي بن الضب، محمد شيخي، (2017)، الاقتصاد القياسي المالي وتطبيقاته في الأسواق المالية، الطبعة الأولى، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ص 447

وفيما يلي خمس فروقات رئيسية بين الأزمة المالية، والأزمة الاقتصادية<sup>1</sup>:

الخصائص	الأزمة المالية	الأزمة الاقتصادية
<b>التعريف</b>	يمكن تعريف الأزمة المالية على أنها انخفاض سريع في القيمة الاسمية للأصل المالي في الاقتصاد	الأزمة الاقتصادية تحدث عندما يشهد الاقتصاد بأكمله تراجع أو انكماش مفاجئ، بما في ذلك قطاع الأعمال، والقطاع العائلي
<b>العوامل المساهمة</b>	التغيرات الكبيرة في أسعار الأصول، والتغيرات في حجم الائتمان الوطني، والمشاكل الحادة في الميزانية العمومية، والاضطرابات في الأنشطة المالية الوسيطة، والدعم الحكومي على نطاق واسع في التصفية liquidation وإعادة الرسمة recapitalization	عوامل مختلفة مثل عدم تطابق الأصول والخصوم للمؤسسات المالية، والانخفاض غير المتوقع في قيم الأوراق المالية والأسهم، وعمليات الاحتيايل مثل سوء إدارة الأموال المالية على نطاق واسع تساهم في إحداث أزمة اقتصادية.
<b>التصنيف</b>	يمكن تصنيف الأزمة المالية إلى نوعين مختلفين: 1- العملة وأزمة التوقف المفاجئ- في هذا، هناك انخفاض في قيمة العملة وانخفاض حاد في قيمة العملة 2- أزمة الديون والمصرفية- وضع تكون فيه البلد غير قادر على تحمل الديون الخارجية	يمكن تصنيف الأزمة الاقتصادية إلى ثلاثة أنواع: 1- أزمة الائتمان- تحدث في القطاع المالي 2- الأزمة المالية- عدم قدرة الحكومة على سداد الديون 3- أزمة العملة- الانخفاض السريع في قيمة العملة.
<b>الترابط</b>	الأزمة المالية هي في الأساس فشل سوق في القطاع المالي. إذا لم يتم اتخاذ أي إجراءات يمكن أن تؤدي إلى أزمة اقتصادية.	الأزمة الاقتصادية هي حالة خطيرة للاقتصاد في وقت معين. مما يؤدي الى تأثير سلبي على عامة الناس
<b>الآثار</b>	تؤثر الأزمة المالية بشكل مباشر على القطاعات المالية والمصرفية.	تؤثر الأزمة الاقتصادية على كل الكيانات الاقتصادية في الاقتصاد بأكمله.

<sup>1</sup> Financial Crisis vs. Economic Crisis: 5 Key Differences, Pros & Cons, Similarities | Difference 101, <https://www.difference101.com/financial-crisis-vs-economic-crisis/#:~:> . Visited January-25-2023, at 12:28.

## المطلب الثاني: أنواع الأزمات

كما سبق ذكره فإن الأزمات المالية تنقسم الى أزمات مصرفية، وأزمات عملة، بينما يمكن اعتبار أزمة اقتصادية كل أزمة مالية، بما في ذلك أزمة فقاعة في السوق المالي، وأزمات المديونية، تضخم مفرط أو غيرها.

### 1.2 الأزمة المصرفية

تحدث أزمة مصرفية أو ما يعرف بأزمة الذعر المالي في الحالات التالية:

- نسبة الديون المعدومة إلى مجموع القروض في الجهاز المصرفي تتجاوز 10 بالمائة.
- وجود هستيريا بنكية في تسهيل كبير للودائع من قبل المودعين (أو ما يعرف بأزمة سيولة حيث يواجه البنك زيادة كبيرة ومفاجئة في طلب سحب الودائع وهنا تسمى أزمة مصرفية)
- إذا أدى ذلك إلى تأميم البنك
- إذا تجاوزت عملية الإصلاح أو انقاذ النظام المالي 2 بالمائة من قيمة الناتج المحلي الإجمالي
- عندما تحجم البنوك عن منح قروض خوفا من عدم قدرة المقترضين على الوفاء بطلبات السحب، تحدث أزمة في الإقراض وهنا تسمى أزمة ائتمان.

### 2.2 أزمة العملة

تحدث عندما تتغير أسعار الصرف بسرعة بالغة بشكل يؤثر على قدرة العملة على أداء مهمتها كوسيط للتبادل أو مخزن للقيمة، لذلك تسمى هذه الأزمة أيضا أزمة ميزان مدفوعات، وتحدث تلك الأزمات عند اتخاذ السلطات النقدية قرار بخفض سعر العملة نتيجة عمليات المضاربة، وبالتالي تحدث أزمة قد تؤدي لانتهاء سعر تلك العملة، وهو شبيه بما حدث في تايلند، وكان السبب المباشر في اندلاع الأزمة المالية في شرق آسيا عام 1997. وعلى الرغم من أن قرار تعويم أو خفض سعر صرف العملة الوطنية قد يبدو قرارا تطوعيا من السلطة النقدية، إلا أنه في أغلب الحالات يكون قرار ضروريا تتخذه في حال وجود قصور في تدفقات رأس المال الأجنبي أو تزايد في التدفقات الخارجية. بعض تلك الأزمات لها أثر محدود على القطاع غير المالي، أما البعض الآخر فيلعب دورا أساسيا في تباطؤ النمو الاقتصادي وحدث الانكماش بل قد تصل الى درجة الكساد.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> حمد فواز الدليمي، أحمد يوسف دودين، ص 14.



### 3.2 الأزمة المالية التوأم

تظهر هذه الأزمة من خلال تركيبة من مضاربة حادة على العملة الوطنية وموجة من حالات الإفلاس والضعف في البنوك، تجتمع مع شك وحذر بخصوص استقرار أسعار الصرف (نظام الثرف)، وكذلك الشك بخصوص سيولة وملاءة الوسطاء الماليين، والتي لها تأثير متبادل ورجعي الواحدة على الأخرى. وهذا النوع من الأزمات لم يسجل الكثير منها خلال فترة نظام بريتون وودز، غير أنها كانت الشكل السائد خلال الفترة (1977-1998).<sup>1</sup>

### 4.2 أزمة الأسواق المالية (انفجار فقاعة)

تحدث أزمات الأسواق المالية نتيجة ما يعرف اقتصاديا بظاهرة "الفقاعات"، حيث تتكون "الفقاعة" عندما يرتفع سعر الأصول بشكل يتجاوز قيمتها العادلة على نحو ارتفاع غير مبرر. وهو ما يحدث عندما يكون الهدف من شراء الأصل هو الربح الناتج من ارتفاع سعره وليس بسبب قدرة هذا الأصل على توليد الدخل. في هذه الحالة يصبح انهيار أسعار الأصل مسألة وقت عندما يكون هناك اتجاه قوي لبيعه، فيبدأ سعره في الهبوط، ومن ثم تبدأ حالات الذعر في الظهور، فتتهار الأسعار، ويمتد هذا الأثر نحو أسعار الأصول الأخرى، سواء في القطاع ذاته أو في القطاعات الأخرى. ويتم الحديث عن أزمة أسواق المال عندما ينخفض مؤشر السوق المالية بأكثر من 20 % قياسا بأزمته 1929 و1987<sup>2</sup>

### 5.2 أزمة مديونية

وهي من الأزمات الكبيرة التي تؤثر على الاقتصاد القومي، وتحدث أزمة الديون عندما يتوقف المقترض عن السداد ومن ثم يتوقف القطاع العام عن سداد التزاماته، ويحدث هبوط حاد في تدفق رأس المال الى الداخل، وقد يحدث التعثر في سداد الديون الى مجموعة من الأسباب منها تساهل البنوك في منح الائتمان دون ضمانات كافية من المقترض، فضلا على الملاءة المالية المشكوك فيها للمقترض لذلك تحدث أزمة دين.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> العقون نادية، محاضرات في مقياس الأزمات الاقتصادية والمالية، مرجع سبق ذكره، ص 21.

<sup>2</sup> بن علي عبد الغني، الاستقرار المالي والاستقرار النقدي وأثرهما على أداء السياسة النقدية، ص 59.

<sup>3</sup> سلطان جاسم النصراري، ص 106.

### المطلب الثالث: النظريات المفسرة للأزمات<sup>1</sup>

**1.3 ظاهرة الفقاعات:** تحدث العديد من الأزمات في أسواق المال نتيجة ما يعرف بظاهرة الفقاعة، وتعرف بالفقاعة السعرية والفقاعة المالية، وفقاعة المضاربة.

وتتكون «الفقاعة» عندما يرتفع سعر الأصول بشكل يتجاوز قيمتها العادلة على نحو غير مبرر. وهو ما يحدث عندما يكون الهدف من شراء الأصل -كالأسهم على سبيل المثال- هو الربح الناتج عن ارتفاع سعره وليس بسبب قدرة هذا الأصل على توليد الدخل. في هذه الحالة يصبح انهيار أسعار الأصل مسألة وقت عندما يكون هناك اتجاها قويا لبيع ذلك الأصل فيبدأ سعره في الهبوط. ومن ثم تبدأ حالات الذعر في الظهور فتتهار الأسعار، ويمتد هذا الأثر نحو أسعار الأسهم الأخرى سواء في القطاع نفسه أم القطاعات الأخرى.

ويحدث مثل هذا الانهيار المفاجئ في أسعار الأصول نتيجة انفجار «فقاعة سعرية» تنتج عن بيع وشراء كميات ضخمة من نوع أو أكثر من الأصول المالية أو المادية أو الأسهم أو المنازل -مثلا- بأسعار تفوق أسعارها الطبيعية أو الحقيقية.

**2.3 نظرية منيسكي:** وفقا لنظرية «مينسكي» فإن القطاع المالي في الاقتصاد الرأسمالي عامة يتسم بالهشاشة أو ما أسماه «Financial fragility» وتختلف درجة هشاشة القطاع المالي باختلاف المرحلة التي يمر بها الاقتصاد من مراحل الدورة الاقتصادية، ومن ثم تزيد خطورة حدوث أزمة في ذلك القطاع على الاقتصاد ككل.

وتدور نظرية منيسكي في تفسير الأزمات المالية في النظام الرأسمالي على أن أي اقتصاد يمر بالمراحل المعروفة للدورة الاقتصادية، فبعد مرور الاقتصاد بمرحلة الكساد، تفضل الشركات تمويل أنشطتها بحرص وعدم تحمل مخاطر كبيرة في تعاملها في القطاع المالي، وهو ما يسمى «التمويل المتحوط» وفي ابان مرحلة النمو، تبدأ التوقعات المتفائلة تطفو على السطح وتتوقع الشركات ارتفاع الأرباح، ومن ثم تبدأ في الحصول على التمويل والتوسع في الاقتراض بافتراض القدرة المستقبلية على سداد القروض بلا مشكلات تذكر. وتنتقل «العدوى» التفاؤل بدورها بعد ذلك إلى القطاع المالي، ويبدأ المقرضون في التوسع في اقراض الشركات دون تحوط كاف أو التحقق من قابلية استرداد القروض مجددا، ولكن بناء على قدرة تلك الشركات على الحصول على تمويل مستقبلي نظرا لأرباحهم المتوقعة. وفي ذلك الوقت يكون الاقتصاد

<sup>1</sup> السيد متولي عبد القادر، مرجع سبق ذكره، ص ص 324-327.

قد تحمل مخاطرة بشكل معنوي في نظام الائتمان، وفي حالة حدوث مشكلة مادية أو أزمة مادية لكيان اقتصادي كبير يبدأ القطاع المالي في الاحساس بالخطر مما يؤثر على قابليته للإقراض، الأمر الذي يؤثر بدوره على قدرة معظم الكيانات الاقتصادية على سداد التزاماتها، وتبدأ الأزمة المالية التي قد لا يتمكن ضخ أموال في الاقتصاد من حلها، وتتحول إلى أزمة اقتصادية تؤدي لحدوث كساد ويعود الاقتصاد لنقطة البداية مجدداً.

**3.3 نظرية المباريات «game theory»:** ومن التفسيرات الحديثة للأزمة المالية ما طرحته نظرية المباريات «game theory» تحت ما يعرف بمباريات التنسيق بين اللاعبين في الأسواق المالية، إذ تؤكد أدوات التحليل الاقتصادي على وجود علاقات موجبة بين القرارات التي تتخذها لاعبو الحلبة الاقتصادية (المضاربون، المستثمرون...) فقد يكون قرار المستثمر في كثير من الأحيان باتخاذ الاتجاه الذي يتوقع هذا المستثمر الآخرين أن يتخذه.

كانت تسمى نظرية القرارات المعتمدة على بعضها البعض إلا أنها في الأعمال التجارية خاصة في احتكار القلة والمنافسة الاحتكارية عند اتخاذ قرار ما فإنه يؤثر ويتأثر بالقرار الآخر فإذا أحد المنتجين عمل حملة دعائية فإنه يأخذ بعين الاعتبار رد فعل المنتجين الآخرين. وكل لعبة تكون مبنية على نموذج اقتصادي معين وكل واحد يأخذ سياسة معينة يكون لها رد فعل من الطرف الآخر، كل لعبة لها لاعبين اثنين فأكثر، وكل لاعب لديه استراتيجية يمكن من خلالها أن يلعب لعبة معينة وكل استراتيجية لها نتائج

**4.3 نظرية الأحمق الكبير:** تحدث أزمة سوق المال (الفقاعة) نتيجة أفعال المضاربين بشراء أصول بأسعار أعلى من قيمتها الحقيقية لاعتقادهم بأنهم سوف يتمكنوا من بيع هذه الأصول بأسعار إلى المضاربين آخرين (حمقى). وتستمر الفقاعة لطالما بقي حمقى عندهم استعداد لشراء الأصول بأسعارها العالية لغاية. وتتوقف الفقاعة عند آخر أحمق (الأحمق الكبير) الذي لن يجد من يشتري منه الأصل بسعر مرتفع.

**5.3 نظرية القطيع:** تقوم هذه النظرية على ميل المستثمرين بالشراء والبيع في اتجاه السوق. ويلعب كل من المستثمر الأجنبي والمستثمر المحلي دورا هاما في تفجير الأزمة المالية، ولكن بعض الدراسات ترى أن المستثمر المحلي هو أول من يهرب من حدوث الأزمة لأنه ببساطة لديه معلومات أكبر من المستثمر الأجنبي، وفي الغالب فإن المستثمر الأجنبي يتبع المستثمر المحلي أي: ان المستثمرين الأجانب يكونون عرضة لسلوك القطيع أكثر من المستثمرين المحليين.

**6.3 نظرية السيولة الزائدة:** تلعب السيولة الزائدة الناتجة عن زيادة الدخل أو سهولة الائتمان من الأجهزة المالية إلى تشجيع شراء الأصول عالية السعر. أو باختصار عندما تطارد كمية أموال كبيرة عددا محدودا من الأصول المالية.

**7.3 عدم الاتساق بين أساسيات الاقتصاد وسعر الصرف:** طبقا لتفسير كروغمان سنة 1978 عندما تتبع الدولة نظام سعر الصرف الثابت، تحدث الأزمة نتيجة ارتفاع في عجز الموازنة العامة (العجز المالي الناتج عن سياسة مالية توسعية) والذي يتم تمويله من قبل طبع النقود (سياسة نقدية توسعية) وينتج عنه ارتفاع في القيمة الحقيقية لسعر الصرف وتدهور في ميزان المدفوعات لا يمكن أن يستمر بدون تخفيض شديد في قيمة العملة.

بمعنى آخر فإن عدم توافق بين سياسات التوسع المالي والنقدي تؤديان إلى زيادة العجز الخارجي، ومع تطبيق نظام سعر الصرف الثابت فإن تدهور الاحتياطات الخارجية وحده كفيل بالتنبه بحدوث أزمة صرف مما يشعل المضاربة والهروب من العملة المحلية واستنزاف الاحتياطات الأجنبية.

**8.3 أثر العدوى:** أي انتقال الأزمات المالية- مثل تلك الخاصة بأسعار العملة وانهيار أسواق الأسهم- وانتشارها في دول أخرى. ويختلف الاقتصاديون حول ما اذا كان حدوث أزمة في أكثر من دولة في الوقت ذاته نتيجة لانتشار غير مبرر «للعدوى» بالفعل، أم بسبب مشكلات حقيقية تعاني منها الاقتصاديات التي انتقلت إليها الأزمة، سواء اختلفت تلك الأسباب فيما بينها أم تشابهت.

### المحور الثالث: الأزمات الاقتصادية قبل القرن العشرين.

شهدت الحضارة الإنسانية سلسلة من الأزمات، فمنذ أن بدأت الحياة على هذا الكوكب، تعاقبت الأحداث بين أزمة وانفراجها، وخلال رحلة تطور البشرية، والنظم الاقتصادية، تم تسجيل العديد من الأزمات. انطلقا من الأزمة التي شهدتها مصر في زمن سيدنا يوسف (عليه السلام)، حيث عرف ذلك الزمن دورة مدتها سبع سنوات من الخصب أعقبها سبع سنوات "عجاف"، ولكن مظاهر الدورات الاقتصادية غدت أكثر تعقيدا منذ الثورة الصناعية في أوروبا وأصبحت ظاهرة تلازم نظام السوق بوجه عام<sup>1</sup>. خلال هذا المحور سيتم التطرق لأهم الأزمات التي شهدتها التاريخ الاقتصادي قبل القرن العشرين.

#### المطلب الأول: الأزمات في القرون الأولى.

**القرن الأول:** تشير بعض المصادر التاريخية أن أزمة اقتصادية حصلت خلال القرن الأول ميلادي في الامبراطورية الرومانية بسبب اصدار جماعي لقروض غير مضمونة من قبل البنوك الرومانية.

**القرن الثالث:** توالى الأزمات الاقتصادية الناجمة عن الحروب وتطور المجتمعات على غرار الأزمة في القرن الثالث ميلادي والتي حصلت بسبب الغزوات الرومانية وعدم الاستقرار السياسي، ومثل هذه التطورات التي مست الامبراطورية الرومانية القديمة أدت إلى تغير المجتمعات والحياة الاقتصادية.

**القرن السابع:** أزمة تبديل العملة سنة 692 حيث رفض الامبراطور البيزنطي جستنيان الثاني تبديل العملة البيزنطية بالعملة الأموية العربية الذهبية، وذلك خوفا من اكتشاف النظام المالي البيزنطي المزدوج (حيث كان الوزن الفعلي أقل من القيمة الاسمية للعملة البيزنطية) مما أدى الى حدوث معركة سيبياستوبوليس وتمرد دافعي الضرائب، وتنطلق عشرون عاما من الفوضى.

#### المطلب الثاني: الأزمات في العصور الوسطى.

العصور الوسطى هي التسمية التي تُطلق على الفترة الزمنية في التاريخ الأوروبي التي امتدت من القرن الخامس حتى القرن الخامس عشر الميلادي. وقد شهدت هاته الفترة أزمة مالية طاحنة في أوروبا الغربية في ظل النظام الاقطاعي الذي اتسمت به، خاصة بعد هروب رقيق الأرض وكثرة الحركات المنشقة لأعداد

<sup>1</sup> السيد متولي عبد القادر، مرجع سبق ذكره، ص 313.

متزايدة من الحكام والأمراء. وكان في الحل الخاطئ الذي لجأ إليه كبار الحكام والملوك المديونين دمارهم ودمار النظام الاقتصادي كله بعد ذلك. فقد لجأ هؤلاء إلى الاستدانة من التجار المنتشرين في المدن، وانتهز هؤلاء التجار حاجة الملوك المالية الشديدة وفرضوا عليهم فوائد ربوية باهضة تماما كما يفعل صندوق النقد الدولي، والبنك الدولي وغيرهما مع الدول النامية، وبطبيعة الحال، فقد تكبل الحكام والملوك بقيود قروضهم المركبة، ووقعوا في النهاية تحت سيطرة وهيمنة أصحاب المال من التجار الذين نجحوا بذلك في تحويل العصر الاقتصادي إلى عصر ينتمي إليهم يتبع مبادئهم وتعليماتهم وهو عصر التجاريين<sup>1</sup>.

### المطلب الثالث: الأزمة زمن المقريري.

يعتبر المقريري من أوائل من كتب في الأزمات، وتكلم عن أثر السياسة النقدية في الأوضاع الاقتصادية والاجتماعية (التضخم والأسعار)، وأول من ربط بين السياسة النقدية والتقلبات الاقتصادية (الأزمات والمجاعات). ولقد أشار المقريري إلى أزمات نقص الإنتاج، وحدد أهم الأسباب لحدوث الأزمات الاقتصادية والمجاعات العنيفة، سواء كانت بسبب الطبيعة (حالات الجفاف والقحط التي تصيب المحاصيل)، أو بسبب سلوك الإنسان وتصرفاته كالصراع السياسي وتفشي الرشوة وغلاء دور السكن وارتفاع ايجارها وانخفاض قيمة النقود.<sup>2</sup>

وقد شهدت مصر خلال الفترة 796 هـ حتى 808 هـ (أي على مدى 12 عاما كاملة) أزمة اقتصادية طاحنة<sup>3</sup>، بسبب انخفاض منسوب مياه النيل وتراكم المشكلات دون حلها جذريا من قبل المسؤولين. ويسمى المقريري الأزمة أو الكارثة بالغممة وهي الكربة، ويشير في إطار وصف المجاعات إلى موقف يتميز بنقص انتاج السلع وارتفاع أسعارها، ويحدد الأسباب التي أدت إلى حدوثها ووصفها لتفاديها وعدم الوقوع فيها مرة ثانية، ويرى المقريري أن المجاعات الطويلة آنذاك، كان يمكن احتواؤها إذا تم تجنب مسبباتها التي يحصرها فيما يلي<sup>4</sup>:

<sup>1</sup> صلاح الدين فهمي، زينب الأشوح، (2010)، الأزمة الاقتصادية العالمية، هبة النيل العربية للنشر والتوزيع، مصر، ص ص 18، 19.

<sup>2</sup> عبد الحلیم غربي، (2017)، الأزمات الاقتصادية والمالية والمصرفية "رؤى وحلول"، الإصدار الأول، كتاب الكتروني، ص ص 28، 29.

<sup>3</sup> صلاح الدين فهمي، زينب الأشوح، مرجع سبق ذكره، ص 20.

<sup>4</sup> عبد الحلیم غربي، مرجع سبق ذكره، ص 37.

- زيادة التدبير والفساد الإداري: وما صاحب ذلك من انتشار الرشوة والمحسوبية وتفشي الفوضى وتدهور الإنتاج. حيث أشار المقريري الى أن هناك فئات مستفيدة من حدوث الأزمات (مثل أثرياء الحرب)، ومن تلك الفئات المستفيدة المحتكرون ذو السلطات والنفوذ المستعدون لقبول الرشاوي<sup>1</sup>.
- زيادة الربح العقاري في الزراعة: نتيجة قيام مسؤولي الدولة المملوكية بزيادة الضرائب على مستأجري الأراضي، مما أدى ذلك الى توقف الفلاحين عن الإنتاج فقلت المحاصيل الزراعية.
- سوء السياسة النقدية وروج الفلوس: كانت النقود في عصر المقريري من ثلاث أنواع: الدنانير الذهبية والدرهم الفضية والفلوس النحاسية، وقد أصبحت الدرهم والفلوس تمثل المعروض النقدي بصفة أساسية أثناء فترة المجاعة، مما أدى الى ارتفاع الأسعار، بمعنى أن زيادة الإصدار النقدي لم يكن يقابلها زيادة حجم الناتج الوطني (زيادة حقيقية في السلع)

وفي هذا الصدد أشار المقريري الى فكرة النقد الرديء يطرد النقد الجيد من التداول وهي الفكرة التي تطرق اليها الاقتصادي البريطاني "توماس غيرشام" Thomas Gresham (1519-1579 م)، أي أن العملات النحاسية التي تكون قيمتها الفعلية أقل من قيمتها الاسمية هي التي تستعمل في المعاملات أما النقود الجيدة (الذهبية والفضية) التي تكون قيمتها الفعلية أعلى من قيمتها الاسمية فيحتفظ بها<sup>2</sup>

ومن الحلول التي قدمها المقريري لمواجهة الأزمة<sup>3</sup>:

- الاقتصاد على التعامل بالنقود الذهبية، والتوقف الفوري عن التوسع في الإصدار النقدي الوهمي، وربط المعروض النقدي بالمعروض الفعلي من الإنتاج وذلك للحفاظ على توازن العرض والطلب.
- محاربة الاحتكار وذلك بتطبيق الدولة عقوبات صارمة، بالإضافة الى فرض قوائم أسعار رسمية عادلة تحقق مصالح كل الأطراف (هامش ربحي معقول للتجار، وسعر يتناسب وقدرة المستهلكين).

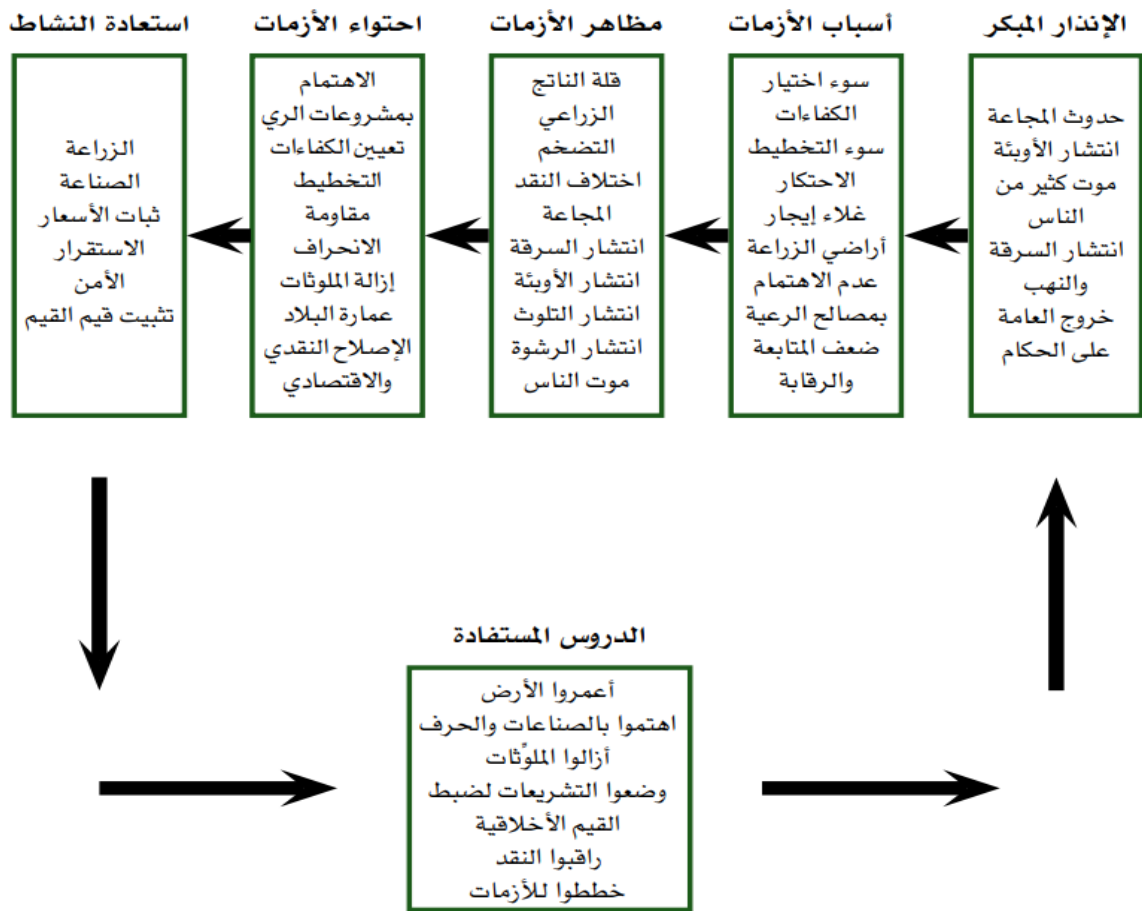
<sup>1</sup> صلاح الدين فهمي، زينب الأشوح، مرجع سبق ذكره، ص 21.

<sup>2</sup> عبد الحليم غربي، مرجع سبق ذكره، ص 33.

<sup>3</sup> صلاح الدين فهمي، زينب الأشوح، مرجع سبق ذكره، ص ص 20-21.

- ضرورة استئثار الدولة بعمليات تجارة السلع الاستراتيجية التي ينتفع بها المجتمع ككل مثل الغلال، وذلك لضمان إيصالها بأسعار مناسبة للمحتاجين إليها، وشدد على عدم تركها للتجار الأفراد الذين يحتمل أن يبيعوها بأسعار باهظة.
- وأوصى المقريري بإعداد طاقم أو فريق من الأفراد المدربين على التعامل مع فترة الأزمات، ويشترط فيهم امتلاك المعرفة التحليلية الصحيحة، والمقدرة على تطبيق تلك المعرفة ونتائج تحليلها المتعمق بشكل صحيح يحقق أكبر نفع ممكن.

والشكل التالي يوضح أهم أسباب الأزمة ومظاهرها وكيفية علاجها في الفكر المقريري:



المصدر: عبد الحليم غربي، (2017)، الأزمات الاقتصادية والمالية والمصرفية "رؤى وحلول"، الإصدار الأول، كتاب الكتروني، ص 40.



## المطلب الرابع: أزمة فقاعة زهرة التوليب (1634 – 1637).

**1.4 تعريف فقاعة زهرة التوليب Tulipomania:** وتعرف أيضا باسم جنون التوليب، وهي أول فقاعة أصول (فقاعة مضاربة) في التاريخ الاقتصادي الحديث. هذه الفقاعة والتي ظهرت في القطاع الزراعي هي أولى فقاعات المضاربة التي شهدتها الاقتصاد الرأسمالي.<sup>1</sup>

حدثت بداية القرن السابع عشر في امستردام، وهذه الأزمة تعكس مفهوم الفقاعة المالية بشكل مثالي. ظهرت زهرة التوليب لأول مرة في الدولة العثمانية؛ وبألوانها المتعددة والمبهجة استطاعت التوليب أن تخطف الأنظار سريعا. وصلت الى أوروبا في القرن السادس عشر.

### 2.4 الجذور التاريخية للأزمة:

كانت زهرة التوليب في الأصل عبارة عن زهرة برية تنمو في آسيا الوسطى، وقد اشتق اسمه من الكلمة الفارسية "عمامة turban"، وقد تمت زراعتها تجارياً لأول مرة في حوالي عام 1000 ميلادي من قبل علماء النبات الأوائل وعشاق الزهور في الإمبراطورية العثمانية. مع نمو العلاقات الاقتصادية والسياسية بين أوروبا والإمبراطورية العثمانية، زادت معرفة هذه الزهرة وأصبحت أكثر انتشاراً في دائرة علم النبات. وتُعزى شعبية التوليب في هولندا إلى كارولوس كلوسيووس Carolus Clusius. الذي كان طبيب وعالم نباتات كلفه الامبراطور الروماني ماكسيميليان الثاني Maximilian II بإنشاء حديقة نباتية في فيينا Vienna، حيث تلقى كلوسيووس بصيالات الزنبق من السفير في القسطنطينية (اسطنبول)، وقام بنقلها معه الى هولندا عندما عمل أستاذاً في جامعة ليدن Leiden، حيث كان يدير تطوير حديقة نباتية جديدة، Hortus Academicus. في عام 1594، بعد عام واحد من وصوله إلى هولندا، أزهرت زهرة التوليب لأول مرة في أوروبا.<sup>2</sup>

### 3.4 نفخ فقاعة زهرة التوليب:

تجذر الإشارة الى أن الزهرة أصيبت بفيروس Mosaic الذي زادها جمالا وغرابة وأصبحت أكثر مقاومة للظروف المناخية. وانتشرت زراعة زهرة التوليب في هولندا، وارتفع الطلب عليها مما أدى الى ارتفاع أسعارها

<sup>1</sup> سلطان جاسم النصراري، ص 136.

<sup>2</sup> Jeanne Garbarino, (2011), TULIPMANIA: THE ECONOMIC BUBBLE OF THE SEVENTEENTH CENTURY, Natural selections, Pp 01-02, p01.

بسرعة مذهلة مقابل قلة الإنتاج، وأفضت أرباحها الوفيرة الى جذب كثيرين الى تلك التجارة، فلم يكن الأمر يتطلب الا استثمار أموال قليلة لجني أرباح كثيرة<sup>1</sup>.

ولم يكن الاقبال الهائل على الزهرة لأغراض الاستخدام البيئي والشخصي، بل لأغراض الربح منها حيث انخرط الكثير من المستثمرين وحتى عامة الناس في شرائها لبيعها بأسعار مرتفعة والفارق هو الربح. وارتفعت أسعارها بقوة لتصل إلى 4000 فلورينة Florins، رغم أن متوسط دخل الفرد حينها لا يتعدى 150 فلورينة، وعمل التجار على تخزينها وتقليل وجودها في السوق، ما رفع أكثر من قيمتها لتعادل أسعار المواشي ومن ثم تتفوق على أسعار العقارات. وخلال العام 1635 كانت تباع 40 بصلة توليب مقابل 100.000 فلورينة Florins، بينما أعلى سعر لهذه الزهرة وصل إلى 6000 فلورينة. كل هذا مدعوماً باعتقاد قوي سائد لدى الناس بأن هذه الزهرة تخزن فعلاً القيمة ولن تخسرها وستواصل الارتفاع إلى أن تصل إلى مستويات كبيرة جداً.<sup>2</sup>

وللسيطرة على سعر سوق التوليب، قام التجار الهولنديون بتغيير كيفية تقييمها. ففي حين كان من المعتاد أن يشتري المشترون الزهرة في أشهر الصيف بعد زهره (وكانوا يعرفون شكله)، أصبح من المقبول شراء بصيلات الزهرة في الشتاء للتسليم في الصيف، مع أدونات فقط تحتوي على ملاحظة تصف خصائص الزهرة. بالإضافة إلى ذلك، كان المنتجون يقدمون عدداً كبيراً من الأصناف الجديدة إلى السوق. بحلول عام 1634، انخفضت أسعار التوليب لفترة وجيزة، مما زاد من إمكانية وصول الخزامى إلى تجار الطبقة الوسطى<sup>3</sup>. وفي ثلاثينيات القرن السابع عشر وصل تكاليف المضاربة وجنونها إلى خلق سوق مستقبلية للتوليب وهو ما أطلق عليه جنون التوليب عام 1636-1637<sup>4</sup>.

فبحلول عام 1636، تم إنشاء سوق مستقبلي لبصيلات التوليب وكان العديد من المستثمرين يشترون البصيلات في الشتاء بسعر ثابت (سعر تخميني إلى حد كبير) على افتراض أن قيمة البصيلات سترتفع خلال الصيف التالي. هذا ما دفع تجارة التوليب إلى حالة من الجنون، وقاموا بمضاعفة السعر المتوقع للبصيلة الواحدة.<sup>5</sup>

<sup>1</sup> سلطان جاسم النصراوي، مرجع سبق ذكره، ص 135.

<sup>2</sup> مجلة أصناي، (2017)، قصة أزمة زهرة التوليب 1636 - 1637 التي دمرت حياة سكان هولندا (amnamag.com)، <https://www.amnamag.com>، تم زيارة الموقع بتاريخ 27 جانفي 2023، على الساعة 11:00.

<sup>3</sup> Jeanne Garbarino, Op.Cit, p02.

<sup>4</sup> سلطان جاسم النصراوي، ص 136.

<sup>5</sup> Jeanne Garbarino, Op.Cit, p02.

#### 4.4 انفجار فقاعة زهرة التوليب وبداية الأزمة:

ويمكن القول إن السوق المستقبلية لتداول التوليب هي السبب الرئيسي لنفخ هذه الفقاعة، وحدثت أزمة اقتصادية بعد انفجارها. خلال فبراير 1637 تراجع عروض شراء الزهرة وبصلتها، لتتراجع الأسعار مع ارتفاع المعروض للبيع وغرق السوق بها.

فبعدها اكتسبت هذه السلعة قيمة كبيرة خلال أشهر طويلة كانت شهرين فقط كافية لتتحول الأسعار الجنونية إلى وهم وينهار الآلاف من المستثمرين بعد خسارتهم بيوتهم وعقاراتهم والمواشي الخاصة بهم، بكاء عويل وحزن شديد يا لها من مصيبة حلت بصناع تلك الفقاعة، من المشاركين فيها، شبابا ورجال ونساء. حتى هؤلاء الذين تمكنوا من بيع الأزهار بسعر مرتفع قبل فبراير الأسود 1637 وحصلوا على أرباح قوية تضرروا نتيجة الكساد الاقتصادي وغلاء المعيشة، وبالطبع فإن الشعب الهولندي ذاق مرارة الأزمة وحاولت الحكومة وقف الانهيار العظيم من خلال اعلانها التزامها بسداد 10% من قيمة عقود الزهرة الشهيرة، لكنها فشلت. عادت زهرة التوليب إلى سعرها العادي، تكلفتها بعد الأزمة لم تعد تضاهي تكلفة العقارات والمواشي، بل أصبحت مساوية لأسعار الأزهار الأخرى.<sup>1</sup>

#### المطلب الخامس: فقاعة شركة المسيسيبي، وبحر الجنوب 1720.

تم جمع هاتين الأزميتين معا، لوقوعهما في نفس الفترة الزمنية، ففي حين كانت فقاعة المسيسيبي تنفخ في فرنسا في أوائل القرن الثامن عشر، كانت فقاعة مماثلة لها تنفخ وتتطور بالتوازي في بريطانيا وقد عرفت باسم فقاعة بحر الجنوب. وتشير كلا الأزميتين الى عدم عقلانية سلوك المستثمرين الذين يمكن وصفهم بالحمقى الذين كانوا يطاردون وهما في حالة أقرب الى الجنون. لا يمكن تفسيرها الا من خلال نظرية سلوك القطيع.

#### 1.5 فقاعة شركة المسيسيبي Mississippi Company Bubble:

كان العقل المدبر وراء فقاعة المسيسيبي هو جون لو John Law، وهو مقامر إسكتلندي يعمل في مجال التمويل ينتمي لعائلة ثرية من المصرفيين وصانعي الذهب، وبالرغم من أن لو كان يتميز بقدراته الرياضية الشديدة، إلا أنه عرف أنه شخص مستهتر صعد إلى المراتب العليا للتمويل العام الفرنسي من خلال صداقته مع دوق أورليان.

<sup>1</sup> مجلة أصناي، مرجع سبق ذكره.

## أ. الجذور التاريخية للأزمة

في أوائل القرن الثامن عشر كان الاقتصاد الفرنسي في حالة ركود. كانت الحكومة غارقة في الديون وكانت الضرائب مرتفعة. بالإضافة إلى ذلك، سيطر الفرنسيون على مستعمرة لويزيانا، وهي مستوطنة شاسعة في المناطق الداخلية من أمريكا الشمالية. ضمت مستعمرة لويزيانا منطقة ناتشيز والمنطقة الواقعة على طول ساحل خليج المسيسيبي في مسيسيبي الحالية. كانت فرنسا أول دولة أوروبية استوطنت هذه المنطقة من أمريكا الشمالية (1699-1763).<sup>1</sup>

وقد بدأت أزمة فقاعة المسيسيبي في عام 1715، عندما كانت الحكومة الفرنسية على وشك الإفلاس تحت عبء الديون التي تكبدها خلال حرب الخلافة الإسبانية. وعندما عجزت الحكومة عن سداد جزء من ديونها، خفضت مدفوعات الفائدة ورفعت الضرائب إلى مستويات عالية للغاية، وكل ذلك أدى إلى كساد الاقتصاد الفرنسي وتسبب في تقلب قيمة عملتها المدعومة بالذهب والفضة بشكل كبير. سارعت الحكومة الفرنسية، التي كانت تقودها آنذاك مجموعة من الحكام لأن الملك لويس الخامس عشر Louis XV كان يبلغ من العمر خمس سنوات فقط، إلى إيجاد حل للمشاكل المالية والاقتصادية في البلاد. وسرعان ما قرر دوق أورليان، زعيم مجموعة الحكام، تقديم صديقه جون لو، الذي كان من أوائل المنظرين للاقتصاد النقدي<sup>2</sup>. وأصبح لو Law المستشار المالي الأساسي للحكومة الفرنسية، وقام باستغلال هذه الفرصة لوضع نظريته النقدية موضع التنفيذ. في عام 1716، حصل لو على إذن من الحكومة الفرنسية لتأسيس بنك وطني بنك جنرال Banque Générale، وهو بنك له سلطة إصدار النقود "الورقية"، حيث قام بأخذ ودائع الذهب والفضة وأصدر أوراق نقدية "ورقية" في المقابل. لم تكن الأوراق النقدية الصادرة عن بنك جنرال مناقصة قانونية ولكن تم قبولها من قبل الجمهور الفرنسي لأنها كانت قابلة للاسترداد بالعملة الفرنسية الرسمية. قام بنك جنرال ببناء احتياطاته المصرفية من خلال إصدار الأسهم ومن الأرباح المحققة من خلال إدارة الشؤون المالية للحكومة الفرنسية<sup>3</sup>، هذا البنك تم تأميمه لاحقًا وتغيير اسمه إلى Banque Royale. في عام 1717.

<sup>1</sup> Jon Moen, Op.Cit.

<sup>2</sup> درس لو التمويل المتقدم في مدن مثل أمستردام والبندقية وجنوة. في عام 1705، قام بنشر ورقة أكاديمية جادل فيها ضد استخدام العملة المدعومة بالمعادن الثمينة لصالح "الورق" أو العملة الورقية، مدعيًا أن استخدام العملة الورقية من شأنه أن يحفز التجارة، وبسبب هذه الآراء المتميزة، يعتبر لو اقتصاديًا مبكرًا على الطراز الكينزي.

