

**الأزمة المالية في منطقة الأورو:
أسباب نشوبها وانتشارها
والدور الذي لعبته الأسواق المالية
ووكالات التصنيف الائتماني فيها**

أوكيل نسيمة

أستاذة محاضرة، جامعة امحمد بوقرة، كلية
العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير،
بومرداس - الجزائر.

بوكساني رشيد (*)

أستاذ في جامعة بومرداس - الجزائر.

مصباح أحمد

أستاذ مساعد في جامعة بومرداس - الجزائر.

تقديم

عرفت منطقة الأورو، منذ نهاية ٢٠٠٩ وإلى يومنا هذا، أزمة مالية حادة، عُرفت بأزمة الديون العمومية أو أزمة الديون السيادية. وأُطلق عليها هذه التسمية لكونها ترتبط بعجز بعض دول منطقة الأورو على تسديد ديونها تجاه دائئتها. وتأتي هذه الأزمة امتداداً للأزمة المالية والاقتصادية العالمية التي مست الاقتصاد العالمي منذ سنة ٢٠٠٧. وظهرت الشرارة الأولى لأزمة الديون العمومية في منطقة الأورو في عدم قدرة اليونان على تسديد التزاماتها تجاه دائئتها من بنوك ومؤسسات مالية وصناديق استثمار. وازدادت حدتها في سنة ٢٠١٠ وبداية سنة ٢٠١١، بانتقالها إلى كل من البرتغال وإيرلندا وإيطاليا وإسبانيا.

وخوفاً من انتشار هذه الأزمة إلى بقية دول المنطقة، سارعت دول الاتحاد الأوروبي بقيادة فرنسا وألمانيا - اللتين بقيتا في منأى عن هذه الأزمة، على الرغم من ظهور بوادر انتقال العدوى إلى فرنسا مع نهاية سنة ٢٠١١ - وبمعية صندوق النقد الدولي والبنك المركزي الأوروبي إلى محاولة إيجاد صيغ حلول للحد من انتشارها، وطمأنة الأسواق المالية ووكالات التصنيف الائتماني التي ساهمت في تفاقم الأزمة بالتأثير السلبي في أسعار الفائدة وعلاوة التأمين وعلاوة الخاطرة وتدني مستوى الثقة في أوساط المستثمرين والتوقعات الاحتمالية المستقبلية السلبية للمخاطر المرتبطة بعدم قدرة الدول على تسديد ديونها.

وانطلاقاً مما سبق تدور إشكالية هذا البحث حول السؤال الآتي: ما هي أسباب نشوب الأزمة المالية وانتشارها في منطقة الأورو؟ وما هو الدور الذي مارسته الأسواق المالية ووكالات التصنيف الائتماني فيها؟

للإجابة عن هذه الإشكالية، ارتأينا تقسيم الموضوع إلى ثلاث محاور. يتطرق المحور الأول إلى الإطار النظري لمفهوم وأسباب ظهور الأزمات المالية. أما المحور الثاني، فيتناول أسباب نشوب الأزمة المالية وانتشارها في منطقة الأورو، بينما يُخصص المحور الثالث للدور الذي قامت به كل من الأسواق المالية ووكالات التصنيف الائتماني في هذه الأزمة.

أولاً: الإطار النظري لمفهوم ظهور الأزمات المالية وأسبابها

يتناول هذا الجزء الإطار التحليلي الذي يسمح لنا بتعميق التفكير حول مفهوم ظهور الأزمات المالية والاقتصادية وأسبابها، كظاهرة اقتصادية لازمت النشاط الاقتصادي.

لقد حظيت هذه الظاهرة الاقتصادية بالعديد من الدراسات السابقة، والتي حاولت إعطاء مفهوم وأسباب نشوب الأزمات المالية وآلية انتقالها إلى النشاط الحقيقي - أزمة اقتصادية - وذلك بحسب وجهات نظر مختلفة. وفي هذا السياق نميز بين مدخليين رئيسيين، هما:

١ - مدخل التحليل الاقتصادي الكلي

ويتفرع هذا المدخل بدوره إلى قسمين، هما:

أ - التحليل النقدي (المدرسة النقدية)^(١): يعرّف النقديون، وعلى رأسهم فريدمان (Friedman) (١٩٦٣) وشواتز (Schwartz)، الأزمة المالية بأنها الهلع أو الذعر في الوسط البنكي (La Panique bancaire)، وينجم هذا الهلع من جراء تعليق قابلية تحويل الودائع إلى نقود - سيولة - أو إفلاس مؤسسة مالية، ما يترتب عليه انخفاض في كمية النقود المتداولة، والذي يؤدي بدوره إلى حدوث تقلص في حجم النشاط الاقتصادي - حالة الانكماش - وعلى هذا الأساس فالتحليل النقدي للأزمة يُرجع أسباب نشوبها إلى ندرة السيولة.

ب - التحليل على أساس الدورة الاقتصادية^(٢): في مقابل الندرة النقدية للأزمة سابقة السرد، ثمة مدخل آخر لتحليل الأزمة المالية، وهو التحليل على أساس الدورة الاقتصادية. ويبنى هذا التحليل على سوق القروض عوض النقود - السيولة - فهو يعدّ الأزمة بأنها إحدى مكونات مراحل الدورة الاقتصادية (Cycle économique)، وبالتحديد عند نقطة الرجوع أو الهبوط (up per point). وهذه النظرة مستوحاة من الفكر الكنتزي الذي تعود جذوره إلى الأزمة الاقتصادية الكبرى في ثلاثينيات القرن الماضي، والتي سبق أن تناولها - بالتحليل في ضوء الدورة الاقتصادية - كل من فيبلين (Veblen) (١٩٠٤) وهاوتري (Hawtrey) (١٩٢٦) اللذين اعتبرا أن عدم استقرار القروض يؤدي إلى تضخيم التقلبات الحقيقية - النشاط الاقتصادي الحقيقي - كما تناولها أيضاً فيشر (Fisher) (١٩٣٣) في نظريته حول انكماش (تقلص) الدين (Debt deflation) «مينسكي (Hyman Minsky) في فرضية عدم الاستقرار المالي. وبما أنّ فرص الربح تعمل في أثناء مرحلة الانحدار أو الرجوع إلى الدورة الاقتصادية (التي تتميز باضطراب نظام الإنتاج والتوزيع بسبب الانخفاض النسبي للمداخيل الصافية المتاحة للاستهلاك والاستثمار، ما يؤدي إلى كبح الطلب الفعال - الحقيقي - وتراجع الميل إلى الادخار والاستثمار - تراجع النمو الاقتصادي - وحدوث حالة الانكماش الاقتصادي، وهي بذاتها الأزمة الاقتصادية)، على التحريض على الاستثمار الممول بالمدىونية، فإن ذلك يتبعه نمو متزايد للطلب على الأموال من طرف المستثمرين - انخفاض رقم الأعمال خلال مرحلة الانكماش - ما يؤدي إلى ارتفاع معدلات الفائدة، ومن ثمّ الحاجة المتزايدة إلى إعادة التمويل. ويؤول المطاف إلى حدوث مدىونية مفرطة وتدهور في الهياكل المالية (Structures financières). وبحسب مينسكي تتمثل الهياكل المالية في ثلاثة أنواع هي: التغطية (التحوط)، والمضاربة (Hedge spéculative)، وإعادة التمويل (الاستدانة لتسديد الديون القائمة)، وذلك بحسب العلاقات القائمة بين مداخيل الأعوان الاقتصاديين وتعهداتهم المتعلقة بالمدىونية.