<sup>3</sup> Jesse Colombo, ( June 23rd, 2012), The Mississippi Bubble of 1718-1720, Op.Cit

استخدم جون لو علاقته المتزايدة داخل المجتمع الفرنسي للحصول على شركة تجارية متعثرة، وهي شركة Mississippi، والتي أعاد تسميتها إلى "Compagnie d'Occident" (شركة الغرب) ومنح احتكار التجارة مع وتطوير مستعمرات فرنسا في أمريكا الشمالية على طول نهر المسيسيبي. امتدت هذه الأراضي على مساحة واسعة من لويزيانا الحالية حتى كندا واعتبرت ذات قيمة لوفرة مواردها مثل جلود القندس والمعادن الثمينة (والتي ثبت لاحقاً أنها غير صحيحة). مع استمرار نمو تأثير Law، تم تغيير اسم Compagnie d'Occident إلى "Compagnie des Indes" (شركة جزر الهند)، احتكرت الشركة تجارة فرنسا الاستعمارية بالكامل. في يوليو 1719، اشترت الشركة الحق في سك العملات المعدنية الجديدة. في أغسطس 1719، اشترت الشركة حق تحصيل جميع الضرائب الفرنسية غير المباشرة وفي أكتوبر 1719 تولت الشركة تحصيل الضرائب وصك الأموال. كما تم إطلاق خطة لإعادة هيكلة معظم الدين الوطني، حيث سيتم استبدال باقي الدين الحكومي الحالي بأسهم الشركة. في هذا الوقت، كان جون لو قد جمع قدراً لا يصدق من القوة حيث سيطرت شركاته على كل من التجارة الخارجية لفرنسا ومواردها المالية<sup>1</sup>.

#### ب. نفخ الفقاعة المالية<sup>2</sup>:

في كانون الثاني (جانفي) 1719، عرضت شركة Compagnie des Indes أسهماً للجمهور مقابل 500 ليفر (livres) للسهم (كانت livres هي العملة الفرنسية في ذلك الوقت)، والتي تم شراؤها ودفع ثمنها باستخدام الأوراق النقدية لبنك جنرال أو من خلال الديون الحكومية. ارتفعت أسهم شركة لو إلى 10000 ليفر للسهم الواحد بشكل لا يصدق، بحلول ديسمبر 1719 حيث بدأ المستثمرون في الرغبة في معرفة القيمة المحتملة للشركة من التجارة مع المستعمرات الفرنسية التي يُفترض أنها غنية بالذهب والفضة. مع ارتفاع أسعار الأسهم إلى هذه المستويات المرتفعة، تحول جون لو من مقامر مفلس إلى واحد من أغنى وأقوى الرجال في أوروبا. استثمر الأشخاص من جميع الطبقات الاجتماعية في أسهم شركة Compagnie des Indes (المسيبيي سابقاً)، مما تسبب في افقار العديد الأثرياء في فترة زمنية قصيرة.

تسبب الطلب الهائل على أسهم شركة Compagnie des Indes في زيادة المبلغ الإجمالي للأوراق النقدية "الورقية" المتداولة بنسبة 186% في عام واحد بسبب حقيقة أن البنك العام أصدر أكبر قدر من الأوراق النقدية كما طلب الجمهور. أدى هذا التوسع في عرض النقود إلى حلقة تضخمية قوية تضاعف

<sup>1</sup> [Mississippi Bubble | French history | Britannica](https://www.britannica.com/event/Mississippi-Bubble), <https://www.britannica.com/event/Mississippi-Bubble>, visited January 27-2023, at 18:00

<sup>2</sup> Jesse Colombo, ( June 23rd, 2012), [The Mississippi Bubble of 1718-1720](#), Op.Cit

فيها سعر السلع بين يوليو 1719 وديسمبر 1720. شهدت باريس ازدهارا من نوع "اقتصاد الفقاعة" حيث ارتفعت أسعار العقارات والإيجارات عشرين ضعفا، وطالب المضاربون الأثرياء بشراء السلع الفاخرة، تم بناء منازل جديدة في كل اتجاه، وأشرق ازدهار وهمي على الأرض، وأذهل أعين الأمة بأكملها، بحيث لم يستطع أحد رؤية السحابة المظلمة في الأفق معلنة عن العاصفة التي كانت تقترب بسرعة شديدة.

بعد فترة وجيزة، أصدر بنك جنرال كميات هائلة من الأوراق النقدية على الرغم من عدم وجود مبلغ معادل من الذهب والفضة لكل من يرغب في استرداد أوراقهم النقدية. من المحتمل أن جون لو كان يتوقع أن يسد عجز المعادن الثمينة لبنك جنرال بالذهب والفضة الذي استوردته شركة Compagnie des Indes من أمريكا الشمالية.

### ت. انفجار الأزمة:

بدأت أسعار الأسهم في الانخفاض في يناير 1720 حيث قام بعض المستثمرين ببيع الأسهم لجني أرباحهم على شكل عملات ذهبية. حاول جون لو الحد من عمليات البيع عن طريق الحد من المدفوعات بالذهب لأكثر من 100 ليفر<sup>1</sup>. تلا ذلك فضيحة في مايو 1720، عندما قرر جون لو أن أسهم شركته مبالغ فيها، مما جعله يبدأ في تخفيض قيمة الأسهم. بالإضافة إلى ذلك، تم تخفيض قيمة الأوراق النقدية من بنك جنرال بنسبة 50٪، ويفترض أن ذلك يرجع إلى عجز البنك في المعادن النفيسة، والذي لم يكن قادرا على الوفاء به من خلال عمليات شركة Compagnie des Indes في أمريكا الشمالية لأن منطقة وادي المسيسيبي فقيرة من المعادن الثمينة (مما أدى إلى خيبة أمل كبيرة لدى المستثمرين). تسبب انخفاض قيمة الأسهم والأوراق البنكية في ضجة عامة شديدة، مما أدى إلى حل وسط تم فيه استعادة قيمة الأوراق النقدية ولكن تم إيقاف الدفع في المعادن الثمينة. على الرغم من التسوية، كان الجمهور الفرنسي غاضبا ضد الشركة وأوراقها البنكية الورقية شبه عديمة القيمة.

أدى اقبال المستثمرين على بيع الأوراق المالية، من جهة، وخفض قيمة العملة من جهة أخرى إلى انهيار أسهم Compagnie des Indes من 10000 ليفر إلى 1000 ليفر بحلول ديسمبر 1720. ما تسبب في خسائر مالية ضخمة للمستثمرين وأصبح العديد من أصحاب الملايين السابقين فقراء. بحلول نهاية عام 1720، كان يُنظر إلى جون لو على أنه محتال كبير وتم منح منافسيه السيطرة على ثلثي أسهم شركاتهم. كما انخفضت أسعار الأسهم إلى 500 ليفر في عام 1721. بعد فترة وجيزة، هرب جون لو من فرنسا.

<sup>1</sup> Jon Moen, (2001), OP.Cit.

أدى انهيار بنك جنرال وشركة إنديز، الذي تزامن مع ظهور فقاعة بحر الجنوب البريطانية، إلى إغراق فرنسا ودول أوروبية أخرى في كساد اقتصادي حاد ووضع الأساس للثورة الفرنسية التي حدثت في وقت لاحق من هذا القرن<sup>1</sup>.

عند التمعن في معنى الفقاعة التقليدية، والتي تحدث في المقام الأول بسبب الهوس والمضاربة على نطاق واسع، يليها انهيار حاد في قيم الأصول. نجد أن فقاعة المسيسيبي كانت نتيجة للسياسات النقدية الفاشلة التي تسببت في نمو مفرط في المعروض النقدي والتضخم، وهو ما يجعلها مختلفة عن الفقاعة التقليدية.

## 2.5 فقاعة بحر الجنوب South Sea Bubble:

فقاعة بحر الجنوب كانت الفقاعة المماثلة لفقاعة المسيسيبي في الجانب البريطاني.

### أ. الجذور التاريخية للأزمة:

كانت المالية العامة لبريطانيا في حالة سيئة بعد سنوات من الحرب مع فرنسا. نظرا لأن كل دائرة حكومية كانت مسؤولة عن ترتيب قروضها الخاصة، لم يكن لدى الحكومة رؤية موحدة للمبلغ الإجمالي للديون المستحقة. عند تعيين روبرت هيرلي Robert Hurley وزيرا للخزانة عام 1710، شرع في تحديد حجم إجمالي مديونية الحكومة. وهو ما أثار ذعره عندما علم أن إجمالي الأموال المستحقة يقدر بـ 9 ملايين جنيه إسترليني، دون أي أموال مخصصة لسدادها. ومما زاد الطين بلة، كان على الحكومة إيجاد 300 ألف جنيه إسترليني لراتب الربع التالي للقوات البريطانية المتمركزة في أوروبا.

طور Hurley استراتيجية من ثلاث مراحل لاستعادة الموارد المالية. أولا: سعى للحصول على قرض خاص لتمويل رواتب الجنود. ثانيا، قام بتجديد نظام اليانصيب حيث دفع للفائز عن طريق القسط السنوي على مدى سنوات، وبالتالي احتفظ باستخدام المبلغ الإجمالي لسداد الديون. أخيرا، سيطلب من جميع حاملي الديون تسليمها إلى شركة جديدة، عرفت باسم شركة بحر الجنوب<sup>2</sup>.

شركة بحر الجنوب البريطانية South Sea Company، التي تأسست عام 1711 على يد روبرت هيرلي Robert Hurley، وتعتبر المتسبب الرئيسي في الأزمة، كان دور الشركة الأساسي هو تمويل الديون الحكومية، بالرغم من أنه كان يبدو نشاطها تجاري يتمثل في تجارة العبيد مع أمريكا الإسبانية، وبناء على

<sup>1</sup> Jesse Colombo, ( June 23rd, 2012), The Mississippi Bubble of 1718-1720, Op.Cit.

<sup>2</sup> BOOK (philipwilliamsauthor.com), <http://philipwilliamsauthor.com/wp-content/uploads/2019/02/South-Sea-Bubble.pdf>

اعتقادها أن حرب الخلافة الإسبانية، التي تقترب من نهايتها، ستنتهي بمعاهدة تسمح بمثل هذه التجارة. بيعت أسهم الشركة، مع فائدة مضمونة بنسبة 6 في المائة (ستدفع الحكومة للشركة 568 ألف جنيه إسترليني بفائدة 6% بالإضافة إلى المصروفات سنويا، والتي سيتم توزيعها كأرباح على المساهمين)، إلا أن معاهدة السلام (معاهدة أوترخت Utrecht) التي أبرمت مع إسبانيا في عام 1713، كانت مخيبة للتوقعات، حيث فرضت ضريبة سنوية على العبيد المستوردين والسماح للشركة لإرسال سفينة واحدة فقط كل عام للتجارة العامة. كان نجاح الرحلة الأولى في عام 1717 معتدلا فقط، لكن الملك جورج الأول ملك بريطانيا العظمى أصبح حاكما للشركة في عام 1718، الأمر الذي زاد من موثوقيتها، الذي سرعان ما دفع فائدة بنسبة 100 في المائة.<sup>1</sup>

### ب. نفخ الفقاعة المالية:

على الرغم من أن حقوق تداول الشركة مع المستعمرات الإسبانية كانت متواضعة للغاية، إلا أن مديريها التنفيذيين يثيرون شهية المستثمرين بحكايات وشائعات لا تصدق عن الذهب والفضة في أمريكا الجنوبية في انتظار إعادة استيراده إلى أوروبا. نجحت الشركة في إثارة جنون المضاربة على أسهمها في عام 1720، حيث ارتفعت أسعار الأسهم من 128 جنيهاً إسترلينياً في يناير، و175 جنيهاً إسترلينياً في فبراير، و330 جنيهاً إسترلينياً في مارس، و550 جنيهاً إسترلينياً في ماي. تمكنت الشركة من دعم التقييمات المرتفعة بشكل غير عادي بفضل صندوق ائتمان قيمته 70 مليون جنيه إسترليني منحه الملك والبرلمان بغرض التوسع التجاري.

نظراً لارتفاع أسهم شركة بحر الجنوب إلى آفاق جديدة لا تصدق، تم طرح العديد من الشركات المساهمة الأخرى للاكتتاب العام للاستفادة من ازدهار طلب المستثمرين على استثمارات المضاربة. قدمت العديد من هذه الشركات الجديدة ادعاءات صارخة وغالباً ما تكون احتيالية حول مشاريعها التجارية بغرض زيادة رأس المال وزيادة أسعار أسهمها. فيما يلي بعض الأمثلة على مقترحات الأعمال لهذه الشركات:<sup>2</sup>

تزويد بلدة ديل Deal بالمياه العذبة، للتجارة في الشعر، لتأمين أجور البحارة، لاستيراد الزفت والقطران ومخازن بحرية أخرى من بريطانيا الشمالية وأمريكا، لتأمين الخيول، لتحسين فن صناعة الصابون، لتحسين

<sup>1</sup> South Sea Bubble | British history | Britannica, <https://www.britannica.com/event/South-Sea-Bubble>, visited January 27-2023, at 23:45.

<sup>2</sup> Jesse Colombo, (May 18th, 2012), [The South Sea Bubble](#), Op.Cit.



الحدائق، لتأمين وزيادة ثروات الأطفال، لعجلة للحركة الدائمة، لاستيراد شجر الجوز من ولاية فرجينيا، لصنع زيت اللفت، لدفع معاشات الأرامل وغيرهن بخصم بسيط، لصنع الحديد من الفحم الحجري، لتحويل الفضة إلى معدن ناعم مرن. والأكثر غرابة على الإطلاق: للقيام بتعهد ذي فائدة عظيمة؛ لكن لا أحد يعرف ما هو.

أُطلق على هذه الشركات المضاربة بشكل كبير لقب "الفقاعات"، وفي محاولة للسيطرة عليها، أصدر البرلمان "قانون الفقاعة" في عام 1720 الذي تطلب تأسيس شركات مساهمة جديدة. ومن المفارقات أن تمرير "قانون الفقاعة" تسبب في ارتفاع أسهم شركة South Sea إلى 890 جنيهًا إسترلينيًا في يونيو 1720. وبحلول هذا الوقت، نشأ جنون مضاربة كامل في الأسهم في جميع أسهم شركة "الفقاعة" تقريبًا، مع جميع فئات البريطانيين المجتمع يشارك في العمل. تحول الفقراء من الفقر إلى الثراء عمليا بين عشية وضحاها مع تضخم أسعار الأسهم إلى مستويات خيالية.

### ت. انفجار الأزمة المالية:

على الرغم من ارتفاع أسهم شركة بحر الجنوب، إلا أن ربحية الشركة كانت متواضعة، على الرغم من الوعود الوفيرة بالنمو المستقبلي من قبل مديري الشركة. قفزت الأسهم إلى 1000 جنيه إسترليني للسهم بحلول أغسطس 1720 ووصلت أخيرا إلى ذروتها عند هذا المستوى قبل أن تنخفض وتتسبب في سيل من البيع. مع انهيار أسعار أسهم شركة بحر الجنوب وغيرها من الشركات "وانفجار الفقاعة"، أفلس المضاربون الذين اشتروا أسهمًا بالائتمان في وقت قصير. أدى انفجار فقاعة بحر الجنوب إلى انتشار عدوى أحدثت فقاعة متزامنة في أمستردام بالإضافة إلى فقاعة المسيسيبي الفرنسية. عندما وصلت أسعار أسهم شركة بحر الجنوب إلى 150 جنيهًا إسترلينيًا للسهم في سبتمبر 1720، أفلست البنوك وصاغة الذهب لأنهم لم يتمكنوا من تحصيل القروض التي قدموها لكل من الناس العاديين والأرستقراطيين المفلسين مؤخرًا على حد سواء. حتى إسحاق نيوتن Sir Isaac Newton خسر 20,000 جنيه إسترليني (ما يعادل حوالي 268 مليون جنيه إسترليني في القيمة الحالية) في أسهم شركة بحر الجنوب، ما دفعه للقول: "يمكنني حساب حركة النجوم، ولكن ليس جنون الرجال".<sup>1</sup>

<sup>1</sup> Jesse Colombo, (May 18th, 2012), *The South Sea Bubble*, Op.Cit.

## المحور الرابع: أزمة الكساد العظيم 1929.

تعتبر أزمة الكساد العالمي، أو أزمة الكساد العظيم من أهم وأعنف الأزمات التي شهدتها القرن العشرين، نظراً لقوتها وآثارها ليس على اقتصاديات الدول فحسب، بل ان أثرها انعكس على الفكر الاقتصادي، حيث ساهمت هذه الأزمة في بروز الفكر الكينزي على أنقاض الفكر الكلاسيكي.

### المطلب الأول: السياق العام والعوامل المسببة للكساد العظيم:

كما تم تعريفه سابقاً فإن الكساد هو المرحلة الدنيا من مراحل الدورة الاقتصادية، أو ما يعرف بالقاع (trough). ويستخدم هذا المصطلح لوصف الاقتصاد عندما يكون في أسوأ حالاته. وتتميز هذه المرحلة بانكماش متراكم في النشاط الاقتصادي، وانخفاض حاد في حجم الطلب الكلي والإنتاج، ما يؤدي إلى تباطؤ النمو الاقتصادي، وتراجع المداخل الحقيقية، وارتفاع معدلات البطالة. وهذه المؤشرات السلبية تسبب حالة من الهلع، وهو ما يدفع الأمور لأن تصبح أكثر سوءاً.

### 1.1 تعريف أزمة الكساد الكبير 1929

هي أزمة اقتصادية في قطاعات الإنتاج، النظم النقدية والمالية والتجارة الخارجية، التي أعقبت الازدهار والتوسع الاقتصادي للفترة 1924 - 1929 م، والتي نتجت عن انهيار أسعار الأوراق المالية في بورصة وول ستريت في يوم الاثنين في يوم الاثنين 28 أكتوبر 1929 م، وأدى ذلك إلى فقدان وخسارة المستثمرين في عمليات السوق تقدر بحوالي 200 مليار دولار، وافلاس حوالي 3500 بنك في يوم واحد، ومن ثم انتقلت إلى باقي القطاعات الأخرى، وبعدها إلى بقية دول العالم<sup>1</sup>. واستمر الكساد الكبير لما يقرب من 10 سنوات وأثر على كل من البلدان الصناعية وغير الصناعية في أجزاء كثيرة من العالم<sup>2</sup>.

### 2.1 الظروف السائدة خلال فترة العشرينات.

قبل التطرق لأسباب ونتائج الأزمة، لابد من فهم الظروف السائدة خلال تلك الفترة وكيف عملت مجموعة من الأحداث الكبرى، وكيف تضافرت مجموعة من العوامل التاريخية مؤدية إلى انفجار أهم أزمة في الاقتصاد الحديث.

<sup>1</sup> عبد القادر شلالي، نشأت ادوارد ناشد جرجيس، محمد هاني، (2021)، الوجيز في تاريخ الوقائع الاقتصادية، الطبعة الأولى، مكتبة القانون المقارن، بغداد، العراق، ص 176.

<sup>2</sup> [Stock market crash of 1929 | Summary, Causes, & Facts | Britannica, https://www.britannica.com/event/stock-market-crash-of-1929.](https://www.britannica.com/event/stock-market-crash-of-1929)

✓ بدأ عقد العشرينات بعد نهاية حرب عالمية مدمرة (الحرب العالمية الأولى سنة 1918)، أعقبها ازدهار اقتصادي غير مسبوق. حيث شهدت الفترة من نهاية الح.ع. I الى غاية 1924 دمار اقتصادي كلي خاصة في الدول الأوروبية، بينما شهدت الفترة الممتدة من 1925م الى غاية 1929م نموا اقتصادي كبير وتوسعا هائلا في الإنتاج والتجارة الخارجية<sup>1</sup>. خاصة الاقتصاد الأمريكي الذي توسع بسرعة، وتضاعف إجمالي الثروة فيه بين عامي 1920 و 1929، مع هيمنة الولايات المتحدة الأمريكية على نسبة كبيرة من الذهب العالمي. وقد كانت الو.م.أ هي المورد الأكبر للدول الأوروبية وهو ما سمح لها بتحقيق دخول هامة وفائض كبير في ميزان المدفوعات ناجمة عن عمليات التصدير للدول الأوروبية، إذ أن توسع النشاط الاقتصادي في الولايات المتحدة الأمريكية، تفوق المنتجات الأمريكية على مثيلاتها الأوروبية أدى إلى زيادة الطلب عليها<sup>2</sup>.

✓ وتجدر الإشارة الى أن هاته الحقبة شهدت هيمنة الفكر الكلاسيكي الليبرالي على الفكر الاقتصادي في الغرب عامة، وفي الولايات المتحدة الأمريكية خاصة، وتقوم هذه النظرية على "قانون ساي Say"، والذي يفترض أن النظم الرأسمالية تتجه تلقائيا الى التوازن المستقر عند مستوى التشغيل الكامل لموارد المجتمع الإنتاجية، ومن ثم يخلص الى ابعاد الدولة عن مجال النشاط الاقتصادي والاجتماعي<sup>3</sup>، ويقتصر دورها في تقديم خدمات الدفاع والأمن والعدالة (الدولة الحارسة). وقد أدى هذا الفكر الى التوسع في الإنتاج في القطاع الصناعي (خاصة قطاع السيارات)، والقطاع الزراعي، فبفضل التطور التقني الذي شهدته تلك أصبح الفلاحين يعتمدون على معدات متطورة، ما أدى إلى ارتفاع الإنتاج وتوسعه بشكل قوي، وهو ما انعكس على أسعار المنتجات الزراعية التي عرفت انخفاضا.

✓ تطبيق سعر صرف ثابت وربط عملة الدولار بالذهب l'etalon-or: وقد استمرت قاعدة الذهب منذ منتصف القرن 19 حتى سنوات العشرينات، ففي ظل هذا النظام يتحدد سعر صرف العملة على أساس وزن معين من الذهب باعتباره وسيلة الدفع الدولية، فقد ساهم هذا الأخير في تثبيت أسعار الصرف بين عملات الدول ونمو التجارة والاستثمار الدوليين، وبمجيئ الحرب العالمية الأولى ألغت الدول المشاركة في الحرب قابلية تحويل الأوراق البنكية الى ذهب، وكذا الربط النظري بين

<sup>1</sup> عبد القادر شلال، نشأت ادوارد ناشد جرجيس، محمد هاني، مرجع سبق ذكره، ص 178.

<sup>2</sup> نادية العقون، (2020)، محاضرات في مقياس الأزمات الاقتصادية والمالية، ص 30

<sup>3</sup> محي محمد سعد، (2010)، دور الدولة في حل الأزمة المالية العالمية، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية، مصر، ص 24.

الكتلة النقدية واحتياطات الذهب، ومثل هذا الاجراء أدى الى وقوع التضخم في كل الدول المتحاربة والذي أدى بدوره الى تخفيض العديد من العملات (كالمارك الألماني)، وقد لعب هذا الاضطراب النقدي دورا في التمهيد للأزمة الاقتصادية لسنة 1929<sup>1</sup>، حيث عادت الولايات الأمريكية لنظام الذهب سنة 1919، ومؤتمر عقد في جنوة بإيطاليا سنة 1922، اتفقت مجموعة من الدول بما في ذلك بريطانيا، فرنسا، إيطاليا، واليابان على برنامج يدعو للعودة لتطبيق معيار الذهب والتعاون بين الدول المركزية<sup>2</sup>

✓ وقد أطلق على حقبة العشرينات اسم "العشرينات الصاخبة"، نظرا للازدهار الهائل الذي عرفته تلك الفترة، ما أدى الى تحسن الأوضاع الاقتصادية مرفقة بتقدم صناعي وتحسن في المستوى المعيشي، وقد كانت البيئة جد تفاؤلية وتوحي بمستقبل مزدهر ولا أحد كان يتوقع حدوث أزمة.

✓ هذا الرخاء دفع المواطن الأمريكي للتوسع في الاقتراض من أجل شراء مختلف الموارد الاستهلاكية والأجهزة، ما أدى الى زيادة خدة الديون<sup>3</sup>، خاصة مع التوقعات التفاؤلية التي سمحت بنمو قوي في الائتمان الاستهلاكي والاسكاني.

✓ نمو قوي جدا في سوق العقارات في الولايات المتحدة بسبب المضاربة العقارية ووصول المهاجرين. وأدى تضاعف شراء العقارات في فلوريدا الى ارتفاع الأسعار بشكل سريع، وبعد الاعصار الذي اجتاح فلوريدا سنة 1926 لم تعد هذه الأماكن مرغوب فيها، مما دفع بالجميع بالاتجاه نحو البورصة، فعرفت بذلك أسعار الأسهم بين جوان 1928 وسبتمبر 1929 ارتفاعا كبيرا (56%) في بورصة نيويورك<sup>4</sup>.

### المطلب الثاني: بوادر الأزمة.

في الواقع هذا التوسع الهائل كان يخفي العديد من العناصر التي ستقود الى الازمة خلال العقد المقبل ولشرح ما حدث بالضبط نذكر ما يلي:

<sup>1</sup> فنتي مايا، (2018)، العولمة المالية وآثارها على نظام الصرف، دار حامد للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ص ص 55-56.

<sup>2</sup> Paul R.Krugman, Maurice Obstfeld, (2009), International Economics: Theory & Policy, eight edition, Pearson International Edition, p 512.

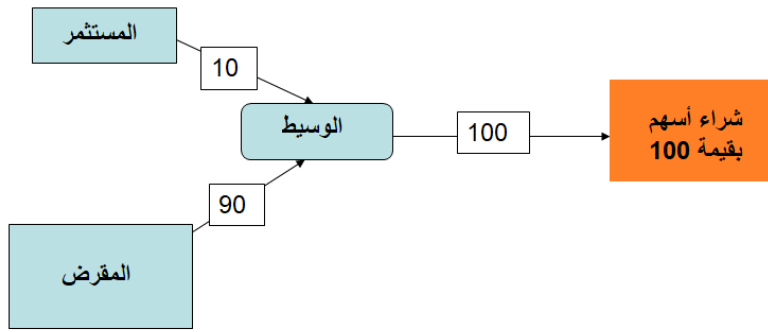
<sup>3</sup> علة مراد، (2014)، الأزمات المالية الدولية من الخميس الأسود الى تسونامي المجنون، دراسات اقتصادية، المجلد 14، العدد 01، ص ص 51-88، ص 58.

<sup>4</sup> العقون نادية، (2013)، العولمة الاقتصادية والأزمات المالية، أطروحة دكتوراه، قسم العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاد التنمية، جامعة الحاج لخضر باتنة، الجزائر، ص 94، ص 88.

نظير انتقال التوقعات التفاؤلية لقطاع البنوك، فقد كانت تمنح القروض بكل سهولة، وعموماً يمكن القول إن البنوك أعطت الكثير من المال للمضاربة أكثر من القروض الموجهة لشراء منازل أو إطلاق مشاريع جديدة. من جهة أخرى فإن الابتكار المالي قبل الأزمة، المتمثل في تقديم القروض للسماسرة والمضاربين "brokers' loans" لعب دوراً هاماً في تحفيز تضخم الفقاعة التي أدت إلى حدوث الأزمة، حيث بدأت البورصة الأمريكية في هذه الفترة في النمو.

ويمكن القول إن الازدهار العظيم للسوق المالية خلال عقد العشرينات فقاعة مضاربة كلاسيكية، فالأسعار ترتفع بفعل الآمال والأحلام وليس لأن أرباح الشركات تطلق عالياً، حيث كان الجميع يبيعون ويشتررون الأسهم، وكان جميع المستثمرين في سوق الثور "سوق المضاربة برفع الأسعار" يشترون على الهامش<sup>1</sup>، حيث كان يقوم السماسرة أو المضاربين شراء الأسهم الممولة جزئياً من قرض بمعدل متغير و"قابلة للسداد قبل موعد استحقاقها callable" في يوم واحد.

فمثلاً: كان بإمكان المستثمر شراء أسهم بدفع فقط 10 بالمائة من تكاليف الشراء و90 الباقية يمكن اقتراضها من البنك أو من صناديق الاستثمار، لدرجة أنه خلال هذه المرحلة الأفراد فضلوا الاستثمار بدلا من الاستهلاك



من سنة 1928 إلى 1929 المبلغ المستثمر في وول ستريت تضاعف وهي بداية المضاربة العالمية، وشهد سوق الأوراق المالية في الولايات المتحدة توسعاً سريعاً. استمرت خلال الأشهر الستة الأولى بعد تصويب الرئيس هربرت هوفر Herbert Hoover في يناير 1929. حيث كان هناك سيولة كبيرة في السوق وكل البنوك تسعى للحصول على الكثير من النقود في هذه الفترة كان الجميع يضارب، (الطبقة الوسطى، الطبقة الغنية، وأيضا الأشخاص الذين يملكون القليل من النقود) الجميع كان يريد الحصول على أسهم في وول

<sup>1</sup> سلطان جاسم النصرأوي، ص 140

ستريت. ارتفعت أسعار الأسهم بشكل غير مسبوق، واندفع الجمهور، من رجال الأعمال المصرفية والصناعية إلى السائقين والطهاة، إلى السماسرة لاستثمار أصولهم السائلة أو مدخراتهم في الأوراق المالية، والتي يمكنهم بيعها مقابل أرباح. تم سحب مليارات الدولارات من البنوك إلى وول ستريت لقروض الوسطاء لحمل حسابات الهامش. وهو ما أعاد إلى الأذهان مظاهر فقاعة بحر الجنوب و فقاعة المسيسيبي. باع الناس سندات ليبرتي Liberty Bonds الخاصة بهم ورهنوا منازلهم لضخ أموالهم في سوق الأوراق المالية. في منتصف صيف عام 1929، كانت حوالي 300 مليون سهم من الأسهم على الهامش، مما دفع مؤشر داو جونز الصناعي<sup>1</sup> Dow Jones إلى ذروة 381 نقطة في سبتمبر<sup>2</sup>.

في هذا الوقت كان هناك ركود في إنتاجية المؤسسات، والجميع يستخدم كل أموالهم حتى المؤسسات الانتاجية للاستثمار في البورصة فجأة لم يعد هناك نقود في الاقتصاد

### المطلب الثالث: انفجار الأزمة (الانهيار المتبوع بالكساد العظيم).

بعد أن عرفت أسعار الأوراق المالية في "بورصة نيويورك" ازدهارا منذ عام 1924 واستمرت بالارتفاع على مدى خمس سنوات، الى أن وصلت أعلى مستوياتها وارتفع مؤشر داو جونز ارتفاعا شديدا لم يسبق له مثيل، بنسبة مقدارها 273%<sup>3</sup>، في سبتمبر 1929 أسعار الأسهم بدأت في الكساد، وكان من الصعب جعل الأسهم ترتفع في البورصة.

الجميع استمر في الاستثمار في البورصة بعض المستثمرين بدأ يحقق خسائر بل أعلن الإفلاس. الجميع (كبار المحترفين بالإضافة الى الهواة اندرو مالون وجون د. روكفلر والمهندس الذي أصبح أعظم اقتصادي في أمريكا ايرفنج فيشر) وقعوا في المصيدة فلم يستطع هؤلاء المستثمرين (الصغار والكبار) الذين اشتروا على الهامش من إيجاد أموال تغطي ما بحوزتهم وازداد الانهيار وتراجع السوق وخسرت الأسهم والسندات

<sup>1</sup> مؤشر داو جونز، هو المؤشر الأكثر شهرة في الو.م.أ ويعكس تطور 30 سهما صناعيا بالغ الأهمية مثل: U.S Steel, General Electric and General Motors... الخ، احتسب هذا المؤشر لأول مرة عام 1848، من قبل ناشرين ل "Wall Street Journal" من قبل Charls H.Dow و Edward D.jones، وتم تعديل هذا المؤشر وتجديده في حزيران 1979، لمزيد من المعلومات يمكن الاطلاع على كتاب: وسان ملاك، (2003)، البورصات والأسواق المالية العالمية: قضايا نقدية ومالية، الجزء الثاني، دار المنهل اللبناني - مكتبة رأس المنبع للطباعة والنشر، لبنان، ص 26.

<sup>2</sup> [Stock market crash of 1929 | Summary, Causes, & Facts | Britannica](https://www.britannica.com/event/stock-market-crash-of-1929), <https://www.britannica.com/event/stock-market-crash-of-1929>.

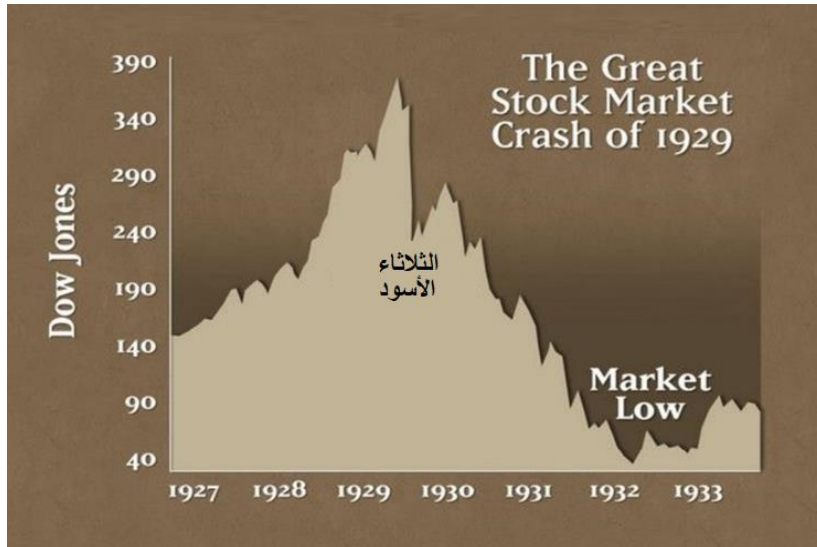
<sup>3</sup> علة مراد، مرجع سبق ذكره، ص 57.

وكل الأوراق المالية نحو 80% من قيمتها التي كانت عليها عام 1929 وكان بداية الانحدار الى الكساد الكبير<sup>1</sup>، وفيما يلي كرونولوجيا لأهم مراحل الانهيار:

- **24 أكتوبر الخميس الأسود:** سمي بهذا الاسم لأنه اليوم الذي عرف بداية انخفاض أسعار الأسهم. فعندما بدأ المستثمرون بالتدفق لشارع وول ستريت وبدأوا ببيع الأسهم ذات الأسعار المرتفعة بشكل جماعي. وقد قام المستثمرون بعرض أوراقهم للبيع بأي سعر يعرض عليهم وهدفهم الوحيد الحصول على الأموال. وقد خسر مؤشر داوجونز قي هذا التاريخ نسبة 22% في بداية المعاملات، إلا أنه تحسن وحد من خسارته بنسبة 12% عند الاقفال<sup>2</sup>. وقد ساد بورصة وول ستريت رعب شامل، مالكون صغار ومستثمرين كبار على حد سواء، يسعون للتخلص من أسهمهم، وفي هذا اليوم وحده تم تداول 12.9 مليون سهم، وقبل منتصف النهار خسرت أسعار الأسهم المتأخرة 22% من قيمتها.
- يومين بعد ذلك استقرت الأسعار، سابقا بين الجمعة والسبت لم يحدث أمر كبير، وسادت حالة من الترقب والجميع يتساءل.
- **الاثنين الأسود 28 أكتوبر:** الاثنين صباحا فتحت على 9 مليون سهم الأسعار انخفضت 13% هذه المرة، ولا أحد استطاع انقاذ أو دعم الأسعار هذه المرة
- **الثلاثاء الأسود 29 أكتوبر:** عرف هذا اليوم انهيار مؤشر داوجونز، وقد تم تداول حوالي 16 مليون سهم (هذا الحجم من الأسهم ضخم ولا يصدق وعادة 2,5 مليون سهم يتم تداولها في وول ستريت)، بعد موجة زعر أخرى اجتاحت وول ستريت، تم بيعها في السوق والأسعار انخفضت 12%.
- انهيار مؤشر داوجونز بشكل كبير ولم يستطع التعافي بعدها أبدا، وبالرغم من أن هذا اليوم عرف بالثلاثاء الأسود، إلا أن الأسوأ لم يأتي بعد.

<sup>1</sup> سلطان جاسم النصراوي، مرجع سبق ذكره، ص 140.

<sup>2</sup> السيد متولي عبد القادر، مرجع سبق ذكره، ص 320.



- استمر انهيار البورصة خلال شهر نوفمبر حيث خسرت 30 مليار دولار، أي أكثر من 50% من قيمتها، واستمر مؤشر داو جونز في الانخفاض حتى بلغت قيمة خسارته 89% من قيمته عام 1933<sup>1</sup>. وهكذا انتهى الأمر بانفجار البالون في و.م.أ محدثا كارثة، وأزمة لم يسبق لها الحدوث
- واستمرت البورصة في الانخفاض خلال السنوات الثلاث اللاحقة ولم تستطع أبدا التعافي.

#### المطلب الرابع: أسباب الأزمة.

أغلب الاقتصاديين يشير الى أن أسباب الأزمة تتمثل فيما يلي:

أولاً: اختلالات بنوية سببتها الحرب العالمية الأولى: وهو ما كان واضحا آنذاك في الدائرة المالية

ثانياً: فيض الإنتاج الأولي بوصفه العامل الحرج المسؤول عن الأزمة كون هبوط الأسعار بالنسبة للمنتجات الزراعية انطلق عام 1925-1926 واضعا القطاع الزراعي للدول المتقدمة في موقف صعب.<sup>2</sup>

ثالثاً: أخطاء السياسة النقدية الأمريكية، بدأ بنك الاحتياطي الفيدرالي في رفع سعر الفائدة على الأموال الفيدرالية في ربيع عام 1928. واستمر في زيادته خلال فترة الركود التي بدأت في أغسطس 1929. عندما انهار سوق الأسهم، لجأ المستثمرون إلى أسواق العملات. في ذلك الوقت، دعم معيار الذهب قيمة الدولارات التي تحتفظ بها الحكومة الأمريكية. بدأ المضاربون تداول الذهب بدولاراتهم في سبتمبر 1931. أدى ذلك

<sup>1</sup> وليد أحمد صافي، مرجع سبق ذكره، ص 08.

<sup>2</sup> سلطان جاسم النصرأوي، مرجع سبق ذكره، ص 142.



إلى ارتفاع الدولار. رفع بنك الاحتياطي الفيدرالي أسعار الفائدة مرة أخرى للحفاظ على قيمة الدولار. أدى ذلك إلى تقييد توفر الأموال للشركات. وتبع ذلك المزيد من حالات الإفلاس.

رابعاً: فقدان ثقة المودعين، قام المستثمرون بسحب جميع ودائعهم من البنوك. تسبب فشل البنوك في مزيد من الذعر. تجاهل بنك الاحتياطي الفيدرالي محنة البنوك. هذا الوضع دمر أي ثقة متبقية للمستهلكين في المؤسسات المالية. يسحب معظم الناس أموالهم وقاموا باكتنازها. أدى ذلك إلى انخفاض المعروض النقدي.

خامساً: لم يتم الاحتياطي الفيدرالي بزيادة المعروض من النقود لمكافحة الانكماش. لم يضع بنك الاحتياطي الفيدرالي ما يكفي من الأموال للتداول لإعادة الاقتصاد. وبدلاً من ذلك، سمح الاحتياطي الفيدرالي لإجمالي المعروض من الدولارات الأمريكية بالانخفاض بمقدار الثلث.

### المطلب الخامس: نتائج وآثار الأزمة.

فقدان شرعية الفروض الأساسية للنظام الاقتصادي الكلاسيكي الحر المعروف بـ "دعه يعمل دعه يمر"، قيام الاقتصاديون في الغرب بالبحث عم حلول مشكلات الاقتصاد الحر، وعلى أثر ذلك ظهرت النظرية الكينزية لتؤكد على ضرورة تدخل الدولة في الحياة الاقتصادية<sup>1</sup>.

### 1.5 الآثار المحلية:

- إفلاس البنوك، وإنهيار النظام المصرفي، وانهيار نشاط البناء في قطاع الإسكان بمقدار 95%، وفقدان 9 ملايين دولار من حسابات الادخار، وأفلس 85 ألف من المشروعات، وانخفضت المرتبات بـ 40% والأجور 60%<sup>2</sup>.

- انخفاض الاستثمارات في جانب القطاع الإنتاجي، ما أدى إلى زيادة معدلات البطالة لتصل إلى حوالي ثلث قوة العمل الأمريكية في عام 1932، وقدّر حجم البطالة سنة 1933 بـ 25%، أي 14 مليون عامل بالإضافة إلى انخفاض شديد في الاستهلاك الكلي<sup>3</sup>، نتيجة ارتفاع الأسعار.

<sup>1</sup> حمد فواز الدليمي، أحمد يوسف دودين، مرجع سبق ذكره، ص 10.

<sup>2</sup> السيد متولي عبد القادر، مرجع سبق ذكره، ص 321.

<sup>3</sup> حمد فواز الدليمي، أحمد يوسف دودين، مرجع سبق ذكره، ص 09.

- انهيار الاقتصاد الوطني دخول الاقتصاد الأمريكي في مرحلة ركود طويلة استمرت حتى عام 1940، كما عرف الناتج الوطني الإجمالي تراجع من 87 بليون عام 1929 الى 75 مليار عام 1930 الى 59 مليار عام 1931، الى 42 مليار دولار عام 1932، الى 39 مليار دولار عام 1933، أي أن الاقتصاد الأمريكي فقد أكثر من نصف ناتجه الإجمالي في أربع سنوات<sup>1</sup>.

## 2.5 الآثار العالمية:

الكساد الكبير الذي بدأ في عام 1929 كان طبيعته العالمية. وبدلاً من أن يقتصر الانكماش على الولايات المتحدة وشركائها التجاريين الرئيسيين، انتشر الانكماش بسرعة وبقوة الى أوروبا وأمريكا اللاتينية وأماكن أخرى<sup>2</sup>.

وقد أحدثت الأزمة انهيارات كبيرة في الأسعار لدى الدول الصناعية حيث انتقلت أسعار الجملة في ألمانيا من 137% سنة 1929 الى 93% سنة 1933، أما فرنسا فقد انتقلت الأسعار من 137% سنة 1929 الى 94% سنة 1933، وكذا اليابان من 166% سنة 1929 الى 136% سنة 1933. هذا الانخفاض انعكس مباشرة على انخفاض الأرباح وتراكم رأس المال وعلى النشاط الاقتصادي ككل بارتفاع في معدلات البطالة وانخفاض الأجور، ففي إنجلترا انخفضت الأرباح من 120 مليون جنيه إسترليني سنة 1929 الى 17.8 مليون جنيه إسترليني سنة 1932، وكذا بالنسبة لألمانيا كانت الأرباح 315 مليون مارك عام 1929 لتتخفف الى 72 مليون مارك عام 1932.<sup>3</sup>

هذه المعطيات تقدم فكرة عن الميل الى الانخفاض القوي لمداخل الطبقة الرأسمالية وكل هذا انعكس مباشرة ليس فقط على حركة رأس المال الداخلية الخاصة بكل بلد ولكن على تصدير رأس المال خارجياً أيضاً. كما عرفت التجارة الخارجية انكماشاً ب 40% مقارنة بسنة 1929 وب: 74% مقارنة بحجمها العادي<sup>4</sup>.

<sup>1</sup> السيد متولي عبد القادر، مرجع سبق ذكره، ص 321.

<sup>2</sup> Paul R.Krugman, Maurice Obstfeld, (2009), Op.Cit, P 514.

<sup>3</sup> علة مراد، مرجع سبق ذكره، ص 59.

<sup>4</sup> المرجع نفسه، ص 59.

## المطلب السادس: علاج الأزمة.

**خطة "العهد الجديد" deal new للولايات المتحدة 1936:** هي خطة إجراءات تهدف للخروج السريع من الكساد، وتعمل على المحاور التالية<sup>1</sup>:

- الأولوية الأولى لمحاربة البطالة: عبر إنشاء مجموعة من الوكالات الفدرالية لتشغيل البطالين في نشاطات المنفعة العامة. كما أطلقت الحكومة عدد من المشاريع العمومية الضخمة بما قيمته 5.3 مليار دولار، إضافة إلى إنشاء وكالات محلية لإدارة وتوجيه الأشغال على المستوى الجهوي. من جهة أخرى، تدعيم الإعانات المقدمة للبطالين باحتساب أفراد عائلاتهم، حيث قدمت مساعدات الدولة لـ 20 مليون شخص سنة 1934. وفي عام 1935 جاء تعويض البطالة وتأمين الشيخوخة<sup>2</sup>.
- الأولوية الثانية لمحاربة فائض الإنتاج وانخفاض الأسعار: استهدفت الحكومة الرفع السريع للأسعار، كشرط لتجديد قدرة المؤسسات على تحقيق الأرباح. وبالفعل، ارتفعت أسعار السلع الزراعية بـ 15% من 1932 إلى 1934، فيما زاد الإنتاج الصناعي بـ 60% من 1932 إلى 1937، أما عدد البطالين فقد انخفض إلى 7.7 مليون شخص.

<sup>1</sup> بن علي عبد الغني، الاستقرار المالي والاستقرار النقدي وأثرهما على أداء السياسة النقدية، مرجع سبق ذكره، ص 71.

<sup>2</sup> محي محمد مسعد، مرجع سبق ذكره، ص 56

## المحور الخامس: أزمة الكساد التضخمي (الأزمة الاقتصادية في الدول الرأسمالية في السبعينات)

لوصف حالة الاقتصاد الكلي غير العادية خلال الفترة (1974-1975) قام الاقتصاديون بصياغة كلمة جديدة والتي أصبحت مألوفاً منذ ذلك الحين ألا وهي الركود التضخمي (Stagflation)<sup>1</sup>. حيث شهدت العديد من الدول الرأسمالية خلال فترة السبعينات معدلات تضخم مرتفعة ترافقت مع حالة من الكساد. ولفهم ما حدث خلال فترة السبعينات بشكل جيد لا بد من فهم مصطلح الركود التضخمي "stagflation".

المطلب الأول: مفاهيم عامة.

### 1.1 تعريف الركود التضخمي:

يتكون مصطلح الركود التضخمي stagflation من قسمين، الركود stagnation وتشير إلى مرحلة يتراجع فيها إنتاج السلع والخدمات، وارتفاع معدلات البطالة، وinflation تشير إلى التضخم أي ارتفاع المستوى العام للأسعار. وعليه فإن الركود التضخمي كما عرفه Baumol and Blinder (2010) فإنه تباطؤ النمو الاقتصادي المقترن بارتفاع معدلات التضخم<sup>2</sup>، ويشير بعض الاقتصاديين ارتفاع معدل البطالة كعنصر ثالث من عناصر الركود التضخمي.

ومنه فإن الركود التضخمي هو تزامن ارتفاع التضخم والبطالة، وهو ما يتعارض مع الأشكال السابقة للتقلبات الاقتصادية، ولا يتوافق مع مبادئ النظرية الاقتصادية، سواء بالنسبة لنظرية الدورات، التي تشير إلى أن التضخم عادة ما يكون مرتفع خلال مرحلة الذروة أو القمة في الدورة الاقتصادية، بينما مرحلة الكساد أو القاع في الدورة الاقتصادية فإنها تتميز بانخفاض معدلات التضخم. إلا أن المفارقة في حالة الركود التضخمي هي تزامن مرحلة الكساد وارتفاع معدلات البطالة مع معدلات تضخم مرتفعة بالرغم من انخفاض الطلب الاستهلاكي، كما يتعارض مع النظرية الكينزية أو منحني فيليبس حيث حسبهما يعتبر كل من البطالة والتضخم حالات بديلة لا يمكنها التعايش<sup>3</sup>، أي أن هناك علاقة عكسية بين البطالة والتضخم.

<sup>1</sup> Paul R.Krugman, Maurice Obstfeld, Op.Cit, p 541.

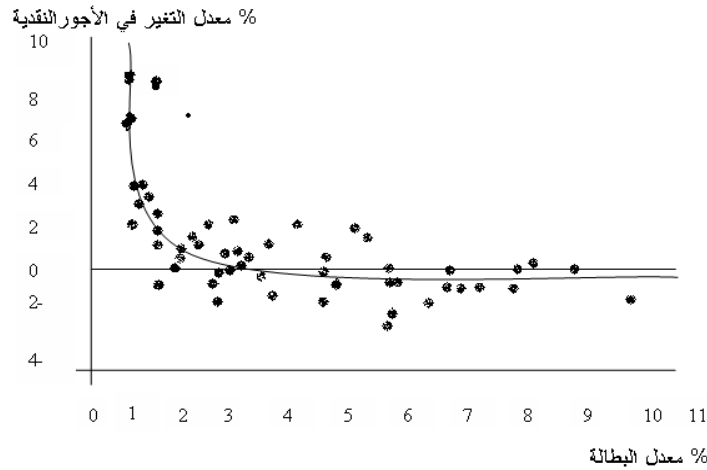
<sup>2</sup> Norbert Berthold, Klaus Gründler, (2012), Stagflation in the World Economy: A Revival?, Wirtschaftswissenschaftliche Beiträge des Lehrstuhls für Volkswirtschaftslehre, Wirtschaftsordnung und Sozialpolitik, Universität Würzburg, No. 117, p03

<sup>3</sup> Claude Daniele Echaudemaison, et all, traduire par Med Cherif ILMANE, Op.Cit, p 930.

## 2.1 العلاقة بين البطالة والتضخم

في سنة 1958 قام الاقتصادي "فيليبس A. PHILLIPS" بدراسة تطبيقية عن الاقتصاد الانجليزي، مستخدماً إحصائيات وبيانات خاصة بالبطالة والأجور النقدية، وقد تم نشر هذه الدراسة في مجلة Economica، بعنوان "العلاقة بين البطالة ومعدلات تغير الأجور النقدية في المملكة المتحدة خلال الفترة 1861-1958"<sup>1</sup>، وقام فيليبس في هذه الدراسة بتقدير العلاقة بين معدل البطالة ومعدل التغير في الأجور كمؤشر لمعدل التضخم، باعتبار أن الأجور تمثل نسبة هامة من التكاليف ومن ثم الأسعار<sup>2</sup>. وحسب هذه النظرية فإن هناك علاقة إحصائية متناقصة بين معدلات تغيرات الأجور النقدية ومعدلات البطالة في الأجل القصير<sup>3</sup>، أي أن هناك علاقة عكسية بين ظاهرتي البطالة والتضخم وتمثل هذه العلاقة بمنحنى فيليبس (PHILLIPS Curve).

## عنوان الشكل: منحنى فيليبس



المصدر: بوصافي كمال. حدود البطالة الظرفية والبنوية في الجزائر خلال المرحلة الانتقالية، رسالة ماجستير، جامعة الجزائر، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، 2006، ص 74.

ولقد ساد تفاعل كبير بين الاقتصاديين بعد ظهور هذه الدراسة حيث تبين أنه بالإمكان تخفيض معدل البطالة مقابل السماح بوجود معدل متواضع للتضخم<sup>4</sup>.

<sup>1</sup> فيصل بوطيبة، (2017)، مدخل لعلم الاقتصاد، الطبعة الثانية، دار جسر للنشر والتوزيع، الجزائر، ص 198.

<sup>2</sup> ميلود بوعبيد، جمال جعيل، (2019)، أزمة الكساد التضخمي في الدول الصناعية: الأسباب والحلول من منظور الاقتصاد السياسي، مجلة العلوم الاجتماعية والإنسانية، جامعة باتنة 1، المجلد 20، العدد 01، ص ص 75-88، ص 79.

<sup>3</sup> بوصافي كمال، حدود البطالة الظرفية والبنوية في الجزائر خلال المرحلة الانتقالية، رسالة ماجستير، جامعة الجزائر، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، 2006، ص 73.

<sup>4</sup> فيصل بوطيبة، مرجع سبق ذكره، ص 198.

الا أن مشكلة الركود التضخمي تشكل تحديا حقيقيا بالنسبة لواضعي السياسات الاقتصادية، حيث أن الأدوات الاقتصادية المستخدمة للسيطرة على التضخم ستعمق من مشكلة الركود والبطالة، وبالمثل فإن الأدوات المستخدمة للسيطرة على الركود ستؤدي إلى تفاقم مشكلة التضخم.

ويمكن تلخيص مظاهر الكساد التضخمي في النقاط التالية:

1. ركود أغلب الأنشطة الاقتصادية،
2. تراجع الناتج المحلي الإجمالي،
3. ارتفاع معدلات البطالة،
4. انخفاض الطلب الاستهلاكي،
5. ارتفاع معدلات التضخم،
6. عدم جدوى السياسات الاقتصادية.

**1.3 قياس معدل الكساد التضخمي:** عادة يستخدم مؤشر الكساد التضخمي أو ما يعرف بمؤشر الانزعاج أو مؤشر عدم الارتياح "Discomfort Index" لقياس الكساد التضخمي، إذا أن هذا المؤشر يمثل توليفة من معدل البطالة ومعدل التضخم<sup>1</sup>، وتم تقديم هذا المؤشر من قبل الاقتصادي أكون<sup>2</sup> Arthur M. Okun حيث أن:

**معدل الكساد التضخمي أو مؤشر عدم الارتياح = معدل التضخم + معدل البطالة.**

وقد سماه الرئيس الأمريكي كارتر Carter سنة 1980 بمؤشر البؤس "Economic Misery Index"<sup>3</sup>، وتجدر الإشارة أنه في حالة تجاوز معدل الكساد التضخمي في اقتصاد ما نسبة 10% مع ارتفاع كل من معدل التضخم ومعدل البطالة، فإن ذلك الاقتصاد يعاني من الكساد التضخمي<sup>4</sup>.

والشكل التالي يوضح معدلات الكساد التضخمي، والعلاقة بين التضخم والبطالة لمدة ربع قرن (للفترة الممتدة من الخمسينات لغاية بداية الألفية الثالثة).

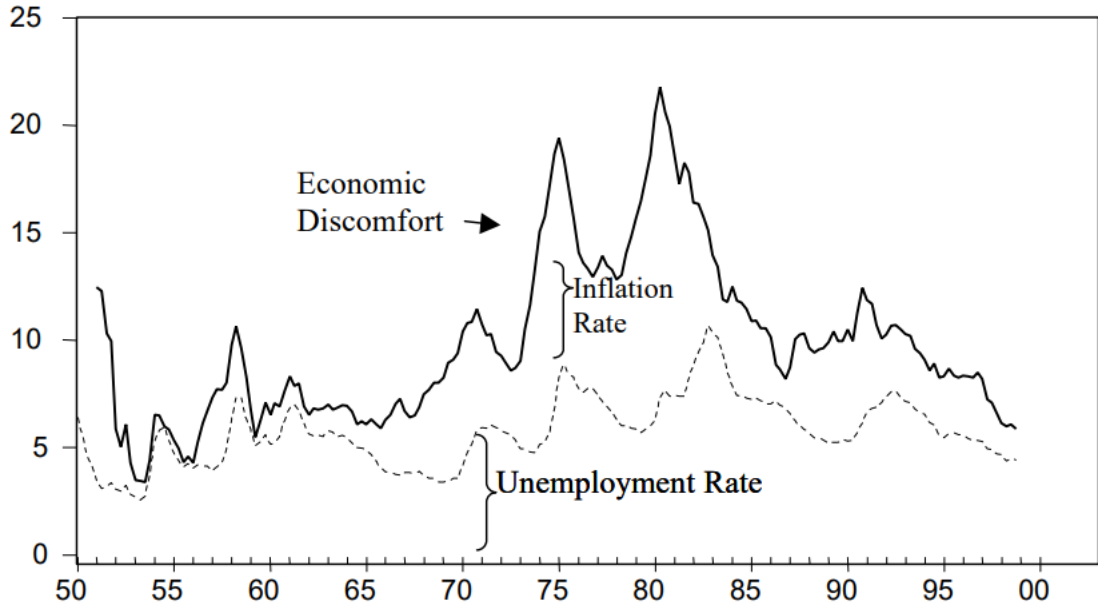
<sup>1</sup> Stagflation: Meaning and Measure to Control Stagflation, <https://www.yourarticlelibrary.com/notes/macroeconomics/stagflation-meaning-and-measure-to-control-stagflation/31102>, visited October 29, 2022, at 12:15.

<sup>2</sup> Michael C. Lovell and Pao Lin Tien, Op.Cit, p 01.

<sup>3</sup> Ibid, p 02.

<sup>4</sup> AWAD. Ibrahim L. (2007). "The Phenomenon of Stagflation in the Egyptian Economy: Analytical Study", MPRA Paper, University Library of Munich, (5465), p 26.

عنوان الشكل: معدل الكساد التضخمي = البطالة + التضخم.



المصدر: Michael C. Lovell and Pao Lin Tien, (1999), Economic Discomfort and Consumer Sentiment, Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=222510>, p 02.

يلاحظ من خلال الشكل أعلاه أن مؤشر الكساد التضخمي أو ما يعرف بمعدل عدم الارتياح، قد عرف ارتفاعا كبيرا منذ بداية السبعينات ليتجاوز 10 بالمائة، واستمر في الارتفاع ليتجاوز 20% بداية الثمانينات لينخفض لأقل من 10% منتصف الثمانينات، وهو ما يشير إلى أن أزمة الركود التضخمي التي انفجرت بداية السبعينات استمرت لوقت طويل نسبيا.

وهذا المزيج من ركود الناتج، والتضخم المرتفع، (الركود التضخمي) كان نتيجة لعاملين<sup>1</sup>:

- ✓ ارتفاع أسعار السلع، وهذا أثر بشكل مباشر وأدى إلى التضخم، بينما في نفس الوقت أدى إلى تخفيض الطلب الكلي والعرض الكلي.
- ✓ التوقعات بخصوص التضخم المستقبلي التي تغذيها الأجور والأسعار الأخرى بالرغم من الكساد والبطالة المرتفعة.

ومن أجل الفهم الجيد للأسباب الحقيقية التي أدت إلى حدوث أزمة الركود التضخمي خلال السبعينات، والآلية التي أدت إلى ارتفاع الأسعار مع ركود النشاط الاقتصادي لابد من تحليل الظروف التي مهدت لذلك خلال السنوات السابقة.

<sup>1</sup> Paul R.Krugman, Maurice Obstfeld, Op.Cit, p 541.

### المطلب الثاني: لظروف السائدة قبل الأزمة:

خلال فترة الثلاثينات برز الفكر الكينزي الذي ظهر على أنقاض المدرسة الكلاسيكية. وقد لعب دورا في تجاوز فترة الكساد الطويلة التي خلفتها أزمة 1929، والتي استمرت لقرابة العشر سنوات، ليبدأ نوع من الانتعاش الاقتصادي انطلاقا من منتصف الأربعينات، وتميزت الفترة بين 1960-1970 بنوع من الاستقرار في الدول المتقدمة، فحسب الجدول أدناه بلغ نمو نصيب الفرد من الدخل الحقيقي في اليابان الى 8.5%، بينما بلغ في أوروبا 3.9%، و2.8% في أمريكا، كما كانت معدلات البطالة جد منخفضة في تلك الفترة لم تتجاوز 1.2%، و1.9% في أوروبا، و 4.7% في أمريكا، وقد كان التضخم مرتفع نسبيا في اليابان حيث بلغ 5.6%، بينما كان منخفضا في كل من أمريكا وأوروبا حيث لم يتجاوز 3.3% و4.4% على التوالي.

سنة 1944 تم عقد اتفاقية برينن وودز في نيوهامبشر، وقد قدم كل من كينز (انجليزي)، وهاري وايت (أمريكي) خطة تمخضت عن انشاء صندوق النقد الدولي FMI، والبنك الدولي للانشاء والتعمير BIRD، وقد تم ربط العملات بالدولار (أوقية من الذهب تساوي \$35)، وهنا أصبح الدولار أداة للمعاملات الدولية.

نهاية الخمسينات إلى الستينات كان هناك وفرة في الدولار وانخفاض مخزون الو.م.أ من الذهب، وهو ما يشكل بوادر انهيار نظام برينن وودز، كما برز هناك عملات أوروبية أصبحت قوية إلى جانب عملة الين الياباني. ومع تخفيف الجنيه الإسترليني عام 1967، والفرنك الفرنسي عام 1969، وعندما أوقفت البنوك التعامل في سوق الصرف وتعويم المارك الألماني، والجولدر الهولندي، ورفعت النمسا قيمة الشلن نحو 5%، وسويسرا فرنكها ب 7%، وعمت بلجيكا عملتها، ولم تفلح الاجتماعات للوصول الى اتفاق مشترك لوقف الحرب النقدية، وعندما خفضت الولايات المتحدة احتياطياتها ب 1.1 مليار دولار، وعندما تزايد حمى المضاربة واشتد الطلب على الذهب،<sup>1</sup> قرر رئيس الو.م.أ نيكسون سنة 1971 فك ارتباط الدولار بالذهب وهو ما أدى إلى انخفاض قيمة الدولار، كما قرر تخفيض

### المطلب الثالث: أسباب أزمة الركود التضخمي:

وفيما يلي أهم 03 أسباب أدت إلى حدوث أزمة الركود التضخمي خلال السبعينات

<sup>1</sup> سلطان جاسم النصراوي، مرجع سبق ذكره، ص 147.



**1.3 السبب الرئيسي الأول: الصدمة النفطية الأولى:** سنة 1973 قامت الدول العربية الأعضاء في منظمة الأوبك OPEC بوقف تصدير النفط للدول المساندة لإسرائيل (الو.م.أ وهولندا)، وعملت على تخفيض الإنتاج ب 5 مليون برميل/اليوم، ليس بغرض تحقيق مكاسب اقتصادية ولكن لتحقيق أهداف سياسية، وقد تضاعفت الأسعار بما يقارب 4 مرات (من \$3/ب إلى \$12/ب) بعد هذه الأزمة.<sup>1</sup> وذلك بسبب عدم مرونة الطلب للأسعار على النفط في المدى القصير بسبب وجود توقعات تشير بحدوث عوائق مستقبلية، وكذا ازدياد الطلب من قبل الدول الصناعية التي كانت تسعى إلى تكوين مخزونات احتياطية.

ان ارتفاع أسعار النفط انعكس على باقي النشاطات الاقتصادية، حيث يمثل النفط ومشتقاته مدخلا أساسيا من مدخلات الصناعة، وجميع النشاطات الاقتصادية، وبالتالي فان ارتفاعه سيؤدي إلى ارتفاع تكاليف الإنتاج، وبالتالي ارتفاع أسعار مختلف السلع والخدمات. قد يبدو سعر \$12 منخفضا مقارنة مع ما هي عليه الأسعار في وقتنا الحالي، والتي بلغت فيها الأسعار بل وتجاوزت عتبة \$100 خلال السنوات السابقة، الا أن 12 دولار يعتبر سعرا مرتفعا جدا بالأسعار الحقيقية لسنة 1974. كما أن تعود الأفراد خلال تلك الفترة على الأسعار المنخفضة جدا للطاقة، فإن ارتفاع أسعار النفط أدى إلى رد فعل عنيف على مستوى الاستهلاك والاستثمار.

**الجدول التالي يوضح مؤشرات التضخم، البطالة، والنمو الاقتصادي، قبل وخلال وبعد أزمة الركود**

**التضخمي.**

الفترة الزمنية	1972-1963	1982-1973	1992-1983	2005-1993
<b>التضخم</b>				
الو.م.أ	3.3	8.7	4	2.6
أوروبا	4.4	10.7	5.1	2.4
اليابان	5.6	8.6	1.8	0.2
<b>معدل البطالة</b>				
الو.م.أ	4.7	7	6.8	5.4
أوروبا	1.9	5.5	9.4	9.5
اليابان	1.2	1.9	9.5	4
<b>نصيب الفرد من نمو الدخل الحقيقي</b>				
الو.م.أ	2.8	0.9	2.4	2.1
أوروبا	3.9	2.0	3	2
اليابان	8.5	2.9	3.4	0.8

المصدر: Paul R.Krugman, Maurice Obstfeld, (2009), International Economics: Theory & Policy, eight edition, Pearson International Edition, p 541

<sup>1</sup> Paul R.Krugman, Maurice Obstfeld, Op.Cit, p 540.

## تعمق الأزمة 1974-1975:

بالرغم من نهاية الحظر النفطي سنة 1974 إلا أن حالة الركود التضخمي استمرت بسبب:

- تعززت الضغوط التضخمية مدفوعة بالتوقعات، وذلك بسبب الأجور الجديدة التي كانت تصنع ضغطا تصاعديا اضافيا على أسعار السلع الأساسية، حيث قام المضاربون بتكوين مخزون من السلع التي توقعوا ارتفاع أسعارها.
- انهيار أسعار الأسهم في البورصة سنة (1973-1974)، وانتهى هذا الانهيار في ديسمبر 1974.
- البنوك المركزية للدول الغربية قررت خفضا حادا لأسعار الفائدة لتشجيع النمو، وقررت أنها لن تقلق من التضخم بشكل أساسي، ورغم أن هذه هي الوصفة التقليدية للاقتصاد الكلي في ذلك الوقت، إلا أنها أدت إلى الركود وتفاجا للاقتصاديين ومحافظو البنوك المركزية، على المدى الطويل بقيت آثار الحظر ملموسة.
- تعمق الركود في الفترة 1974-1975 لأن أغلب الحكومات تخلت عن التوسع في السياسة المالية والنقدية، وقد قارب الانفاق الصفر سنة 1976.

### انتعاش مؤقت

- كنتيجة لهذه الاجراءات السياسية كان هناك انتعاش قوي للنتاج في أغلب الدول الصناعية في النصف الثاني لسنة 1975، لكن معدلات البطالة في الدول الصناعية فشلت في العودة لمستوى ما قبل الركود حتى مع تعافي الناتج.
- العجز في الميزان الجاري في الدول الصناعية الذي حدث سنة 1974 تحول الى فائض بسبب انخفاض النفقات التي قاربت 0 سنة 1976.
- الطلب القوي نسبيا لدول العالم النامي على صادرات الدول الصناعية ساعد على تخفيف حدة كساد 1974-1975

### ماذا عن وضع الدول المصدرة للنفط، والدول النامية؟

أزمة ارتفاع أسعار السلع أثرت أيضا بشكل سلبي على الدول المصدرة للنفط، حيث أثرت على توازنها الداخلي، والخارجي مقارنة مع بداية التعويم سنة 1973

- دول الأوبك لم تستطع رفع انفاقها بسرعة كافية بشكل يتماشى مع دخولها المرتفعة، كانت تدير فائضا كبيرا في الحساب الجاري في 1975 و1976، ولكن هذا كان يتماشى مع العجز فالدول النامية المستوردة للنفط.
- الدول النامية غير النفطية لم تخفض انفاقها بنفس حدة التخفيض في الدول الصناعية، وهو ما سمح للدول النامية كمجموعة من تجنب ما حصل في الدول المتقدمة من تحقيق الناتج الوطني الاجمالي السالب سنة 1975.
- الدول النامية مولت عجزها النفطي في جزء منه من خلال الاقتراض من رؤوس الأموال التي أودعتها دول الأوبك في المراكز المالية للدول الصناعية. وهذا بفضل الضوابط على رأس المال خاصة من قبل الو.م.أ وألمانيا والتي كانت قد طبقتها قبل 1974، وهذا التخفيف سهل تعديل مشكل الدول النامية التي كانت قادرة على الاقتراض بسهولة أكثر من السوق المالي للدول المتقدمة للحفاظ على انفاقها ونموها الاقتصادي.

### 2.3 السبب الرئيسي الثاني: ضعف الدولار 1976-1979<sup>1</sup>

- بعد التعافي خلال 1974-1975 تضاعف الكساد أواخر 1976، إلا أن البطالة بقيت مرتفعة، الو.م.أ أقحمت القوتين الصناعيتين في ذلك الوقت ألمانيا واليابان لتبني سياسات توسعية، والتي يتفترض أنها ستسحب الاقتصاد العالمي من ركوده.
- حتى ذلك الوقت حاولت الو.م.أ لوحدها لدفع الاقتصاد العالمي وتحريكه من خلال سياساتها، التي ساعدت على تخفيض معدلات البطالة في الو.م.أ (انتقلت معدلات البطالة من 8.3% سنة 1975 إلى 6% سنة 1978)، إلا أن هذه السياسات دفعت التضخم للارتفاع، والحساب الجاري للعجز.
- نتيجة هذه السياسة القوية التي أدت إلى اختلال التوازن في الو.م.أ والتي لم يسبق لها مثيل بالتوسع في الخارج بالإضافة إلى تعويم الدولار وفك ارتباطه بالذهب سنة 1971 أدى ذلك إلى انخفاض حاد في قيمة الدولار بدءا من سنة 1976.

<sup>1</sup> Paul R.Krugman, Maurice Obstfeld, Op.Cit, p 541.

- بعد انهيار الدولار انخفضت ثقة المستثمرين في مستقبل الدولار، بالنظر إلى الفجوة العميقة بين معدلات التضخم في الو.أ.م والخارج
- ولاستعادة الثقة بالدولار، عين الرئيس جيمي كارتر (Jimmy Carter) رئيس مجلس ادارة جديد للاحتياطي الفيدرالي يتمتع بخبرة واسعة في الشؤون المالية الدولية وهو Paul A.Volcker
- الدولار بدأ في التعافي والارتفاع في أكتوبر 1979، عندما أعلن وولكر عن تشديد السياسة النقدية في الو.م.أ و تبني الاحتياطي الفيدرالي لسياسات صارمة للتحكم في عرض النقد
- وقد أبرزت السياسة النقدية الصارمة سنة 1979 عدم قدرة الحكومة التزام الحياد تجاه سلوك سعر الصرف، التي تحركت لمنع حركة سعر الصرف باتجاهات من شأنها الاضرار اقتصاد الو.م.أ

### 3.3 السبب الرئيسي الثالث: الصدمة النفطية الثانية 1979-1980<sup>1</sup>

- خلال هذه الصدمة ارتفعت أسعار النفط من \$14/ب إلى \$39/ب نهاية 1979 وبداية الثمانينات، وهذه الصدمة الإيجابية كانت نتيجة لنقص الإمدادات النفطية بسبب الثورة الإيرانية وبعد توقف صادراتها النفطية بشكل نهائي، وكما حدث خلال الصدمة النفطية الأولى 1973-1974 واجهت الدول المتقدمة المستوردة للنفط ركود تضخمي.
- وعلى غرار الدول المتقدمة عاشت الدول النامية المستوردة للنفط ارتفاعاً للتضخم تزامن مع تباطؤ للنمو.

<sup>1</sup> Paul R.Krugman, Maurice Obstfeld, Op.Cit, p 541.

## المحور السادس: أزمة المديونية العالمية 1982

تم التطرق في المحور السابق أن ارتفاع أسعار النفط أدى الى حدوث أزمة ركود تضخمي، حيث شهد عقد السبعينات تراجعاً للنشاط الاقتصادي، مرفقاً بارتفاع معدلات التضخم، وقد فاقمت السياسات الاقتصادية المتخذة من قبل الدول الصناعية، خاصة الولايات المتحدة الأمريكية من الوضع، ما دفع الاقتصاد العالمي سنة 1981 نحو كساد عميق لم يشهد له مثيل منذ أزمة الكساد العظيم خلال فترة الثلاثينات. وبانتقال آثار هذه الأزمة الى الدول النامية، بدأت فصول أزمة جديدة سنة 1982، فيما عرف بأزمة المديونية، وللتعرف على هذه الأزمة وتحليلها سيتم خلال هذا المحور التطرق إلى مفهوم أزمة المديونية، جذورها، أسبابها وآثارها، والسياسات التي طبقت من قبل الدول للخروج منها.

### المطلب الأول: مفاهيم عامة حول المديونية:

تلجأ العديد من الدول في حالة عجز إيراداتها العامة العادية عن تغطية نفقاتها العامة الى البحث عن مصادر تمويل غير عادية، وهو ما يدفعها للاستدانة أو الاقتراض.

**1.1 القروض العامة:** وتعرف القروض العامة على أنها عملية استدانة لمبلغ من المال من الداخل أو الخارج مع ردها في موعدها مضافاً اليه الفوائد وفقاً للشروط المتفق عليها في العقد، وينجر عنها العديد من الآثار الاقتصادية والاجتماعية والسياسية في الاقتصاد الوطني<sup>1</sup>، والمقرض في حالة القروض الخارجية يكون أحد الأشخاص الطبيعية أو المعنوية من خارج الدولة، رعايا أجنبية، دول، منظمات وهيئات دولية (صندوق النقد الدولي، البنك الدولي...)، ويفرق بين ديون قصيرة الأجل (التي يكون أجل استحقاقها أقل من سنة)، والديون متوسطة الأجل (من 2 الى 7 سنوات)، والديون طويلة الأجل (من 7 سنوات فما فوق). وقد شهد عقد السبعينات من القرن الماضي توسعاً سريعاً في الاستدانة الخارجية في كثير من الدول النامية لتغطية التزاماتها المالية، نظير سهولة الحصول على القروض بطريقة ميسرة، وهو دفع بالعديد من هذه الدول للغرق في دوامة المديونية، فما هي أزمة المديونية؟

### 2.1 تعريف أزمة المديونية: يقصد بالمديونية تلك العملية التي تتميز بحركة تدفقات رؤوس الأموال

في اتجاه البلدان المقترضة من البلدان الدائنة. وعند انقطاع حركة التدفقات تحدث أزمة المديونية الخارجية<sup>2</sup>،

<sup>1</sup> محمد الساحل، (2017)، المالية العامة، الطبعة الأولى، جسور للنشر والتوزيع، الجزائر، ص 183.

<sup>2</sup> قجابيرية أمال، (2005)، أسباب نشأة أزمة المديونية الخارجية للدول النامية، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، المجلد 02، العدد 03، ص ص 135-156، ص 136.

وعليه تحدث أزمة مديونية في حالة عجز الدولة عن سداد الدين (عدم القدرة على خدمة الدين)، أو تلجأ الى إعادة جدولة ديونها، ويعود ذلك اما بسبب أزمة سيولة (Liquidité)، أو أزمة ملاءة (solvabilité).

**3.1 تعريف أزمة سيولة:** هي أزمة ظرفية حيث يكون تسديد خدمة الدين من الموارد المنتظرة، على غرار المشاريع الإنتاجية في مرحلة الإنتاج والتي يجب تمويلها عن طريق ديون خارجية، وهذا يتلاءم مع عملية إعادة الجدولة، حتى يتمكن الاقتصاد القومي من تسديد ديونه عن طريق ما تأتي به الاستثمارات من دخول وعملات أجنبية ضرورية للتسديدات، أو عن طريق عائدات الصادرات<sup>1</sup>

**4.1 تعريف أزمة ملاءة:** هذه المشكلة أخطر من سابقتها لأنها غير ظرفية، وإنما هيكلية، وتشير الى عدم قدرة الطرف المدين على تسديد دينه، حيث يكون مستوى خدمة الدين أعلى من الدخل المحتمل.

**5.1 الديون المعدومة:** هي المبالغ أو الديون التي تعجز الجهة الدائنة (سواء بنك، أو حكومة دولة ما، أو مؤسسة مالية دولية...) عن استردادها، بعد استنفاد كل الوسائل والمحاولات.

**6.1 خدمة الدين:** المبلغ المدفوع كل عام لسداد رأس المال المقترض (الاستهلاك) ودفع الفائدة من قبل دولة مدينة. في الواقع، جميع البلدان مدينة، ولكن بدرجات متفاوتة للغاية. غالبًا ما تستخدم نسبة خدمة الدين كنسبة مئوية من صادرات السلع والخدمات (على سبيل المثال 16.4% في المكسيك عام 2000، وفقًا للبنك المركزي) لتحليل الوضع المالي لبلد ما وقدرته على تحمل ديون إضافية<sup>2</sup>

بما أن أقساط الدين تتحدد بحجم القرض الأصلي من جهة، وهذا الأخير يحدد أسعار الفائدة وفترات الاستحقاق من جهة ثانية، وبما أن خدمة الدين تدفع على فترات زمنية قصيرة فإن هذا يستوجب توفير عملات دولية بصورة مستمرة لغرض تسديد دفعات خدمة الدين، ولهذا السبب فإن خدمة الدين تبقى مرتبطة بصورة مباشرة بعائدات الصادرات السنوية، التي توفر التمويل اللازم، ويطلق على هذه العلاقة مصطلح معدل خدمة الدين على الصادرات، ويقاس هذا المعدل حسب المعادلة التالية<sup>3</sup>:

$$[(\text{مجموع الفوائد المستحقة} + \text{مجموع الأقساط المستحقة}) / \text{عائدات الصادرات السنوية}] \times 100$$

<sup>1</sup> قجايرية أمال، مرجع سبق ذكره، ص 153.

<sup>2</sup> Claude Daniele Echaudemaison, et all, traduire par Med Cherif ILMANE, Op.Cit, p 294, p 275.

<sup>3</sup> حمد بلجيلالي، (2016)، تعاضم المديونية العمومية للدول النامية- نحو تجدد الأزمة ولا مقدرة اقتصاديات الدول على مواجهتها-

مجاميع المعرفة، المجلد 02، العدد 02، ص ص 11-20، ص 17

والمتعرف عليه ألا تتجاوز خدمة الدين الخارجي 25 % من عائدات الصادرات السنوية.

**7.1 تعريف إعادة الجدولة:** إعادة جدولة الديون الخارجية هي عملية يقصد بها إعطاء نفس جديد لمالية الدولة المدينة، أي تغيير تواريخ استحقاق الدين وتأجيل السداد، حيث تقرر الدولة الدائنة منح الدولة المدينة آجالاً إضافية. وبهذه الطريقة يمكن للدولة الدائنة أن تحصل على أموالها بدلاً من التوقف النهائي للدولة المدينة عن الدفع، وفي الوقت نفسه تستفيد الدولة المدينة من فترة التأجيل لترتيب أوضاعها المالية والتجارية وأهمها معالجة العجز المالي الذي هو سبب اللجوء إلى التمويل الخارجي ومن ثم الوقوع في الدين<sup>1</sup>

### المطلب الثاني: جذور الأزمة.

بالرغم من أن الأزمة انفجرت سنة 1982 من خلال عدم قدرة المكسيك على سداد ديونها، ولكن جذورها تعود إلى خمسينات وستينات القرن الماضي. حيث كانت تقبع معظم الدول النامية تحت وطأة الاستعمار المباشر وغير المباشر، من قبل العديد من الدول المتطورة الصناعية التي كانت تنهب الثروات الطبيعية والمواد الأولية في هذه البلدان. وبعد أن نالت أغلب الدول النامية استقلالها وجدت نفسها تمر بظروف اقتصادية صعبة، وكانت بحاجة إلى تمويل مشاريع التنمية الاقتصادية، ومشاريع البنى التحتية لاقتصاديات بلدانهم، وكذلك تمويل وارداتهم من السلع والخدمات الضرورية، ونظراً لأن مواردهم المالية محدودة وفقيرة فإنهم مضطرون إلى اللجوء إلى التمويل الخارجي<sup>2</sup>.

وزادت البلدان النامية بشكل كبير من اقتراضها من المقرضين في البلدان الصناعية الغربية خلال عقد السبعينات. فبفضل الصدمتين النفطيتين (أنظر الدرس السابق: الأولى 1973، والثانية 1979-1980)، وارتفاع أسعار النفط بأربع أضعاف، حققت الدول الأعضاء في منظمة الأوبك دخل كبير، وفائض نقدي ضخم في ميزان مدفوعاتها. هذا الفائض النقدي تم إيداعه في البنوك الأوروبية والأمريكية، والتي وعدت في المقابل بأرباح كبيرة من خلال منح واستثمار نسبة هامة من هذه الأموال في الدول الأقل تقدماً، خاصة في

<sup>1</sup> شاعة عبد القادر، (2010)، المديونية الخارجية للدول النامية بين إعادة الجدولة والدفع المسبق مع إشارة لحالة الجزائر، مجلة الأبحاث الاقتصادية لجامعة سعد دحلب، المجلد 05، العدد 04، ص ص 177-188، ص 182.

<sup>2</sup> علي عبد الفتاح أبو شرار، (2015)، الاقتصاد الدولي: نظريات وسياسات، الطبعة الرابعة، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الأردن، ص 213.

الدول اللاتينية كنوع من الاستثمار. بلغت قروض أمريكا اللاتينية من الولايات المتحدة الأمريكية 29 مليار دولار في نهاية السبعينات وفي غضون عامين فقط، مستوى المديونية بلغ حوالي 327 مليار دولار<sup>1</sup>.

وقد أدت أزمة الركود التضخمي في أوائل الثمانينيات أيضًا إلى زيادة تفاقم أزمة ديون البلدان النامية. كما تم توضيحه في المحور السابق، حيث قام الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي برئاسة بول فولكر Paul Volcker، خلال الفترة 1979-1987، برفع سعر الصرف أكثر من الضعف، وتطبيق سياسات نقدية شديدة برفع معدل الفائدة لمكافحة التضخم. نتائج هذه السياسات في الدول النامية كانت هائلة، عند ارتفاع سعر فائدة الولايات المتحدة الأمريكية. خاصة أن الدول النامية كان عليها ديون كبيرة مقومة بالدولار، فقد أدى الارتفاع الحاد في قيمة الدولار في سوق الصرف الأجنبي إلى ارتفاع فوري ومذهل في القيمة الحقيقية لعبء الدين الذي يتعين على البلدان المدينة دفعه. أخيرًا، انهارت أسعار السلع الأولية، مما أدى إلى انخفاض معدلات التبادل التجاري للعديد من الاقتصادات الفقيرة<sup>2</sup>.

بالإضافة إلى ذلك، نتيجة الركود العالمي، وانخفاض الطلب الكلي في الدول المتقدمة ما أثر سلبًا على صادرات الدول النامية التي انخفضت، وهكذا حدث عجز توازن وواجهت الدول المدينة صعوبات في السداد واندلعت أزمات الديون. والجدول التالي يوضح تطور العجز في الحساب الجاري في كل من الدول النامية، الدول الصناعية، وأهم مصدري النفط قبل وخلال وبعد انفجار أزمة المديونية الخارجية لسنة 1982:

**الجدول حول:** توازن الحساب الجاري التراكمي في أهم الدول المصدرة للنفط، دول نامية أخرى، والدول

الصناعية خلال الفترة 1973-2007 (مليارات الدولارات)

الدول الصناعية	دول نامية أخرى	أهم مصدري النفط	
7.3	410.0-	363.8	1973-1981
361.1-	159.2-	135.3-	1982-1989
51.1	684.2-	106.1-	1990-1998
2923.7-	1968.8	1656.3	1999-2007

**المصدر:** International Monetary Fund, World Economic Outlook, various issues، مستنبت من

كتاب: Paul R.Krugman, Maurice Obstfeld, (2009), International Economics: Theory & Policy, eight edition, Pearson International Edition, p629

حسب أعلاه فقد عانت الدول النامية غير المصدرة للنفط من العجز خلال عقد السبعينات، بينما حققت الدول المصدرة للنفط فوائض معتبرة، بينما كان الفائض في الدول الصناعية هامشياً مقارنة مع الفائض

<sup>1</sup> Dariq K.Nour, (15-12-2017), [Debt crisis in 1980s \(slideshare.net\)](https://www.slideshare.net/DarikHussien/debt-crisis-in-1980s), <https://www.slideshare.net/DarikHussien/debt-crisis-in-1980s>, visited 02-11-2022, at 4:51.

<sup>2</sup> Paul R.Krugman, Maurice Obstfeld, Op.Cit, P 634



المحقق من قبل الدول المصدرة للنفط. وبعد انفجار أزمة المديونية سنة 1982، فقد حققت كل من الدول النامية، وأهم مصدري النفط، وحتى الدول الصناعية عجز كبير، وكان عجز الحساب الجاري لهذه الأخيرة معتبرا، إلا أنها حققت فائض في الحساب الجاري خلال عقد التسعينات، بينما استمر العجز في كل من الدول النامية وأهم الدول المصدرة للنفط.