فالهيكّل الأوّل يوافق التغطية الكاملة لخدمات الديون (الأعباء ورأس المال)، من طريق المداخيل، ويوافق الهيكّل الثاني تغطية بسيطة للفوائد، وليس رأس المال الواجب تسديده، وأخيراً الهيكّل الثالث

(١) Christian Saint-Etienne, «Crises Financières et crises économiques», *Problèmes économiques*, no. 20 (1) (30 octobre 2003), p. 60.

(٢) Bernard Rosier, *Les Théories des Crises économiques*, 5^{ème} éd. (Paris: La Découverte, 2003), p. 70.

الذي يعني إعادة التمويل أو اللجوء إلى الاستدانة لمواجهة الالتزامات القائمة عند أجال الاستحقاق. وينشأ بروز هذا النوع الأخير من الهياكل المالية من جهة عن ارتفاع معدلات الفائدة، ومن جهة أخرى كون أن الأعوان مجبرون على التنازل عن الأصول من أجل الوفاء بالتزاماتهم المتعلقة بالمدىونية (مثلاً بيع احتياطي الذهب في فرنسا في ٢٠١١)، وتخفيض سيولة ذمتهم المالية، ما يترتب على هذا التنازل عن الأصول انخفاض في الأسعار، وارتفاع في القيمة الحقيقية للديون وتدهور الوضعية أكثر فأكثر. وبالتبعية ينجم عن ذلك انخفاض في الإنتاج بسبب انخفاض هوامش الربح، ويستمرّ الوضع حتى تطهير الوضعية المالية للأعوان الاقتصاديين. أين يمكن أن تُبعث الدورة الاقتصادية من جديد (بداية مرحلة الصعود)، وبحسب هذا التحليل فإن احتمال وقوع أزمة تزداد تدريجياً كلما ابتعدنا عن الأزمة الأخيرة التي حدثت من جراء تغير سلوك الأعوان الاقتصاديين (ارتفاع الطلب على الأموال من طرف المستثمرين والتساهل المتزايد للبنوك في منح القروض بسهولة)^(٣). وقد تبني هذا الطرح العديد من المفكرين لشرح التقلبات في النشاط الاقتصادي وتفسيرها.

٢ - مدخل التحليل الاقتصادي الجزئي^(٤)

بالنظر إلى الانتقادات التي وُجّهت إلى النظرية الاقتصادية الكلية، لعدم قدرتها على إعطاء شرح وافٍ لطبيعة حدوث الأزمات المالية وآلياتها، فهناك وجهة نظر تحليلية أخرى تقوم على التحليل الجزئي. وينبغي هذا التحليل على عدم تماثل المعلومات بين الدائنين والمدينين المتدخلين في السوق المالية، وقد تطرق إلى هذا التحليل غيرثر (Gerther) (١٩٨٨). وفي هذا الإطار يوجد نوعان من المشاكل الرئيسة المتولدة من عدم تماثل المعلومات، وتعد محور هذا التحليل (الجزئي):

- الاختيار السيئ (Anti-sélection) الذي يُجرى قبل إبرام العقد (الصفقة) بين الدائن والمدين، إذا كان المقترض ذا خطورة، ولديه أكبر فرصة لأن يكون مختاراً من طرف البنك، في ما يخص منحه القرض.

- الخطر الأخلاقي (Aléa de moralité) الذي ينشأ بعد الصفقة، إذا كان البنك معرّضاً لخطر عدم التسديد من طرف المقترض (الذي يباشر مثلاً نشاطاً تزداد فيه احتمالات عدم السداد)، مثلاً بالنسبة إلى الدولة التي تحصل على قرض من أجل تسديد الديون التي بلغ أجل استحقاقها، ويمكن أن يتوقع من هذا التمويل عدم إمكانية السداد في المستقبل.

وبحسب مينسكي فـ «الأزمة المالية تعرّف بأنها عدم قدرة السوق المالية على منح/ توفير الأموال اللازمة للمستثمرين الذين يتمتعون بفرص استثمار أكثر إنتاجية، وذلك بسبب سوء الاختيار والمخاطر المعنوية. ويترتب على هذه الوضعية حدوث انكماش في النشاط الاقتصادي، على أساس تخفيض عرض القروض من طرف البنوك.

Alain Barrère, *La Crise n'est pas ce que l'on croit* (Paris: Economica, 1981), p. 27.

(٣)

Saint-Etienne, «Crises financières et crises économiques», pp. 61-62.

(٤)

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

على هذا الأساس نرى أن هذا التحليل لا يتعارض كلياً مع النظرية الاقتصادية الكلية. فهو يأخذ ببعض الأسباب المتماثلة لنشوب الأزمة، لكنه يعتبر نقص المعلومات والآثار الناجمة عن ذلك آليةً لانتقال الأزمة المالية إلى النشاط الاقتصادي.

ومن الصعب التأكد من مدى إمكانية تفسير هذه النظريات، آليات حدوث الأزمات المالية وانتشارها بسبب عدم القدرة على عزل الظواهر الاقتصادية عن بعضها بعضاً. فالمدىونية المفرطة للمؤسسات والعائلات والدولة على حدّ سواء، تعد بمثابة أعراض للأزمة المالية ومصدر لها بحسب الآراء السائدة، فهي تؤثر في النشاط الاقتصادي من خلال قناتين أساسيتين^(٥): التأثيرات المباشرة في طلب الأعوان الاقتصاديين، وتقييد منح القروض من طرف النظام البنكي، أي أزمة الائتمان (Crédit Crunch). وينطبق هذا التحليل على الوضع الحالي في بعض دول منطقة الأورو التي عجزت عن إيجاد منافذ للحصول على التمويل اللازم لمواجهة عجز الميزانية من جهة، وسداد الالتزامات المرتبطة بالمدىونية من جهة أخرى. وهذا ما أشار إليه مينسكي في معرض حديثه عن تدهور الهياكل المالية بالنسبة إلى هيكل إعادة التمويل.

أما في ما يتعلق بالتأثيرات المباشرة على طلب الأعوان الاقتصاديين، مثلاً تخفيض النفقات الحكومية في كثير من القطاعات في دول منطقة الأورو، فلا توجد دراسات اقتصادية قياسية (Econometrique) تسمح باستنتاج تأثير فاصل لنسبة المدىونية في قرارات الاستثمارات. غير أن فريدمان عزا تزايد معدل إفلاس المؤسسات غير المالية الأمريكية منذ ١٩٨٠ إلى المدىونية المفرطة (Endettement excessif). وعلى العكس من هذه الرؤية، يرى كل من باتريك آرتوس (Patrick Artus) وفرانسوا ليكوينت (François Lecointe) في دراسة أن تزايد معدلات الإفلاس في الولايات المتحدة الأمريكية ينتج أكثر فأكثر عن السياسات النقدية المقيدة وارتفاع معدلات الفائدة المطبقة، وليس المدىونية المفرطة. ونجد في إطار هذا التحليل أن اليابان لديها ديون عمومية مفرطة تبلغ ٢٠٠ بالمئة من الناتج الداخلي الخام (PIB)، غير أن معدلات الفائدة منخفضة جداً، ولم تظهر بوادر أي أزمة.