وارتفع إجمالي الدين الخارجي للبلدان النامية غير المنتجة للنفط من 130 مليار دولار في عام 1973 إلى 840 مليار دولار في عام 1982، أي بزيادة قدرها 6.5 أضعاف. وخلال فترة الـ 10 سنوات هذه، نما الدين بمعدل مركب متوسط قدره 20 في المائة سنويا. في البداية، قلّة من الناس قلقون مع تصاعد الديون الخارجية لهذه البلدان في السبعينات. وواجهت عدة بلدان فقيرة في أفريقيا مشاكل صعبة في مجال الخدمات. ومع ذلك، بحلول أوائل الثمانينات، واجه أكبر المقترضون مثل بولندا والمكسيك والبرازيل والأرجنتين صعوبة في خدمة ديونهم الخارجية الضخمة<sup>1</sup>.

### المطلب الثالث: انفجار الأزمة.

انفجرت الأزمة في أوت 1982 عندما أعلن جيسوس سيلفا Jesus Silva وزير المالية المكسيكي أن نفاذ الاحتياطات الأجنبية، ولم يعد بإمكان المكسيك الوفاء بمدفوعات ديونها الخارجية<sup>2</sup>، وكان هذا الإعلان بمثابة الضربة الكبرى الأولى للنظام المصرفي الدولي. وبعد ذلك بوقت قصير، كانت البرازيل والأرجنتين في نفس الوضع، وبحلول ربيع عام 1983، لم يتمكن نحو 25 بلدا ناميا من تسديد مدفوعات منتظمة، وبدأ التفاوض على إعادة جدولة الديون مع المصارف الدائنة. وتمثل هذه البلدان ثلثي مجموع الديون المستحقة للمصارف الخاصة على البلدان النامية التي لا تنتج النفط. وأدى الركود العالمي إلى تفاقم أزمة المديونية، حيث أثر سلبا على أسعار النفط وعلى إيرادات منظمة البلدان المصدرة للنفط (أوبك)، هذه الأخيرة التي ساهمت في عام 1980 بما يقرب من 42 مليار دولار في الأموال القابلة للإقراض من البنوك الدولية، ولكن بحلول عام 1982، سحبت دول أوبك 26 مليار دولار من هذه الأموال القابلة للإقراض<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> Andrew Jacobson; (Last Updated on Sun, 25 Sep 2022), The international debt crisis of the 1980s - Foreign Exchange (ajjacobson.us), <https://www.ajjacobson.us/foreign-exchange/the-international-debt-crisis-of-the-1980s.html>; visited 02-10-2022; at 07:45.

<sup>2</sup> Paul R.Krugman, Maurice Obstfeld, Op. Cit, P 634

<sup>3</sup> Andrew Jacobson; Op.Cit.

ولتتفاهم الوضعية، قامت البنوك الأجنبية بإيقاف اقراض النقود، وطالبت بسداد الديون<sup>1</sup>، وكانت النتيجة عدم قدرة البلدان النامية على الوفاء بالتزامات الديون السابقة، والانتقال السريع إلى حافة التخلف عن السداد بشكل عام. ربما كانت أمريكا اللاتينية هي الأشد تضرراً، وكذلك كانت بلدان الكتلة السوفيتية مثل بولندا التي اقترضت من البنوك الأوروبية. كما تأخر سداد ديون الدول الأفريقية، التي كانت معظم ديونها لوكالات رسمية مثل صندوق النقد الدولي والبنك الدولي<sup>2</sup>.

#### المطلب الرابع: أسباب الأزمة:

ثار الجدل حول ما إذا كانت الأزمة نتيجة حتمية للاضطرابات الاقتصادية التي سادت خلال تلك الفترة، وهي الحجة التي يستند إليها واضعي السياسات الاقتصادية في الدول المدينة، بينما في الجانب الآخر كانت الدول الدائنة ترى أن أزمة المديونية تعود لسوء إدارة الدول النامية<sup>3</sup>، والتي طبقت سياسات اقتصادية خاطئة، وهي نفس وجهة النظر التي يتبناها كل من صندوق النقد الدولي والبنك الدولي. وعليه يمكن تقسيم أسباب أزمة المديونية إلى أسباب محلية (داخلية)، وأخرى خارجية:

#### 1.4 الأسباب الداخلية:

أ. العجز المستمرة في الميزانية العامة وميزان المدفوعات: وهو من أحد العوامل الرئيسية الداخلية التي تؤدي إلى تعاظم أزمة الديون الخارجية، ويعود هذا العجز إلى النفقات الحكومية الضخمة والمتزايدة من جهة وإلى عجز الإيرادات المحلية (تراجع إيرادات الدول النامية المصدرة للنفط خلال الثمانينات) وانخفاض المساعدات الخارجية من جهة أخرى. مما يؤدي إلى عجز مستمر في الميزانية العامة للدول المدينة. وتتم تغطية هذا العجز إما عن طريق القرض المحلية أو القروض الأجنبية، وأمام ضعف الادخار (نتيجة ضعف دخل الفرد في الدول النامية) والموارد المحلية، فإن هذه الدول تلجأ إلى الديون الخارجية خاصة مع استمرار عجز الميزان الجاري والميزان التجاري وعليه العجز في ميزان المدفوعات، حيث بدأت العديد من البلدان النامية في تكبد عجز كبير في ميزان المدفوعات خلال أوائل الثمانينات، لأن الركود العالمي في 1979-82 أدى إلى انخفاض الطلب الكلي للدول الصناعية على الصادرات من البلدان النامية<sup>4</sup> مما أدى إلى تزايد نسبة الديون

<sup>1</sup> Dariq K.Nour, (15-12-2017), Op.Cit.

<sup>2</sup> Paul R.Krugman, Maurice Obstfeld, Op. Cit, P 634

<sup>3</sup> Andrew Jacobson; Op.Cit.

<sup>4</sup> Paul R.Krugman, Maurice Obstfeld, Op. Cit, P 634

إلى الناتج المحلي الإجمالي، وزيادة عبء خدمة الديون وتبعية هذه الدول اقتصادياً إلى دول الخارج<sup>1</sup>.

ب. **السياسات الداخلية للدول النامية:** كان للسياسات الداخلية التي تم تنفيذها من قبل حكومات الدول النامية أثر كبير على أزمة المديونية، حيث اتبعت سياسة مالية توسعية تمثلت في ارتفاع أجور العمال بسبب الضغوط الاجتماعية<sup>2</sup>، بالإضافة إلى المشاريع الاستثمارية التي قامت بتنفيذها، والتي تفوق طاقتها الحقيقية لإنجازها<sup>3</sup>، وهذا الميل إلى الاستثمار من أجل التنمية، وما يتطلبه من كثافة رأس مال وتكنولوجيا متقدمة وهو ما تفتقر إليه تلك الدول، مما اضطرها إلى الاقتراض الخارجي لشراء الآلات والمعدات والتعاقد مع الخبراء الأجانب وشراء براءات الاختراع وحقوق الصنع<sup>4</sup>.

ت. **أوجه استخدام أموال القروض الخارجية:** في حالة عقد الديون بدون مبررات حقيقية، واستخدامها لاستيراد سلع استهلاكية لا تولد أي إنتاج فيما تزداد خدمة الدين كلما تأخر التسديد<sup>5</sup>، فإن ذلك من شأنه تعميق مشكلة الديون الخارجية أو من أجل الاستثمار في مشاريع مشكوك في جدواها الاقتصادية وفي نفس الوقت لم تقم الجهة المقرضة لهذه الدول بالتحري عن كيفية استخدام أموال تلك القروض وهذا ما يزيد مشكلة الديون الخارجية تعقيداً. بالإضافة إلى ذلك ومشروعات غير مربحة تم تنفيذها من قبل الدول النامية زيادة العبء للدول الأقل نمواً وهذا سبب عدم قدرة تسديد الديون<sup>6</sup>.

ث. **انخفاض معدلات نمو الإنتاج، وإنتاجية العمل في الدول النامية** مما يؤثر في خفض الكميات المعروضة من السلع والخدمات ووجود فائض في الطلب عليها. وهذا يؤثر سلباً في ميزان المدفوعات ويجعل قيمة الواردات أعلى من قيمة الصادرات مما يؤدي إلى ارتفاع العجز في الميزان التجاري، وبالتالي لجوء هذه الدول إلى الاقتراض الخارجي لسد العجز في ميزان المدفوعات. وهذا يزيد من المديونية<sup>7</sup>.

ج. **عدم كفاءة الأجهزة الإدارية وانتشار الفساد** في كثير من الدول النامية يؤدي إلى خفض الأداء الاقتصادي، وإهدار الكثير من جهود التنمية الاقتصادية، وخفض إنتاجية القروض والمعونات

<sup>1</sup> علي عبد الفتاح أبو شرار، مرجع سبق ذكره، ص 214.

<sup>2</sup> Dariq K.Nour, Op.Cit

<sup>3</sup> قجابيرية أمال، مرجع سبق ذكره، ص 150.

<sup>4</sup> شاعة عبد القادر، مرجع سبق ذكره، ص 178.

<sup>5</sup> طلال محمد بطاينة، (2004)، المديونية الخارجية وأثرها على اقتصاديات الدول النامية، مجلة العلوم الاجتماعية والإنسانية، المجلد 05، العدد 11، ص ص 101-120، ص 109.

<sup>6</sup> Dariq K.Nour, Op. Cit

<sup>7</sup> علي عبد الفتاح أبو شرار، مرجع سبق ذكره، ص 218.

الخارجية وهذا يؤدي إلى تفاقم الديون وزيادة الاعتماد على التمويل الخارجي<sup>1</sup>. كما أن ضعف الكفاءة يؤدي إلى ارتفاع التكاليف وانخفاض ربحية المشاريع، وبالتالي عجز الدول على تسديد ديونها. بالإضافة إلى ظاهرة تهريب الأموال والتي رافقت عملية الاقتراض كظاهرة معاكسة، وهذه الظاهرة تزداد مع زيادة ظواهر مثل ارتفاع معدلات التضخم، وارتفاع قيمة العملة المحلية بأعلى من قيمتها الحقيقية، ووجود عجز مالي كبير لدى الدولة، وقد وصلت الأموال المهربة للخارج من إجمالي الدين الخارجي لبعض الدول نسباً ضخمة حيث بلغت (42%) من ديون المكسيك، و(65%) من ديون الأرجنتين، و(90%) من ديون فنزويلا<sup>2</sup>

#### 2.4 الأسباب الخارجية:

أ. سياسات الإقراض الدولية وارتفاع أسعار الفائدة لعبت سياسات الإقراض وارتفاع أسعار الفائدة دوراً رئيسياً في زيادة حجم الديون الخارجية للدول النامية، معتمدة على القروض الميسرة وغير الميسرة وذات الأجل القصير بفوائد مرتفعة، وفي نهاية السبعينات من القرن الماضي عندما كان المستوى العام للأسعار يزداد ارتفاعاً وكانت معدلات الفائدة التي تطلبها البنوك التجارية منخفضة اضطر العديد من الدول النامية إلى زيادة الاقتراض لتمويل نفقاتها العامة وموازين مدفوعاتها. وكانت البنوك التجارية تمنح قروضها بإجراءات ميسرة وسريعة مقارنة بالقروض الممنوحة من المصادر الرسمية، مما شجع بعض الحكومات للاقتراض من المؤسسات الخاصة، فأدى إلى زيادة نصيب الديون الخاصة على حساب الديون الرسمية. وهو ما أدى إلى زيادة عبء المديونية في الدول النامية، وذلك بسبب ارتفاع أسعار الفائدة وقصر المدة وفترة سماح أقل للقروض الخاصة الممنوحة. وحتى تستطيع البنوك التجارية حماية نفسها من مخاطر الإقراض للدول النامية، تقوم برفع أسعار الفائدة وفرض أسعار الفائدة المتغيرة. واتبعت الدول الصناعية وعلى رأسها الولايات المتحدة الأمريكية سياسة مالية ونقدية تؤدي إلى زيادة أسعار الفائدة وتعويمها<sup>3</sup>. وقد كان للارتفاع الشديد الذي طرأ على أسعار الفائدة في أسواق المال الدولية دوراً حاسماً في استئصال أزمة المديونية، إذ تجاوزت في العديد من البلدان الفوائد الزائدة المدفوعة قيمة التمويل الإضافي الصافي وتكدت البلدان المدينة مبالغ متزايدة عبر السنين وأصبح بند خدمة الدين يمثل نصيباً هاماً من صافي الديون ويستحوذ على مبالغ كبيرة من النقد الأجنبي<sup>4</sup>

<sup>1</sup> علي عبد الفتاح أبو شرار، مرجع سبق ذكره، ص 218.

<sup>2</sup> طلال محمد بطاينة، مرجع سبق ذكره، ص 109.

<sup>3</sup> علي عبد الفتاح أبو شرار، مرجع سبق ذكره، ص 216-217.

<sup>4</sup> شاعة عبد القادر، مرجع سبق ذكره، ص 179.

ب. **تقلبات أسعار النفط:** يمكن تقسيم الدول النامية الى دول نامية مصدرة للنفط وأخرى مستوردة، وقد سمح الارتفاع الحاد لأسعار النفط سنة 1973 بتحقيق فوائض نقدية ضخمة عند الدول المصدرة للنفط (تم التطرق لهذه النقطة في المحور السابق)، وعندما عجزت هذه الدول عن إدارة هذه الفوائض محليا، قامت بتوظيفها على شكل استثمارات في البنوك والمؤسسات المالية والنقدية، في دول غرب أوروبا وأمريكا، وهو ما أدى الى نمو رأس المال المالي الدولي الذي تعاضم من ظاهرتي "البترو دولار"، و"اليورودولار"، الا أن الطلب على هذه الأموال من طرف الدول الرأسمالية كان ضعيفا بسبب ركود الأسواق نتيجة أزمة الكساد التضخمي خلال السبعينات<sup>1</sup>، فقامت البنوك التجارية بإعادة إقراض هذه الأموال إلى الدول النامية التي تعاني من عجز في ميزان مدفوعاتها النامية وقد أدت سهولة الحصول على القروض الى الإفراط في الاقتراض ومن ثم تعمق أزمة المديونية، هذا من جهة، ومن جهة أخرى فان انهيار أسعار النفط خلال الثمانينات أدى إلى تراجع مداخيل الدول النامية المصدرة للنفط وتفاقم عجزها ما دفعها للاستدانة.

ت. **نمط تقسيم العمل وتدهور شروط التبادل التجاري** ان نمط تقسيم العمل الدولي مسؤول الى حد كبير عن تفاقم أزمة المديونية لأنه قام بحصر وظائف الدول النامية في انتاج وتصدير الخامات والمواد الأولية بينما ترك للدول الصناعية أمر انتاج وتصدير المواد الصناعية، وبالتالي فان العملة الصعبة التي تحصل عليها الدول النامية توجه لتلبية حاجات الاستهلاك والتمتية من خلال تصديرها لعدد محدود من السلع التي شهدت انخفاضا خلال الثمانينات، وتذبذب الطلب عليها بسبب أزمة الركود التضخمي في حين تستورد مجموعة من السلع الصناعية التي تتميز بارتفاع أسعارها وزيادة الطلب عليها وهو ما أدى الى تدهور معدل أو شروط التبادل الدولي<sup>2</sup>، وتفاقم عجز ميزان المدفوعات الذي يزيد من الميل إلى الاستدانة الخارجية. كما أدى تبني الدول الصناعية في أواخر السبعينات وبداية الثمانينات من القرن الماضي بعض السياسات الانكماشية التي أدت إلى ركود اقتصادي في هذه البلدان، والذي أدى إلى انخفاض الطلب على صادرات الدول النامية، وهذا بدوره دفع أسعار الصادرات في هذه البلدان إلى الانخفاض، وفي نفس الوقت واصلت أسعار السلع المصنعة ارتفاعها وخاصة السلع الاستهلاكية والترفيهية، وهذا يعني ارتفاع أسعار السلع المستوردة للدول النامية. إن انخفاض أسعار وحجم الصادرات، وارتفاع أسعار الواردات في الدول النامية يؤدي إلى تدهور شروط التبادل التجاري في هذه البلدان. وهذا يدفعها إلى اللجوء إلى الاقتراض المحلي والخارجي مما يؤدي إلى تزايد حجم الديون وأعباء خدمتها. مما يؤدي إلى تفاقم أزمة الديون الخارجية<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> قجابرية أمال، مرجع سبق ذكره، ص 144.

<sup>2</sup> طلال محمد بطاينة، مرجع سبق ذكره، ص 106.

<sup>3</sup> علي عبد الفتاح أبو شرار، مرجع سبق ذكره، ص 216.

ث. إقحام الدول الصناعية الإمبريالية والمصدرة للسلاح دول العالم الثالث في صراعات بينية تحتم عليها شراء السلاح. وتحمل المديونية بفوائد عالية من أجل الدفاع عن أراضيها وسيادتها، وهذا يزيد مشكلة الديون الخارجية تعقيدا.<sup>1</sup>

### المطلب الخامس: آثار الأزمة.

تسببت أزمة المديونية في جملة من الآثار السلبية على الاقتصادات المدينة منها<sup>2</sup>:

- التدخل في شؤون البلدان المدينة والتأثير على قرارها الوطني؛
- تحقيق أعلى الأرباح والفوائد من عمليات الإقراض والتصدير؛
- فرض المزيد من الشروط الاقتصادية والسياسية على البلدان المدينة باستغلال حاجتها إلى القروض المالية؛
- تعميق تبعية البلدان النامية المدينة إلى النظام الرأسمالي.

ومن بين الدول التي تأثرت بأزمة المديونية خلال الثمانينات نذكر:

### أزمة الديون في الكتلة الشرقية السوفيتية أوروبا الشرقية debt crisis in soviet eastern bloc eastern europe

واحدة من المناطق الأولى التي تضررت من أزمة الديون خلال الثمانينات كانت أزمة الديون في الكتلة الشرقية السوفيتية ودول أوروبا الشرقية. العديد من الدول في المنطقة انطلقت في مشاريع تصنيع على نطاق واسع للغاية وتجدر الإشارة الى أن دول أوروبا الشرقية لا تحتسب مع الاقتصاد الغربي الأكثر تعقيدا وتقدما، ولذلك قاموا بالاقتراض بشكل كبير من البنوك التجارية الغربية لتغطية تكاليف مشاريعهم. لكن مع الأسف المشاريع كما كان متوقعا فشلت في توليد الأرباح، اقتصاد الاتحاد السوفيتي لم يكن أفضل حالا، بالرغم من ارتفاع أسعار النفط، الحرب في أفغانستان أثقلت كاهل الاقتصاد، والاتحاد السوفيتي لم يستطع تحمل تكاليفها لمساعدتهم، ولذلك توجهوا لطلب مساعدة العلم الغربي.

<sup>1</sup> علي عبد الفتاح أبو شرار، مرجع سبق ذكره، ص 218.

<sup>2</sup> شاعة عبد القادر، مرجع سبق ذكره، ص 180.

**بولندا:** الإشارة الأولى لأزمة جاءت من بولندا عندما عجزت الحكومة من تسديد ديونها بسبب نقص النقد الأجنبي (الاحتياطيات الأجنبية)، وقد بلغت ديونها 25 مليار دولار والتي طالبت بإعادة جدولتها فقط في مارس 1981. بعد مشاورات طويلة في نادي باريس والتي استغرقت سنة أو ما يقارب السنة، المقرضون اتفقوا على تأجيل حوالي 2.2 مليار دولار من أصل المبلغ الرئيسي. في هذه السنة شهدة بولندا اضطرابات سياسية والاضطرابات التي أعلنت فيها الأحكام العرفية واستولى الجيش السوفيتي على السلطة. أيضا رومانيا وهنغاريا اللتين تطبقان اقتصاد مركزي مخطط أيضا تأثرتا بالأزمة.

### أزمة الديون في أمريكا اللاتينية:

من أكثر المناطق التي تأثرت بأزمة الديون خلال الثمانينات كانت دول أمريكا اللاتينية: التضخم المتسارع، وتعويم معدل الفائدة المتزايد عرقل العديد من الدول من تسديد ديونها. أشعلت المكسيك أزمة الديون اللاتينية عندما أعلنت في أوت 1982 أنها لا تستطيع تسديد ديونها وأنها بحاجة إلى إعادة جدولتها. وسرعان ما تبعت المكسيك موجة من الدول اللاتينية التي أيضا تعاني من نفس المشكل وسميت الفترة 1980-1989 **بالعقد الضائع**.

**المكسيك:** كان نطاق أزمة ديون أوروبا الشرقية حصريا في بعض البنوك الأوروبية الكبيرة. ولكن بصرف النظر عن ذلك، فهي لم تهدد النظام المالي الدولي ولم تتسبب في أزمة ديون عالمية. على العكس من ذلك عندما أعلنت المكسيك عدم قدرتها تأجيل ولا سداد أصل الدين على قروضها المصرفية هذا أدى إلى انتشار قرع جرس الأزمة في مختلف أنحاء العالم، وكل النظام المالي كان في خطر. ولأول مرة البنوك الكبرى في اليابان والو.م.أ كانت مهددة، والبنوك الأوروبية التي كانت بالفعل تعاني من مواجهة مخاطر جديدة كبيرة.

### أزمة الديون في دول شرق آسيا:

تمكنت معظم البلدان في شرق آسيا من الحفاظ على النمو الاقتصادي وتجنب إعادة جدولتها (أي تمديد مدفوعات السداد من خلال الوعد بدفع فوائد إضافية في المستقبل). ومع ذلك، بحلول نهاية عام

1986، واجه أكثر من 40 دولة مشاكل تمويل خارجية حادة. لقد تباطأ النمو بشكل حاد (أو ذهب إلى الاتجاه المعاكس) في كثير من بلدان العالم النامي<sup>1</sup>.

### أزمة المديونية الخارجية في الدول العربية:

ارتفع اجمالي الديون الخارجية للدول العربية من 4.2 مليار دولار عام 1975 الى 49.2 مليار دولار عام 1980 لتصل الى 155.8 مليار دولار سنة 1991، أي أن الديون ارتفعت ب 37 ضعفا من 1975 الى 1991. أما خدمة الديون الخارجية في الدول العربية فانها ارتفعت من 0.43 مليار دولار سنة 1975 الى 7.8 مليار سنة 1980، وإلى 16.7 مليار دولار سنة 1991<sup>2</sup>.

ولقد تفاقمت مشكلة الديون في الدول العربية لدرجة أن خمس دول (السودان، الصومال، مصر، المغرب، موريتانيا) منها عجزت عن سداد ديونها وطالبت بإعادة جدولة هذه الديون، وذلك لتخفيف العبء الذي تفرضه هذه الدول على موارد هذه البلدان. وحتى بعد الجدولة وأمام تردي الأوضاع الاقتصادية فقد بقي السودان والصومال عاجزين عن تسديد ديونهما، بينما استطاع الأردن أن يجدول ديونه سنة 1989<sup>3</sup>.

### المطلب السادس: السياسات المطبقة لعلاج الأزمة

بعد اتساع نطاق أزمة الديون، وعدم وجود أي مؤشر على قدرة الدول النامية على دفع ديونها، أدرك البنك الدولي، وصندوق النقد الدولي ضرورة التدخل لحل الأزمة، فقاما بإطلاق جملة من القواعد والسياسات الجديدة. إلا أن ذلك لم يكن كافيا، ولهذا قدم المجتمع الدولي قروضا أكبر.

### 1.6 محاولة نادي باريس the Paris Club: نادي باريس وهو مجموعة من المقرضين الرسميين

لبلد نامي معين، أعاد جدولة الديون القائمة أو قدم أموالا جديدة (قروض جديدة)، وذلك وفق شروط، وبوجود اتفاق مع صندوق النقد الدولي<sup>4</sup>. وقد فشلت هذه المحاولة<sup>5</sup>. تفاوض مقرضو المصارف التجارية أيضا على

<sup>1</sup> Paul R.Krugman, Maurice Obstfeld, Op. Cit, P 634

<sup>2</sup> علي عبد الفتاح أبو شرار، مرجع سبق ذكره، ص ص 211-212.

<sup>3</sup> المرجع نفسه، ص ص 212-213.

<sup>4</sup> Debt crisis (grips.ac.jp), handout no.9; chapter 12, [https://www.grips.ac.jp/teacher/oono/hp/lecture\\_F/lec10.htm](https://www.grips.ac.jp/teacher/oono/hp/lecture_F/lec10.htm), visited November 1<sup>st</sup>, 2022, at 18:20.

<sup>5</sup> سلطان جاسم النصاروي، مرجع سبق ذكره، ص 155.



إعادة جدولة الديون من خلال نادي لندن the London Club. في حين أن نادي باريس كان يعقد دائماً في باريس (French MOF). لم يكن نادي لندن يعقد بالضرورة في لندن.

## 2.6 برامج التصحيح الهيكلي (structural adjustment program SAP): كانت عبارة عن

جملة من السياسات موجهة للدول النامية لتطبيقها لتكون قادرة على تسديد ديونها. وكانت هذه السياسات تحت البلدان المدينة على تنفيذ سياسات موجهة نحو التصدير من أجل كسب النقد الصعب. ولتحقق ذلك اتباع الخطوات التالية<sup>1</sup>:

1. التحرير liberalization: فتح أسواقها للاستثمارات الأجنبية وتعزيز المشاركة في التجارة الحرة.
2. خصخصة الشركات العامة.
3. تخفيض الانفاق الحكومي.
4. رفع القيود عن أنشطة السوق.

## 3.6 خطة بيكر Baker plan: بعد تنفيذ برامج التصحيح الهيكلي، بقيت الدول الأقل نمواً LDCs

تعاني من مديونية عميقة، وكانت علامة التعافي واضحة، تشكيل المزيد من السياسات لمعالجة أزمة الديون هذه التي أصبح من غير الممكن تجنبها. في 6 أكتوبر 1985، سكرتير الخزانة الأمريكية، جيمس بيكر James A. Baker خلص إلى أن عجز البلدان المدينة عن السداد يكمن في ظل ثلاث مشاكل رئيسية:

1. حيرة البلدان المدينة الرئيسية بشأن فرض برنامج التكيف
2. الدعم المقدم من قبل الدائنين والمؤسسات متعددة الأطراف جزءاً لا يتجزأ
3. الإقراض الإجمالي للبنوك التجارية أخذ في الانخفاض

الثامن من أكتوبر 1985، في لقاء سيؤول، قام بيكر بالقاء خطاباً دعا فيه إلى "برنامج النمو المستدام program of sustained growth". كان البرنامج يؤكد على نقاطه، أولاً: وتطرق إلى أهمية إقامة أوضاع سوق ليبرالية. ثانياً: دعا البنك الدولي WB وبنك تنمية البلدان الأمريكية IBD Inter American Development Bank لزيادة إنفاقهم على المدينين الرئيسيين بنحو 50%. ثالثاً: شجع البنوك التجارية

<sup>1</sup> Dariq K.Nour, (15-12-2017), Op.Cit.

على استئناف اقرض النقود للدول التي تعاني مديونية ثقيلة. خطة بيكر كانت لتمنح 26 مليار للدول المدينة لمدة ثلاث سنوات. مع الأسف، الخطة أصبحت غير مجدية لأن البرنامج كان يعتمد على التطوع.

#### 4.6 خطة بريدي Brady plan: بعد فشل خطة بيكر، خطة ثانية تم اعدادها من قبل سكرتير

الخزانة نيكولاس بريدي Nicholas F.Brady للتعامل مع أزمة الديون. الخطة كانت تشجع البنوك التجارية على خفض مالها من استحقاقات مالية على نحو طوعي وإعادة جدولة الديون من خلال اصدار سندات عرفت باسم سندات برادي<sup>1</sup>. وتتضمن سندات برادي Brady bonds البنود التالية:

- (1) تمديد آجال استحقاق الديون لمدة تتراوح بين 25 و30 سنة؛
- (2) إجبار الدول المدينة على شراء سندات الخزانة الأمريكية بدون كوبون zero-coupon US Treasury bonds لضمان السندات guarantee the bonds؛
- (3) جعل هذه السندات قابلة للتداول.

كانت المكسيك مرة أخرى أول دولة تستفيد من هذا المخطط [الولايات المتحدة دائما لطيفة جدا مع المكسيك. بالإضافة إلى ذلك، تم منح بعض البلدان ذات الأهمية الجيوسياسية (وخاصة بالنسبة للولايات المتحدة) معاملة سخية للغاية. تم منح بولندا (التي تمر بمرحلة انتقالية من الاشتراكية إلى السوق) ومصر (حليفة الولايات المتحدة في حرب الخليج ضد العراق) إعفاء من الديون حيث تم شطب قروض تصل إلى عشرات المليارات من الدولارات. لم يكن عليهم السداد لاحقا أو إعادة شراء ديونهم الخاصة - تم إلغاء ديونهم ببساطة<sup>2</sup>.

وفي عام 1992، أصدرت 20 دولة مدينة، بما في ذلك الأرجنتين والبرازيل وبلغاريا والمكسيك ونيجيريا وبولندا والفلبين، سندات برادي. وقد حولت هذه البلدان المدينة ما يقرب من 100 مليار دولار من الديون المصرفية إلى سندات برادي. ويرجع الفضل إلى حد كبير إلى سندات برادي هذه في حل أزمة الديون العالمية التي استمرت عقدا من الزمن في الثمانينات<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> سلطان جاسم النصراري، مرجع سبق ذكره، ص 156.

<sup>2</sup> Debt crisis (grips.ac.jp), handout no.9; chapter 12, [https://www.grips.ac.jp/teacher/oono/hp/lecture\\_F/lec10.htm](https://www.grips.ac.jp/teacher/oono/hp/lecture_F/lec10.htm), visited November 1<sup>st</sup>, 2022, at 18:20.

<sup>3</sup> Andrew Jacobson; Op.Cit

## المحور السابع: أزمة الاثنين الأسود 1987

حدثت هذه الأزمة في بورصة الأوراق المالية في الولايات المتحدة الأمريكية، وتعرف هذه الأزمة "بأزمة وول ستريت" أو أزمة "الاثنين الأسود"، للإشارة إلى الانهيار المفاجئ الذي حدث صبيحة الاثنين 19 أكتوبر 1987 في أسعار الأسهم في بورصة نيويورك للأوراق المالية. وقد اعتبر الاقتصاد الأمريكي "روبرت كارسون" هذا الحدث الاقتصادي بمثابة إشارة ودليل على فشل العلم الاقتصادي الوضعي بالغ التقدم والتطور في التنبؤ بما حدث برغم ما يتضمنه ذلك العلم من أدوات ووسائل علمية تنبؤية يدعى أنها بالغة الدقة والكفاءة وفي ذلك يقول المؤلف الذي يعترض على التطرف في مادية الفكر الاقتصادي يرى أنه يتسبب في خطأ قراراته ونتائجها: "أصبح الاقتصاديون وغيرهم ممن يدرسون الاقتصاد وينشرون تقاريراً عنه بمثابة كهنوت جدد من رجال اللاهوت" ثم يستطرد في موضوع آخر بكتابه قائلاً "لماذا إذا لم يتنبأ اقتصاديون كثيرون بأحداث 19 أكتوبر ولم يفلح زعم الخبير بادعاء العلم المسبق في إعادة الاعتبارات لقدرات مهنة اقتصاد بأكملها على التنبؤ بالأحداث؟"<sup>1</sup>

### المطلب الأول: تعريف أزمة الاثنين الأسود:

يطلق مصطلح الإثنين الأسود على يوم 19 أكتوبر 1987، والذي يمثل أسوأ انخفاض ليوم واحد في تاريخ سوق الأسهم الأمريكية أو بورصة وول ستريت -لذلك تعرف هذه الأزمة أيضا باسم أزمة وول ستريت 1987-. وقد بدأت هذه الأزمة في اللحظات الأولى للافتتاح في يوم الاثنين الأسود وذلك بوجود فجوة بين العرض والطلب. أحدثت خلافاً في توازن كل من الأسواق الحاضرة (النقدية) وسوق العقود المستقبلية. وحدث الخلل نتيجة لسيل متدفق وغير مسبوق من أوامر البيع<sup>2</sup>. وفي وقت جد قصير تم التخلص من عدد ضخم من الأسهم، وانخفضت معظم البورصات الرئيسية بأكثر من 20%. وانهارت أسواق الأسهم في جميع أنحاء العالم. وقد بدأ الانهيار في هونكونغ وانتشر إلى غرب أوروبا، وضرب الولايات المتحدة بعد تراجع باقي الأسواق بهامش كبير، مما جعل "الاثنين الأسود" واحداً من أسوأ الانهيارات التي حدثت في التاريخ

<sup>1</sup> زينب صالح الأشوح، صلاح الدين فهمي محمود، (2010)، الأزمات الاقتصادية العالمية، كتاب جماعي، هبة النيل العربية للنشر والتوزيع، الجيزة، مصر، ص ص 24.25.

<sup>2</sup> السيد محمد زكي حسن، (2019)، دور صندوق النقد الدولي في معالجة الأزمات المالية في ضوء تحديات العولمة الاقتصادية: مع الإشارة إلى مصر، المنظمة العربية للتنمية الإدارية جامعة الدول العربية، مصر، ص 73.

**المالي<sup>1</sup>**، إذ انخفض مؤشر ستندر أند بوز S&P 500 بنسبة 20.4٪، كما عانى مؤشر داو جونز الصناعي (DJIA) من انخفاض مماثل فاق 22٪، أي أسوأ من انخفاضه أثناء انهيار سوق الأسهم عام 1929 والذي عرف بكونه أكبر انخفاض لمؤشر DJIA قدر بنسبة 13٪، والذي حدث في 24 أكتوبر 1929 - ما يعرف بالخميس الأسود<sup>2</sup>.

### المطلب الثاني: جذور الأزمة

في الواقع لم يحدث الانهيار يوم الاثنين الأسود فجأة. فعند تحليل أحداث ذلك اليوم والتعرض لأسباب الأزمة نجد أنه كان هناك العديد من العلامات التحذيرية قبل عدة سنوات من انفجارها.

في وسط الثمانينات من القرن الماضي كان التفاؤل على أشده، إذ ارتفع مؤشر داو جونز إلى 350% خلال المدة من أوت 1982 وحتى أوت 1987، وارتفعت الأرقام القياسية لأسعار الأسهم في 19 سوقا ماليا إلى 296% خلال المدة نفسها، وازداد عدد الأسهم المتداولة من 65 مليون سهم إلى 181 سهم في NYSE<sup>3</sup>. أي أنه كان هناك ارتفاع كبير للأسعار لم يتم تصحيحه منذ خمس سنوات من السوق الصاعدة مما أدى إلى انهيار السوق عام 1987.

وقد طغت "المنتجات" المالية الجديدة على تقييمات سوق الأسهم. فمثلا في عام 1957، كانت القيمة السوقية للأسهم في مؤشر ستاندر أند بورز S&P 500 تبلغ 220 مليار دولار ولم تكن أسواق العقود الآجلة والخيارات على المؤشر موجودة بعد. وبحلول عام 1982، ارتفعت قيمة مؤشر ستاندر أند بورز S&P 500 إلى 1.2 تريليون دولار، وبلغ إجمالي العقود الآجلة والخيارات المستحقة لمؤشر ستاندر أند بورز 500 الذي تم إنشاؤه مؤخرا 438 مليار دولار، أي حوالي ثلث قيمة المؤشر نفسه<sup>4</sup>. وفي السنوات الخمس التي سبقت أكتوبر 1987، تضاعفت قيمة مؤشر داو جونز الصناعي أكثر من ثلاثة أضعاف، مما خلق مستويات تقييم مفرطة وسوق أسهم مبالغ فيه. كما ساهم المضاربون والمستثمرون الدوليون بنشاط في سوق الولايات المتحدة التي كانت مسؤولة عن الارتفاع السريع في أسعار الأسهم قبل الأزمة (نفخ فقاعة في سوق الأسهم). وبالرغم من أن المشاركين في السوق على دراية بهذه المشكلات، لكن ابتكارا آخر دفع

<sup>1</sup> Cees Diks, Cars Hommes, Juanxi Wang, (2019), Critical slowing down as an early warning signal for financial crises?, Empirical Economics, Number 57, Pp1201-1228, p 1213.

<sup>2</sup> John C. Bogle; (2008), Black Monday and Black Swans, Financial Analysts Journal, Volume 64, Number 2, p p 30-40. P30.

<sup>3</sup> سلطان جاسم النصرابي، مرجع سبق ذكره، ص 157

<sup>4</sup> John C. Bogle; Op.Cit. P36

الكثيرين إلى تجاهل علامات التحذير، فقد أعطى تأمين المحفظة إحساسًا زائفًا بالثقة للمؤسسات وشركات السمسرة مما أدى إلى زيادة استخدام الخيارات والمشتقات، حيث ساد اعتقاد في وول ستريت أنها ستمنع خسارة كبيرة في رأس المال إذا انهار السوق. ما أدى إلى تأجيج الإفراط في المخاطرة، كما يمكن ملاحظة بوادر انهيار عام 1987 في سلسلة من الاتفاقيات النقدية والتجارة الخارجية التي أدت إلى انخفاض قيمة الدولار الأمريكي (اتفاقية بلازا) لتعديل العجز التجاري، ثم محاولة تثبيت الدولار بقيمته الجديدة المنخفضة (اتفاق اللوفر).<sup>1</sup>

فبموجب اتفاقية بلازا Plaza لعام 1985، وافق الاحتياطي الفيدرالي مع البنوك المركزية لدول مجموعة الخمس الأخرى - فرنسا وألمانيا الغربية والمملكة المتحدة واليابان - على خفض قيمة الدولار الأمريكي في أسواق العملات الدولية من أجل السيطرة على العجز التجاري الأمريكي المتزايد.<sup>2</sup>

تم استبدال اتفاقية بلازا باتفاقية اللوفر Louvre في فبراير 1987. وبموجب اتفاقية اللوفر Louvre التزمت فيها الولايات المتحدة بمحاولة تحقيق استقرار الدولار، وعلى إثر ذلك شدد بنك الاحتياطي الفيدرالي السياسة النقدية لوقف الضغط التنافسي على الدولار في الربعين الثاني والثالث من عام 1987، قبل الانهيار. ونتيجة لهذه السياسة النقدية الانكماشية، انخفض نمو المعروض النقدي في الولايات المتحدة ففي نهاية عام 1986 والأشهر الستة التي سبقت اتفاقية اللوفر Louvre، كان عرض النقد الموسع M2 كان ينمو بنسبة 8%. في الأشهر الستة بين فيفري وأوت، نما M2 بنسبة 2% فقط، وارتفعت أسعار الفائدة (أدى ارتفاع أسعار الفائدة الاسمية والحقيقية إلى تباطؤ النمو في عرض النقود، وكان ذلك مدفوعًا بالخوف من بدء التضخم في الارتفاع)، وساهمت السياسة النقدية وارتفاع أسعار الفائدة أيضًا في عدم التوافق بين عائدات الأسهم وعوائد السندات. ما أدى إلى انخفاض أسعار الأسهم بحلول نهاية الربع الثالث من عام 1987 نتيجة تفضيل الكثير من المستثمرين الانتقال من الأسهم إلى السندات.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> BRIAN DOLAN, What Caused Black Monday, the 1987 Stock Market Crash?, Updated November 03, 2022, [What Caused Black Monday, the 1987 Stock Market Crash? \(investopedia.com\)](https://www.investopedia.com/what-caused-black-monday-the-1987-stock-market-crash/), visited 16/11/2022, at 12 :22.

<sup>2</sup> National Bureau of Economic Research (NBER). "NBER Working Paper Series: The Plaza Accord 30 Years Later," Page 2.

<sup>3</sup> Martin Feldstein, Franco Modigliani, Allen Sinai and Robert Solow, (Oct. - Dec., 1988), Black Monday in Retrospect and Prospect: A Roundtable, Eastern Economic Journal, Vol. 14, No. 4, pp. 337-348, p 338.

وعموما يمكن القول بأن الفترة التي سبقت انفجار الأزمة شهدت ارتفاعا مستمرا لأسعار الفائدة وتوقع حدوث أزمات اقتصادية عامة بسبب تراجع مؤشرات النمو الاقتصادي في معظم الدول بالإضافة الى عوامل أخرى منها تدهور الدولار في أسواق الصرف<sup>1</sup>، ومع بروز مخاوف بشأن أسعار النفط (تقلبات السوق النفطية بداية ومنتصف الثمانينات) ومعدلات التضخم وتفاقم العجز التجاري في الولايات المتحدة، وهو ما يمثل إشارات تحذيرية من زيادة التقلبات، إضافة الى بعض أيام الانخفاض الحاد في السوق قبل يوم الإثنين الأسود في أكتوبر.<sup>2</sup>

### المطلب الثالث: انفجار الأزمة

في منتصف أكتوبر، أدت سحابة عاصفة من التقارير الإخبارية إلى تقويض ثقة المستثمرين وأدت إلى تقلبات إضافية في الأسواق. كشفت الحكومة الفيدرالية عن عجز تجاري أكبر من المتوقع وانخفض الدولار في القيمة. بدأت الأسواق في الانهيار، مما ينذر بخسائر قياسية من شأنها أن تتطور بعد أسبوع. وقد كان هناك بعض علامات التحذير الوشيكة للمستثمرين واضحة في أيام التداول قبل مجيء يوم الإثنين الأسود. ففي الأسبوع الذي سبق يوم الإثنين الأسود، حققت مؤشرات الأسهم الرئيسية خسائر بنحو 10%.<sup>3</sup>

بدءًا من 14 أكتوبر، بدأ عدد من الأسواق في تكبد خسائر يومية كبيرة. وشهد مؤشر داو جونز انخفاضًا كبيرًا بنسبة 4% تقريبًا. يوم الخميس 15 أكتوبر، واصلت أسواق الأسهم انخفاضها.

في 16 أكتوبر، أي الجمعة التي سبقت الإثنين الأسود، شهدت خسائر مدمرة بنسبة 5% في أسواق الأسهم في لندن، والتي تزامنت، بشكل ينذر بالسوء، مع العاصفة الكبرى لعام 1987، وهي ظاهرة مناخية قاسية غير مسبوقه أنتجت رياحًا بقوة الإعصار في الشرق الأوسط. القناة الإنجليزية وأسفرت عن مقتل ما يقرب من عشرين شخصًا<sup>4</sup>. وبحلول نهاية التداول يوم الجمعة، انخفضت الأسواق بشكل كبير، حيث انخفض مؤشر ستاندرد آند بورز S&P 500 بأكثر من تسعة في المائة خلال الأسبوع. كان هذا الانخفاض واحدا من أكبر الانخفاضات لمدة أسبوع واحد منذ عقدين من الزمن، وفقد مؤشر داو جونز الصناعي 4.6%.<sup>5</sup> لذلك كان ضغط البيع هناك ينتظر في الأجنحة عند إغلاق التداول يوم الجمعة.