أما القناة الثانية لانتقال الأزمة إلى النشاط الاقتصادي فتتمثل بهشاشة النظام المصرفي مقابل مقترضين ذوي ديون مفرطة وسياسة نقدية مقيدة مفروضة من طرف السلطات النقدية، محاولة منها لكبح الآثار التضخمية الناتجة عن الطلب المتزايد للأموال المقترضة. وقد تطرق إلى هذه الحالة ووجنيلونر (Wojniloner) الذي اعتمد على تحليل الدورة الاقتصادية ما بعد الحرب العالمية الثانية. وخلص إلى الدور المسيطر لأزمة القروض (Crédit Crunch) في بروز الانكماش الاقتصادي، وهو ما نلاحظه في ما يخص حالة الانكماش التي أعقبت الأزمة المالية العالمية في عام ٢٠٠٧ وما بعدها، وذلك بسبب تقييد منح القروض من جراء تضرر البنوك من الديون الخطيرة.

(٥) المصدر نفسه، ص ٢.

ثانياً: أسباب نشوب أزمة الديون في منطقة الأورو

لا يعدّ عدم قدرة بعض دول منطقة الأورو على الوفاء بالتزاماتها المرتبطة بالمديونية تجاه دائئتها سبب نشوب الأزمة، ولكنها نتيجة أسباب تعود جذورها إلى العجز المسجل في الميزانيات العمومية، وديون عمومية متراكمة على مدار عشرات من الزمن، ما فتئت أن تتطور من سنة إلى أخرى من جراء توالي العجز في الميزانيات العمومية، وزاد في تسارع وتيرتها، الانكماش الاقتصادي الذي مس الاقتصاديات المتطورة في أعقاب الأزمة الاقتصادية الشاملة (٢٠٠٧ وما بعدها) التي بدأت في الولايات المتحدة الأمريكية، وامتدت آثارها إلى باقي أنحاء العالم بحسب درجة الاندماج في الاقتصاد العالمي لكل دولة. وعليه يمكن حصر الأسباب الرئيسة لظهور أزمة منظمة الأورو إلى العناصر الآتية:

١ - العجز الهيكلي في الميزانيات العمومية

تعود جذور العجز في الميزانيات العمومية لدول منظمة الأورو إلى العشريات الأخيرة من القرن الماضي، إذ سجلت دول منطقة الأورو عجزاً ميزانياً في المتوسط يقدر في الفترة ١٩٦١ - ١٩٧٣ بـ ٤,٠ بالمئة من الناتج الداخلي الخام، ثمّ تطور هذا العجز إلى ٩,٣ بالمئة من (PIB) في الفترة ١٩٧٤ - ١٩٨٤، ثمّ انتقل إلى ٩,٥ بالمئة من في الفترة ١٩٨٤ - ١٩٩٤. وبالتالي فإن نسبة العجز في المتوسط للفترة الممتدة بين ١٩٧٣ إلى ١٩٩٤ تجاوزت ٣ بالمئة من (PIB) وهي النسبة المتفق على عدم تجاوزها في اتفاقيات إنشاء العملة الموحدة. وابتداء من ١٩٩٥ إلى غاية ٢٠٠٧ عرفت وضعية الميزانيات العمومية تحسناً ملحوظاً بسبب الظروف الاقتصادية العالمية الملائمة، وانخفاض معدلات الفائدة، والتقيّد بالتدابير المعتمدة في إطار احترام قواعد الميزانية المتفق عليها من طرف الدول في منطقة الأورو، ما جعل نسبة العجز تتدنى إلى ما دون ٣ بالمئة من (PIB) بنسبة قدرها ٦,٢ من (PIB). ولكن من جراء الآثار السلبية للأزمة الاقتصادية الشاملة (٢٠٠٧ وما بعدها)، قفزت نسبة العجز إلى ٢,٥ بالمئة من (PIB) في الفترة التي تلت الأزمة، أي من ٢٠٠٧ إلى ٢٠١٠ لدول منطقة الأورو مجتمعة^(١).

أما العجز المسجل في كل دولة من دول الاتحاد الأوروبي فيمكن تبيان من خلال الجدول الرقم (١):

الجدول الرقم (١)

نسبة العجز في الميزانيات العمومية إلى PIB لدول الاتحاد الأوروبي ٢٠١٠

الدول	نسبة العجز إلى PIB (بالمئة)	الدول	نسبة العجز إلى PIB (بالمئة)	الدول	نسبة العجز إلى PIB (بالمئة)
النمسا	٤,٤	تياي	٧	رومانيا	٧,٧
بلغاريا	٣,٥	اللوكسمبورغ	١,١	سلوفاكيا	٧,٧

يتبع

٥,٨	سلوفينيا	٤,٦	إيطاليا	٥,٣	قبرص
٤,٣	ألمانيا	٤,١	بلجيكا	٢,٦	الدنمارك
٠,٢	السويد	٩,٣	إسبانيا	٠,٢	إيستونيا
٢,٥	فنلندا	٣,٦	مالطا	٤,٢	هنغاريا
٧,١	فرنسا	٥,١	هولندا	٨,٣	لتوانيا
٩,٨	البرتغال	٤,٨	جمهورية تشيكيا	٧,٨	بولونيا
		٣١,٣	إيرلندا	١٠,٦	اليونان

Revue Les Echos, Hors série no. 8 (Janvier 2012), pp. 22- 23

المصدر:

ويلاحظ أن المعدلات المرتفعة لنسبة العجز إلى (PIB)، تتعلّق بإيرلندا واليونان والبرتغال وإسبانيا، والمقدرة على التوالي بـ ٣١,٣ بالمئة، ١٠,٦ بالمئة، ٩,٨ بالمئة، ٩,٣ بالمئة. وتعاني هذه الدول مشاكل مزدوجة من جهة ديون عمومية مرتفعة تستدعي تسديد الأقساط والخدمات سنوياً، ما يزيد في تعميق العجز في الميزانية العمومية، بما فيها ديون خارجية مهمة ذات مدى زمني طويل الأجل، فضلاً عن تفشي ظاهرة الرشوة والفساد التي تجعل الإيرادات في مستويات دنيا، وتأثر إسبانيا وإيرلندا والبرتغال بأزمة الرهونات العقارية.

لقد شهد الاقتصاد الإيرلندي في الربع الأوّل من عام ٢٠٠٨ انكماشاً في إجمالي الناتج الداخلي الخام قدره ١,٥ بالمئة، وهي السابقة الأولى لها منذ سنة ١٩٨٣، فضلاً عن انتقال عجز الميزانية العمومية من ٠ بالمئة من (PIB) في ٢٠٠٧ إلى ٣٢,٤ بالمئة في ٢٠١١، بسبب إقدام الحكومة على تحمل ديون البنوك الإيرلندية على عاتقها، وأنفقت ما يعادل ٤٦ مليار أورو في الفترة ٢٠٠٨ - ٢٠١٠، بالإضافة إلى تحمل الحكومة ٣١ مليار أورو لتطهير الديون الخطيرة - المشكوك فيها - للبنوك^(٧).