<sup>1</sup> السيد محمد زكي حسن، مرجع سبق ذكره، ص 74.

<sup>2</sup> Black Monday The Stock Market Crash of 1987, Written by CFI Team, October 16, 2022, Black Monday - Overview, How It Happened, Causes, <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/equities/black-monday/> visited 16/11/2022, at 11:47

<sup>3</sup> BRIAN DOLAN, Op.Cit

<sup>4</sup> Black Monday The Stock Market Crash of 1987, Written by CFI Team, Op.Cit

<sup>5</sup> Camillo von Müller, Op.Cit, p 74.

يوم الأحد، 18 أكتوبر. صرح وزير الخزانة الأمريكي، جيمس بيكر James Baker، عن احتمال أن اتفاقية اللوفر Louvre Agreement (في مارس 1987، للحفاظ على العملات الرئيسية ضمن نطاق معين) لا يمكن أن تستمر بعد الآن. وهذا التصريح كان بمثابة تهديد على أن الولايات المتحدة ستخفض قيمة الدولار، جاء كرد فعل على زيادة معدلات تدخلات المصرف المركزي الألماني "Bandes Bank" من 3,5% إلى 3,85% في صيف 1987، وهي زيادة مناقضة لاتفاقية اللوفر<sup>1</sup> (من أجل تضيق العجز التجاري المتزايد في البلاد)،

ومنذ الافتتاح يوم الاثنين 19 أكتوبر، ضربت أوامر بيع الأسهم المبرمجة السوق موجة تلو الأخرى، مسببة ما يعرف بتأثير **الدومينو**، حيث انخفضت البورصات في جميع أنحاء العالم، وحتى قبل أن تفتح الأسواق الأمريكية أبوابها للتداول صباح يوم الاثنين، بدأت أسواق الأسهم في الهبوط انطلاقاً من هونغ كونغ، واستمر الانهيار في جميع أنحاء آسيا وجميع أنحاء جلسة التداول الآسيوية، حيث بدأت الأسواق الأخرى تشعر بـ "الهزات الارتدادية" للانهيار الأولي. وانتشرت في جميع أنحاء أوروبا عندما افتتحت جلسة سوق لندن. وعند فتح أسواق الأسهم الأمريكية، كانت الأسهم في قد سقطت سقوطاً حراً، واستمر الانخفاض لغاية نهاية اليوم، بسبب الاختلال بين أوامر البيع والشراء ما خلق ضغطاً على بورصة نيويورك. وقد انخفض مؤشر داو جونز الصناعي بـ 502 نقطة مخلفاً خسارة تقدر بـ 500 مليار دولار<sup>2</sup>.

### المطلب الخامس: أسباب الأزمة

يشير العديد من الباحثين إلى أن أسباب الأزمة الحقيقية لازالت غير واضحة، ولا يعرف السبب الرئيسي لانفجارها، إلا أنه من خلال التحليل السابق يمكن تلخيص أسباب انهيار الاثنين الأسود 1987 فيمالي:

**1.5 انخفاض قيمة الدولار وارتفاع أسعار الفائدة:** قبل أسابيع قليلة من انهيار سوق الأسهم في عام 1987، نشرت الحكومة الفيدرالية أخباراً عن اتساع العجز التجاري. أدى هذا إلى اضطراب السوق المالية وفي الأخير انخفضت قيمة الدولار ولهذا أدى ضعف الدولار في النهاية إلى زيادة أسعار الفائدة (كان هناك تخوف من أنه بدون أسعار فائدة أعلى هنا وأسعار فائدة أقل في الخارج، سينخفض الدولار<sup>3</sup>). سرعان ما

<sup>1</sup> العقون نادية، (2013)، العولمة الاقتصادية والأزمات المالية، أطروحة دكتوراه، مرجع سبق ذكره، ص 94.

<sup>2</sup> السيد محمد زكي حسن، مرجع سبق ذكره، ص 75

<sup>3</sup> Martin Feldstein, Franco Modigliani, Allen Sinai and Robert Solow, Op.Cit, p 338.

انتشرت الأخبار واقتحمت سوق الأسهم التي بدأت في تفرغ الأسهم في 16 أكتوبر. شكل هذا الانخفاض لمؤشر داو جونز بنسبة 4.6% بداية التراجع يوم الإثنين الأسود.<sup>1</sup>

**2.5 التصحيح المتأخر للسوق الصاعد (the bull market):** يرى العديد من محلي السوق أن انهيار الإثنين الأسود في عام 1987 كان مدفوعاً إلى حد كبير بسوق صاعدة قوية متأخرة عن تصحيح كبير. شهد عام 1987 السنة الخامسة لسوق صاعدة رئيسية لم تشهد تصحيحاً كبيراً واحداً للأسعار منذ إنشائها في عام 1982. فقد تضاعفت قيمة أسعار الأسهم بأكثر من ثلاثة أضعاف في السنوات الأربع والنصف الماضية، حيث ارتفعت بنسبة 44% في عام 1987 وحده، قبل انهيار يوم الإثنين الأسود. ولهذا كان انهيار السوق الأسود عام 1987 كان مدفوعاً بالتصحيح المتأخر لتاريخ السوق الصاعد **bull market history** لفترة أطول<sup>2</sup>. وهو ما أشار إليه Dr. Martin Feldstein، حيث اعتبر السوق في تلك الفترة "مفرط في التمدد"<sup>3</sup> overextended أي أن الأسعار كانت مرتفعة جداً وأن ما حدث كان فقاعة مضاربة<sup>4</sup>.

**3.5 التغطية الإعلامية الواسعة وأثرها على العوامل النفسية وسلوك المستثمرين:** ترتبط العوامل النفسية بسلوك المساهمين في السوق المالي، وقد لعبت التغطية الإعلامية دوراً بارزاً في سلوك المستثمرين والمضاربين، وعلى الرغم من أنه لا يمكن إلقاء اللوم المباشر على وسائل الإعلام في الانهيار، فقد أدى دورها النشط مع الأخبار المحدثّة عن سوق الأسهم إلى خلق حالة من الذعر بين المستثمرين، في ذلك الوقت، دخل التلفزيون إلى السوق وكانت العولمة في مرحلتها الأولى. وهو ما سمح للناس في جميع أنحاء العالم لمشاهدة انهيار سوق الأسهم في الوقت الفعلي على شاشات التلفزيون. ونظرًا لأن المزيد والمزيد من المستثمرين عبروا يوم الإثنين الأسود، فقد بدأوا في بيع مركز المحفظة بمعدل متسارع.<sup>5</sup>

وتداول المعلومات عبر وسائل الإعلام ساهم في تغذية توتر السوق وذعر المستثمرين "market nervousness". وقد وصف أحدهم أسواق الأسهم في أواخر الصيف بأن "سوق من الدببة المستثمرة

<sup>1</sup> Black Monday 1987 | Stock Market Crash, Facts, Causes, Effects (adigitalblogger.com), <https://www.adigitalblogger.com/share-market/black-monday-1987>, visited 1-12-2022, at 20:13.

<sup>2</sup> Black Monday The Stock Market Crash of 1987, Written by CFI Team, Op.Cit

<sup>3</sup> نقول عن السوق المالي أنه "مفرط في التمديد" بمجرد أن يتجاوز السعر خط 70% أو أقل من خط 30%. حيث أنه إذا تجاوز السعر 70% يعتبر السوق في منطقة ذروة الشراء ومن المتوقع أن يأتي البائعون، بينما تعني نسبة 30% الدنيا أن السعر قد يكون في ذروة البيع ومن المتوقع أن يأتي المشترين.

<sup>4</sup> Martin Feldstein, Franco Modigliani, Allen Sinai and Robert Solow, Op.Cit, p 337.

<sup>5</sup> Black Monday The Stock Market Crash of 1987, Written by CFI Team, Op.Cit



بالكامل market of fully invested bears"، وأن الجميع يعلم أن السوق مبالغ فيها ولكن الجميع كان جشعاً ولم يرغب في تقويت فرصة استمرار الصعود الرائع التي كانت مستمرة منذ بداية العام.<sup>1</sup>

**4.5 التداول الرقمي digital trading:** هناك عامل آخر كان يعتبر سبباً للإثنين الأسود عام 1987 وهو **التداول المحوسب** ويعرف أيضاً باسم **تداول البرامج**. ففي الثمانينات انتشر استعمال الحاسبات بشكل كبير خاصة في بورصة وول ستريت حيث بدأ التجار والمستثمرون في استعمال الحاسبات لتنفيذ عمليات تجارية سريعة مستندة على شروط محددة مسبقاً ومبرمجة في الحاسبات بحيث يقوم بالبيع التلقائي للسهم عندما يهبط سعره النقطة معينة<sup>2</sup>. وأشار المحللون وخبراء الكمبيوتر إلى أن ممارسة التداول المحوسب - شراء وبيع كتل ضخمة من الأسهم بضغطة مفتاح - قد ضاعفت إلى حد كبير من انخفاض السوق في يوم الاثنين الأسود<sup>3</sup>. كما ساهم التداول المحوسب في انتشار الأزمة عبر العالم نتيجة ما يعرف بأثر الدومينو<sup>4</sup>.

**5.5 تأمين المحفظة portfolio insurance:** كما تمت الإشارة إليه في جذور الأزمة، فإن تأمين المحفظة يعتبر أيضاً من الأسباب الرئيسية لأزمة الإثنين الأسود. مثل التداول المحوسب، يعتبر ظاهرة جديدة نسبياً في ذلك الوقت. واشتمل تأمين المحفظة على مستثمرين مؤسسين كبار يتحطون جزئياً لمحافظ أسهمهم من خلال اتخاذ مراكز قصيرة أو ما يعرف بالبيع على المكشوف (Short Selling)<sup>5</sup> في العقود الآجلة لمؤشر S&P 500. تم تصميم استراتيجيات التأمين على المحفظة لزيادة مراكزها المستقبلية القصيرة تلقائياً إذا كان هناك انخفاض كبير في أسعار الأسهم. وفي يوم الإثنين الأسود، أحدثت الممارسة نفس تأثير الدومينو مثل برامج التداول المحوسبة. مع انخفاض أسعار الأسهم، باع كبار المستثمرين على المكشوف المزيد من العقود الآجلة لمؤشر S&P 500. أدى الضغط الهبوطي في سوق العقود الآجلة إلى زيادة

<sup>1</sup> Martin Feldstein, Franco Modigliani, Allen Sinai and Robert Solow, Op:Cit, p 338.

<sup>2</sup> أميرة أحمد عبد العزيز، (2010)، بعض الأضواء على الأزمات المالية العالمية المعاصرة، منشور في الكتاب الجماعي: الأزمات

الاقتصادية العالمية، من تحرير زينب صالح الأشوح، صلاح الدين فهمي محمود، هبة النيل العربية للنشر والتوزيع، مصر، ص 205.

<sup>3</sup> M. Mitchell Waldrop, (2016), Computers Amplify Black Monday, Source: Science, New Series, Vol. 238, No. 4827 (Oct. 30, 1987), pp. 602-604 Published by: American Association for the Advancement of Science Stable URL, p 602.

<sup>4</sup> Black Monday The Stock Market Crash of 1987, Written by CFI Team, Op.Cit

<sup>5</sup> البيع على المكشوف أو البيع القصير (لا علاقة له بالمدة الزمنية، وإنما بهدف الاستثمار والذي يتعلق بالمقامرة) تم تطوير هذه التقنية

من قبل Mark Rubinstein و Hayne Leland سنة 1976. وهي ورقة مالية فارغة. حيث يقوم المستثمر ببيع الورقة المالية أولاً

قبل أن يملكها، ثم يشتريها فيما بعد عندما تنخفض قيمتها السوقية عن القيمة التي سبق وبيعت بها. (لمزيد من المعلومات ارجع لكتاب

السيد متولي عبد القادر، مرجع سبق ذكره، ص ص 181-182)

ضغط البيع على سوق الأسهم. باختصار، انخفض سوق الأسهم، مما تسبب في قيام المزيد من المستثمرين ببيع العقود الآجلة للأسهم على المكشوف.<sup>1</sup>

### المطلب السادس: نتائج وأثار الأزمة

سرعان ما تعافى انهيار سوق الأوراق المالية عام 1987 في غضون عامين واستعاد السوق شكله الأصلي. وبالرغم من أن السوق استعاد توازنه بشكل أسرع من انهيار سوق الأسهم عام 1929 عندما استغرق الأمر عقداً من الزمن حتى يتعافى. هذا لا يعني أن الانهيار لم يحدث أضراراً بالسوق، في الواقع، أدى انهيار الاثنين الأسود عام 1987 إلى خسائر فادحة وأزمة اقتصادية في جميع أنحاء العالم، تسببت خسائر كبرى لحقت ببنوك كبرى، وتعرض بعضها للإفلاس بسبب عدم قدرة العملاء المقترضين تسديد قروضهم المستحقة لتلك البنوك، كما عانت بعض الشركات من انكماش استثماراتها وإنتاجها<sup>2</sup>، وهو ما تسبب في تباطؤ اقتصادي وزيادة عدد العاطلين عن العمل. ولم يقتصر أثره على الجانب الاقتصادي فقط، فقد كانت عواقب وخيمة ترى في كل مكان، مع زيادة حالات الانتحار من قبل المستثمرين، وارتفاع أعداد الوفيات<sup>3</sup>.

وتقدر الخسائر بالدولار بنحو 1.7 تريليون دولار (التريليون هو 1000 مليار) في جميع أنحاء العالم، منها نيويورك شكلت حوالي 500 مليار دولار. فعندما انهارت بورصة وول ستريت يوم الاثنين 19 أكتوبر 1987، خسر مؤشر داو جونز Dow Jones الصناعي 508 نقطة، بانخفاض قدره 22.8٪، محققة أعمق انخفاض في يوم واحد في التاريخ. حذت البورصات العالمية حذوها:

ففي لندن هبطت أسعار الأسهم إلى 249.7 نقطة يوم الاثنين وفي الثلاثاء هبطت نحو 250.7 نقطة (انخفضت بورصة لندن (ET-SE 100) بنسبة 22٪، وقد وصل مجموع الخسائر في بورصة لندن 94 مليار جنيه إسترليني وبعد شهر خسر مؤشر الفايننشال تايمز البريطاني 33 ٪، وفي فرنسا فقدت بورصة باريس حوالي 9.3 ٪ من قيمتها في يوم واحد وبعد شهر خسر وكلاء الصرف 36 ٪<sup>4</sup>.

وتسمى الأزمة في اليابان باسم "الثلاثاء الأزرق"، بالنظر إلى أنه عندما وصلت آثار الذعر في نيويورك إلى طوكيو كان يوم الثلاثاء 20 أكتوبر، ومصطلح "أزرق" يعكس أيضاً آثار طفيفة نسبياً في بورصة

<sup>1</sup> Black Monday The Stock Market Crash of 1987, Written by CFI Team, Op.Cit

<sup>2</sup> العقون نادية، (2013)، العولمة الاقتصادية والأزمات المالية، أطروحة دكتوراه، مرجع سبق ذكره، ص 95.

<sup>3</sup> <https://www.adigitalblogger.com/share-market/black-monday-1987/> visited 26-11-2022, at 10:37.

<sup>4</sup> سلطان جاسم النصرابي، مرجع سبق ذكره، ص 158.

طوكيو، هذه الأخيرة التي استغرقت أربعة أشهر فقط لاستعادة مستويات ما قبل الانهيار، بعد أن خسر مؤشر نيكاي حوالي 3836.48 نقطة لتصل نسبة الانخفاض 15% وهو أضخم انخفاض منذ عام 1953<sup>1</sup>. بينما عرفت الأزمة في نيوزيلاندا وأستراليا باسم "الثلاثاء الأسود" نظرا لفرق التوقيت، وقد كان للأزمة آثار جد وخيمة على نيوزيلاندا، حيث انخفضت سوق الأسهم النيوزيلندية بنسبة 60% واعتبر أسوأ وأخطر انخفاض، واستمر الأثر في المدى الطويل على الاقتصاد الحقيقي للدولة مما ساهم في الركود المطول. توقفت العديد من الشركات الكبرى عن العمل<sup>2</sup>. وهي تقريبا الآثار نفسها التي خلفتها الأزمة على الاقتصاد الأسترالي، بلغت الخسارة في بورصة سيدني بأستراليا 25% من إجمالي قيمة الأسهم، وفي هونغ كونغ سيخ 421 نقطة وتم إغلاق البورصة على أثرها وبعد إعادة افتتاحها خسرت 34% عما كانت عليه قبل الإغلاق، أما في السويد فقدت البورصة 15% من قيمتها، وفي ألمانيا فقد شهدت بورصة فرانكفورت أكبر هبوط لها<sup>3</sup>، لينخفض إيرانكفورت Frankfurt بحوالي 12% بين 16 أكتوبر و23 أكتوبر.

### المطلب السابع: حلول الأزمة

واستجابات بعض دول العالم للأزمة من خلال الإجراءات التالية<sup>4</sup>:

- لجوء بعض الدول (خاصة ألمانيا الاتحادية واليابان) للحد من انخفاض قيمة الدولار. عن طريق شراء مبالغ ضخمة من الدولارات بعملاتها؛
- مطالبة الدول الأوروبية واليابان للولايات المتحدة باتخاذ إجراءات عاجلة وفعالة لمعالجة أوضاعها المالية وخاصة إيقاف انخفاض قيمة الدولار، وتخفيض العجز في الميزان الجاري والموازنة العامة؛
- لجوء بعض الحكومات إلى فتح تحقيقات حول بعض المضاربات المشبوهة في البورصات (كما حصل في هونغ كونغ)؛

<sup>1</sup> سلطان جاسم النصراني، مرجع سبق ذكره، ص 158.

<sup>2</sup> <https://www.adigitalblogger.com/share-market/black-monday-1987/> visited 26-11-2022, at 10:37

<sup>3</sup> سلطان جاسم النصراني، مرجع سبق ذكره، ص 159.

<sup>4</sup> عبد الغني بن علي، (2010)، أزمة الرهن العقاري وأثرها في الأزمة المالية العالمية، رسالة ضمن متطلبات نيل شهادة ماجستير، تخصص تحليل اقتصادي، جامعة دالي إبراهيم، الجزائر، ص ص 23-24.

- قيام الحكومة الأمريكية بالضغط على ألمانيا الاتحادية كي تجري تخفيضات في أسعار فائدتها بهدف إيقاف تدهور الدولار مقابل المارك؛
- تدخل الحكومات بشكل مباشر في عمليات البيع والشراء كمتعامل لإيقاف تدهور قيمة الأوراق المالية. وبالفعل ساهمت هذه الإجراءات نوعاً ما في إعادة الاستقرار تدريجياً إلى الأسواق المالية.
- كما لعب تعليق تداول الأسهم دوراً في إيقاف التداول مؤقتاً في بعض عقود الخيارات والعقود الآجلة في البورصات الأخرى. وقد كانت إحدى النتائج الرئيسية لانتهاء الاثنين الأسود تطوير وتنفيذ "قواطع الدائرة" **Circuit Breaker**. في أعقاب انهيار عام 1987، طبقت البورصات في جميع أنحاء العالم "قواطع الدائرة" التي تعني توقف التداول مؤقتاً عندما تنخفض مؤشرات الأسهم الرئيسية بنسبة محددة، والغرض من نظام قواطع الدوائر هو محاولة تجنب زعر السوق حيث يبدأ المستثمرون في بيع جميع ممتلكاتهم بتهور. إذ يعتقد على نطاق واسع أن مثل هذا الذعر العام هو المسؤول عن الكثير من شدة انهيار يوم الاثنين الأسود.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> Black Monday The Stock Market Crash of 1987, Written by CFI Team, Op.Cit

## المحور الثامن: أزمة المكسيك 1994

البيزو peso هو العملة الرسمية للمكسيك، وقد عانت المكسيك خلال الفترة 1994-1995 من أزمة مالية عنيفة، وتعتبر أولى أزمات العملة في أمريكا الجنوبية، امتد أثرها لباقي الدول النامية المجاورة على غرار البرازيل والأرجنتين مسببة خسائر اقتصادية فادحة، كما كان لها بالغ الأثر على الولايات المتحدة الأمريكية، ما اضطرها لتقديم مجموعة من المساعدات لتجاوز الأزمة التي كادت أن تعصف باقتصاد المنطقة، كما وصفها رئيس صندوق النقد الدولي كامديسو Michel Camdessus " لقد كانت هذه الأزمة أول أزمة عظيمة تعصف بعالمنا الجديد، عالم الأسواق المعولمة"، فما هي هذه الأزمة؟ وما أسبابها؟ وما مدى تأثيرها في الاقتصاد العالمي؟ وكيف تمكنت المكسيك من تجاوزها؟

### المطلب الأول: تعريف أزمة المكسيك "أزمة التكيلا":

أزمة المكسيك أو ما يعرف "بأزمة تكيلا"<sup>1</sup> أو أثر التكيلا Tequila Effect، وتعرف أيضا باسم "خطأ ديسمبر"، للإشارة إلى الأزمة التي شهدتها المكسيك منتصف التسعينات، والتي انفجرت في 20 ديسمبر 1994، نتيجة انهيار عملة البيزو المكسيكية مسببة أزمة عملة. خلال هذه الأزمة شهد الاقتصاد المكسيكي تراجع وتباطؤ، وقد مست هذه الأزمة المجال الاقتصادي والسياسي نتيجة هجمات المضاربة في قيمة العملة<sup>2</sup>.

### المطلب الثاني: نظرة عامة حول الاقتصاد المكسيكي قبل الأزمة

عند القاء نظرة على الاقتصاد المكسيكي تتجلى مراحل الدورة الاقتصادية، حيث عرف عدة تقلبات بين انتعاش وركود. وقد تميز بنمو اقتصادي قوي خلال الفترة 1950-1970. وتميزت مرحلة السبعينات بتركيز الحكومة المكسيكية على تطوير الصناعات المحلية، وحماتها من خلال فرض تعريف جمركية، وكانت الحكومة تفرض قيودا على دخول رؤوس الأموال إلى الداخل، لحماية الاقتصاد من السيطرة الأجنبية<sup>3</sup>.

وبالرغم من تزايد قيمة الدين العام الخارجي الذي بلغ 35.6 مليون دولار في أواخر السبعينات، إلا أن الاكتشافات النفطية المحققة خلال الفترة 1978-1982 سمحت بازدهار الاقتصاد المكسيكي<sup>4</sup>، والتي

<sup>1</sup> التكيلا نوع من أنواع الخمور الشهيرة في المكسيك، والمصنوعة من نبات الصبار.

<sup>2</sup> حمد فواز الدليمي، أحمد يوسف دودين، مرجع سبق ذكره، ص 61.

<sup>3</sup> سلطان جاسم النصاروي، ص 160.

<sup>4</sup> السيد محمد زكي حسن، ص 77.

أصبحت تمتلك سادس أكبر حقل نفطي في العالم، وهو ما سمح بتبني سياسات مالية سخية، ما أوقعها في فخ المديونية نتيجة توسعها في الاقتراض من المصارف الأجنبية، كما تم التطرق اليه في المحور السابق فقد عانى الاقتصاد المكسيكي بداية الثمانينات من أزمة مديونية خانقة دفعت الحكومة المكسيكية في الأخير الى اعلان عدم قدرتها على سداد ديونها سنة 1982.

وقد عانت المكسيك خلال النصف الأول من الثمانينات حالة من الركود الاقتصادي، خاصة بعد هروب رؤوس الأموال وانخفاض الاستثمارات الأجنبية، وهو ما دفعها الى تطبيق مجموعة واسعة من برامج وخطط إعادة الهيكلة، والإصلاح الاقتصادي، وحرية التجارة، ورفع القيود على التدفقات المالية، وافتتاح الأسواق والخصخصة<sup>1</sup> المفروضة عليها من قبل صندوق النقد الدولي.

ولتزداد الأمور سوءاً، توالى الأزمات على المكسيك، فقد شهدت عاصمة البلاد في 19 سبتمبر 1985 زلزال مدمراً، مما أدى إلى انهيار مئات المباني وقتل الآلاف. وفي عام 1986 انهارت أسعار النفط بشكل غير متوقع بمتوسط سعر بلغ 11.86 دولاراً للبرميل<sup>2</sup>، ما أدى الى تراجع الإيرادات النفطية، وبالتالي تفاقم العجز. وهو ما دفع السلطات في عام 1987 الى تبني برنامج واسع للاستقرار والإصلاح، يجمع بين التخفيض الكبير في عجز القطاع العام والديون مع استهداف سعر الصرف، حيث قامت المكسيك بتثبيت سعر صرف البيزو مقابل الدولار الأمريكي في نهاية عام 1987، وانتقلت إلى نظام ربط زاحف ( crawling Peg)<sup>3</sup> في بداية 1989، وإلى نظام الصرف الزاحف ضمن نطاقات مستهدفة ( crawling band<sup>4</sup>) في نهاية عام 1991، التزمت الدولة التزاماً كبيراً بالتجارة الحرة من خلال الانضمام إلى اتفاقية الجات<sup>5</sup>.

وفيما يخص القطاع البنكي، بعد تأميم المكسيك جميع البنوك الخاصة تقريبا سنة 1982، أعادت خصصتها مرة أخرى بين 1991-1992، وتجدر الإشارة الى أن القطاع المصرفي في تلك الفترة قدم قروضاً حسب أولويات سياسية وليس على أساس الجدارة الائتمانية<sup>6</sup>.

<sup>1</sup> سلطان جاسم النصراني، ص 162.

<sup>2</sup> David Nexticapan Cortes, <https://es.slideshare.net/davconex/la-gran-crisis-de-1994-15357687> visited 10-08-2-22 at 18:45.

<sup>3</sup> جزء من نظام سعر الصرف الثابت، بحيث يسمح للبنك المركزي بالتدخل لتعديل قيمة العملة أمام عملة التثبيت.

<sup>4</sup> السماح لسعر الصرف بالارتفاع والانخفاض ضمن نطاق مستهدف (كأن تكون حدود التقلب مثلاً  $\pm 5\%$ )

<sup>5</sup> Paul R.Krugman, Maurice Obstfeld, Op.Cit, p 637.

<sup>6</sup> Maarten van der Molen, (13 September 2013), "The Tequila Crisis in 1994 Economic Report.", Economics Rabobank, [The Tequila crisis in 1994 - RaboResearch \(rabobank.com\)](http://The Tequila crisis in 1994 - RaboResearch (rabobank.com)), p 03.

في عام 1989، أنهت الحكومة المكسيكية إعادة التفاوض على الديون العامة والخارجية للمكسيك مع مجموعة من الدائنين الدوليين، وهو الحدث الذي سمح للشركات والبنوك المكسيكية بالبدء في الاقتراض مرة أخرى في الأسواق المالية في الخارج. في نفس الوقت تقريبا، غيرت الحكومة قانون الاستثمار الأجنبي للسماح بحرية أكبر للأجانب للاستثمار في البورصة المكسيكية.<sup>1</sup>

### المطلب الثالث: بوادر الأزمة

مما سبق يبدو أن المكسيك بذلت جهودا نهاية الثمانينات في سبيل الإصلاح الاقتصادي، والانفتاح التجاري والمالي، الأمر الذي جعل الاقتصاد المكسيكي بداية التسعينات 1990-1993، يبدو اقتصادا قويا. حيث تمكنت من تحقيق فائض طفيف في موازنتها العامة في الفترة 1991-1993، كما انخفضت معدلات التضخم من 160% في عام 1987 الى 8% في عام 1993، وانتعش نمو إجمالي الناتج المحلي الحقيقي من متوسط 0.5% بين 1985-1988 الى 3% بين 1989-1993<sup>2</sup>، وزيادة تدفق رؤوس الأموال الأجنبية (بلغت 104 مليار دولار بين 1990-1994 أي 20% من إجمالي التدفقات الرأسمالية نحو الاقتصاديات النامية<sup>3</sup>)، والتي أعطت شعورا زائفا بالأمان، حيث ساهمت بتراكم احتياطي أجنبي هام. وبلغ إجمالي الاحتياطيات الدولية للمكسيك نهاية عام 1993 حوالي 25 مليار دولار، أي ما يقرب من أربعة أضعاف مستواها في نهاية عام 1989.<sup>4</sup>

قام البنك المركزي بتطبيق سياسة نقدية تسمى التعقيم، وذلك لتجنب الضغوط التضخمية، وقد ساعدت هذه السياسة على إبقاء أسعار الفائدة المحلية مرتفعة، ما أدى الى استمرار تدفق رؤوس الأموال الأجنبية<sup>5</sup>، خاصة رؤوس الأموال الأمريكية، حيث كانت أسعار الفائدة في الولايات المتحدة أقل بكثير، لذلك بدأ المستثمرون في نقل الأموال إلى المكسيك حيث كانت أسعار الفائدة والعوائد أعلى، وهو ما أدى الى نفخ فقاعة سعرية حيث ارتفعت قيمة هذه الأصول، وبالرغم من أن النمو الاقتصادي للمكسيك لا يبرر هذه الفقاعة، حيث كان معدل النمو الاقتصادي سنة 1992 حوالي 3% في حين لم يتجاوز 2% سنة 1993،

<sup>1</sup> Musacchio, Aldo, (2012), "Mexico's Financial Crisis of 1994-1995." Harvard Business School Working Paper, No. 12-101, 06.

<sup>2</sup> Yamina Belhia, Faouzi Tchiko, (13 July 2022), «Causes of Financial and economic Crises in Emerging Economies: An Empirical Study of MEXICO (1980-2008)», National Conference: Economic and Trade Policies in the Era of Economic Crises, University Oran 2 Mohamed Ben Ahmed – ALGERIA Faculty of Economic Sciences, Commerce and Management Sciences, p 03.

<sup>3</sup> سلطان جاسم النصرابي، مرجع سبق ذكره، ص 164.

<sup>4</sup> Joseph A. Whitt, Jr, (1996), "The Mexican Peso Crisis." Economic Review - Federal Reserve Bank of Atlanta, Vol. 81, No. 1, P10

<sup>5</sup> Joseph A. Whitt, Jr, Op.Cit, P10.

ومع ذلك كان المستثمرون يراهنون على مستقبل المكسيك<sup>1</sup> وتضاعفت أسعار الأسهم هناك أربع مرات في غضون سنتين الى ثلاث سنوات، وقد سيطر المستثمرين الأمريكيين على 50% من سوق الأوراق المالية المكسيكية وحوالي 25% من الدين الحكومي قصير الأجل<sup>2</sup>. ومع توجيه رؤوس الأموال للاستثمارات قصيرة الأجل (استثمارات محفظة الأوراق المالية، والودائع المصرفية) فان هذا يشكل خطرا على الحفاظ على استقرار سعر الصرف.

وبالرغم من أن المكسيك في تلك الفترة قدمت انطباعا بأنها في طريقها للحاق بركب الدول المتقدمة الا أن سوء الإدارة والاضطرابات السياسية أدت الى نتائج عكسية، فبالإضافة الى استخدام الاحتياطات الأجنبية لتغطية عجز الحساب الجاري (وتفانم العجز مع تحرير التجارة الخارجية ودخول اتفاقية نافتا حيز التنفيذ بداية 1994) الذي بلغ 20 مليار دولار في الفترة 1992-1993، وقد كان ذلك نتيجة لانخفاض الصادرات، وزيادة حجم الواردات، والتي بدورها نتجت عن ارتفاع قيمة البيزو، فقد استنفدت المكسيك أغلب احتياطاتها الأجنبية للحفاظ على قيمة البيزو مرتفعة. وعند نفاذ الاحتياطات بدأت قيمة البيزو بالانخفاض.

وقد ساهمت الاضطرابات السياسية في تفانم انخفاض الاحتياطات الأجنبية، في أوائل عام 1994، كانت هناك انتفاضة مسلحة في تشياباس<sup>3</sup> Chiapas، قبل أشهر فقط من الانتخابات الرئاسية، وفي 23 مارس 1994 عندما تم اغتيال المرشح الرئاسي لويس دونالدو كولوسيو (Luis Donaldo Colosio) -مرشح الحزب الحاكم، تزايدت المخاوف بشأن الاستقرار السياسي، الأمر الذي سبب حالة من الذعر المالي، وهو ما أدى الى انخفاض الاحتياطات الى 11 مليار دولار في غضون 4 أسابيع<sup>4</sup>.

### المطلب الرابع: انفجار الأزمة

في 1 ديسمبر 1994 تولت الحكومة الجديدة لرئاسة زيديلو Zedillo مهامها، وفي يوم 15 ديسمبر قام وزير المالية الجديد خايمي سيرا بوتشي Jaime Serra Puche بنفي الأخبار حول تخفيض المكسيك لقيمة البيزو في تصريح أجراه مع صحيفة وول ستريت Wall Street Journal، وفي اليوم التالي غادرت 855 مليون دولار المكسيك (بداية هروب رؤوس الأموال)<sup>5</sup>.

<sup>1</sup> Musacchio, Aldo. Op.Cit, p 13.

<sup>2</sup> السيد محمد زكي حسين، مرجع سبق ذكره، ص 86.

<sup>3</sup> تشياباس (بالإسبانية: Chiapas)، واسمها رسميا ولاية تشياباس الحرة وذات السيادة (بالإسبانية: Estado Libre y Soberano

(de Chiapas)، هي إحدى ولايات المكسيك الإحدى الثلاثين

<sup>4</sup> Joseph A. Whitt. Jr, Op.Cit, P 02.

<sup>5</sup> Maarten van der Molen, Op.Cit, p 01.



وعرف احتياطي النقد الأجنبي للبلاد تراجعاً إلى مستويات منخفضة للغاية، وقد ساهمت في ذلك مجموعة من الاضطرابات السياسية والاقتصادية، وعلى أمل تحفيز النمو وتقليل عجز الحساب الجاري الذي كان بحلول ذلك الوقت ما يقرب من 8% من الناتج القومي الإجمالي، أعلنت الحكومة المكسيكية الجديدة في 20 ديسمبر 1994 عن تخفيض قيمة البيزو بنسبة 15% بعد حد التخفيض الذي وعدت به قبل عام. لتعرض بعدها عملة البيزو لهجوم فوري من قبل المضاربين ما دفع الحكومة إلى الانتقال إلى من الربط إلى التعويم، أصيب المستثمرون الأجانب بالذعر، مما دفع البيزو للانخفاض بشكل سريع.<sup>1</sup> وهوى سعر البيزو إلى 7.7 بيزو للدولار.

### المطلب الخامس: أسباب أزمة المكسيك

أدى تضافر مجموعة من العوامل إلى انفجار أزمة التكاليف عام 94، ويمكن تلخيص أهمها في النقاط التالية: أ. ربط البيزو بالدولار: حاولت المكسيك تثبيت عملتها أمام الدولار من أجل خفض التضخم<sup>2</sup>، وكان نتيجة ذلك:

1. تقييم عملة البيزو بأكثر من قيمتها Overvalued Peso: عانى المكسيك من تضخم جامح بسبب التوسع النقدي، والائتمان الذي كانت تخلقه الحكومة بكميات هائلة مما دفع التضخم من مستويات قياسية. وكان ذلك سيؤدي إلى تخفيض خطير في قيمة البيزو لو كان عملة معومة، لكن ربطه بالدولار أدى إلى استقرار قيمته، وهو ما جعل قيمة البيزو مبالغاً فيها للغاية، ما أدى إلى ارتفاع الواردات وتراجع الصادرات. وهو ما أدى إلى أحداث عجز في الميزان التجاري تقام بعد خفض التعريف الجمركية بشكل حاد اثر تحرير التجارة الخارجية، ففي شهر جويلية عام 1993 وقعت كل من الولايات المتحدة الأمريكية وكندا والمكسيك اتفاقية التجارة الحرة لدول أمريكا الشمالية (NAFTA (North American Free Trade Agreement، والتي بدأ سريان مفعولها في الأول من شهر جانفي عام 1994، مما أدى إلى تحرير تجارة السلع والخدمات بين هذه البلدان، انضمت المكسيك لاحقاً إلى منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية.

2. عجز الحساب الجاري: كانت الحكومة المكسيكية تواجه أيضاً عجزاً كبيراً في الحساب الجاري بسبب المبالغة في تقدير قيمة البيزو. وكان هذا العجز يمول إلى حد كبير من تدفقات رؤوس الأموال قصيرة الأجل (خاصة بعد تحرير تدفق رأس المال بعد عقود من التضييق على حركة رؤوس الأموال الأجنبية عام

<sup>1</sup> Paul R.Krugman, Maurice Obstfeld, Op.Cit, p 637.

<sup>2</sup> سلطان جاسم النصاروي، مرجع سبق ذكره، ص 165.

1993 تم تحرير حساب رأس المال في المكسيك وسمحت الحكومة لسوق الأوراق المالية المحلية بتداول الأوراق المالية الأجنبية)، واستثمارات محفظة الأوراق المالية في سوق الأوراق المالية المكسيكية والتي يمكن أن تكون غير ضارة على المدى القصير. إلا أن للاستثمار قصير الأجل يمكن أن يترك البلدان في غضون دقائق (الأموال الساخنة). وهو ما حدث لاحقاً وشهدت المكسيك هروباً هائلاً لرأس المال.

3. الاعتماد على القروض المقومة بالدولار واتباع نظام صرف غير مرن جعلها عرضة للصدمات الخارجية<sup>1</sup>، وحفاظ الحكومة المكسيكية على ربط البيزو بالدولار دفع البنك المركزي المكسيكي للقيام بعمليات السوق الأجنبية. أي أنهم كانوا بحاجة إلى احتياطات من الدولار لإجراء هذه العمليات، وبالتالي لم يكن لديهم دولارات لسداد قروضهم.

ث. **الوضع السياسي:** أثر الوضع السياسي في المكسيك على ثقة المستثمرين. وكان هناك الكثير من عمليات الاختطاف البارزة خلال تلك الفترة، كما حدث اغتيال مرشح رئاسي، بالإضافة إلى الانتفاضة المسلحة في تشياباس Chiapas قبل أشهر فقط من الانتخابات الرئاسية، مما أثار المزيد من المخاوف بين المستثمرين. أدت التكهانات بحدوث تغييرات في سعر الصرف إلى هروب المزيد من رؤوس الأموال حيث كان المستثمرون يسحبون أموالهم، التي بلغ مجموعها 1.5 مليار دولار في ثلاثة أيام.

**زيادة أسعار الفائدة الأمريكية:** في شهر فيفري سنة 1994، قام الاحتياطي الفيدرالي برفع سعر الفائدة لتخفيف الضغوط التضخمية في الولايات المتحدة، اعتقدت الحكومة المكسيكية أن الأمر مؤقت وبالتالي لم تقم بأي تغيير في السياسة البديلة، إلا أن ارتفاع استمرار ارتفاع أسعار الفائدة الأمريكية كان العامل الأهم في أزمة البيزو، حيث أدى إلى ارتفاع سعر صرف الدولار الأمريكي، وهو ما أدى إلى ارتفاع قيمة البيزو، ما سبب ضغوط دفعت بالحكومة إلى تعويم العملة المكسيكية، وتدفق رؤوس الأموال الأجنبية بشكل عكسي، وهروب الاستثمارات الأجنبية وانفجار الأزمة في الأخير.

### المطلب السادس: آثار ونتائج أزمة المكسيك

تم التخلي عن ربط البيزو المكسيكي بالدولار، استمر انهيار العملة، حيث انخفضت بنسبة 98% مقابل الدولار، وانهارت أسعار الأسهم بنسبة 28% من عام 1994 إلى 1995<sup>2</sup>، والمستثمرين الأجانب الذين

<sup>1</sup> سلطان جاسم النصراري، مرجع سبق ذكره، ص 165.

<sup>2</sup> المرجع ذاته، ص 164.

استثمروا في السندات المكسيكية فقدوا 15% من قيمة استثماراتهم في يوم واحد وأكثر من 40% من القيمة على المدى الطويل. هذه المعدلات كارثية بالنظر إلى أن السندات هي استثمارات ذات دخل ثابت ويعتبر فقدان الأموال على السندات احتمالا غير وارد<sup>1</sup>. وهو ما أدى الى فقدان الثقة في الاستقرار السياسي والاقتصادي في المكسيك. وبالتالي هروب المزيد من رؤوس الأموال حيث كان المستثمرون يسحبون أموالهم. مستوى الاحتياطيات الأجنبية تهاوى إلى مستويات منخفضة بشكل خطير حيث بلغ حوالي 6 مليار دولار<sup>2</sup> وفي النهاية احتاجت الحكومة المكسيكية إلى خطة إنقاذ للبقاء واقفة على قدميها ماليا.

في عام 1995 انخفض الناتج المحلي الإجمالي بنسبة 7%، وانخفض الناتج الصناعي بنحو 15% كما أفلست الآلاف من المؤسسات وفقدت الآلاف من العمال وظائفهم<sup>3</sup>، وارتفعت معدلات البطالة وتزايد الفقر بين السكان وبلغ الدين الخارجي 45.84 في المائة من الناتج المحلي الإجمالي. ارتفع التضخم من 7.05 في المائة في عام 1994 إلى 51.97 في المائة في عام 1995.

ولم يقتصر أثر الأزمة محليا فقط، فقد عانت دول أمريكا الجنوبية أيضا من انخفاض سريع في قيمة العملة وفقدان الاحتياطيات. لم يفر رأس المال الأجنبي من المكسيك فحسب، بل أدت الأزمة إلى عدوى مالية في الأسواق الناشئة أيضا.

### المطلب السابع: السياسات المتبعة للحد من أثر الأزمة

لم تتمكن البلاد من تجاوز الكارثة إلا بمساعدة قرض طارئ بقيمة 50 مليار دولار أبرمته وزارة الخزانة الأمريكية وصندوق النقد الدولي، والذي انخفض من 159% في عام 1987 إلى 7% فقط في عام 1994<sup>4</sup>، وتم تقديم حزمة مساعدات من قبل الولايات المتحدة وصندوق النقد الدولي كما يلي:

**1.7 المساعدات الأمريكية:** قدرت المساعدات الأمريكية للمكسيك بنحو 20 مليار دولار من صندوق تثبيت أسعار الصرف<sup>5</sup>.

<sup>1</sup> JAMES CHEN, (January 30, 2021), "What Was the Mexican Peso Crisis? Causes, Recovery, and History", <https://www.investopedia.com/terms/t/tequilaeffect.asp>, visited 28-11-2022, at 10:08.

<sup>2</sup> السيد محمد زكي حسن، مرجع سبق ذكره، ص 87.

<sup>3</sup> سلطان جاسم النصاروي، مرجع سبق ذكره، ص 164.

<sup>4</sup> Paul R. Krugman, Maurice Obstfeld, Op.Cit, p 637.

<sup>5</sup> السيد محمد زكي حسن، مرجع سبق ذكره، ص 87.

**2.7 مساعدات صندوق النقد الدولي IMF:** ساهم صندوق النقد الدولي في عملية الإنقاذ السريع من خلال تقديم 17.8 مليار في شكل ترتيبات الاحتياطي لصندوق النقد الدولي<sup>1</sup> **Stand-By Arrangement** أو ما يعرف باتفاقيات الاستعداد الائتماني، هذه الاتفاقيات هي جوهر سياسات الإقراض في الصندوق، اذ تعتبر بمثابة تأكيد للبلد العضو بأنه يستطيع السحب من موارد الصندوق الى حد معين، على مدى فترة تتراوح بين 12 و18 شهرا في العادة، لمعالجة ما يواجهه من مشكلات قصيرة الأجل في ميزان المدفوعات<sup>2</sup>.

**3.7 مساعدات أخرى:** تلقت المكسيك مساعدات أخرى، منها:

✓ 10 مليار دولار مقدمة من قبل بنك التسويات الدولية<sup>3</sup> **BIS** Bank for International

Settlements

✓ 1 مليار دولار مقدمة من قبل اتحاد دول أمريكا اللاتينية consortium of latin america

nations

✓ 1 مليار دولار كندي مقدمة من قبل كندا

ملاحظة: كانت الاستجابة لأزمة اليبزو واحدة من أكبر حزمة مساعدات اقتصادية متعددة الأطراف قدمت إلى بلد واحد على الإطلاق.

<sup>1</sup> (SBA) ترتيب الاستعداد الاحتياطي لصندوق النقد الدولي هو برنامج اقتصادي لصندوق النقد الدولي (IMF) تم إنشاءه في يونيو 1952 لتوفير التمويل للبلدان التي تحتاج إلى مساعدة نتيجة مشاكل في ميزان المدفوعات، والتي عادة ما تنشأ عن أزمة مالية وكثيرا ما تستخدم البلدان الأعضاء هذه الميزة، وهي أداة الإقراض المهيمنة في صندوق النقد الدولي، ولا سيما بالنسبة لبلدان الأسواق الناشئة.  
<sup>2</sup> حمد فواز الدليمي، أحمد يوسف دودين، (2011)، إدارة الأزمات الدولية والمالية والاقتصادية، الطبعة الأولى، دار جليس الزمان للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ص 143.

<sup>3</sup> **بنك التسويات الدولية** تأسس في سويسرا سنة 1930، هي مؤسسة مالية دولية. [4] مملوكة من **البنوك المركزية** التي ترعى التعاون النقدي والمالي الدولي ويخدم كبنك للبنوك المركزية. [5] يقوم بنك التسويات الدولية من خلال اجتماعاته استضافة مجموعات دولية تسعى للاستقرار المالي العالمي وتسهيل تفاعلهم. كما يوفر خدمات مصرفية للبنوك المركزية وغيرها من المنظمات الدولية. يقع في **بازل، سويسرا**. وله مكاتب تمثيلية في **هونغ كونغ ومدينة مكسيكو**.

## المحور التاسع: أزمة دول جنوب شرق آسيا 1997.

تعتبر الأزمة المالية الآسيوية من أهم أزمات العملة التي حدثت خلال فترة التسعينات بعد أزمة المكسيك. وقد بدأت الأزمة في دولة واحدة فقط، هي تايلاند الا أنها سرعان ما اجتاحت منطقة جنوب شرق آسيا بأسرها في فترة زمنية قصيرة جدا فيما يعرف "بالعدوى الآسيوية Asian contagion". لتغرق دول مثل فيتنام وماليزيا وإندونيسيا في هذه الأزمة.

### المطلب الأول: الظروف العامة قبل الأزمة

ان ما حققته دول جنوب شرق آسيا يعد معجزة اقتصادية، فقد كانت كوريا الجنوبية خلال ستينيات القرن الماضي دولة فقيرة، وقد كان لديها القليل من الصناعة، وآفاق الاقتصادية بسيطة. لكن في عام 1963، أطلقت البلاد سلسلة من الإصلاحات الاقتصادية الشاملة، وتحولت من استراتيجية التنمية التي تتطلع إلى الداخل، واحلال الواردات إلى استراتيجية تركز على الصادرات. وبدأت البلاد في صعود اقتصادي ملحوظ. على مدى السنوات الأربعين التالية، زادت كوريا الجنوبية نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي أكثر من الزيادة التي حققتها الولايات المتحدة خلال القرن الماضي، والأمر اللافت للنظر هو أن كوريا الجنوبية لم تكن وحيدة. كان صعودها الاقتصادي متوازيا مع ارتفاع عدد من اقتصادات شرق آسيا الأخرى<sup>1</sup>. في الموجة الأولى كانت هونغ كونغ وتايوان وسنغافورة. بدأ كل ذلك في النمو بسرعة في الستينيات. وخلال السبعينيات والثمانينيات، توسع نادي الاقتصادات الآسيوية سريعة النمو ليشمل ماليزيا، وتايلاند، وإندونيسيا، وبشكل غير متوقع شمل أيضا الصين والتي تعد من أكبر دول العالم من حيث عدد السكان. لأول مرة منذ

<sup>1</sup> لا يزال هناك خلاف كبير حول أسباب هذه "المعجزة" الاقتصادية، وفي أوائل التسعينيات، تم نسب نمو آسيا إلى نظام آسيوي مشترك للسياسة الصناعية والتعاون بين الشركات والحكومات. ومع ذلك، وحتى نظرة خاطفة على الاقتصادات المعنية تجعل ادعاء وجود نظام موحد أمرا مشكوكا فيه. تضمنت الاقتصادات ذات النمو المرتفع أنظمة مثل كوريا الجنوبية، حيث لعبت الحكومة دورًا نشطًا في تخصيص رأس المال بين المحاولات الصناعية؛ لكنه شمل أيضًا أنظمة مثل هونغ كونغ وتايوان، حيث كان هذا النوع من السياسة الصناعية غائبًا إلى حد كبير. اعتمدت بعض الاقتصادات، مثل اقتصادات تايوان وسنغافورة، اعتمادًا كبيرًا على إنشاء الفروع المحلية للشركات متعددة الجنسيات. واعتمد آخرون، مثل كوريا الجنوبية وهونغ كونغ، بشكل أساسي على رواد الأعمال المحليين. والقاسم المشترك بين الاقتصادات ذات النمو المرتفع هو ارتفاع معدلات الادخار والاستثمار. التحسن السريع في المستويات التعليمية بين القوى العاملة؛ وإذا لم تكن التجارة الحرة، فعلى الأقل درجة عالية من الانفتاح والتكامل مع الأسواق العالمية

صعود اليابان كقوة صناعية في أواخر القرن التاسع عشر، بدأ أن جزءا كبيرا من العالم ينتقل من العالم الثالث إلى الأول<sup>1</sup>.

ربما من المدهش أن معظم الاقتصادات الآسيوية سريعة النمو قبل عام 1990 مولت الجزء الأكبر من معدلات الاستثمار المرتفعة من المدخرات المحلية. ومع بداية عقد التسعينات بدأ المستثمرون في الدول الأوروبية التوجه إلى دول الأسواق الناشئة، وذلك بسبب انخفاض أسعار الفائدة في بلدانهم، فبحث المستثمرون عن عوائد أعلى في الخارج، ونتج عن زيادة تدفق الأموال من الخارج توسع كبير في التسليف، وهو ما حرك موجة جديدة من الاستثمارات، وكان بعض هذه الاستثمارات مشاريع إنشائية، وكذلك في المجال العقاري، فضلاً عن المضاربات بالأسهم، وهكذا أصبحت اقتصادات جنوب شرق آسيا منذ أوائل العام 1996 تشبه إلى حد بعيد اقتصاد الفقاعة الياباني الذي كان في أواخر الثمانينات<sup>2</sup>.

### المطلب الثاني بؤادر الأزمة.

لقد أعطى نظام سعر الصرف الثابت في بلدان جنوب شرق آسيا (تايلند-إندونيسيا-الفلبين-كوريا...) إحساسا زائفا بالأمن، مما شجع هذه البلدان على إبرام ديون ضخمة مقومة بالدولار، إضافة إلى هذا فإن صادرات هذه البلدان كانت ضعيفة في منتصف السبعينيات بسبب ارتفاع قيمة الدولار الأمريكي مقابل الين الياباني وقيام الصين بخفض قيمة عملتها في عام 1994، وقد انعكست تدفقات رؤوس الأموال الضخمة إلى الداخل وضعف الصادرات في اتساع عجز الحساب الجاري إضافة إلى أن قسما كبيرا من التدفقات كان في صورة اقتراض قصير الأجل، ما جعل هذه البلدان معرضة للصدمات الخارجية.

وبفعل عمليات المضاربة على سعر العملة وتدني الأرباح في أسواق الأسهم، اضطرت السلطات النقدية في تلك الأسواق إلى رفع سعر الفائدة بهدف وقف التحويلات من العملة الوطنية إلى العملات الأجنبية خاصة الدولار الأمريكي ومحاولة تشجيع مختلف المستثمرين الحائزين للدولار الأمريكي على تحويل المبالغ الموجودة لديهم إلى العملات الوطنية. وعليه فقد ارتفعت أسعار الفائدة إلى حد 25% في تايلند، و35% في كوريا، وظلت عند هذا الحد لعدة أيام، مما اضطرت بالمستثمرين في هذه الأسواق إلى التخلي عن الأوراق المالية وإيداع قيمتها في البنوك للاستفادة من سعر الفائدة المرتفع. مما نتج عنه زيادة المعروض من الأوراق

<sup>1</sup> Paul R.Krugman, Maurice Obstfeld, Op.Cit, P 64.0

<sup>2</sup> سلطان جاسم النصراري، مرجع سبق ذكره، ص 166.

المالية في السوق دون أن يقابله طلبات شراء وهذا ما أدى إلى انخفاض شديد في أسعار الأسهم وصل إلى 25% و 50% من الأسعار السائدة في السوق.

### المطلب الثالث: انفجار الأزمة

خلال عام 1996، أصبح من الواضح أنه تم بناء عدد كبير جدا من أبراج المكاتب؛ أولا، تراجع سوق العقارات في البلاد، ثم سوق الأوراق المالية. في النصف الأول من عام 1997، أدت توقعات حول احتمال خفض قيمة البات إلى خسارة متسارعة لاحتياطيات النقد الأجنبي، وفي 2 جويلية، حاولت الدولة خفض قيمة العملة بنسبة 15%. ولكن كما في حالة المكسيك عام 1994، خرجت محاولة التخفيض المعتدل لقيمة العملة عن السيطرة<sup>1</sup>.

وانفجرت الأزمة في تايلند بعد الهجوم على الـ(BAHT) التايلندي في جويلية 1997 من خلال قيام ستة (6) أفراد من تجار العملة في بانكوك بالمضاربة على خفض سعر هذه العملة بعرض كميات كبيرة منها للبيع، أدت إلى انخفاض قيمته بالنسبة لل عملات الأخرى. وتزامن هذا مع فشل الحكومة في الحفاظ على قيمة عملتها بعد تآكل الاحتياطي النقدي الأجنبي لديها، مما أدى بها إلى خفض رسمي في قيمة العملة تسبب وبصورة فورية في تراجع حاد لأسعار الأسهم بعد أن قرر الأجانب الانسحاب من السوق<sup>2</sup> وبالرغم من أن تايلاند تعتبر اقتصاد صغير. إلا أن الانخفاض الحاد في عملتها أعقبه مضاربة على عملات مجموعة من اقتصاديات جنوب شرق آسيا بداية تجارتها ماليزيا، ثم إندونيسيا، وفي النهاية على اقتصاد كوريا الجنوبية الذي يعتبر أكبر وأكثر تطورا. ويبدو أن تشترك مع تايلاند في نفس نقاط الضعف المذكورة سابقا.

<sup>1</sup> Paul R.Krugman, Maurice Obstfeld, Op.Cit, P 643.

<sup>2</sup> صخري محمد، (31-03-2021)، تاريخ الأزمات المالية - الاقتصادية في العالم 1929-2021 (politics-dz.com)، الموسوعة الجزائرية للدراسات الاقتصادية، <https://www.politics-dz.com/ar>، تم زيارة الموقع بتاريخ 28 نوفمبر 2022، على الساعة 09:40.

## المطلب الرابع: أسباب الأزمة

**الربط بالدولار Dollar Peg:** كان الارتباط بالدولار هو السمة المشتركة بين جميع أزمات العملات التي حدثت خلال التسعينيات. وعلى عكس دول أمريكا الجنوبية، لم تفرط الدول الموجودة في آسيا بتقييم عملاتها. إلا أن الارتباط بالدولار تسبب في أضرار جسيمة لهذه الاقتصادات منها<sup>1</sup>:

**أولاً:** تسبب في ارتفاع قيمة هذه العملات مع ارتفاع قيمة الدولار. وقد أدى ذلك إلى ارتفاع تكلفة الصادرات من هذه الدول مقارنة بالصادرات من دول أخرى مثل الصين وهونج كونج وتايوان. خسرت اقتصادات مثل تايلاند وإندونيسيا جزءاً كبيراً من أنشطتها التصديرية نتيجة هذا الارتباط بالدولار.

**ثانياً:** أدى الارتباط المستقر بالدولار إلى التدفق المفرط لرأس المال الأجنبي إلى تايلاند. كانت هذه الأموال متوقفة في أسواق الأسهم التي كانت تشهد ارتفاعاً غير مسبوق.

**أخيراً،** كان على الاقتصادات الآسيوية الاحتفاظ بقدر كبير من احتياطات الفوركس من أجل الحفاظ على ربط عملتها بالدولار. مع تزايد هجمات المضاربة، كان على البنوك المركزية استخدام هذه الاحتياطات للدفاع عن قيمة عملتها والحفاظ على أسعار الصرف المحددة مسبقاً.

**التوسع الائتماني Credit Expansion:** ساعد توسع الائتمان لكل من أنشطة العقار وشراء الأسهم على حدوث ارتفاع حاد في أسعار الأصول العقارية والمالية، مشجعاً ذلك البنوك على مزيد من الإقراض نظراً لأن قيم ضمانات هذه القروض في ارتفاع مستمر، وهكذا تضخمت محافظ البنوك والمؤسسات المالية ب ضمانات عقارية بجانب الأسهم، ليشكل ذلك خطراً سواء للمقرض أو المقترض في حالة انخفاض أسعار هذه الضمانات، وبالفعل حينما انهار سوق العقار انفجار الفقاعة- في تايلاند انتقلت آثاره وبسرعة إلى القطاع المالي ومن تم إلى سوق الصرف الأجنبي ذلك أن الدائنين<sup>2</sup>، عندما ساءت الأمور، بدأت البنوك في الإفلاس مما أدى إلى انتشار الأزمة عبر الدول، وتجدر الإشارة إلى أنه كان لبنوك جنوب شرق آسيا علاقة وطيدة للغاية مع الحكومات. وعلى هذا النحو، افترضوا جميعاً أنه في حالة حدوث أزمة، سيتعين على الحكومة التدخل والاستمرار في تقديم قروض محفوفة بالمخاطر.

<sup>1</sup> Asian Financial Crisis of 1997 (managementstudyguide.com), <https://www.managementstudyguide.com/asian-financial-crisis-of-1997.htm>, visited 29\11\2022, at 21:12.

<sup>2</sup> فتتي مايا، مرجع سبق ذكره، ص 80



**هجمات العملة Currency Attacks:** تميزت التسعينيات بكونها حقبة المضاربين بالعملات. ولما عرف أن البنك المركزي التايلاندي ليس لديه احتياطات كافية للدفاع عن ربط عملته بالدولار، تعرض البات baht التايلاندي لهجوم مضاربة وفي غضون ساعات من البيع الكثيف للغاية، كان لا بد من فتح البات التايلاندي على الأسواق. ويمكن القول، كان المضاربون قد استولوا على البنك المركزي التايلاندي في السوق المفتوحة وانتصروا.

وانتقلت العدوى بدرجات متفاوتة فتهاوي الرينغت ringgits الماليزي بنسبة 24% خلال الفترة ما بين 30 جوان و22 سبتمبر 1997، والروبية rupiah الاندونيسية بنسبة 25%، والبيزو Peso الفيليبيني بنسبة 26%، وهبطت أسعار الأوراق المالية ومُني المتعاملون في السوق بخسائر رأسمالية فادحة وهوت أسعار الأسهم بنسبة 65% في ماليزيا، وتايلند والفيليبين، واندونيسيا. وقد بلغت خسائر الآسيان 700 مليار دولار للمدة من جوان 1997 وجانفي 1998.<sup>1</sup> ونتيجة أثر الدومينو<sup>2</sup> انتشر في الاقتصادات المتقدمة مثل كوريا الجنوبية وهونغ كونغ وتايوان. ومع ذلك، فقد نجوا من الأزمة بأضرار طفيفة.

وتجدر الإشارة إلى أن سوق الفوركس Forex لم يكن السوق الوحيد الذي تأثر بالأزمة. فنتيجة لفقدان معظم هذه العملات أكثر من ثلث قيمتها. تم سحب الأموال الأجنبية الساخنة بسرعة the foreign hot money من هذه البلدان. وقد أدى ذلك إلى عمليات بيع مكثفة نتجت عن ذلك واجهت أسواق الأسهم المحلية وأسواق العقارات أيضاً انهياراً تاريخياً.

### المطلب الخامس: نتائج وآثار الأزمة

تدهور قيمة الباهت بنسبة 20% واستمر بعد ذلك ليصل سعر صرف الدولار الى 36.30 باتا في أيلول (جويلية) 1997 بعد أن كان 24.65 في شهر جوان من نفس السنة وهو ما يعكس تدهوراً نسبته 47.3% في غضون شهر، وأدى ذلك الى مزيداً من اضعاف الثقة في الباهت، ومن ثم اضعاف الجدارة الائتمانية للاقتصاد التايلندي في الأسواق الدولية<sup>3</sup>. وقد تدهور اقتصاد تايلند المزدهر وحدث ركود في الأعمال

<sup>1</sup> سلطان جاسم النصرابي، مرجع سبق ذكره، ص 169.

<sup>2</sup> تأثير الدومينو بالإنجليزية (Domino Effect) هو تفاعل تسلسلي يحدث عندما يسبب تغيير صغير تغييراً مماثلاً بجواره والذي بدوره سيحدث تغييراً مماثلاً وهكذا دواليك في تسلسل خطي. يمكن لهذا المصطلح أن يستعمل حرفياً للتعبير عن سلسلة من الاصطدامات أو مجازياً في السياسة وفي المالية العالمية وغيرها، عند الاعتقاد بأن حدوث شيء سيء قد يؤدي إلى حدوث سلسلة من الأحداث المتتالية السيئة.

<sup>3</sup> سلطان جاسم النصرابي، مرجع سبق ذكره، ص 167.

الاقتصادية وأسواق الأصول والعقارات وفي الاقتصاد التايلندي بوجه عام وقد تسبب ذلك في تشريد أعداد كبيرة من العمال وعودتهم الى منازلهم كعاطلين بلا عمل<sup>1</sup>.

وعلى الرغم من مساعدة صندوق النقد الدولي، كانت نتيجة أزمة العملة تباطؤًا اقتصاديًا حادًا. انتقلت جميع البلدان المضطربة من معدلات نمو تجاوزت 6 في المائة في عام 1996 إلى انكماش حاد في عام 1998. والأسوأ من ذلك كله هو حالة إندونيسيا، حيث عززت الأزمة الاقتصادية وعدم الاستقرار السياسي بعضهما البعض في دوامة قاتلة، وتفاقت جميعها بسبب انهيار ثقة السكان المحليين في بنوك الدولة. بحلول صيف عام 1998، فقدت الروبية الإندونيسية 85 في المائة من قيمتها الأصلية، وقليل من الشركات الكبرى، إن وجدت، كانت قادرة على السداد. واجه السكان الإندونيسيون بطالة جماعية، وفي بعض الحالات، مع عدم القدرة على تحمل حتى المواد الغذائية الأساسية. اندلع العنف العرقي. نتيجة لانهايار الثقة، اضطرت الاقتصادات الآسيوية المضطربة إلى انعكاس كبير في أوضاع حساباتها الجارية، فقد انتقلت فجأة من عجز كبير في بعض الأحيان إلى فوائض ضخمة. معظم هذا الانعكاس لم يأت من خلال زيادة الصادرات ولكن من خلال الانخفاض الكبير في الواردات، مع انكماش الاقتصادات. استقرت العملات خلال الأزمة - التي ضربتها آسيا وانخفضت أسعار الفائدة، لكن التداعيات المباشرة من الركود في المنطقة تسبب في تباطؤ أو ركود في العديد من البلدان المجاورة، بما في ذلك هونغ كونغ وسنغافورة ونيوزيلندا. كانت اليابان وحتى أجزاء من أوروبا وأمريكا اللاتينية تشعر بالآثار<sup>2</sup>.

أما عن آثار هذه الأزمة خارج آسيا فقد أدت هذه الأزمة الى فقدان الثقة في الاقتصاديات النامية من قبل المستثمرين من حيث قدرت هذه الاقتصاديات على التعافي ومواجهة الأزمات وبالتالي امتنع المستثمرون الأجانب عن اقراض الدول النامية أو حتى توجيه استثماراتهم اليها بشكل كبير وهو الأمر الذي أدى الى تباطؤ اقتصادي في دول العالم الثالث.

وتسببت الأزمة أيضا في خفض أسعار المواد الأولية بشكل سلبي ومنها البترول وهو الأمر الذي أدى الى حدوث أزمة للدول المصدرة للنفط ومنها روسيا والتي كانت متعثرة في ديونها الخارجية وهو الأمر الذي ساهم في أزمة روسيا عام 1998 والتي أدت بالتبعية الى أزمة إدارة رأس المال الطويل الأجل بالولايات المتحدة الأمريكية.

<sup>1</sup> أميرة أحمد عبد العزيز، مرجع سبق ذكره، ص 205.

<sup>2</sup> Paul R.Krugman, Maurice Obstfeld, Op.Cit, P 64.4

وبحلول عام 2001 أخذ اقتصاد تايلند في التعافي بالمساعدات التي حصل عليها من صندوق النقد الدولي وأيضا من خلال العائدات الضريبية للبلاد التي سمحت لها بموازنة ميزانيتها واستطاعت رد جزء كبير من ديونها لصندوق النقد الدولي في عام 2003<sup>1</sup>

### المطلب السادس: علاج الأزمة

لجأت جميع الدول المنكوبة باستثناء ماليزيا إلى صندوق النقد الدولي للحصول على المساعدة. وقدم صندوق النقد الدولي بالاشتراك مع البنك الدولي وبنك التنمية الآسيوية وحكومات مقرضة حوالي 101 مليار دولار حتى نهاية فبراير 1999، منها 17 مليار دولار إلى تايلند و26 مليار دولار إلى إندونيسيا و58 مليار دولار إلى كوريا الجنوبية، ولكن معظم هذه القروض استخدمت لسداد ديون قصيرة الأجل مستحقة لبنوك تجارية بالدول الأجنبية. وحصلت على قروض مقابل تنفيذ خطط اقتصادية، وشروط قاسية لخفض الإنفاق الحكومي (لتجنب عجز كبير في الميزانية)، ورفع مستويات الفائدة (للحد من انخفاض سعر الصرف). ويعتقد البعض أن صندوق النقد الدولي والولايات المتحدة قدما هذا الدعم الكبير خوفا من تضرر المؤسسات المالية الغربية المقرضة، ومن انتشار "العدوى الآسيوية" إلى كل الأسواق الناشئة في العالم الثالث<sup>2</sup>

وبينما استمرت معظم الحكومات في تناول الأدوية الموصوفة من صندوق النقد الدولي، لكن ماليزيا - التي لم تقبل مطلقاً ببرنامج صندوق النقد الدولي - قطعت الصفوف وفرضت قيوداً واسعة النطاق على تحركات رأس المال. على أمل أن تسمح الضوابط لها بتيسير السياسة النقدية والمالية دون دفع عملتها إلى الانهيار<sup>3</sup>.

لم تتضرر الصين وتايوان، اللتان حافظتا على ضوابط على رأس المال ولديهما فائض في الحساب الجاري خلال فترة ما قبل الأزمة، إلى حد كبير من الأزمة. لحسن الحظ، كان الانكماش في شرق آسيا "على شكل حرف V": بعد التناقص الحاد في الإنتاج في عام 1998، عاد النمو في عام 1999 حيث حفزت العملات المنخفضة القيمة على الصادرات<sup>4</sup>.

<sup>1</sup> أميرة أحمد عبد العزيز، مرجع سبق ذكره، ص 206.

<sup>2</sup> السيد محمد زكي حسن، مرجع سبق ذكره، ص 89.

<sup>3</sup> Paul R.Krugman, Maurice Obstfeld, Op.Cit, P 64.4

<sup>4</sup> Ibid, P 64.4

## المحور العاشر: الأزمة الأرجنتينية 2001.

تفوقت الأرجنتين على معظم البلدان الأخرى في أمريكا اللاتينية من حيث النمو، وقد اعتبرت أحد أغنى دول العالم، إلا أنها خلال الفترة 2001-2002، شهدت الأرجنتين واحدة من أسوأ الأزمات الاقتصادية في تاريخها. انخفض الناتج المحلي الإجمالي بنسبة 20 في المائة على مدى 3 سنوات، وعاد التضخم من جديد، وتخلفت الأرجنتين عن سداد ديونها السيادية، وأصيب النظام المصرفي بالشلل، ووصل البيزو الأرجنتيني الذي كان مرتبطاً بالدولار الأمريكي إلى أدنى مستوياته من 3.90 دولار إلى الدولار الأمريكي في يونيو 2002. فما هي الأزمة التي عانت منها الأرجنتين؟ وما هي أسبابها وآثارها؟ وما هي الإجراءات التي ساعدتها في تجاوز الأزمة؟

### المطلب الأول: جذور الأزمة:

بدأت الأوضاع الاقتصادية في الأرجنتين تتراجع بداية من فترة الثمانينات، وقد تأثرت بأزمة الديون في أمريكا اللاتينية، فباءت محاولة الحكومة تثبيت الأسعار بطرح عملة جديدة في الأوسترال بفشل ذريع، وبحلول عام 1989 كانت البلاد تعاني من تضخم جامح بلغ 3000%<sup>1</sup>. وبعد عقد من عدم الاستقرار المالي والتضخم المفرط، اتجهت الأرجنتين أخيراً إلى إصلاح مؤسسي جذري. حيث تم تخفيض تعريفات الاستيراد، وخفض النفقات الحكومية، وخصخصة الشركات الحكومية الكبرى بما في ذلك شركة الطيران الوطنية، وأدت الإصلاحات الضريبية إلى زيادة الإيرادات الحكومية، ومع ذلك، يبقى العنصر الأكثر جراً في برنامج الأرجنتين هو قانون ربط العملة بالدولار في أبريل 1991 الذي جعل الأرجنتين عملة قابلة للتحويل بالكامل إلى دولارات أمريكية بسعر ثابت قدره بيزو واحد بالضبط لكل دولار<sup>2</sup>. إلا أنها بقيت تعاني من حالة ركود قوية، حيث تأثرت بشدة نتيجة الأزمة المكسيكية سنة 1994، وأزمة دول جنوب شرق آسيا التي انفجرت سنة 1997، بالإضافة إلى سوء التخطيط الحكومي، فقد رأت الحكومة منذ بداية التسعينات من القرن الماضي أن الحل الأمثل للخروج من الارتفاع الرهيب للأسعار والذي وصل عام 1998 إلى 300% هو ربط البيزو بالدولار على أساس 1 بيزو=1 دولار<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> سلطان جاسم النصراري، مرجع سبق ذكره، ص 184.

<sup>2</sup> Paul R.Krugman, Maurice Obstfeld, Op.Cit, P 635

<sup>3</sup> السيد محمد زكي حسن، مرجع سبق ذكره، ص 79.

ويمثل ربط العملة بالدولار في الأرجنتين نسخة متطرفة من النهج القائم على سعر الصرف لخفض التضخم الذي تم تجربته عدة مرات في الماضي، والتي عادة ما تنتهي أزمة العملة. هذه المرة نجح النهج لمدة عقد تقريباً بفضل الإصلاحات الاقتصادية والسياسية. وقد ارتفع البيزو ارتفاعاً حقيقياً حاداً، قدر بحوالي 30 في المائة بين عام 1990 و1995. أدى الارتفاع الحقيقي لقيمة العملة إلى البطالة وتزايد عجز الحساب الجاري<sup>1</sup>.

### المطلب الثاني: انفجار الأزمة الأرجنتينية:

على الرغم من أن الاقتصاد كان ينمو بسرعة، إلا أنه بحلول عام 1997 أصبح النمو سلبياً، وتضخم العجز الحكومي مرة أخرى وأصبح خارج نطاق السيطرة، خاصة بعد اندلاع أزمات العملة في آسيا وروسيا والبرازيل إلى زيادة تكاليف الاقتراض بالنسبة للأسواق الناشئة، بما في ذلك الأرجنتين.

وقد كان للتغيير الكبير في سياسة سعر الصرف في البرازيل أثر كبير على الاقتصاد الأرجنتيني، حيث أن البرازيل هي أحد الشركاء التجاريين الرئيسيين للبلاد. ففي عام 1998، أنهت البرازيل ربط عملتها (الريال) بالدولار الأمريكي، مما أدى إلى انخفاض قوي في قيمة الريال. ساعد هذا الاقتصاد البرازيلي على التعافي، ولكن كان له تأثير كبير على الاقتصاد الأرجنتيني، حيث قلل من القدرة التنافسية للعديد من المنتجين الأرجنتينيين. وفي الوقت نفسه، انخفضت أسعار منتجات التصدير الزراعية في الأرجنتين. كل هذا أدى إلى انخفاض حاد في الصادرات. ونتيجة لذلك، ارتفع عجز الحساب الجاري في الأرجنتين ودخل البلد في حالة ركود في خريف عام 1998<sup>2</sup>.

في عام 2001 عندما أصاب الركود الاقتصاد العالمي، وجف الائتمان الأجنبي في الأرجنتين. تخلفت الدولة عن سداد ديونها في ديسمبر 2001، وتم التخلي عن ربط البيزو بالدولار في جانفي 2002. وانخفضت قيمة البيزو بشكل حاد وارتفع معدل التضخم مرة أخرى. في خطوة جريئة، تخلفت الحكومة عن سداد ديون الأرجنتين الخارجية. وقد تبع هذا الإجراء في الواقع نمو اقتصادي قوي<sup>3</sup>. إلا أن المستثمرون

<sup>1</sup> Paul R.Krugman, Maurice Obstfeld, Op.Cit, P 635

<sup>2</sup> Economic Report, (August 23, 2013), The Argentine Crisis 2001/2002 - RaboResearch (rabobank.com), <https://economics.rabobank.com/publications/2013/august/the-argentine-crisis-20012002-/>, visited December 06-2022, at 10:00.

<sup>3</sup> Paul R.Krugman, Maurice Obstfeld, Op.Cit, P 635

الأجانب فقدوا ثقتهم في الاقتصاد الأرجنتيني، واجهت البلاد زيادة قوية في تكاليف الاقتراض. وبهذه الطريقة، فقد البلد تماما إمكانية وصوله إلى الأسواق المالية الدولية في تموز/يوليه 2001.

### المطلب الثالث: أسباب الأزمة في الأرجنتين:

مما سبق يمكن القول إن السبب الرئيسي لأزمة الأرجنتين هو ربط العملة بالدولار، ويعتبر المحللون ربط البيزو بالدولار هو سبب جعل الصادرات الأرجنتينية أكثر كلفة من صادرات دول الجوار. فالمساواة بين عملتين لا مجال للمقارنة بين اقتصادهما نوعا وكما من كل الزوايا من أكبر الأخطاء الاقتصادية التي وقعت فيها الأرجنتين في العقود الأخيرة من القرن الماضي<sup>1</sup>، كما أدى ربط العملة بالدولار أيضا إلى:

ارتفاع العجز في الميزان التجاري بنحو 8.4 مليار دولار<sup>2</sup>، خاصة مع السياسات الخاطئة، حيث أن فرض أعباء ضريبية وجمركية في كل من الأرجنتين والبرازيل على بعض المواد المستخدمة في الصناعات الوطنية مما أدى إلى ضعفها وفتح الأسواق أمام السلع الاستهلاكية المستوردة لتغطية احتياجات السوق المحلي وبالطبع أدى هذا إلى حالة من الركود الحاد<sup>3</sup>.

كما ساهم في استمرار عجز الموازنة العامة حيث يشير قانون ربط البيزو بالدولار، بأن تكون القاعدة النقدية مدعومة بالكامل بالذهب أو العملات الأجنبية، لذا فقد قلص بضرورة واحدة قدرة البنك المركزي بشكل حاد على تمويل العجز الحكومي من خلال الاستمرار في خلق النقود<sup>4</sup>.

هذا بالإضافة إلى:

- الصدمات الخارجية.
- الاقتراض بالعملات الأجنبية على نطاق واسع الذي أعقبه توقف مفاجئ في تدفقات رأس المال إلى الداخل، ولعب الدعم الدائم من صندوق النقد الدولي دورا هاما في مسار الأزمة.
- هذا، إلى جانب الاضطرابات السياسية والاجتماعية التي صاحبت الأحداث، جعل الأزمة الأرجنتينية واحدة من أشد أزمات الأسواق الناشئة في التاريخ.

<sup>1</sup> السيد محمد زكي حسن، مرجع سبق ذكره، ص 80.

<sup>2</sup> سلطان جاسم النصراري، مرجع سبق ذكره، ص 187.

<sup>3</sup> السيد محمد زكي حسن، مرجع سبق ذكره، ص 80.

<sup>4</sup> Paul R.Krugman, Maurice Obstfeld, Op.Cit, P 635

### المطلب الرابع: آثار الأزمة الأرجنتينية:

انخفضت قيمة عملة الأرجنتين (البيزو)، من 1 دولار أمريكي في أبريل 1991، إلى 4 دولارات عام 2002. وكان لذلك أثر اقتصادي واجتماعي ضخم، ويمكن تلخيص ذلك في النقاط التالية:

- أن النمو الاقتصادي كان سلبيا بالفعل في كل عام منذ عام 1998، انكمش الاقتصاد بنسبة 11% في عام 2002، كما انخفض الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي بنسبة 28% من الذروة (1998) إلى القاع (2002).

- ارتفعت البطالة، باستثناء الأشخاص العاملين في برامج الإغاثة الحكومية الطارئة، من 12.4% في عام 1998 إلى 18.3 في المائة في عام 2001 و 23.6 في المائة في عام 2002.

- بلغ التضخم، الذي كان منخفضا وحتى سلبيا خلال التسعينات، 41 في المائة في عام 2002.

- انخفضت الأجور الحقيقية بنسبة 23.7 في المائة في عام 2002.

- ونتيجة لتدهور الحالة الاقتصادية، ارتفع معدل الفقر من 25.9 في المائة في عام 1998 إلى 38.3 في المائة في عام 2001 و 57.5 في المائة في عام 2002.

وبفضل الانخفاض القوي في قيمة البيزو، بدأ الاقتصاد الأرجنتيني في الانتعاش خلال عام 2002.

### المطلب الخامس: علاج الأزمة في الأرجنتين:

وقد وافقت الحكومة الأرجنتينية على خطة اقترحها الصندوق للحصول على مساعدات اقتصادية والتمكن من سداد قيمة مستحقات ديونها الخارجية وذلك بالموافقة على خطاب النوايا الذي أعدته بعثة الصندوق بعدما أعلنت الأرجنتين بالفعل عن عجزها عن سداد مستحقات ديونها. وللحد من أزمة المديونية لدى الأرجنتين فقد وافق الصندوق على اتفاق قصير الأجل يعيد جدولته أقساط ديون على الأرجنتين قيمتها 6.78 مليار دولار مستحق للصندوق منحت للأرجنتين لسداد العجز في ميزان مدفوعاتها ووافق الصندوق على جدولة هذا الدين على سنتين<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> السيد محمد زكي حسن، مرجع سبق ذكره، ص 80.

## المحور الحادي عشر: أزمة الرهن العقاري 2008.

عندما اجتاحت الأزمة المالية دول جنوب شرق آسيا في صيف عام 1997، شكل الغرب ومعهم الولايات المتحدة محاكمة عاجلة "لنموذج الآسيوي" في إدارة الشؤون الاقتصادية والمالية، بسبب الدور الواسع الذي مارسته الدولة في هذا الجانب. وتعرضت النور الآسيوية لحملة انتقاد، لأن حكوماتها كانت عائقاً أمام ترك أسواقها المالية مفتوحة لآليات السوق الحرة أحد الشروط الواجب اتباعها للحاق بقطار العولمة السريع. ولوحظ حينئذ -1997- أن الولايات المتحدة والبلدان الغربية تقمصت دور الأستاذ الموجه للدول الآسيوية بشأن أفضل وأنجح الوسائل للإدارة الرشيدة لأموال الاقتصاد والمال، ليمر عقد من الزمان قبل أن ينقلب الحال، حيث غرقت أمريكا في فيضان أزمة مالية متوحشة<sup>1</sup>. ووصفت الأزمة المالية التي انفجرت في سنة 2008 بالأخطر والأعمق والأشمل، وقد تحولت إلى أزمة اقتصادية طالت كل الدول بدون استثناء<sup>2</sup>.

### المطلب الأول: مفاهيم عامة:

**1.1 الرهن العقاري الرئيسي Prime mortgage** : ونعني بمصطلح **Prime**، أصلي أو ممتاز أو رئيسي، وفي هذا النوع من القروض يمنح للمقترض أقل 80% من سعر العقار (المنزل)، ويشارط أن يتمتع المقترض بسجل جيد من مكتب الائتمان، بحيث يستطيع تقديم دفعات شهرية أقل من 25% من الدخل، ويجب أن يحصل على درجة تصنيف ائتمانية جيدة.

**2.1 الرهن العقاري الثانوي Subprime**: ويعرف بالرهن العقاري الثانوي (الرديئ) أو عالي المخاطرة، بحيث تكون نسبة الدين إلى الدخل تتجاوز 55%، ونسبة قيمة القرض إلى قيمة الممتلكات تتجاوز 85%، تمنح لمقترضين لا يتمتعون بسجل مالي قوي (Ninja)، ولا تتوفر فيهم شروط الملاءة المعهودة، والقدرة على تسديد الديون (قروضا من دون الاستناد بالضرورة إلى جدارة ائتمانية سليمة ومطمئنة)، وفترة استحقاق تدوم إلى 30 سنة<sup>3</sup>، وتسمى بالقروض الرديئة لأنها دون ضمانات كافية وذات معدلات فائدة عالية وغير ثابتة لتغطي على المخاطر<sup>4</sup>.

<sup>1</sup> محي محمد مسعد، مرجع سبق ذكره، ص ص 211-212.

<sup>2</sup> بن علي عبد الغني، الاستقرار المالي والاستقرار النقدي وأثرهما على أداء السياسة النقدية، مرجع سبق ذكره، ص 83.

<sup>3</sup> العقون نادية، العولمة الاقتصادية والأزمات المالية، أطروحة دكتوراه، مرجع سبق ذكره، ص 163.

<sup>4</sup> السيد محمد زكي حسن، مرجع سبق ذكره، ص 169.



### 3.1 تعريف أزمة الرهن العقاري

حالة بدأت في عام 2008 أثرت على صناعة الرهن العقاري بسبب الموافقة والتوسع في منح قروض دون ضمانات كافية لمقترضين لا يستطيعون تحملها (محدودي الدخل). وهذه الطريقة رغم أنها تبدو سهلة، إلا أنها كانت بمثابة فخ، حيث تضمنت العقود نصوص تجعل القسط يرتفع مع طول المدة وعند عدم السداد لمرة واحدة تصبح فوائد القسط ثلاث مرات عن الشهر الذي لم يتم سداده<sup>1</sup>، وقد أدى الارتفاع الكبير في حالات حبس الرهن (الحجز على العقارات المرهونة) في النهاية إلى انهيار العديد من مؤسسات الإقراض وصناديق التحوط. كما أثرت أزمة الرهن العقاري على سوق الائتمان العالمي مما أدى إلى ارتفاع أسعار الفائدة وانخفاض منح الائتمان<sup>2</sup>.

#### المطلب الثاني: جذور الأزمة:

وفي سنة 1968 قام الكونغرس بخصوصية كلية للجمعية الفيدرالية للرهن العقاري الوطني المعروفة باسم "فاني ماي Fannie Mae" (كانت تعرف من قبل باسم Ginnie Mae) والتي كانت تقوم بشراء الرهون العقارية من المصارف، والتي احتكرت سوق العقار الأمريكية بشكل شبه مطلق بفعل العديد من الامتيازات التي منحت لها، وبدلاً من تفكيكها وتحويلها إلى مؤسسة خاصة على نحو حقيقي تام قام الكونغرس سنة 1970 بتبني شركة أخرى وهي "فريدي ماك Freddie Mac" لتكون المنافس لها وعلى مدى نصف القرن الماضي استمرت المؤسسات المالية باضطراد في منح قروض رهن عقاري<sup>3</sup>، وبعد بداية بطيئة، أثبتت سندات الرهون شعبيتها لدى المستثمرين مثل صناديق الاستثمار وصناديق المعاشات، وبمجرد أن رسخ مبدأ التسنييد بدأت منشآت وول ستريت تبحث عن تدفقات مالية أخرى يمكن تحويلها إلى أوراق قابلة للبيع، وفي عام 1977 كان ليمان براذرز وبنك أوف أمريكا قد قاما بإدارة أول عملية لتسنييد قروض المساكن التي لم تكن مضمونة من الحكومة، وخلال الثمانينات من القرن الماضي دخلت منتجات جديدة مسندة، وبعد سنتين قامت شركة سبرى ليز فايننس Sperry Lease Finance Corporation بخلق أول اصل معزز

<sup>1</sup> السيد محمد زكي حسن، مرجع سبق ذكره، ص 170.