كما تعاني اليونان ضعف النشاط الاقتصادي مقارنة باقتصاديات الدول الأخرى في منطقة الأورو، إضافة إلى أن الأرقام المتعلقة بالمؤشرات الاقتصادية والمقدمة إلى الهيئات في منطقة الأورو والاتحاد الأوروبي هي أرقام مغلوطة ومبالغ فيها، إذ صرّحت الحكومة في ما يخص عجز الميزانية للسداسي الأوّل من عام ٢٠١٠ عن عجز قدره ٦ بالمئة من (PIB). غير أن العجز الحقيقي يقدر بـ ١٢,٧ بالمئة في الفترة نفسها. ووفقاً لهذه المعلومات المغلوطة قامت وكالة التصنيف الائتماني «ستاندارد أند بورز» (Standard and Poors) بإعادة تصنيف علامة الديون اليونانية إلى المستوى (BB+). ثمّ تلتها إعادة تصنيف الديون الإسبانية والبرتغالية. وعلى إثر هذا التراجع في تصنيف الديون اليونانية، بدأت الحكومة اليونانية بدفع ما يقرب من ١١ بالمئة في نيسان/أبريل

(٧) مصطفى العمراني [وآخرون]، الأزمة الاقتصادية العالمية (عمّان: المركز الدولي، ٢٠١٠)، ص ٤٥.

٢٠١٠ كفوائد على القروض المطلوبة من السوق المالية في شكل سندات أو قروض مباشرة من البنوك، ما أدى إلى زيادة خدمات الديون وتعميق العجز في الميزانية^(٨).

٢ - ديون عمومية مفرطة وارتفاع في معدلات الفائدة

تُعرّف الديون العمومية بأنها مجموع التعهدات المالية التي تمت تحت صيغة قروض بنكية، أو إصدار سندات حكومية، أو أذونات الخزينة المصدرة من طرف الدولة، أو الجماعات المحلية والمؤسسات العمومية التابعة للدولة وهيئات الضمان الاجتماعي. وتعد نسبة معتبرة من الديون العمومية قابلة للتداول في السوق المالية^(٩). وتشكل في أغلب الأحيان من تراكم عجز الميزانية العمومية السنوية، حيث تلجأ الدول والهيئات الإدارية التابعة لها إلى الاستدانة لتغطية العجز المسجل في الميزانية، أو تمويل مشاريع ضخمة مستقبلية. وقد نصت اتفاقية «ماستريخت» (Maastricht) على أن لا تتجاوز نسبة المديونية إلى الناتج الداخلي الخام نسبة ٦٠ بالمئة لكل دولة من أعضاء منطقة الأورو، غير أن أغلب الدول الموقعة على المعاهدة لم تحترم هذه النسبة، كما هو موضح في الجدول الرقم (٢).

الجدول الرقم (٢)

الديون العمومية مقارنة بالناتج الداخلي الخام لسنة ٢٠١٠

الدول	PIB (مليار أورو)	الديون العمومية (بالمئة من PIB)	الديون العمومية (مليار أورو)	الديون العمومية المتوقعة ٢٠١٢ ^(*) (بالمئة من PIB)
فرنسا	١٩٣١	٢٨,٣	١٥٩١	٨٥,٤
ألمانيا	٢,٤٧٧	٨٣,٢	٢,٠٧٩	٨١,٧
النمسا	٢٨٦	٧١,٨	٢٠٥	٧٢,٢
بلجيكا	٣٥٤	٩٦,٢	٣٤١	٩٧,٢
قبرص	١٧	٦١,٥	١١	٦٤,٩
إسبانيا	١,٠٥١	٦١	٦٤١	٦٩,٦
إستونيا	١٤	٦,٧	١	٥,٨
فنلندا	١٨٠	٤٨,٣	٨٧	٤٩,١
اليونان	٢٢٧	١٤٤,٩	٣٢٩	١٦٢,٨
إيرلندا	١٥٦	٩٤,٩	١٤٨	١٠٨,١

يتبع

(٨) Henri Bourguinat et Eric Briys, *Marchés de Dupes: Pourquoi la crise se prolonge* (Paris: Maxima, 2010), p. 32.

(٩) Gerard Filoche and Jean Jaques Chavigné, *Dette Indigne: Dix Questions, dix réponses* (Paris: Jean Claude Gawsertch, 2011), p. 29.

إيطاليا	١٥٥٦	١١٨,٤	١٨٤٣	١٢٠,٥
هولندا	٥٨٨	٦٢,٩	٣٧٠	٦٤,٢
البرتغال	١٧٣	٩٣,٣	١٦١	١٠١,٦
سلوفاكيا	٦٦	٤١	٢٧	٤٤,٥
سلوفينيا	٣٥	٣٨,٨	١٤	٤٥,٥
بلغاريا	٣٦	١٦,٣	٦	غير متوفرة
الدنمارك	٢٣٦	٤٣,٧	١٠٣	غير متوفرة
بولونيا	٣٥٤	٥٤,٩	١٩٤	غير متوفرة
منطقة الأورو	٩١٧٦	٨٥,٤	٧٨٥٦	غير متوفرة

Les Echos (Paris), 16/1/2012.

(*)

المصدر: Damien Millet et Eric Toussant, *Crise de la Dette: La Seule façon d'en sortir* (Paris: Seuil, 2012), p. 16.

وتمثل ألمانيا من حيث القيمة المطلقة الدولة الأكثر مديونية في منطقة الأورو، إذ بلغت مديونيتها ٢,٠٧٩ مليار أورو، وتحتل بذلك المرتبة الثالثة للاقتصاد الأكثر مديونية في العالم بعد الولايات المتحدة الأمريكية واليابان. وتليها في منطقة الأورو إيطاليا بمديونية بلغت ١٨٤٣ مليار أورو، ثم فرنسا بمديونية بلغت ١٥٩١ مليار أورو (١٦٤٦ مليار أورو في السداسي الأول من ٢٠١١). وأما ديون اليونان فتقدر بـ ٣٤٠ مليار أورو، وقد عجزت الدولة عن الوفاء بتسديد الالتزامات المتعلقة بهذه المديونية - خدمات الديون - وهي الشرارة التي فجرت أزمة الديون السيادية في منطقة الأورو. وتمثل نسبة ديون اليونان إلى الناتج الداخلي الخام ١٤٤,٩ بالمئة، وهي النسبة الأعلى في منطقة الأورو، والمرتبة الثانية عالمياً بعد اليابان. تليها الديون الإيطالية بنسبة ١١٨,٤ بالمئة.

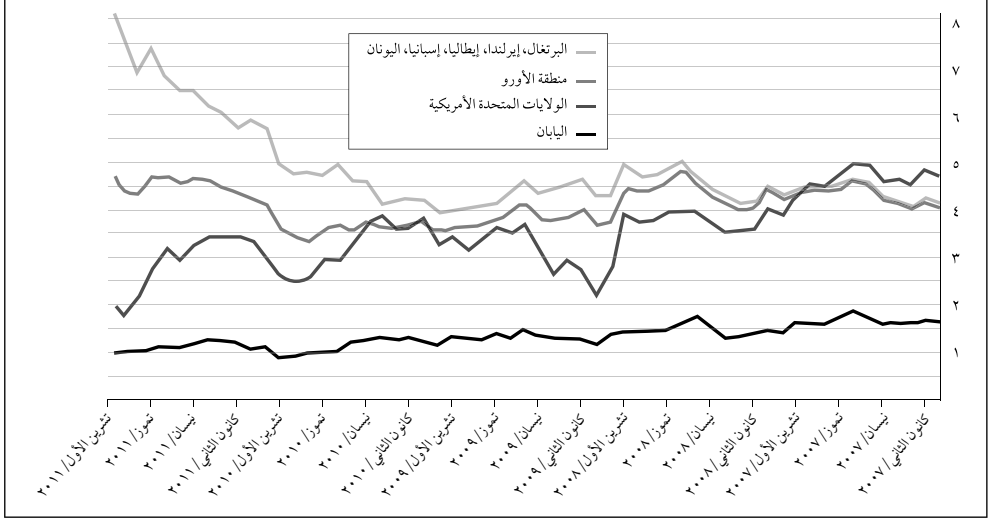
أما ما زاد من حدة المديونية في منطقة الأورو، فهو إقدام البنك المركزي الأوروبي على إقراض البنوك الأوروبية خلال الفترة ٢٠٠٧ - ٢٠٠٩، بمعدلات فائدة منخفضة جداً، لتفادي إفلاسها وتوفير السيولة، والتي قامت بدورها بإقراض جزء من هذه القروض بأسعار فائدة مرتفعة إلى الدول الأوروبية التي تعاني عسراً مالياً، ولا سيما اليونان^(١٠)، ما زاد في ثقل أعباء المديونية.

وبمقارنة معدلات الفائدة في الدول الأكثر مديونية في منطقة الأورو (اليونان، البرتغال، إيرلندا، إيطاليا وإسبانيا) في المتوسط نجد أنها أعلى من معدلات الفائدة المطلوبة على القروض السندية المصدرة من طرف اليابان والولايات المتحدة الأمريكية ومتوسط معدل الفائدة لمنطقة الأورو، كما هو موضح في الشكل الرقم (١).

(١٠) المصدر نفسه، ص ٩٢.

الشكل الرقم (١)

مقارنة بين معدلات الفائدة للسندات طويلة الأجل (١٠ سنوات)
للدول الأكثر مديونية في منطقة الأورو مع اليابان والولايات المتحدة الأمريكية



المصدر: Céline Antonin, «Une Crise générale des dettes souveraines ou des crises nationales,» *Cahiers Français*, no. 336 (janvier-février 2012), p. 13.

وعلى إثر الهلع والارتباك الذي تسببت به الأزمة في أوساط المتعاملين في الأسواق المالية، ارتفعت معدلات الفائدة وفقاً لمعادلة ارتفاع الخطر الذي يزيد من ارتفاع العائد المطلوب على السندات العمومية، والمتمثل بمعدل الفائدة، خصوصاً للدول التي تعاني عسراً مالياً ومعرضة أكثر إلى الأزمة (اليونان، البرتغال، أيرلندا). وبناء على ذلك، فإن ارتفاع معدل الفائدة يؤدي إلى زيادة ثقل خدمات المديونية، وهو ما يزيد بدوره من مخاطر عدم القدرة على التسديد الذي يؤدي إلى ارتفاع معدلات الفائدة من جديد. فالمحدد الرئيسي لملاءة الدولة، ليس حجم ديونها فقط، ولكن أيضاً ثقل الفوائد التي يجب تسديدها في آجال محددة. فالدولة التي تمثل مديونيتها ١٠٠ بالمئة من (PIB)، والتي يجب عليها تسديد معدل فائدة ٣ بالمئة، ينبغي عليها أن تخصص ٣ بالمئة من (PIB) لخدمة الديون. بالإضافة إلى أخذها بعين الاعتبار معدل التضخم. فمثلاً كان ينبغي على فرنسا في سنة ٢٠١٠ إنفاق أكثر من ١٣٠ مليار أورو لخدمة الديون العمومية، منها ٥, ٥٠ مليار أورو لتسديد الفوائد و٨٣ مليار أورو لتسديد رأس المال^(١١).

وتعتبر المديونية محركاً تعتمد عليه الدول المتقدمة لتحقيق النمو الاقتصادي. وهو نموذج النمو الحالي في الدول المتقدمة، وخصوصاً في الولايات المتحدة الأمريكية وأوروبا. وقد أدى تبني خيار المديونية كمحرض للنمو الاقتصادي، خصوصاً بعد تدني الإنتاج الصناعي في دول أوروبا بسبب نقل

(١١) المصدر نفسه، ص ١٢٣.

الاستثمارات إلى الدول الناشئة للاستفادة من مزايا في التكلفة، إلى حدوث ارتفاع في المديونية بشكل كبير، وخصوصاً المديونية الخارجية بغض النظر عن كونها عمومية أو خاصة.

٣- الانعكاسات السلبية للأزمة المالية والاقتصادية العالمية والمتبوعة بانكماش اقتصادي

تعدّ الأزمة المالية والاقتصادية العالمية التي حدثت في سنة ٢٠٠٧ في الولايات المتحدة الأمريكية، أزمة شاملة مست في الوقت نفسه عدة أسواق مالية في دول عديدة. وبدأت بحدوث انخفاض حاد في أسعار العقارات المصحوبة بتفاقم في القروض الخطيرة. وعلى إثرها أصبحت المؤسسات المالية معرضة للخطر، فبدأت بتقليص عمليات الإقراض البنينة وفرض علاوات مخاطرة مرتفعة على عمليات الإقراض للأفراد والمؤسسات. وتعتبر النتيجة الرئيسة التي صاحبت الأزمة، هي تقييد منح القروض للأفراد والمؤسسات من طرف البنوك.

وبدأت تنتشر الأزمة في الأسواق المالية، وتحملت المؤسسات المالية المرتبطة بهذه الأسواق المالية خسارة كبيرة في رأسمالها، فضلاً عن حدوث انخفاض حاد في أسعار أصولها المالية، ما أدى إلى إفلاس العديد من البنوك، في حين جرى إنقاذ بعضها الآخر بتدخل الدول عبر مخططات إنقاذ بعض البنوك وتأميمها. ويعتبر البنك الأمريكي «ليمان براذرز» (Lehman Brothers) أكبر البنوك في الولايات المتحدة الأمريكية الذي أعلن إفلاسه في شهر تشرين الثاني/نوفمبر ٢٠٠٨.