<sup>2</sup> Anirudh joshi; Amit Sharma; Mohammed Abbas Miyaji; Sakshi Bhardwaj; (May. 06, 2015), Subprime crisis (slideshare.net), <https://www.slideshare.net/mohammedalimiya/subprime-crisis-47812728>, visited December 23-2022, at 09: 15.

<sup>3</sup> رواج عبد الرحمان، (2010)، الأزمة المالية والاقتصادية العالمية " أزمة الرهن العقاري"، مجلة الحقوق والعلوم الإنسانية - دراسات اقتصادية، المجلد 04، العدد 03، ص ص 210-236، ص 224.

بسند، ومع تطور سوق ثانوي للرهن ومختلف أنواع الائتمان أصبحت البنوك قادرة على بيع كثير من قروضها<sup>1</sup>.

ومع تحرير أسواق الرهن العقاري الذي بدأ في أوائل الثمانينات في العديد من البلدان المتقدمة، ظهرت الضغوط التنافسية من جهات الإقراض غير التقليدية، وكانت النتيجة أن أصبحت الأسعار أكثر تفاعلاً واتسع نطاق الخدمات المتاحة، مما أدى إلى زيادة فرص الأسر للحصول على القروض العقارية، غير أن عملية التحرير اتخذت أشكالاً متعددة في البلدان المتقدمة. وفي الولايات المتحدة، تزامنت عملية تحرير أسواق التمويل العقاري مع الإلغاء التدريجي للقيود على أسعار الفائدة، وأدت هذه الأمور مجتمعة إلى تشجيع مجموعة كبيرة من البنوك والمؤسسات المالية الأخرى على دخول سوق الرهن العقاري<sup>2</sup>.

وقد عرف عقد التسعينات بعقد (المشتقان-السندات)، وكان التطور الرئيسي في الولايات المتحدة هو ظهور **التسنيذ Securitization** أي تحويل الديون المضمونة بعقارات مرهونة إلى سندات<sup>3</sup>، وبعد عام 2001، شجعت حكومة الولايات المتحدة البنوك الأمريكية على إقراض الأموال للناس، لتشجيع الإنفاق والاستثمار بشكل أساسي لغرض شراء المنازل. منحت هذه البنوك قروضا لعدد كبير من المقترضين على الرغم من انخفاض مستويات الدخل، ووضع التوظيف غير المؤكد، والتاريخ الائتماني عديم الضمير، وما إلى ذلك. استفاد عدد كبير من المقترضين من الائتمان المصرفي دون تقييم قدراتهم على السداد. كان الاقتصاد مليئا بالسيولة وكانت أسواق الأسهم مزدهرة<sup>4</sup>. وتميزت الفترة بعد أزمة 11 سبتمبر بانخفاض سعر الفائدة، وشركة الرهن العقاري زادت الإقراض عالي المخاطر subprime، أما البنوك الاستثمارية فقامت بهندسة سندات ذات عائد عالي، فحتى تزيد أرباح المصارف قامت بتجميع آلاف القروض ووضعها في سند واحد يعرف باسم (CDO (Collateralized Debt Obligation) وبيعها لمصارف وهيئات مالية أخرى، وذلك بعد تأمينها، وتصنيف ائتماني مرتفع من الرهن العقاري، وهو ما أدى إلى ازدهار الإسكان في الولايات المتحدة.

<sup>1</sup> سلطان جاسم النصراني، مرجع سبق ذكره، ص 194.

<sup>2</sup> بن علي عبد الغني، الاستقرار المالي والاستقرار النقدي وأثرهما على أداء السياسة النقدية، مرجع سبق ذكره، ص 85.

<sup>3</sup> سلطان جاسم النصراني، مرجع سبق ذكره، ص 194.

<sup>4</sup> Astha, (May 2008), Post on 06-May-2015, Sub Prime Crisis... and its rippling effects on the global economy, SubPrime Crisis - [PPT Powerpoint] (vdocument.in), <https://vdocument.in/subprime-crisis-5584a4cbd5025.html?page=1>, visited December 24-2022, at 10: 30.

ولقد لعبت المجموعة الأمريكية العالمية -والتي كانت تعد أكبر مجموعة تأمين في العالم- AIG (American International Group)، دورا هاما في الأزمة التي حدثت خلال الفترة 2007-2008، وذلك بعد أن فشلت في المقام الأول لأنها باعت كميات ضخمة من التأمين دون التحوط من استثماراتها، قد تم إجراء مبيعات هائلة لمقايضات التخلف عن السداد دون وضع ضمانات أولية أو تخصيص احتياطات رأسمالية أو التحوط من التعرض لها<sup>1</sup>، وقد كنت هذه المجموعة تضمن لحامل السند أنه إذا عجز الدائن عن تسديد قروضه، أنها تتدخل، وكانت تأخذ السندات من نوع CDO وتحوّلها إلى CDS (Credit Default Swap)، وبذلك يصبح السند مأمّن.

ان التحول الذي طرأ على سوق العقارات في الولايات المتحدة الأمريكية منذ 2006 جاء بعد مرحلة من النمو الاستثنائي بدءا من عام 1995، حيث ارتفع عدد الأسر المالكة في الفترة (1995-2006) وبذلك أصبح الحلم حقيقة واقعة لنحو 15 مليون أسرة. وأدى ذلك إلى جو محموم في قطاع العقارات، من خلال ارتفاع الأسعار وتسريع وتيرة ديون الأسر (100% من ديون الأسرة سنة 2006). وقد تزامن ذلك مع تصريح الرئيس الأمريكي كلينتون الذي أكد أن العقار السكني كان دائما أساس الحلم الأمريكي، وأن الشراكة بين الحكومة الاتحادية والقطاع الخاص قد جعلت هذا الحلم أقرب إلى الواقع لجميع المواطنين، وبعدها جاءت تصريحات الرئيس بوش في نفس السياق.<sup>2</sup> تجدر الإشارة إلى أن ارتفاع معدلات التضخم في الولايات المتحدة خلال عامي 2005-2006 أدى إلى ارتفاع أسعار الفائدة.

### المطلب الثالث: بواذر انفجار الأزمة

يمكن القول إن بواذر الأزمة تعود إلى فترة التسعينات، وبالضبط بعد حدوث الأزمة الآسيوية، وما أعقبها من سحب لرؤوس الأموال من السوق الآسيوية وتوجيهها إلى البنوك الأمريكية، هذا من جهة. ومن جهة أخرى شهدت الفترة قبل انفجار الأزمة ارتفاع أسعار النفط بشكل غير مسبوق، ما أدى إلى تراكم فوائض نفطية هامة خاصة في الدول الخليجية، ومثلما حدث خلال السبعينات عندما عجزت هذه الدول عن إدارة هذه الفوائض محليا، قامت بتوظيفها على شكل استثمارات في البنوك والمؤسسات المالية والنقدية، في أمريكا (ظاهرة البترودولار)، وهو ما سمح بتحقيق وفرة في السيولة في الاقتصاد الأمريكي، وبرزت الحاجة لتوظيف هذه

<sup>1</sup> المجموعة العالمية الأمريكية - ويكيبيديا (wikipedia.org)، [./https://ar.wikipedia.org/wiki](https://ar.wikipedia.org/wiki)

<sup>2</sup> العقون نادية، (2013)، العولمة الاقتصادية والأزمات المالية، أطروحة دكتوراه، مرجع سبق ذكره، ص 148.

الفوائض من خلال التوسع في منح القروض للشركات والأفراد، خاصة القروض العقارية، ومع الاعتقاد السائد آنذاك بأن شراء المنازل يعتبر استثماراً آمناً نظراً للارتفاع المستمر في أسعار المنازل، فقد ارتفع الطلب على المنازل بشكل كبير ما أدى إلى نفخ فقاعة سعرية في سوق العقارات.

لقد ارتفعت أسعار العقارات في الولايات المتحدة الأمريكية خلال الفترة (1997-2006) بما يقرب من 124%<sup>1</sup>، ويرجع السبب الرئيسي لارتفاع أسعارها هي المضاربة، فخلال عام 2006، كانت 22% من المنازل المشتراة لأغراض الاستثمار، مع 14% إضافية تم شراؤها كمنازل لقضاء العطلات. وخلال عام 2005، كانت هذه الأرقام 28% و12%. وبذلك تم نفخ فقاعة سعرية في السوق العقاري كانت مستعدة للانفجار مع أهون سبب، وقد كان هذا السبب بداية ارتفاع أسعار الفائدة. فعندما وصلت هذه العملية الذروة من الأرباح والاستدانة أخذت أسعار العقارات تتراجع وتتباطأ من عام 2006<sup>2</sup>، ودفع انخفاض أسعار العقارات البنوك إلى رفع الفوائد لمواجهة المخاطر المحتملة، مما أسهم في إفلاس البعض وإعلانهم بعدم قدرتهم على دفع الأقساط، وأن استيلاء البنوك على كثير من العقارات وبيعها بالمزاد العلني أسهم بخفض العقارات وإفلاس مئات الآلاف إضافة إلى عدم تحصيل البنوك لكامل أموالها حتى بعد عملية الاستيلاء والبيع<sup>3</sup>. وهكذا تراجع سوق القروض العقارية وبحلول سبتمبر 2008، انخفض متوسط أسعار المساكن في الولايات المتحدة بأكثر من 20% من ذروتها في منتصف عام 2006. وبرزت خسائر دائني القروض، واتضح أن أسعار العقارات ما هي إلا فقاعة نجمت عن المضاربة.

#### المطلب الرابع: انفجار الأزمة:

انفجرت الأزمة مع إعلان أهم وأعرق بنك أمريكي إفلاسه، فعندما انهارت أسعار المنازل، انهارت معها أسعار السندات، واندفع حاملو السندات إلى شركات التأمين للتعويض عن خسائرهم، وهو ما أدى إلى انهيار شركات التأمين ومنها أكبر مؤسسة تأمين في العالم مؤسسة AIG، هذه الأخيرة التي وجدت نفسها في مأزق نتيجة قيامها بتأمين يفوق قدرتها، وقد كانت بحاجة إلى 40 مليار دولار لعدم الانهيار<sup>4</sup>، وهنا بدأت البنوك، ومختلف الهيئات المالية التي استثمرت في السندات المؤمنة من قبل مؤسسة AIG بالانهيار

<sup>1</sup> العقون نادية، (2013)، العولمة الاقتصادية والأزمات المالية، أطروحة دكتوراه، مرجع سبق ذكره، ص 149.

<sup>2</sup> حمد فواز الدليمي، أحمد يوسف دودين، مرجع سبق ذكره، ص 70.

<sup>3</sup> السيد محمد زكي حسن، مرجع سبق ذكره، ص 169.

<sup>4</sup> حمد فواز الدليمي، أحمد يوسف دودين، مرجع سبق ذكره، ص 81.

تباعا. وكان البداية في مارس 2008، عندما استحوز بنك جي بي مورغان تشيس J.P. Morgan Chase، وهو بنك تجاري، على بنك الاستثمار، بير ستيرنز Bear Stearns، مقابل 1.2 مليار دولار أمريكي. وفي سبتمبر 2008 حدثت هزات كبيرة في القطاع المالي الأمريكي، كان أبرزها إعلان ليمن برانرز Lehman Brothers والذي يعد من أكبر وأعرق المصارف الأمريكية إفلاسه في 15 سبتمبر 2008، حيث رفضت الحكومة الفيدرالية طلب إنقاذه. ومع هذا الإعلان انفجرت الفقاعة

وقد أدى ذلك الى خسائر معتبرة لحملة الأسهم في بورصات العالم المختلفة وقدرت ب 4 تريليونات دولار في أربعة أيام، بينما قدرت خسارتهم خلال عشرة أشهر من الأزمة (نوفمبر 2007 - أوت 2008) بنحو 19 تريليون دولار<sup>1</sup>. كما انعكس انفجار فقاعة الرهن العقاري على السوق المالية، والبورصات العالمية حيث سجل مؤشر داو جونز أكبر انخفاض له على الإطلاق بينما شهد مؤشر ستاندرد آند بورز 500 أسوأ يوم له منذ عام 1987 بانخفاض بنسبة 8.8%.

#### المطلب الخامس: أسباب الأزمة:

في الواقع الرهون العقارية الثانوية subprime لا تمثل الا نسبة صغيرة من إجمالي سوق الإسكان (8.4%). لدى فان الارتفاع في أسعار العقارات ما كان ليتم لو لم يكن هناك بعض الظروف الاستثنائية التي ساعدت على ذلك، كأسعار الفائدة المنخفضة، والسياسات العامة لدعم تملك المنازل، ووفرة السيولة بفضل توريق القروض العقارية<sup>2</sup>، وفيما يلي تلخيص لأهم أسباب الأزمة المالية العالمية لسنة 2008:

- **ازدهار وانفجار في سوق الإسكان:** حيث أدى انخفاض أسعار الفائدة والتدفقات الكبيرة من الأموال الأجنبية إلى خلق ظروف ائتمانية ميسرة لعدد من السنوات قبل الأزمة، مما أدى إلى ازدهار سوق الإسكان وتشجيع الاستهلاك الممول بالديون. كانت زيادة ملكية المنازل هدف العديد من الرؤساء بما في ذلك روزفلت وريغان وكلينتون وجورج دبليو بوش، وهذا ما أدى الى إلغاء القيود التنظيمية.
- **قروض الرهن العقاري عالية المخاطر وممارسات الإقراض / الاقتراض High-** في السنوات التي سبقت الأزمة، قدم المقرضون المزيد والمزيد من القروض للمقترضين ذوي المخاطر العالية والمهاجرين غير الشرعيين. (بلغت الرهون العقارية عالية المخاطر 35 مليار دولار (5% من إجمالي الأصول) في عام 1994، و9% في عام 1996، و160 مليار دولار (13%) في عام

<sup>1</sup> حمد فواز الدليمي، أحمد يوسف دودين، مرجع سبق ذكره، ص 71.

<sup>2</sup> العقون نادية، (2013)، العولمة الاقتصادية والأزمات المالية، أطروحة دكتوراه، مرجع سبق ذكره، ص 149.

1999، و600 مليار دولار (20%) في عام 2006)، بالإضافة الى أن تخفيف قيود الإقراض التي أصبحت أكثر مرونة، فلم يعد المقترض ملزم بإثبات الدخل، أو التوظيف. يحتاج المقترضون فقط إلى إظهار دليل على وجود أموال في حساباتهم المصرفية.

- **ممارسات التوريق Securitization practises:** ويعرف التوريق على أنه عملية تحويل الحقوق المالية المستحقة والتي تتدفق من مجموعة من الأصول (القروض العقارية، قروض السيارات، ومستحقات بطاقات الائتمان وغيرها) الى أوراق مالية، وذلك بإصدار أوراق مالية تكون مضمونة بتلك الأصول. وبمعنى آخر فإن التوريق عبارة عن تجميع أصول مالية مولدة لتدفقات نقدية وذات طبيعة متجانسة ولكنها تفتقر الى السيولة، ليتم اصدار أوراق مالية بضمان هذه الأصول.<sup>1</sup> وقد تضاعف المبلغ الإجمالي للأوراق المالية المدعومة بالرهن العقاري المصدرة ثلاث مرات تقريبا بين عامي 1996 و2007، ليصل إلى 7.3 تريليون دولار. وزادت حصة الرهن العقاري عالية المخاطر من 54 في المائة في عام 2001 إلى 75 في المائة في عام 2006. كان مالكو المساكن والمستهلكون والشركات الأمريكية مدينين بنحو 25 تريليون دولار خلال عام 2008، (حيث احتفظت البنوك الأمريكية بحوالي 8 تريليونات دولار من هذا الإجمالي مباشرة كقروض رهن عقاري تقليدية. وقدم حاملو السندات وغيرهم من المقرضين التقليديين 7 تريليونات دولار أخرى، وجاءت ال 10 تريليونات دولار المتبقية من أسواق التوريق. بدأت أسواق التوريق في الإغلاق في ربيع عام 2007 وأغلقت تقريبا في خريف عام 2008). وهكذا أصبح أكثر من ثلث أسواق الائتمان الخاصة غير متاح كمصدر للأموال.

- **المشتقات المالية<sup>2</sup>:** وأثر هذه المشتقات على الأزمة يظهر في أن التوسع في اشتقاق أدوات مالية جديدة تعتمد على الثقة في تحقيقها مكاسب في المستقبل ونظرا لانهايار أسعار الأسهم والسندات الصادرة عن البنوك والشركات الاستثمارية انهارت قيمة هذه المشتقات وحدث زعر في الأسواق المالية نتيجة لتراحم الجميع على تصفية مراكزهم فانخفضت مؤشرات الأسواق انخفاضاً كبيراً أدى إلى شلل هذه الأسواق<sup>3</sup>.

- **نمو نشاط المضاربات:** نتج عن توسع نشاط المضاربة في سوق العقارات في الولايات المتحدة الأمريكية عن الأرباح العالية المحققة فيه ومن التسهيلات الائتمانية الواسعة التي قدمتها البنوك للمستثمرين في هذا القطاع، كل ذلك شجع المستثمرين على التوسع الكبير في الاستثمار في هذا

<sup>1</sup> السيد متولي عبد القادر، مرجع سبق ذكره، ص 152.

<sup>2</sup> هي عقود مالية تشتق من الأسعار الحالية للأصول المالية أو العينية محل التعاقد وتستخدم لادف التحوط ضد مخاطر التغيير المتوقع في أسعار تلك الأصول.

<sup>3</sup> روايح عبدالرحمان، مرجع سبق ذكره، ص 226.

القطاع، وأدى ذلك إلى حصول فارق كبير بين أسعارها الحقيقية والسوقية، وعندما حصل تغير في المتغيرات المؤثرة على عوامل العرض والطلب حدثت الأزمة والتي سرعان ما انتقلت إلى الأنشطة الأخرى المرتبطة معها بعلاقات بينية واسعة<sup>1</sup>.

- **تصنيفات ائتمانية غير دقيقة Inaccurate credit ratings:** لقد ارتبطت عملية التوريق مع ظهور وكالات التصنيف الائتماني، وهناك العديد من هذه الوكالات مثل moodys & poors & fitch Standard، حيث تضع السندات في درجات من 1 إلى 8 فئة على أساس المخاطر، ويتم التصنيف الائتماني لتلك السندات بالاعتماد على عدد من المتغيرات من أبرزها: (جودة محفظة القروض، كما تتوقف كذلك على نسبة تغطية السندات أي قيمة السندات المصدرة إلى قيمة محفظة قروض، كما أن ارتفاع سعر الفائدة على تلك القروض، يرفع من تصنيفها الائتماني لأنها تحقق ضمان أكبر لحملة السندات وغيرها)<sup>2</sup>، حيث أن التصنيف الخاطئ لوكالات التصنيف الائتمانية جعل البنوك تتجاهل حجم المخاطر المعرضة لها، مما جعلها تتضرر عند ظهور حالات العجز عن السداد، ونقلت بذلك هذه الصدمة إلى العديد من البنوك والمؤسسات المالية حول العالم، و قد أدى هذا كله إلى نقص سيولة الأسواق المالية نتيجة فقدان المتعاملين الثقة فيه، مما أحدث عمليات بيع كبيرة وسريعة لأسهم البنوك والشركات المالية المتعثرة، الأمر الذي أفضى في نهاية المطاف إلى انتشار الأزمة عالمياً.<sup>3</sup>

#### المطلب السادس: آثار الأزمة<sup>4</sup>:

##### أ. أثر الأزمة على الولايات المتحدة الأمريكية

- بين يونيو/أغسطس 2007 ونوفمبر 2008، فقد الأمريكيون أكثر من ربع صافي ثروتهم.
- بحلول أوائل نوفمبر 2008، انخفض مؤشر الأسهم الأمريكية الواسع، S& P 500، بنسبة 45 في المائة من أعلى مستوى له في عام 2007.

<sup>1</sup> رواج عبد الرحمان، مرجع سبق ذكره، ص 226.

<sup>2</sup> عبد الغني بن علي، (2010)، أزمة الرهن العقاري وأثرها في الأزمة المالية العالمية، مرجع سبق ذكره، ص 66.

<sup>3</sup> رواج عبد الرحمان، مرجع سبق ذكره، ص 227.

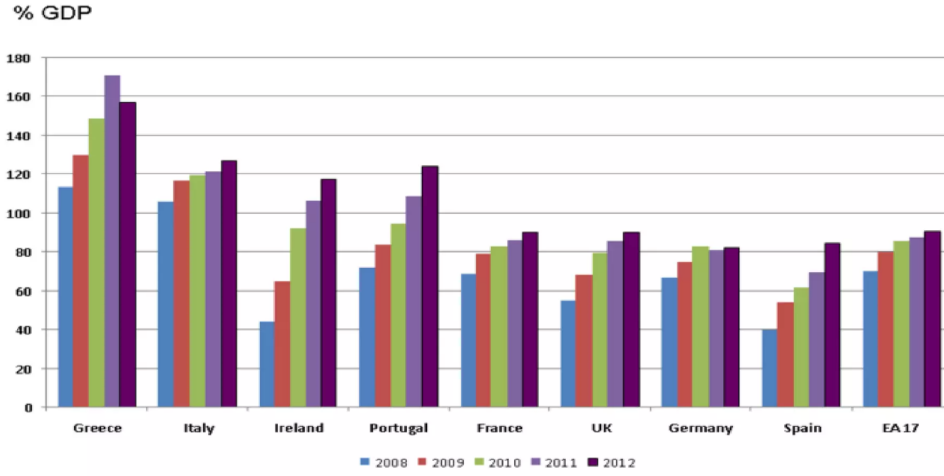
<sup>4</sup> Anirudh joshi; Amit Sharma; Mohammed Abbas Miyaji; Sakshi Bhardwaj; (May. 06, 2015), Subprime crisis (slideshare.net), <https://www.slideshare.net/mohammedalimiya/subprime-crisis-47812728>, visited December 23-2022, at 09: 15.

- انخفضت أسعار المساكن بنسبة 20% من ذروتها في عام 2006، حيث تشير أسواق العقود الآجلة إلى انخفاض محتمل بنسبة 30-35%.
- انخفض إجمالي حقوق الملكية في الولايات المتحدة، التي بلغت قيمتها 13 تريليون دولار في ذروتها في عام 2006، إلى 8.8 تريليون دولار بحلول منتصف عام 2008.
- انخفض إجمالي أصول التقاعد retirement assets، ثاني أكبر أصول الأسر الأمريكية، بنسبة 22 في المائة، من 10.3 تريليون دولار في عام 2006 إلى 8 تريليونات دولار في منتصف عام 2008.
- وخلال الفترة نفسها، خسرت أصول الادخار والاستثمار (savings and investment assets) 1.2 تريليون دولار وخسرت أصول المعاشات التقاعدية (pension assets) 1.3 تريليون دولار. ويبلغ مجموع هذه الخسائر مجتمعة 8.3 تريليون دولار.
- بدأ الانكماش في الربع الثالث من عام 2008 ولم يعد إلى النمو حتى الربع الأول من عام 2010.
- ارتفع معدل البطالة من 5% في عام 2008 إلى 10% بحلول أواخر عام 2009، ثم انخفض بشكل مطرد إلى 7.6% بحلول آذار (مارس) 2013.
- ارتفع عدد العاطلين عن العمل من 7 ملايين في عام 2008 إلى 15 مليون بحلول عام 2009، ثم انخفض إلى 12 مليون بحلول أوائل عام 2013.
- انخفض الاستثمار السكني الخاص من ذروة عام 2006 قبل الأزمة البالغة 800 مليار دولار، إلى 400 مليار بحلول منتصف عام 2009.
- بلغ الاستثمار غير السكني ذروته عند 1700 مليار دولار في عام 2008 وانخفض إلى 1300 مليار دولار في عام 2010.
- انخفضت أسعار المساكن بنسبة 30% في المتوسط من ذروة منتصف عام 2006 إلى منتصف عام 2009.
- انخفضت أسعار سوق الأسهم بنسبة 57% من ذروة أكتوبر 2007 البالغة 1,565 إلى 676 في مارس 2009.
- انخفض صافي ثروة الأسر الأمريكية والمنظمات غير الربحية من ذروة بلغت 67 تريليون دولار في عام 2007 إلى 52 تريليون دولار في عام 2009.



- ارتفع إجمالي الدين القومي للولايات المتحدة من 66% في عام 2008 إلى أكثر من 103% بنهاية عام 2012.
- ب. أثر الأزمة على أوروبا
- تأثير أزمة الرهن العقاري الأمريكية على أوروبا لا يمكن تجاهله. يمكن أن نستنتج من حقيقة أن علامات نفس الشيء قد بدأت بالفعل في الظهور (مثل انخفاض أسعار المنازل) في لندن.
- تطورت الأزمة في أوروبا من أزمات النظام المصرفي banking system crises إلى أزمات الديون السيادية sovereign debt crises، حيث اختارت العديد من البلدان إنفاذ أنظمتها المصرفية باستخدام أموال دافعي الضرائب.
- شرعت العديد من الدول الأوروبية في برامج تقشف، مما أدى إلى خفض عجز ميزانياتها بالنسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي من 2010 إلى 2011.
- أشارت تدابير التقشف إلى الإجراءات الرسمية التي اتخذتها الحكومة، خلال فترة الظروف الاقتصادية المعاكسة، لتقليلها عجز الميزانية باستخدام مزيج من خفض الإنفاق أو الزيادات الضريبية.
- حسّنت اليونان عجز ميزانيتها من 10.4% من الناتج المحلي الإجمالي في 2010 إلى 9.6% في 2011.
- أيسلندا، وإيطاليا، وأيرلندا، والبرتغال، وفرنسا، وإسبانيا، حسنت أيضًا عجز ميزانياتها من 2010 إلى 2011 بالنسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي.
- وصلت البطالة في منطقة اليورو إلى مستويات قياسية في سبتمبر 2012 لتصل إلى 11.6% من 10.3% في العام السابق.
- نورثرن روك Northern Rock، مقرض رهن عقاري بارز لجأ إلى بنك إنجلترا لأغراض التمويل الطارئ في شهر سبتمبر 2007.
- مثال آخر في ألمانيا، هو عندما قبل بنك IKB Deutsche الصناعي الألماني 11.1 مليار دولار من الحكومة كإنقاذ لمختلف استثماراته في الرهن العقاري في الولايات المتحدة.

## Debt to GDP Ratio for Selected European Countries



- تحسب "نسبة الدين العام إلى الناتج المحلي الإجمالي" على أنها دين عام مقسوما على الناتج المحلي الإجمالي. وهذه الأرقام مقدمة من المكتب الإحصائي للجماعات الأوروبية لكل بلد. الدين العام هو الأموال المستحقة للمستثمرين من قبل الحكومة. ولا يشمل الدين الخاصة المستحقة على الأفراد أو الشركات.

- بيانات إحصائية تشير الى أثر أزمة الرهن العقاري الأمريكية على أوروبا:

- كشفت التقارير المقدمة من جمعية البناء الوطنية ( Nationwide Building Society) أن تكلفة المنازل انخفضت بنسبة 0.5% في شهر ديسمبر. في نوفمبر كان الانخفاض 0.8%.
- وفقا لمصدر آخر، انخفضت أسعار العقارات خلال منتصف ديسمبر بنسبة 6.8%، وهذا يعكس متوسط انخفاض يبلغ حوالي 56000 دولار أمريكي.
- وفقا لعدد قليل من الاقتصاديين، بسبب نقص الطلب على المنازل، من المتوقع أن تكون الزيادة في الأسعار 3% في بريطانيا وما يصل إلى 5% في لندن.
- تشير دراسة أخرى إلى أن بريطانيا لديها أكبر عدد من المدينين، أي ما يقرب من 2.7 تريليون دولار أمريكي يتم سدادها على القروض الاستهلاكية.

## المطلب السابع: علاج الأزمة<sup>1</sup>:

**أولاً: مطالبات إقرار خطة إنقاذ مالي تبلغ قيمتها مليار 700 دولار أمريكي:** حيث اقترح وزير الخزانة الأمريكية السابق هنري بولسون خطة لمساعدة المؤسسات المالية التي تعاني من ديون معدومة أو مشكوك في تحصيلها لكي تستعيد قدرتها على الإقراض وقد رفضت الفكرة من الكونغرس الأمريكي بادئ الأمر لكن تم إقرارها في 3 أكتوبر بعد مناقشة ساخنة 2008.

**12 أكتوبر 2008 خطة الاتحاد الأوروبي لإنقاذ مصارفه:** أقرت الحكومة الألمانية خطة إنقاذ مالي بـ 500 مليار يورو وفرنسا بـ 350 مليار يورو وإسبانيا بـ 100 مليار يورو، خصصت أغلبها لضمان القروض بين المصارف الأوروبية.

**15 نوفمبر 2008 قمة مجموعة العشرين في واشنطن:** اجتمع قادة مجموعة العشرين في واشنطن لمواجهة أسوأ أزمة مالية يواجهها العالم منذ 60 سنة واتفقوا على العمل الجماعي من أجل تشديد القيود على المؤسسات المالية. وإعلان الصين عن خطة إنقاذ مالي قيمتها 585 مليار دولار أمريكي.

**14 فيفري 2009 خطة الإنقاذ الأمريكية تثير المخاوف من بروز نزعة حمائية اقتصادية:** شملت الخطة فقرة تحث على شراء المنتجات الأمريكية، وهي خطوة أثارت المخاوف من تبعات هذه السياسة الحمائية في أكبر اقتصاد في العالم، وبعد اجتماع وزراء المالية لمجموعة السبعة في إيطاليا أكدوا أن وضع الحواجز أمام حرية التجارة الخارجية سيطيل من أمد الأزمة المالية الأمر الذي اعتبرته واشنطن لا مبرر له.

**02 أبريل 2009 قمة مجموعة العشرين بلندن:** زيادة الموارد المتاحة لصندوق النقد الدولي المخصصة لمساعدة الدول المتعثرة اقتصاديا بـ 750 مليار دولار.

<sup>1</sup> عبد القادر شلالي، نشأت ادوارد ناشد جرجيس، محمد هاني، مرجع سبق ذكره، ص ص 242-243.

## المحور الثاني عشر: أزمات أسعار النفط<sup>1</sup>.

على مدى نصف قرن من الزمن شهدت السوق النفطية العالمية تغيرات جذرية جاءت تارة كنتيجة لتقلبات دورية، وتارة أخرى كرد على تغيرات هيكلية حيث ترتفع أسعار النفط إلى مستويات جديدة ودائمة، وبالرغم من كون التقلب المستمر هو السمة الغالبة على أسعار النفط منذ البداية إلا أن الاضطرابات التي شهدتها السوق النفطية خلال العقد الأخير أدت إلى إعادة التفكير في العوامل المتحكمة في التسعير، إذ أن الأمر تخطى أن يكون مجرد تقلبات ظرفية ناتجة عن تقلب في العرض والطلب.

### المطلب الأول: مفاهيم عامة حول السوق النفطية.

#### 1.1 تعريف السوق النفطية:

السوق النفطية هي المكان الجغرافي المعلوم بصورة فعلية أو وهمية لتبادل السلعة النفطية في سعر وزمن معلومين، ويتم تسعير هذا المورد الاقتصادي وفق قانون العرض والطلب، بالإضافة إلى عوامل أخرى تتمثل في العوامل السياسية، العسكرية والمناخية وتضارب المصالح بين المستهلكين والمنتجين والشركات النفطية.

#### 2.1 أنواع السوق النفطية:

نميز بين نوعين، الأسواق النفطية الآجلة والبورصات النفطية وفيما يلي عرض لأنواع أسواق النفط:

##### أ. الأسواق الفورية للنفط (SPOT):

يختلف مفهوم السوق الفورية للنفط عن فكرة السوق التقليدية التي تشير إلى التقاء الناس في رقعة جغرافية للموامة بين العرض والطلب، حيث أن السوق الفورية هي فعالية تجارية يمارسها أشخاص من خلال مكاتب بالقرب من موانئ رئيسية تتوافر فيها خدمات الشحن ومرافق التخزين والخدمات المالية وتيسير وسائل الاتصال الدولي بالإضافة إلى تميز موقعها الجغرافي مثل القرب من مصافي التكرير، ويحصل تجار النفط على احتياجاتهم من المعلومات حول اتجاهات الأسعار من خلال الاتصالات

<sup>1</sup> هذا المحور مستنبط من دراسة: بوالشعور شريفة، (2017)، تقلبات أسعار النفط وخطر المرض الهولندي: نموذج متجهات تصحيح الخطأ (دراسة قياسية حالة الجزائر)، أطروحة دكتوراه مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم، جامعة عنابة، قسم العلوم الاقتصادية، ص 20-

المباشرة أو من خلال النشرات أو المجالات المتخصصة<sup>1</sup>. إذا فالسوق الفورية هي سوق مباشرة وعاجلة حيث أن التبادل فيها يكون آني، وتعتبر عن مجمل الصفقات التي لا يتعدى أجلها 15 يوما.

### ب. الأسواق الآجلة) المستقبلية (للنفط (Forward):

أو ما يعرف بسوق البورصات النفطية أنشئت سنة 1980 من طرف الدول المستهلكة بغرض تقادي آثار تقلبات أسعار النفط. وهي سوق مضاربة حيث أن معظم المتعاملين فيها هم من المضاربين الذين يهدفون لتحقيق أرباح والاستفادة من تقلبات الأسعار، وغالبا ليس لهم نشاط صناعي ولا مصافي تكرير ولا يمتلكون أي إنتاج ولكنهم يؤثرون على السوق النفطية وعلى الأسعار أيضا. التبادل في هذه السوق هو تبادل مستقبلي في المدى القصير وفقا لعقود تمتد من شهر واحد إلى أربعة أشهر، وهناك ثلاث أسواق آجلة رئيسية هي: أسواق نيويورك للتبادل التجاري (New York Mercantile Exchange) NYMEX، وسوق المبادلات النفطية بإنجلترا (International Petroleum Exchange) IPE، كما يوجد بجنوب شرق آسيا سوق سنغافورة النقدي العالمي (Singapore International Monetary Exchange) SIME.

وفي هذه السوق يتم التعامل اليومي بالبراميل الورقية (Paper Barrel)\* مما يزيد عدة مرات على حجم التعامل في براميل النفط الحقيقية، ويرى الاقتصادي الفرنسي موريس آليه Maurice Allais بهذا الخصوص أنه "من الممكن أن تشتري بدون أن تدفع، وأن تبيع بدون أن تحوز" فهذه السوق هي عبارة عن بورصات يتم التعامل فيها بواسطة أوراق مالية.

### 3.1 العناصر الفاعلة في السوق النفطية:

يمكن تقسيم الأطراف المؤثرة في سلوك السوق النفطية إلى قسمين: الدول المنتجة سواء الدول الأعضاء في منظمة الأوبك أو الغير أعضاء (دول مستقلة وهي التي تشكل الأيباك)، أما القسم الثاني من العناصر الفاعلة في السوق النفطية فهي الدول المستهلكة، وهذه الأخيرة تنقسم إلى دول مستهلكة عضوة في منظمة الطاقة الدولية (Energy International Agency) EIA، والشركات العالمية الكبرى.

<sup>1</sup> الكارتل النفطي: يقصد بها مجموعة الشركات النفطية العالمية الكبرى التي كانت تسيطر وتحتكر صناعة النفط وتحديد الأسعار قبل فترة السبعينات.

### أ. من ناحية الدول المنتجة والمصدرة:

#### • منظمة الدول المصدرة للنفط: (OPEC Organization of Petroleum Exporting) Countries:

تأسست منظمة الأوبك سنة 1960 في بغداد، ولقد انضمت الجزائر لها سنة 1969، وتهدف هذه المنظمة إلى تنسيق وتوحيد السياسات النفطية بين الدول الأعضاء بما يسمح بالتأثير اللازم على حجم الإنتاج النفطي، وكذا تحديد الطرق والأساليب اللازمة لضمان استقرار الأسعار في أسواق النفط الدولية بغية إزالة التذبذبات الضارة والغير ضرورية فيها، وذلك بهدف تحسين مداخل الدول المنتجة للنفط وخاصة العربية منها. وقد سيطرت منظمة الأوبك منذ تأسيسها على 40% من إجمالي الحصة السوقية في سوق النفط العالمية، ما دعم موقفها في السوق العالمية وجعل من قراراتها مؤثرة في مسارات تسعير النفط.

#### • الدول المنتجة خارج الأوبك: (IPEC (Independent petroleum exporting countries)

وتتميز هذه الدول بكونها مستهلكة ومستوردة للنفط، هذا بالرغم من أن إنتاجها يعادل 60% من الإنتاج العالمي، وتمتلك أعلى حصة من طاقة التكرير العالمية، أما احتياطها فهو أقل من 20% من الاحتياطي النفطي العالمي مما يجعل النضوب فيها أسرع منه بالنسبة للدول الأوبك، ومعظم هذه الدول صناعية متقدمة (الولايات المتحدة الأمريكية، روسيا، كندا، النرويج، بريطانيا ودول بحر الشمال)، ومن الدول النامية (الصين، المكسيك، كازاخستان، وسلطنة عمان)، وإنتاجها يتناقص سنويا نتيجة الاستخراج المكثف لنفطها للتأثير على سياسة أوبك بتخفيض الإنتاج. ولقد لعبت هذه الدول دورا كبيرا في التأثير على أسعار النفط بزيادة العرض ما أدى إلى انخفاض الأسعار في عديد من المرات.

### ب. من ناحية الدول المستهلكة:

#### • وكالة الطاقة الدولية: (IEA (International Energy Agency)

تم إنشاء وكالة الطاقة الدولية سنة 1974 وجاء انشائها من قبل مجموعة من الدول الصناعية كرد فعل للصدمة النفطية الأولى سنة 1973، وبالتالي فإن إنشاء هذه الوكالة جاء لحماية والدفاع عن مصالح الدول المستهلكة في محاولة لاسترجاع زمام التسعير بعد أن انتقلت خلال فترة السبعينات إلى يد الدول المنتجة للنفط بعد سلسلة التأميمات التي قامت بها حكومات هذه الدول، إضافة إلى الدور الذي لعبته منظمة الأوبك خلال تلك الفترة.

والهدف الرئيسي للوكالة هو تقوية موقف المستهلكين للنفط والتأثير على الأسعار من خلال: تشجيع أعضائها على الاحتفاظ بمخزون تجاري واستراتيجي كبير تستطيع من خلاله التأثير على السوق النفطية في مراحل انخفاض إنتاج دول الأوبك وقلة العرض النفطي. إضافة إلى إقامة شبكة لتجميع ودراسة المعلومات الخاصة بالسوق العالمية للنفط، ووضع خطة مشتركة لمواجهة أي ظروف طارئة تهدد الإمدادات النفطية، وكذلك تطوير مصادر الطاقة البديلة للنفط.

#### • الشركات النفطية العالمية الكبرى:

وهذه الشركات العالمية تمثل في أغلبها ما اصطلح عليه الشقيقات السبع سابقا والتي تعود أغلبية ملكيتها لمصالح الولايات المتحدة الأمريكية، بريطانيا وهولندا، ولقد سيطرت هذه الشركات لوقت طويل على ما يقارب 80% من الإنتاج النفطي العالمي، كما أنها تملك 70% من صناعة التكرير العالمية، وتتواجد في الولايات المتحدة إدارة خمسة من هذه الشركات وهي شركة "اكسون"، "غولف"، "تكساكو"، و"موبيل أويل" وآخر شركة أمريكية هي "تشيفرون" بالإضافة إلى الشركتين الهولندية "شل" والبريطانية "بريتيش بيتروليوم".

وبالرغم من تراجع دور هذه الشركات في دول المنتجة والتي انتهجت في أغلبها سياسة التأميم خلال السبعينات والثمانينات، إلا أن هذه الشركات مازالت تلعب دورا رياديا في السوق العالمي، إذ أنها تعمل في جميع المجالات المرتبطة بمراحل صناعة النفط كالاستكشاف والتقيب، الاستخراج، التكرير، النقل، والتسويق، ولهذا فهذه الشركات تلعب دورا كبيرا في تقلبات أسعار النفط.

#### المطلب الثاني: مفاهيم عامة حول أسعار النفط:

السعر هو مؤشر نقدي للقيمة التبادلية للسلع أو الخدمات عند وضع التوازن، بهدف توجيه السوق لتحقيق الكفاءة في تخصيص الموارد. ومن خلال هذا المطلب سيتم التعرف على معنى أسعار النفط، وتطور نظم التسعير هذا المورد الاستراتيجي.

#### 1.2 تعريف أسعار النفط:

تعرف أسعار النفط على أنها القيمة النقدية بالدولار لوحدة واحدة من النفط (معبرا عنها بالبرميل <sup>1</sup>BARREL\*). ويتم تحديد أسعاره في السوق الدولية، إذ تشمل تكلفته على نفقات البحث، الاستكشاف والتنمية والاستغلال والتكرير ونفقات التسويق.