لقد نتج من ذلك أزمة ثقة في الوسط المالي، أدت إلى اختفاء السيولة النقدية في الأسواق المالية. وانتقلت الأزمة من أزمة مالية إلى أزمة اقتصادية بانتقالها إلى الاقتصاد الحقيقي، أي قطاع الإنتاج والخدمات، فتقليص عمليات الإقراض من طرف البنوك من جراء تضررها من القروض الخطيرة التي بحوزتها، أدى إلى ارتفاع تكاليف التمويل، ومن ثمّ تباطؤ النمو الاقتصادي والدخول في وضعية الانكماش الاقتصادي. وعلى إثر ذلك سارعت السلطات النقدية في الولايات المتحدة الأمريكية، ودول أوروبا، إلى تدعيم البنوك بما يقارب ١٤٠٠٠ مليار دولار بين سنة ٢٠٠٧ وسنة ٢٠١٠، من أجل الحفاظ على الثقة في النظام البنكي^(١٢)، ولتفادي انهيار عرض النقود. كما قامت الدول ذاتها بوضع مخططات إنعاش اقتصادي لبعث النمو الاقتصادي والخروج من حالة الانكماش.

وقد ترتب على الأزمة المالية والاقتصادية العالمية أعباء ميزانية غير مسبوقة تمثلت بانخفاض الإيرادات الجبائية (حالة الانكماش) وارتفاع الأعباء الاجتماعية (البطالة)، بالإضافة إلى الأعباء الإضافية المرتبطة بتدابير دعم النشاط الاقتصادي وإنقاذ النظام البنكي.

وتقدر التكلفة المباشرة للأزمة المرتبطة بنفقات إنقاذ النظام البنكي (تحمل الدولة جزءاً من ديون البنوك وشراء أصول مشكوك فيها) ب ٦, ٤ بالمئة من (PIB) في ألمانيا، و ١, ٦ بالمئة في المملكة المتحدة، و ٥, ٣ بالمئة في الولايات المتحدة الأمريكية، و ٥ بالمئة في الاتحاد الأوروبي. وقد أثرت هذه

(١٢) Sophie Brana, «A l'origine, une Crise financière suivie d'une récession», *Les Echos*, Hors série no. 8 (Janvier 2012), p. 5.

التدابير في الميزانية العمومية في كل من إيرلندا، والدنمارك، وبلجيكا، وهولندا، والنمسا، وألمانيا، حيث تمثلت تكلفة تدعيم النظام البنكي في إيرلندا بأكثر من ٢٠ بالمئة من (PIB)، ما أدى إلى حدوث عجز في الميزانية قدره ٤, ٣٢ بالمئة من (PIB) في سنة ٢٠١٠. وانتقلت على إثرها المديونية العمومية من ٢٥ بالمئة من (PIB) في سنة ٢٠٠٧ إلى ٩٤, ٩ بالمئة من (PIB) في سنة ٢٠١٠^(١٣).

الجدول الرقم (٣)

نسبة (بالمئة) تطور المديونية إلى (PIB) في بعض دول منطقة الأورو بين ٢٠٠٧ و ٢٠١٠

الدول	النمسا	بلجيكا	فرنسا	ألمانيا	اليونان	إيرلندا	إيطاليا	هولندا	البرتغال	إسبانيا	منطقة الأورو
٢٠٠٧	٥٩,٤	٨٤	٦٣,٨	٦٥,١	٩٤,٨	٢٥	١٠٣,٥	٤٥,٦	٦٣,٥	٣٦,٢	٦٦
٢٠٠٨	٦٢,٥	٨٩,٦	٦٨	٦٥,٩	٩٧,٦	٤٣,٢	١٠٥,٨	٥٨,٢	٦٦,٤	٣٩,٥	٦٩,٣
٢٠٠٩	٧٠,٤	٩٥,٧	٧٥,٢	٧٣,٤	١٠٣,٤	٦١,٢	١١٣	٥٧	٧٥,٤	٥٠,٨	٧٧,٧
٢٠١٠	٧١,٨	٩٦,٢	٨٢,٣	٨٣,٢	١٤٤,٩	٩٤,٩	١٨,٤	٦٢,٩	٩٣,٣	٦١	٨٥,٤
نسبة الزيادة بين ٢٠١٠ و ٢٠٠٧	٢٦,٦	٢٠,١	٢٧,٧	٢٠,٠	٢١,٣	٢١٨,٨	١٢,٥٢	٣٨,٤	٢٨,٣	٧٢,١	٢٠

المصدر: François Chesnais, *Les Dettes illégitimes, quand les banque font main basse sur les politiques publiques* (Paris: Raisons d'agir, 2011), p. 78.

يُلاحظ في الجدول الرقم (٣) أن معدل نمو الديون العمومية في أغلب دول منطقة الأورو يتقارب مع متوسط معدل نمو منطقة الأورو المقدر بـ ٢٦ بالمئة، باستثناء إيرلندا التي سجّلت مديونيتها ارتفاعاً كبيراً جداً يقدر بـ ٢١٩ بالمئة، ثمّ تليها إسبانيا بارتفاع قدره ٧٢ بالمئة. ويعود هذا الارتفاع إلى النموذج الذي اتبعته كل من الدولتين، وهو النموذج نفسه المتبع في أمريكا وبريطانيا، نموذج النمو الاقتصادي عن طريق المديونية والاعتماد على قطاع العقارات كركيزة أساسية لتحقيق النمو. ولذا فإن إسبانيا وإيرلندا تأثرتا بحدوى الأزمة المالية والاقتصادية العالمية لسنة ٢٠٠٧ وما بعدها بشكل كبير. ويعود تفاقم المديونية العمومية في كلتا الدولتين أيضاً إلى تحملها الديون الخاصة - ديون البنوك وديون مؤسسات الرهونات العقارية^(١٤).

كما يعزى ارتفاع المديونية العمومية في فرنسا إلى مخطط الإنقاذ الموجه إلى البنوك، والمقدر بـ ١١٠ مليارات أورو، بسبب الأزمة المالية العالمية، بالإضافة إلى الإعفاءات الجبائية الممنوحة للمؤسسات الاقتصادية من أجل بعث النمو الاقتصادي، ومنها علاوة الاسترجاع (Prime à la Caisse) والمقدّرة بحدود ٦,٥ مليار أورو في سنة ٢٠١٠، والتي كان الهدف منها تدعيم قطاع صناعة السيارات

(١٣) François Chesnais, *Les Dettes illégitimes, quand les banque font main basse sur les politiques publiques* (Paris: Raisons d'agir, 2011), p. 77.

(١٤) المصدر نفسه، ص ٧٧.

الذي يعتبر أحد الأعمدة التي يقف عليها الاقتصاد الفرنسي، فضلاً عن ارتفاع نفقات الحماية الاجتماعية المرتبط بالبطالة وتدعيم الشغل^(١٥).

ويعود الارتفاع المتزايد لنسبة المديونية مقارنة بالنتائج الداخلي الخام من جهة أخرى إلى الانخفاض المسجل في النتائج الداخلي الخام في أغلب دول منطقة الأورو، وهو ما يوضحه الجدول الرقم (٤) بحسب تقديرات كل من الاتحاد الأوروبي وصندوق النقد الدولي.

الجدول الرقم (٤)

تقديرات نمو (PIB) (بالمئة) في منطقة الأورو

٢٠١٢	٢٠١١	٢٠١٠	٢٠٠٩	٢٠٠٨	
١,٨	١,٥	١,٠	٤,١ -	٠,٦	صندوق النقد الدولي
١,٨	١,٥	٠,٩	٤,٠ -	٠,٦	الاتحاد الأوروبي

وتعد معدلات نمو الناتج الداخلي الخام مهمة مقارنة بنسبة المديونية إلى (PIB) في منطقة الأورو، والمقدرة مثلاً بالنسبة إلى عام ٢٠١٠ ب ٤,٨٥ بالمئة.

ويعزى هذا الانخفاض في الناتج الداخلي الخام إلى انخفاض النفقات العمومية وارتفاع الضغط الجبائي وكبح الأجور، وهو ما أدى إلى انخفاض الطلب، ومن ثمّ تقليص حجم النشاط الاقتصادي^(١٦). وقد ترتب على هذا الانكماش الاقتصادي زيادة النفقات العمومية، وانخفاض في الإيرادات العمومية، فضلاً عن تعميق فجوة العجز في الميزانية العمومية وارتفاع معدل البطالة^(١٧).

ثالثاً: الدور الذي قامت به الأسواق المالية ووكالات التصنيف الائتماني

انفجرت أزمة الديون في منطقة الأورو بسبب الإفراط في المديونية من طرف الحكومات والهيئات التابعة لها، حتى أصبحت بعض الحكومات غير قادرة على تسديد خدمات الديون، بمعنى إفلاسها الجزئي (اليونان، البرتغال، إيرلندا). وما زاد في تفاقم الأزمة هو صعوبة الحصول على الأموال في السوق المالية بشروط مناسبة (أسعار الفائدة، وعلاوة المخاطر، وعلاوة التأمين) من جراء تخوف المستثمرين، وخصوصاً في ظلّ القرارات التي اتخذتها وكالات التصنيف الائتماني بإعادة تصنيف الديون العمومية للدول الأعضاء في المنطقة، ما يعني وجوب رفع معدلات الفائدة وعلاوات التأمين المرتبطة بالديون العمومية، والمطالب بها من طرف المستثمرين. وبما أن تخفيض التصنيف يعني بالنسبة إلى المستثمرين

Filoché and Chavigné, *Dette Indigne: Dix Questions, dix réponses*, pp. 67-68. (١٥)

Patricie Artus, «Quelle Solution autre que des politique économique très restrictives,» *Revue Problèmes économique*, no. 3001 (septembre 2010), p. 30. (١٦)

Jérôme Creel, «Les Politique budgétaires: De La relance la rigueur,» *Cahiers Français*, no. 359 (novembre-décembre 2010), p. 28. (١٧)

ارتفاع خطر عدم التسديد وفقاً لقاعدة العائد والمخاطر في عمليات الاستثمار، فإن ارتفاع الخطر يؤدي إلى ارتفاع العائد المطلوب على الاستثمار. وعليه، فإن الأسواق المالية ووكالات التصنيف الائتماني مارست دوراً حيوياً في التأثير السلبي في الأزمة وتعميقها. ويمكن إبراز هذا الدور بالنقاط الآتية:

١ - ارتباط تمويل الدول بالأسواق المالية ووكالات التصنيف الائتماني^(١٨)

جعل اعتماد الدول في منطقة الأورو، في تمويل مشاريعها الكبرى وتغطية عجز ميزانياتها، على الأسواق المالية بإصدار أذونات الخزينة القصيرة والمتوسطة الأجل وسندات الدولة طويلة الأجل، هذه الدول خاضعة للتأثير المعنوي للأسواق المالية (L'influence morale)، وأن تسعى إلى اتخاذ قرارات وتدابير اقتصادية لضمانة الأسواق المالية. وتعود هذه السيطرة الضمنية للأسواق المالية على عمليات التمويل في الدول الأوروبية، إلى اتفاقيات تكوين الاتحاد الأوروبي وإنشاء منطقة الأورو.

تنص المادة ٦٣ على حرية تنقل رؤوس الأموال، ليس فقط بين دول الاتحاد وبقية دول العالم. وتنص المادة ١٢٣، الفقرة ١، من نفس الاتفاقية على منع قيام البنك المركزي الأوروبي بمنح أي شكل من أشكال الإقراض إلى دول الأعضاء أو الإدارات العمومية التابعة لها. كما تنص أيضاً على منع حيازة البنك المركزي الأوروبي المباشرة لسندات الديون العمومية لهذه الدول (الشراء من السوق الأولية). كما تنص المادة ١٢٥، الفقرة ١، على منع قيام دول الاتحاد الأوروبي بإقراض أي دولة داخل الاتحاد. وتنص المادة ١٢٢، الفقرة ٢ أيضاً، على أنه يسمح للاتحاد الأوروبي بتقديم قروض إلى دولة عضو فقط إذا واجهتها صعوبات أو تهديدات خطيرة كالكوارث الطبيعية والظروف الخاصة التي تفلت عن أي مراقبة من أجل تمويل عجز الميزانية. وعلى هذا الأساس لم يبقَ من سبيل أمام الدول الأعضاء في الاتحاد الأوروبي للحصول على احتياجاتها التمويلية إلا اللجوء إلى الأسواق المالية.

أما بالنسبة إلى وكالات التصنيف الائتماني فإن دورها الأساسي يظهر جلياً من المكانة المركزية التي يحتلها التصنيف الائتماني في التنظيم المالي (La Règlementation finance)، الذي يشترط الأخذ بعين الاعتبار التصنيف الائتماني في عمليات الشراء، وذلك من خلال منع حيازة أو شراء أصول مالية ذات تصنيف ائتماني أدنى من مستوى معين، وهي التدابير المتفق عليها من طرف لجنة «بازل» (Comité de Bâle) في سنة ٢٠٠٠، والتي كرّست الدور الأساسي لعملية التصنيف الائتماني في معاملات الأسواق المالية.

وعلى إثر تأزم الوضع المالي للدول الأعضاء في منطقة الأورو، أصبح بإمكان البنك المركزي الأوروبي التدخل في السوق الثانوية لشراء سندات الدولة، ولكن بشرط أن لا يكون تصنيفها أقل من الرتبة «BBB»، بمعنى أنها تكون سندات استثمار، ولا تتخطى ذلك لتصبح سندات مضاربة في بادئ الأمر.

(١٨) Norbert Gaillard, «Marchés Financiers et agences de notations», Cahiers français, no. 366 (janvier - février 2012), p. 28.

وتعتبر مؤسسة موديز (Moody's) وفيتش (Fitch)، وستاندارد أند بورز هي المؤسسات الرئيسية في العالم التي تحوز ٩٥ بالمئة من أعمال هذا القطاع في العالم، وهي التي تقدّر الخطر المرتبط بمؤسسة أو منتج مالي أو دولة بمنح تصنيف معين بحسب درجة الخطر والمقدر على أساس مؤشرات اقتصادية ومالية^(١٩).