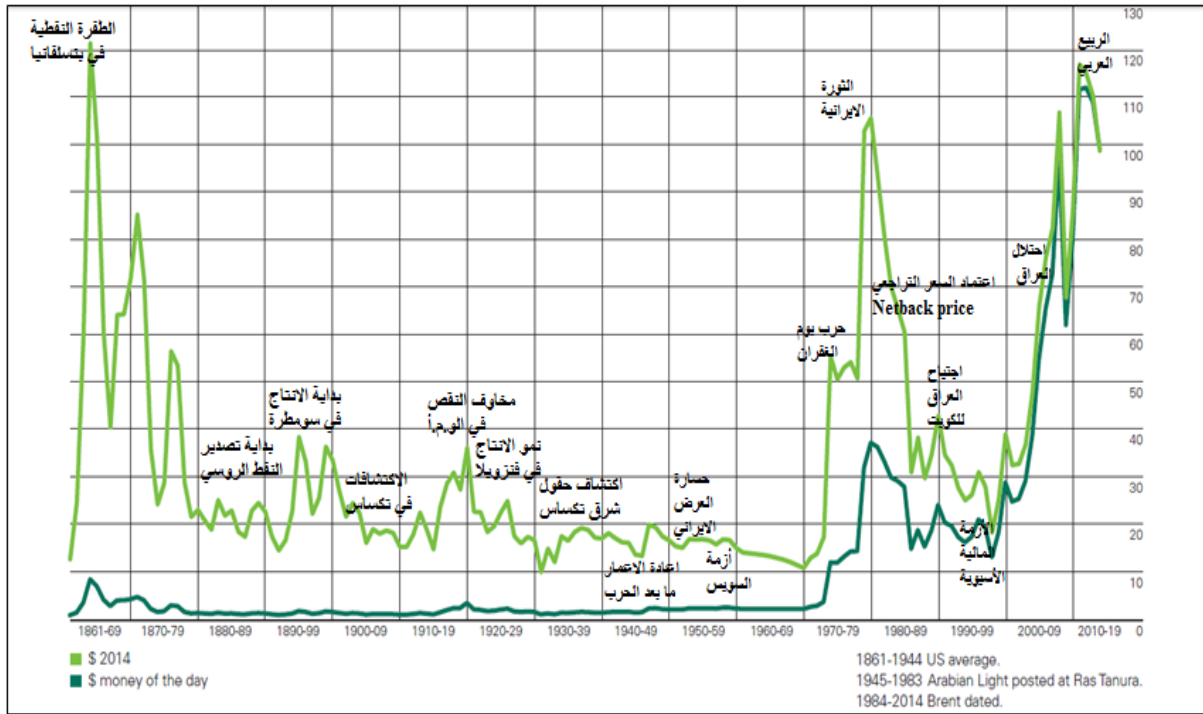
<sup>1</sup> البرميل BARREL: هو وحدة قياس أمريكية، وهي الوحدة الأكثر شيوعا، وتعادل 159 لتر.

أ. **السعر الإسمي والحقيقي للنفط:** يعطى **السعر الإسمي** خلال فترة زمنية معينة (سعر فوري، مستقبلي، أو متوسط السعر خلال سنة واحدة)، وهذا الأخير يتحدد وفق قانون العرض والطلب وعوامل أخرى.

أما بالنسبة **للسعر الحقيقي للنفط** هو السعر بالدولار الثابت، ويعبر عن تطور السعر خلال فترة زمنية بعد استبعاد ما طرأ عليه خلال تلك الفترة من تضخم أو تغير في سعر صرف الدولار الذي يسعر به النفط، وينسب السعر الحقيقي إلى سنة الأساس.

## 2.2 التطور التاريخي لأسعار النفط

فترة السبعينات تعتبر فترة حاسمة في تاريخ تطور أسعار النفط، إذ أنه انطلاقاً من هذه الفترة وإلى يومنا الحالي يمكن القول أنها مرّت بست مراحل:



### 1. المرحلة الأولى: مرحلة ازدهار الأسعار خلال السبعينات:

تميزت هذه الفترة بالارتفاع الغير مسبوق لأسعار النفط حيث عرفت عشرية السبعينات صدمتين ايجابيتين، ويعود ذلك لأسباب التالية:

أ. **الصدمة النفطية الإيجابية الأولى 1973:** خضعت السوق النفطية منذ فترة لاحتكار القلة وسيطرة منظمة ال OPEC على التسعير، خاصة بعد حدوث أزمة 1973 واستخدام النفط كسلاح خلال النزاع العربي



الإسرائيلي (War - Arab Oil Embargo) (Yom Kippur)، حيث قامت الدول العربية بوقف تصدير النفط للدول المساندة لإسرائيل، وعملت على تخفيض الإنتاج بـ 5 مليون برميل/اليوم، ليس بغرض تحقيق مكاسب اقتصادية ولكن لتحقيق أهداف سياسية، وقد تضاعفت الأسعار بما يقارب 4 مرات (من \$3/ب إلى \$12/ب) بعد هذه الأزمة، وذلك بسبب عدم مرونة الطلب للأسعار على النفط في المدى القصير بسبب وجود توقعات تشير بحدوث عوائق مستقبلية، وكذا ازدياد الطلب من قبل الدول الصناعية.

ب. **الصدمة النفطية الإيجابية الثانية 1979/1978:** خلال هذه الصدمة ارتفعت أسعار النفط من \$14/ب إلى \$39/ب نهاية 1979 وبداية الثمانينات، وهذه الصدمة الإيجابية كانت نتيجة لنقص الإمدادات النفطية بسبب الثورة الإيرانية وبعد توقف صادراتها النفطية بشكل نهائي، إضافة للحرب النفطية العراقية الإيرانية والتي امتدت من سنة 1980 إلى غاية 1988.

## 2. المرحلة الثانية: مرحلة انهيار أسعار النفط منتصف الثمانينات:

استمرار ارتفاع أسعار النفط بداية الثمانينات بسبب التصحيح السعري للدولار من جهة، ومن جهة أخرى بسبب الأحداث السياسية والاضطرابات التي عرفتتها نهاية السبعينات في أهم مناطق الإنتاج النفطي في العالم (العراق وإيران)، وقد بقيت الأسعار تتراوح حول معدل 30 دولار للبرميل، وهو ما أدى إلى عرقلة النمو الاقتصادي للدول الصناعية، وبروز حالة من الانكماش والركود، ما أثر سلباً على الطلب النفطي ودفع الأسعار نحو الأسفل مسبباً الصدمة السلبية الأولى سنة 1986.

أ. **الصدمة السلبية الأولى: أزمة 1986:** انهارت الأسعار من \$30/ب نهاية سنة 1985 إلى 10-\$12/ب سنة 1986، كنتيجة لاختلال التوازن بين العرض والطلب، بعد أن فقدت منظمة الأوبك السيطرة على التسعير للأسباب التالية:

- فائض في العرض: نجم هذا الفائض عن فوضى السوق وعدم احترام معظم دول ال OPEC لحصص الإنتاج، بالإضافة إلى الدور الذي لعبته الدول المنتجة خارج المنظمة، حيث أن السعر المرتفع خلال السبعينات شجع العديد من المنتجين خارج الأوبك على دخول السوق على غرار المكسيك، غانا، البيرو، كولومبيا، ماليزيا، الأرجنتين....، وكذا تسريب كميات كبيرة من المخزون الاستراتيجي لدى بعض الدول الصناعية للسوق بهدف التأثير على الأسعار، وهو ما أدى إلى ظهور فائض في العرض.
- انكماش الطلب: نتيجة لحالة الركود الاقتصادي الذي عايشته الدول الصناعية خلال تلك الفترة من جهة، ومن جهة أخرى تزايد دور وكالة الطاقة الدولية والتي عملت منذ انشائها على تقوية موقف

المستهلكين للنفط والتأثير على الأسعار، من خلال مجموعة من السياسات التي تستهدف ترشيد استهلاك الطاقة النفطية، مثل فرض ضرائب على المنتجات النفطية، كما ركزت وكالة الطاقة الدولية بشكل خاص والدول الصناعية المستهلكة بشكل عام على البحث والتطور التكنولوجي بغرض رفع كفاءة الآلات التي تستخدم النفط، إضافة إلى تعزيز الاستثمار في البحث وتطوير مصادر طاقة بديلة للنفط (الطاقة النووية، الطاقة الشمسية، المائية، طاقة الرياح....)، ما أدى إلى تراجع الطلب النفطي. ومنه فإن انهيار الأسعار سنة 1986 جاء نتيجة لفجوة كبيرة بين العرض والطلب نتيجة العرض المفرط، وتقلص الطلب. واستقرت الأسعار عند مستويات منخفضة حتى نهاية عشرية الثمانينات.

### 3. المرحلة الثالثة: مرحلة انتعاش الأسعار بداية التسعينات

تعافت الأسعار قليلا خلال بداية التسعينات بعد أزمة حرب الخليج الثانية، وقد سبب اندلاع الحرب النفطية بين الكويت والعراق سنة 1990 و1991 حالة من القلق وعدم التأكد في السوق النفطي الأمر الذي دفع بأسعار النفط إلى أعلى محدثا الصدمة السعرية الموجبة الثالثة، وكما هو موضح بالشكل رقم (I-4) فقد ارتفعت الأسعار سنة 1990 لتتجاوز \$22.26/البرميل. فقد استقرت الأسعار في مستويات تفوق \$16/ب لغاية سنة 1997.

### 4. المرحلة الرابعة: انهيار الأسعار سنة 1998

انخفضت أسعار النفط بشكل حاد ليصل مستويات أدنى من تلك التي شهدتها أزمة 1986 (حيث بلغت الأسعار \$13.53) بينما انخفضت سنة 1998 إلى \$12.28. وجاءت هذه الصدمة النفطية نتيجة لأزمة الركود الآسيوي، وانخفاض نمو الطلب على الطاقة حول العالم وما رافقه من زيادة عرض النفط بسبب زيادة إنتاج الدول المستهلكة. وتعافت وانتعشت أسعار معظم الخامات النفطية بداية من سنة 1999 ويعود ذلك للأسباب التالي:

- بدأت منظمة OPEC، بسلسلة من التخفيضات كان أهمها في شهر مارس 1999 قدر ب1.7 مليون برميل في اليوم، مما أوقف التدهور بفضل احترام معظم دول الأوبك للقرار.
- تزايد الطلب الآسيوي على النفط الخام مما أدى إلى مؤشرات أزمة.
- تقليص الإنتاج من قبل الدول غير أعضاء في ال OPEC.
- تزايد نشاط المضاربة في السوق الآجلة.

### 5. المرحلة الخامسة: ازدهار أسعار النفط بداية القرن الواحد والعشرين

شهدت العشرية الأولى للألفينات اختلال توازن العرض والطلب في السوق النفطي أدى إلى تطور الأسعار بشكل كبير في اتجاه تصاعدي حتى سنة 2008، ويعود ذلك إلى ارتفاع معدلات النمو الاقتصادي المصحوبة بارتفاع الطلب على المواد النفطية هذا من ناحية، ومن ناحية أخرى توسع العرض بسرعة أقل من توسع الطلب. علاوة على ذلك كان هناك مجموعة من العراقيل المؤقتة أو الدائمة التي أثرت على العرض النفطي، كالعقدان الأمريكي على العراق، الاضطرابات في نيجيريا، بالإضافة إلى الدمار الذي أحدثته الأعاصير كاترينا وريتا في خليج المكسيك، والتسرب الذي حصل في خط أنابيب خليج Prudhoe في ألاسكا في شهر أوت 2006 مما أدى إلى إغلاقه، بالإضافة إلى المضاربة في أسواق النفط، وفيما يلي تلخيص لأبرز الأحداث التي كان لها بالغ الأثر على أسعار النفط خلال الفترة 2000-2014:

أ. أزمة أحداث 11 سبتمبر 2001 في الولايات المتحدة الأمريكية: أثرت هذه الأحداث بشكل سلبي على معدل النمو الاقتصادي الذي شهد نوع من التدهور ما انعكس على أسعار النفط الخام التي انخفضت بدورها على مدى عدة شهور نتيجة الانخفاض الحاد في الطلب العالمي على النفط، حيث انتقل متوسط أسعار النفط من \$27.6 سنة 2000 إلى \$23.12 سنة 2001. وكرد فعل لمنظمة OPEC ومحاولة منها لمواجهة الانخفاض في الأسعار قامت بتخفيض الإنتاج بحوالي 1.5 مليون برميل بداية من شهر جانفي 2002 مما أعش سلة أسعار الأوبك.

ب. أزمة حرب العراق 2003: بالإضافة للإضرابات في فنزويلا، شكل اجتياح الولايات المتحدة الأمريكية لدولة العراق صدمة سلبية في جانب العرض النفطي، ما أدى إلى ارتفاع أسعار النفط الخام عند نهاية الربع الأول من 2003 إلى مستويات قياسية.

وبدأت أسعار النفط تسجل ارتفاعا متواصلا غير مسبوق، حيث قفزت الأسعار سنة 2004 إلى \$36.05، نتيجة استمرار تراجع سعر صرف الدولار الأمريكي أمام العملات الرئيسية الأخرى، وزيادة حدة التوتر السياسي في الشرق الأوسط أثرا سلبا على جانب العرض، ما خلق فجوة بين العرض والطلب، خاصة مع تزايد الطلب على النفط الخام من قبل دول شرق آسيا (الصين).

واصلت الأسعار مسارها التصاعدي خلال سنتي 2005 و2006 متجاوزة عتبة الـ \$60، حيث ارتفعت أسعار النفط بشكل جنوني، وبنهاية عام 2007 كسرت حواجز قياسية محققة \$100/البرميل، نتيجة الأسباب السابقة الذكر بالإضافة إلى بوادر ظهور أزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية، وكذلك حدة

المضاربة في السوق النفطي، بالإضافة إلى ارتفاع الطلب النفطي خاصة من جانب الولايات المتحدة الأمريكية، وكذلك انخفاض العرض النفطي من قبل هذه الأخيرة والدول الأخرى كسوريا وإندونيسيا.

### ت. الأزمة المالية العالمية 2008 وانعكاساتها:

تميزت سنة 2008 في بدايتها باتخاذ أسعار النفط منحى تصاعدي، حيث تخطت الأسعار حاجز 80 دولار خلال الأشهر الأولى من سنة 2008 لتصل في شهر مارس الـ 100 دولار، لتواصل بعد ذلك الارتفاع إلى أن وصلت أعلى مستوياتها في التاريخ في شهر جويلية من سنة 2008 والذي كان حوالي 148.28 دولار للبرميل. وقد ثار جدل بين محلي السوق النفطية حول الأسباب الحقيقية الكامنة وراء هذا الارتفاع.

لكنه سرعان ما اتجهت الأسعار نحو الهبوط وذلك بسبب المخاوف الناشئة عن الركود الاقتصادي العالمي والذي كان سببه أزمة الرهن العقاري، ففي شهر سبتمبر من سنة 2008 انفجرت الأزمة المصرفية التي تبعتها ولأكثر من سنة اضطراب مالي حاد سبب إفلاس عدد كبير من البنوك والمؤسسات المالية في الولايات المتحدة الأمريكية وأوروبا والبلدان النامية، ومع تحول أزمة الرهن العقاري إلى أزمة ائتمان فأزمة مالية عالمية مما أدى إلى تفاقم الكساد الدوري الحاصل. وقد انعكست هذه الأزمة على السوق النفطية، وفي 5 ديسمبر من نفس السنة بلغ سعر البرميل \$40.12/ب، وبالتالي فقد أثرت الأزمة المالية العالمية سلبا على أسعار النفط، حيث أدت إلى إحداث صدمة سلبية في أسعار النفط التي فقدت حوالي ثلثي قيمتها.

وشهدت أسعار النفط انخفاض الكبير خلال سنة 2009 حيث لم يتجاوز متوسط سعر النفط \$61 للبرميل، ويمكن القول أن أسعار النفط قد عرفت صدمة سلبية خلال سنة 2009. مما أدى بمنظمة الأوبك للاستمرار في خفض الطاقة الإنتاجية ليصل حجم التخفيض 4.2 مليون برميل في اليوم. إضافة إلى استمرار تزايد الطلب في آسيا هذا ما سمح للأسعار بالارتفاع مرة أخرى.

### ث. استقرار أسعار النفط عند مستويات مرتفعة 2010-2014:

بفضل الإجراءات المتخذة من قبل الأوبك تعافت الأسعار نهاية 2009 واستمرت في الارتفاع حتى بلغ متوسط سعر النفط خلال سنة 2010 حوالي \$77.45/ب، وقد سيطرت حالة من التقلب الشديد وعدم التأكد على السوق النفطي بعد تعرضها لصدمة ايجابية سنة 2010، مما يجعل من التنبؤ بأسعار النفط المستقبلية من الصعوبة بما كان.

وقد شهدت سنة 2011 جملة من الاضطرابات السياسية والمناخية التي انعكست بدورها على نشاط السوق النفطي، وأدت إلى احداث فجوة بين العرض والطلب، ما أدى إلى نمو أسعار النفط مقارنة بسنة 2010 بحوالي 28% حيث بلغ متوسط أسعار النفط 107.46 خلال سنة 2011.

وعموما فقد عرفت الفترة الممتدة من سنة 2010 إلى غاية نهاية الربع الثالث لسنة 2014 نوع من الاستقرار النسبي لأسعار النفط عند مستويات عالية، تجاوزت الأسعار التسعين دولار للبرميل خلال هذه الفترة.

#### 6. المرحلة السادسة: انهيار أسعار النفط (المرحلة الحالية نهاية 2014-2015)

شهدت أسعار النفط العالمية تطورات كبيرة منذ منتصف عام 2014، حيث اتخذت الأسعار منحى تنازليا مستمرا، وذلك بعد فترة الاستقرار النسبي لسعر برميل النفط حول 100 دولار للبرميل، مما زاد من المخاوف وطرح العديد من التساؤلات بشأن الأسباب الكامنة وراء فقدان أسعار النفط لأكثر من نصف قيمتها الإسمية خلال فترة وجيزة لم تتجاوز الأربعة أشهر. إن الهبوط الحاد في أسعار النفط من حدود الـ \$100/ب في جوان 2014 إلى \$50/ب في ديسمبر 2014 جاء بشكل مفاجئ ومعاكس لكل التوقعات الاقتصادية.

إن المتطلع للتطور التاريخي لأسعار النفط يلاحظ الشبه الكبير بين السوق النفطي في الفترة الحالية، وتلك الحالة التي سادت السوق النفطي منذ أكثر من ثلاثين عاما، عندما انهارت أسعار النفط من \$96.54/ب سنة 1980 إلى \$29.84/ب سنة 1986 (بالأسعار الحالية لسنة 2014)، وهذا الهبوط استمر لفترة. السعر انخفض إلى أقل من \$12/ب في 1986 (\$40/ب بالأسعار الحالية) ولم يرتفع إلى أعلى من هذا المستوى لغاية سنة 2004. وقد جاء انهيار أسعار النفط نهاية سنة 2014 مخالفا للتوقعات الاقتصادية، وهي حالة غريبة قلما تحصل، حيث أن التوترات التي تعرفها البلدان المنتجة للنفط (العراق، ليبيا)، إضافة إلى الاضطرابات في سوريا، اليمن وأوكرانيا، علاوة على عدم وجود بدائل اقتصادية للنفط في المدى القصير يجعل من الاقتصاديين يتوقعون استقرار الأسعار في مستويات تفوق \$110، ويعزى تراجع أسعار النفط للأسباب التالية:

- ارتفاع العرض وتخمة السوق: حيث أن نمو إنتاج النفط جزئيا من قبل الدول الغير أعضاء في منظمة الـ OPEC (خاصة الزيت الصخري في أمريكا)، وأيضا الناتج الغير متوقع من قبل دول

الأوبك التي ارتفع انتاجها ب 1.79 م.ب.ي نتيجة ارتفاع الإنتاج في العراق، ليبيا، والسعودية، وفي مقابل ذلك فقد تراجع الطلب الأوربي والآسيوي.

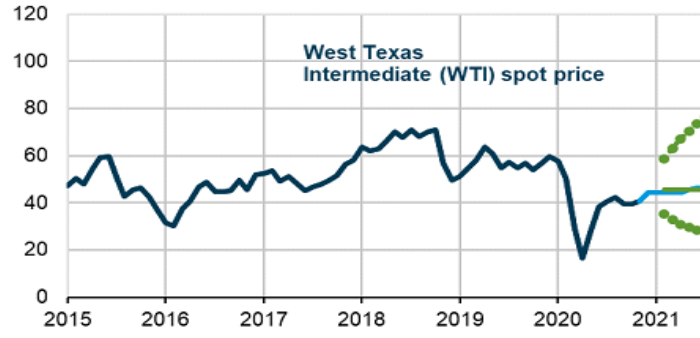
- **انخفاض الطلب العالمي:** الاقتصاديات المتطورة في أوروبا وآسيا بالكاد تنمو وخاصة الصين، التي عانت من تباطؤ كبير مؤخرًا، والدول النامية في أمريكا اللاتينية تتعثر، وهو ما أدى إلى تراجع نمو الطلب العالمي على النفط خاصة في الثلاثي الأول من سنة 2015 حسب الوكالة الدولية للطاقة.

- **تغير سياسة الأوبك:** بالرغم من تراجع الحصة السوقية لمنظمة الOPEC إلا أنها لاتزال تسيطر على حوالي 40% من إجمالي الحصة السوقية، ما يشير إلى الدور الكبير الذي يمكن أن تؤديه في حالة رغبتها التأثير على تقلبات أسعار النفط، إلا أنها خلال هذه الفترة استمرت في زيادة الإنتاج بالرغم من انخفاض الأسعار وذلك حتى تعوض خسارتها من انخفاض السعر من جهة، وحتى لا تخسر حصتها السوقية من جهة أخرى، خاصة في ظل رفض المنتجين الغير أعضاء تخفيض الإنتاج، كما سعت للحفاظ على أسعار النفط منخفضة لجعل انتاج الزيت الصخري غير مجد اقتصاديا.

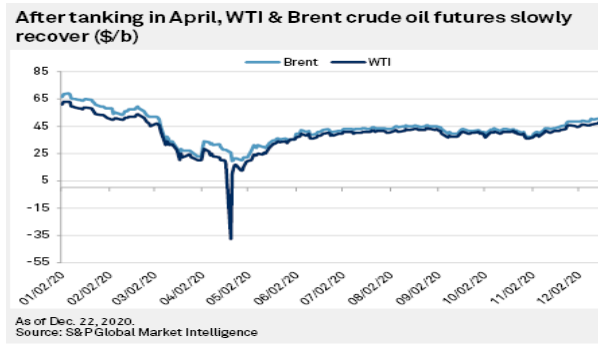
- **التغيرات الجيوسياسية والاضطرابات السياسية:** لعبت النزاعات في الشرق الأوسط والاضطرابات في أهم مناطق الإنتاج (العراق، ليبيا، نيجيريا) دور هام في ارتفاع أسعار النفط خلال الفترة 2003 إلى غاية 2012، حيث أدى انقطاع العرض النفطي الناجم عن ما يعرف بالربيع العربي إلى إحداث عجز في العرض العالمي، ما دفع الأسعار إلى أعلى، إلا أن ظهور منتجين غير شرعيين مثل "داعش" في سوريا والعراق، والمليشيات في ليبيا، وغيرها من الجماعات أدى إلى حدوث فوضى في الإنتاج أدت إلى وفرة في العرض العالمي ما دفع أسعار النفط في اتجاه عكسي خلال الفترة الحالية.

- **ارتفاع أسعار صرف الدولار:** خلال الفترة جانفي 2014 وجانفي 2015، ارتفع سعر صرف الدولار الإسمي بأكثر من 10% مقابل العملات الرئيسية وهو ما أدى إلى ارتفاع تكلفة النفط بالنسبة للدول التي لا ترتبط عملاتها بالدولار.

**المرحلة السابعة: استقرار أسعار النفط في مستويات منخفضة**



- كما هو موضح فإن أسعار النفط استقرت عند مستويات منخفضة من الأسعار اذ لم تتجاوز 60 دولار بين الفترة 2015-2018، وبالرغم من التعافي الهامشي سنة 2019 بفضل الاجراءات المتخذة من قبل الدول الأعضاء في منظمة أوبك والتشديد على حصص المعروض النفطي، الا أن الأسعار عادت للانخفاض مجدداً، بسبب لجوء الو.م. الأمريكية لاستخدامها المخزونات الاستراتيجية.
- كما شهدت سنة 2020 تحقيق أسعار سلبية لأول مرة في التاريخ ويعود ذلك إلى حالة الاغلاق العام التي شهدها العالم أجمع كنتيجة انتشار وباء كورونا، ما أدى الى توقف كل النشاطات الاقتصادية، وتوقفت حركة النقل بمختلف أشكالها وانخفض الطلب على النفط



## قائمة المراجع.

### رسائل ماجستير ودكتوراه:

- 1- العقون نادية، (2013)، العولمة الاقتصادية والأزمات المالية، أطروحة دكتوراه، قسم العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاد التنمية، جامعة الحاج لخضر باتنة، الجزائر.
- 2- بوالشعور شريفة، (2017)، تقلبات أسعار النفط وخطر المرض الهولندي: نموذج متجهات تصحيح الخطأ (دراسة قياسية حالة الجزائر)، أطروحة دكتوراه مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم، جامعة عنابة، قسم العلوم الاقتصادية
- 3- بوصافي كمال. حدود البطالة الظرفية والبنوية في الجزائر خلال المرحلة الانتقالية، رسالة ماجستير، جامعة الجزائر، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، 2006.
- 4- بن علي عبد الغني، (2010)، أزمة الرهن العقاري وأثرها في الأزمة المالية العالمية، رسالة ضمن متطلبات نيل شهادة ماجستير، تخصص تحليل اقتصادي، جامعة دالي إبراهيم، الجزائر.
- 5- \_\_\_\_\_، (2016)، الاستقرار المالي والاستقرار النقدي وأثرهما على أداء السياسة النقدية، أطروحة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص، تحليل اقتصادي، جامعة الجزائر.
- 6- نسيمة حاج موسى، (2009)، الأزمات المالية الدولية وأثارها على الاسواق المالية العربية مع دراسة حالة أزمة الرهن العقاري خلال الفترة 2007-2008، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاديات مالية وبنوك، غير منشورة، جامعة أحمد بوقرة، بومرداس، الجزائر.

### الدوريات:

#### باللغة العربية

1. حمد بلجيلالي، (2016)، تعاظم المديونية العمومية للدول النامية- نحو تجدد الأزمة ولا مقدره اقتصاديات الدول على مواجهتها، مجاميع المعرفة، المجلد 02، العدد 02.
2. دحمان بواعلي سمير، (2017)، البشير عبد الكريم، نظرية الدورات الاقتصادية الحديثة وصراع السياسات الاقتصادية -دراسة نظرية تحليلية لتطور نظريات الدورات الاقتصادية وسياساتها-، مجلة اقتصاديات شمال افريقيا، المجلد 01، العدد 16.
3. روابح عبد الرحمان، (2010)، الأزمة المالية والاقتصادية العالمية " أزمة الرهن العقاري"، مجلة الحقوق والعلوم الإنسانية - دراسات اقتصادية، المجلد 04، العدد 03.



4. شاعة عبد القادر، (2010)، المديونية الخارجية للدول النامية بين إعادة الجدولة والدفع المسبق مع إشارة لحالة الجزائر، مجلة الأبحاث الاقتصادية لجامعة سعد دحلب، المجلد 05، العدد 04.
5. طلال محمد بطاينة، (2004)، المديونية الخارجية وأثرها على اقتصاديات الدول النامية، مجلة العلوم الاجتماعية والإنسانية، المجلد 05، العدد 11.
6. علة مراد، (2014)، الأزمات المالية الدولية من الخميس الأسود الى تسونامي المجنون، دراسات اقتصادية، المجلد 14، العدد 01.
7. قجايرية أمال، (2005)، أسباب نشأة أزمة المديونية الخارجية للدول النامية، مجلة اقتصاديات شمال افريقيا، المجلد 02، العدد 03.
8. ميلود بوعبيد، جمال جعيل، (2019)، أزمة الكساد التضخمي في الدول الصناعية: الأسباب والحلول من منظور الاقتصاد السياسي، مجلة العلوم الاجتماعية والإنسانية، جامعة باتنة 1، المجلد (20) – العدد (01).

#### باللغة الأجنبية

- 1- AWAD. Ibrahim L. (2007). "The Phenomenon of Stagflation in the Egyptian Economy: Analytical Study", MPRA Paper, University Library of Munich, (5465).
- 2- Cees Diks, Cars Hommes, Juanxi Wang, (2019), Critical slowing down as an early warning signal for financial crises?, Empirical Economics, Number 57, Pp1201–1228.
- 3- Jeanne Garbarino, (2011), TULIPMANIA: THE ECONOMIC BUBBLE OF THE SEVENTEENTH CENTURY, Natural selections, Pp 01-02.
- 4- John C. Bogle; (2008), Black Monday and Black Swans, Financial Analysts Journal, Volume 64, Number 2, p p 30-40.
- 5- Joseph A. Whitt. Jr, (1996), "The Mexican Peso Crisis." Economic Review - Federal Reserve Bank of Atlanta, Vol. 81, No. 1.
- 6- Martin Feldstein, Franco Modigliani, Allen Sinai and Robert Solow, (Oct. - Dec., 1988), Black Monday in Retrospect and Prospect: A Roundtable, Eastern Economic Journal, Vol. 14, No. 4, pp. 337-348.
- 7- M. Mitchell Waldrop, (2016), Computers Amplify Black Monday, Source: Science, New Series, Vol. 238, No. 4827 (Oct. 30, 1987), pp. 602-604 Published by: American Association for the Advancement of Science Stable URL.
- 8- Musacchio, Aldo, (2012), "Mexico's Financial Crisis of 1994-1995." Harvard Business School Working Paper, No. 12–101,
- 9- Michael C. Lovell and Pao Lin Tien, (2000), Economic Discomfort and Consumer Sentiment, Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=222510> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.222510>,

- 10- Norbert Berthold, Klaus Gründler, (2012), Stagflation in the World Economy: A Revival?, Wirtschaftswissenschaftliche Beiträge des Lehrstuhls für Volkswirtschaftslehre, Wirtschaftsordnung und Sozialpolitik, Universität Würzburg, No. 117.
- 11- Radu ISAIC, Tudor SMIRNA, Cristian PAUN, (2019), A critical view on the mainstream theory of economic cycles, Management and Marketing, 48-58.
- 12- National Bureau of Economic Research (NBER). "NBER Working Paper Series: The Plaza Accord 30 Years Later".
- 13- **Maarten van der Molen**, (13 September 2013), "The Tequila Crisis in 1994 Economic Report.", Economics Rabobank, The Tequila crisis in 1994 - RaboResearch (rabobank.com).

## كتب:

### باللغة العربية

- 1- السيد متولي عبد القادر، (2010)، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، دار الفكر، عمان، الأردن، الطبعة الأولى.
- 2- السيد محمد زكي حسن، (2019)، دور صندوق النقد الدولي في معالجة الأزمات المالية في ضوء تحديات العولمة الاقتصادية: مع الإشارة الى مصر، المنظمة العربية للتنمية الإدارية جامعة الدول العربية، مصر.
- 3- حمد فواز الدليمي، أحمد يوسف دودين، (2011)، إدارة الأزمات الدولية المالية والاقتصادية، الطبعة الأولى، دار جليس الزمان، للنشر والتوزيع، عمان، الأردن.
- 4- عبد الحليم غربي، (2017)، الأزمات الاقتصادية والمالية والمصرفية "رؤى وحلول"، الإصدار الأول، كتاب الكتروني.
- 5- عبد القادر شلاللي، نشأت ادوارد ناشد جرجيس، محمد هاني، (2021)، الوجيز في تاريخ الوقائع الاقتصادية، الطبعة الأولى، مكتبة القانون المقارن، بغداد، العراق.
- 6- علي عبد الفتاح أبو شرار، (2015)، الاقتصاد الدولي: نظريات وسياسات، الطبعة الرابعة، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الأردن.
- 7- علي بن الضب، محمد شيخي، (2017)، الاقتصاد القياسي المالي وتطبيقاته في الأسواق المالية، الطبعة الأولى، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، الأردن.

- 8- سلطان جاسم النصراوي، (2019)، أسواق المال العربية وأزمات القرن الحادي والعشرين، الطبعة الأولى، دار الأيام للنشر والتوزيع، عمان، الأردن.
- 9- صلاح الدين فهمي، زينب الأشوح، (2010)، الأزمة الاقتصادية العالمية، هبة النيل العربية للنشر والتوزيع، مصر. المقالات التالية كانت مقالات في هذا الكتاب الجماعي:
- زينب صالح الأشوح، صلاح الدين فهمي محمود، (2010)، الأزمات الاقتصادية العالمية، كتاب جماعي، هبة النيل العربية للنشر والتوزيع، الجيزة، مصر.
  - أميرة أحمد عبد العزيز، (2010)، مقال بعنوان بعض الأضواء على الأزمات المالية العالمية المعاصرة، منشور في الكتاب الجماعي: الأزمات الاقتصادية العالمية، من تحرير زينب صالح الأشوح، صلاح الدين فهمي محمود، هبة النيل العربية للنشر والتوزيع، الجيزة، مصر.
- 10- فتني مايا، (2018)، العولمة المالية وآثارها على نظام الصرف، دار حامد للنشر والتوزيع، عمان، الأردن.
- 11- فيصل بوطيبة، (2017)، مدخل لعلم الاقتصاد، الطبعة الثانية، دار جسور للنشر والتوزيع، الجزائر.
- 12- محمد الساحل، (2017)، المالية العامة، الطبعة الأولى، جسور للنشر والتوزيع، الجزائر.
- 13- محي محمد سعد، (2010)، دور الدولة في حل الأزمة المالية العالمية، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية، مصر.

### باللغة الأجنبية

- 1- Claude Daniele Echaudemaison, et all, traduire par Med Cherif ILMANE, (2009), dictionnaire d'Economie et de Science Sociales, Edition BERTI Editions, Alger.
- 2- Paul R.Krugman, Maurice Obstfeld, (2009), International Economics: Theory & Policy, eight edition, Pearson International Edition.

### مطبوعات دروس

العقون نادية، (2020)، محاضرات في مقياس الأزمات الاقتصادية والمالية، جامعة الحاج لخضر، باتنة 01، ص 03.

### ملتقيات

وليد أحمد صافي، (5-6 ماي 2009)، الأزمة المالية العالمية 2008 / طبيعتها، أسبابها، وتأثيراتها المستقبلية على الاقتصاد العالمي والعربي، الملتقى الدولي الثاني حول: الأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية والمصرفية، النظام المصرفي الإسلامي نموذجاً، ص 07.

Yamina Belhia, Faouzi Tchiko, (13 July 2022), «Causes of Financial and economic Crises in Emerging Economies: An Empirical Study of MEXICO (1980-2008)», National Conference: Economic and Trade Policies in the Era of Economic Crises, University Oran 2 Mohamed Ben Ahmed – ALGERIA Faculty of Economic Sciences, Commerce and Management Sciences

مواقع الكترونية

باللغة الأجنبية أجنبية

1. Ali Hussain and Stephanie Ashe ; Business cycles chart the ups and downs of an economy, and understanding them can lead to better financial decisions; Aug 27, 2020, 8:27 PM; <https://www.businessinsider.com/what-is-business-cycle>; visited: October, 08, 2021 at 11:18.
2. Andrew Jacobson; (Last Updated on Sun, 25 Sep 2022), The international debt crisis of the 1980s - Foreign Exchange (ajjacobson.us), <https://www.ajjacobson.us/foreign-exchange/the-international-debt-crisis-of-the-1980s.html>; visited 02-10-2022; at 07:45.
3. Anirudh joshi; Amit Sharma; Mohammed Abbas Miyaji; Sakshi Bhardwaj; (May. 06, 2015), Subprime crisis (slideshare.net), <https://www.slideshare.net/mohammedalimiya/subprime-crisis-47812728>, visited December 23-2022, at 09: 15.
4. Astha, (May 2008), Post on 06-May-2015, Sub Prime Crisis... and its rippling effects on the global economy, SubPrime Crisis - [PPT Powerpoint] (vdocument.in), <https://vdocument.in/subprime-crisis-5584a4cbd5025.html?page=1>, visited December 24-2022, at 10: 30.
5. BRIAN DOLAN, What Caused Black Monday, the 1987 Stock Market Crash?, Updated November 03, 2022, What Caused Black Monday, the 1987 Stock Market Crash? (investopedia.com), visited 16/11/2022, at 12 :22.
6. Dariq K.Nour, (15-12-2017), Debt crisis in 1980s (slideshare.net), <https://www.slideshare.net/DarikHussien/debt-crisis-in-1980s>, visited 02-11-2022, at 4:51.
7. David Nexticapan Cortes, <https://es.slideshare.net/davconex/la-gran-crisis-de-1994-15357687> visited 10-08-2-22 at 18:45.
8. Esther Ejim, What Is a Business Cycle Boom?, <https://www.wise-geek.com/what-is-a-business-cycle-boom.htm>, visited: October, 10, 2021 at 12:25.
9. Jon Moen, (2001). John Law and the Mississippi Bubble: 1718-1720 - 2001-10 (ms.gov) , <https://www.mshistorynow.mdah.ms.gov/issue/john-law-and-the-mississippi-bubble-1718->, visited January 26-2023.
10. Jesse Colombo, ( June 23rd, 2012), The Mississippi Bubble of 1718-1720, <https://www.thebubblebubble.com/mississippi-bubble/>, visited January 27-2023, at 21:00.
11. \_\_\_\_\_, ( June 23rd, 2012), The Mississippi Bubble of 1718-1720, <https://www.thebubblebubble.com/mississippi-bubble/>, visited January 27-2023, at 21:00.

12. JAMES CHEN, (January 30, 2021), “What Was the Mexican Peso Crisis? Causes, Recovery, and History”, <https://www.investopedia.com/terms/t/tequilaeffect.asp>, visited 28-11-2022, at 10:08.
13. Cycles économiques: signification, phases, caractéristiques et théories du cycle économique, <https://fr.triangleinnovationhub.com/business-cycles-meaning>, visited 21-01-2023, at 12 :10.
14. Les 4 phases du cycle économique (centralcharts.com), <https://www.centralcharts.com/fr/gm/1-apprendre/9-economie/34-analyse-fondamentale/620-les-cycles-economiques>, visited January-21-2023, at 14 :00.
15. Chapitre 7 : les cycles économiques (e-monsite.com), <http://btsassurance.e-monsite.com/pages/economie/chapitre-7-les-cycles-economiques.html>
16. Les cycles économiques et cycles politiques : typologie et interprétation (tifawt.com), <https://www.tifawt.com/economie-et-gestion/cycles-economiques-et-cycles-politiques-typologie-intrepretation/>, visited January-21-2023, at 11 :30.
17. Apprenez le cycle économique, ses phases et ses principales facteurs (apprendre-gestion.com), <https://apprendre-gestion.com/cycle-economique-facteurs/> visited January-22-2023 at 15 :00.
18. Difference Between Financial Crisis and Economic Crisis | Difference Between.net, <http://www.differencebetween.net/business/difference-between-financial-crisis-and-economic-crisis/>, visited January 25-2023, at 14:50
19. Financial Crisis vs. Economic Crisis: 5 Key Differences, Pros & Cons, Similarities | Difference 101, <https://www.difference101.com/financial-crisis-vs-economic-crisis/#:~:> . Visited January-25-2023, at 12:28.
20. Mississippi Bubble | French history | Britannica, <https://www.britannica.com/event/Mississippi-Bubble>, visited January 27-2023, at 18:00
21. BOOK (philipwilliamsauthor.com), <http://philipwilliamsauthor.com/wp-content/uploads/2019/02/South-Sea-Bubble.pdf>
22. South Sea Bubble | British history | Britannica, <https://www.britannica.com/event/South-Sea-Bubble>, visited January 27-2023, at 23:45.
23. Stock market crash of 1929 | Summary, Causes, & Facts | Britannica, <https://www.britannica.com/event/stock-market-crash-of-1929>.
24. Stagflation: Meaning and Measure to Control Stagflation, <https://www.yourarticlelibrary.com/notes/macroeconomics/stagflation-meaning-and-measure-to-control-stagflation/31102>, visited October 29, 2022, at 12:15.
25. Debt crisis (grips.ac.jp), handout no.9; chapter 12, [https://www.grips.ac.jp/teacher/oono/hp/lecture\\_F/lec10.htm](https://www.grips.ac.jp/teacher/oono/hp/lecture_F/lec10.htm), visited November 1<sup>st</sup>, 2022, at 18:20.
26. Black Monday The Stock Market Crash of 1987, Written by CFI Team, Updated October 16, 2022, Black Monday - Overview, How It Happened, Causes, <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/equities/black-monday/> visited 16/11/2022, at 11:47

27. <https://www.adigitalblogger.com/share-market/black-monday-1987/> visited 26-11-2022, at 10:37.
28. Asian Financial Crisis of 1997 (managementstudyguide.com), <https://www.managementstudyguide.com/asian-financial-crisis-of-1997.htm>, visited 29\11\2022, at 21:12.
29. Economic Report, (August 23, 2013), The Argentine Crisis 2001/2002 - RaboResearch (rabobank.com), <https://economics.rabobank.com/publications/2013/august/the-argentine-crisis-20012002-/>, visited December 06-2022, at 10:00.

### باللغة العربية

1. الدورة الاقتصادية: ما هي؟ وما هي أهميتها؟ + خصائصها - رائد الأعمال العربي (the-arabic-entrepreneur.com), [/https://the-arabic-entrepreneur.com](https://the-arabic-entrepreneur.com)
2. مجلة أصناني، (2017)، قصة أزمة زهرة التوليب 1636 - 1637 التي دمرت حياة سكان هولندا (amnaymag.com), <https://www.amnaymag.com>، تم زيارة الموقع بتاريخ 27 جانفي 2023، على الساعة 11:00.
3. صخري محمد، (2021-03-31)، تاريخ الأزمات المالية - الاقتصادية في العالم 1929-2021 (politics-dz.com), <https://www.politics-dz.com>، الموسوعة الجزائرية للدراسات الاقتصادية، <https://www.politics-dz.com/ar>، تم زيارة الموقع بتاريخ 28 نوفمبر 2022، على الساعة 09:40.
4. المجموعة العالمية الأمريكية - ويكيبيديا (wikipedia.org), [./https://ar.wikipedia.org/wiki](https://ar.wikipedia.org/wiki)