الجدول الرقم (٥)

سلم التصنيف الائتماني الممنوح من طرف وكالات التصنيف الائتماني في ٢٠١٢/١/١٥

مثال عن تصنيف S & P	خطر عدم القدرة على التسديد	التفسير	S & P/Fitch		Moody's	صنف السند
ألمانيا، فنلندا، هولندا، فرنسا، إستونيا، النمسا، سلوفينيا، إسبانيا، روسيا، إيطاليا، إيرلندا، البرتغال، قبرص	حدّ أدنى	نوعته أولى	AAA	AAA	AAA	استثمار
	ضعيف جداً	نوعية عالية	AA	AA	AA	
	ضعيف	نوعية متوسطة عالية	A	A	A	
	ضعيف	نوعيته متوسطة دنيا	BBB	BBB	BAA	مضاربة أو مرتفع العائد
	خطر بارز	مضارب	BB	BB	BAa	
	مرتفع	مضارب جداً	B	B	B	
اليونان	مرتفع جداً	مضارب أقصى حدّ	CCC	CCC	CAA	مضاربة أو مرتفع العائد
			CC	CC	CA	
			C		C	

Les Echos, 16/1/2012.

المصدر:

وعلى هذا الأساس فإن اللجوء المتزايد إلى الأسواق المالية لتغطية العجز في الميزانيات زاد في تبعية الدول الصناعية إلى الأسواق المالية، ومن ثمّ خضوعها إلى التقييم من طرف مؤسسات التصنيف الائتماني.

٢ - آليات تأثير الأسواق المالية ووكالات التصنيف الائتماني

في أزمة الديون في منطقة الأورو

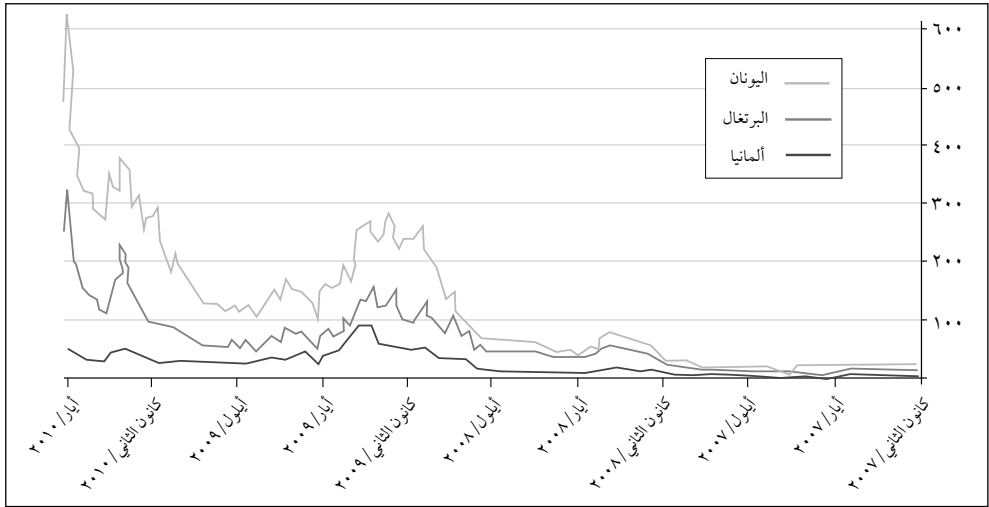
في أعقاب الأزمة الاقتصادية (٢٠٠٧ وما بعدها) لجأت الدول الأوروبية إلى عمليات الإصدار السندي بشكل كبير لسد احتياجاتها التمويلية، فارتفعت ما بين ٢٠٠٧ و ٢٠٠٩ احتياجات التمويل على المدى المتوسط والطويل، وذلك بالنسبة إلى البرتغال، وإيطاليا، وفرنسا، واليونان، وإسبانيا، وذلك

(١٩) المصدر نفسه، ص ٦٠.

بالنسب التالية (وعلى التوالي)، ٣٤ بالمئة، ٤٥ بالمئة، ٥٣ بالمئة، ٧٠ بالمئة و٣٤٨ بالمئة. وعليه فإن ارتفاع المديونية العمومية، وتوقع حالة الانكماش الاقتصادي، أديا إلى ارتفاع حادّ لعلاوة المخاطرة وعلاوة التأمين (Crédit défaut swaps (CDS))^(٢٠) المرتبطة بمخاطر عدم قدرة المصدر (الديون السيادية) على التسديد^(٢١).

الشكل الرقم (٢)

تطور سعر علاوة التأمين CDS المرتبطة بالسندات ذات الأجل ١٠ سنوات - على أساس ١٠٠ نقطة في سنة الأساس



المصدر: Norbert Gaillard, «Marchés Financiers et agences de notations», Cahiers Français, no. 366 (janvier - février 2012), p. 25.

بالنسبة إلى علاوة التأمين (CDS) المرتبطة بالديون اليونانية ذات الأجل ١٠ سنوات، فقد ارتفعت بنسبة ١٢٢ بالمئة خلال الثلاثي الأخير من عام ٢٠٠٩، وذلك إثر تصريح رئيس الحكومة اليونانية في ما يتعلق بتصحيح العجز في الميزانية الذي أعلن عنه في تشرين الأول/أكتوبر ٢٠٠٩ وذلك بنسبة ٧,٧ بالمئة بدلاً من ٥ بالمئة كما تم التصريح به من قبل. وعلى إثر هذه الأحداث قامت وكالات التصنيف الائتماني بإجراء تخفيض ثانٍ لتصنيف الديون اليونانية في كانون الأول/

(٢٠) علاوة التأمين (-CDS- Crédit défaut swaps): تعتبر من صنف المشتقات المالية. وهي بمثابة تأمين يحمي المستثمر ضدّ خطر عدم قدرة المصدر على تسديد الدين. وما يميّزها من التأمين الكلاسيكي هو أنه ليس من الضروري عند حيازة CDS حيازة أيضاً السندات المعنية. وعلى هذا الأساس يمكنها أن تكون أصل للمضاربة على عدم قدرة المصدر على التسديد، ويمكن بيع CDS منفصلاً عن السند.

Gaillard, «Marchés Financiers et agences de notations», p. 25.

(٢١)

ديسمبر ٢٠٠٩. كما ارتفعت علاوة التأمين المرتبطة أيضاً بالديون الإيطالية والبرتغالية والإسبانية بنسبة ٦٨ بالمئة في المتوسط^(٢٢).

أصبح خطر الديون السيادية هو الانشغال الأوّل للأسواق المالية ووكالات التصنيف الائتماني. فالأسواق المالية استهدفت في البداية الدول الهشة كاليونان التي يحوم حولها الشكّ في عدم قدرتها على تسديد الديون. وعلى هذا الأساس تشترط السوق المالية معدلات فائدة عالية لإقراضها، وما زاد في تأثير الأسواق المالية في حدة المديونية هو اتجاهات المضاربة المتزايدة على السندات اليونانية في ٢٠١٠، وعلاوة المخاطرة (CDS) المرتبطة بها، ما أجبرها على اللجوء إلى الدول الأعضاء في الاتحاد الأوروبي لإقراضها الأموال التي أبت أن تقدّمها إليها الأسواق المالية، وبالنظر إلى أسعار الفائدة العالية جداً التي فرضتها آليات السوق، حيث بلغت أعلى قيمة في تشرين الثاني/نوفمبر ٢٠١١ نسبة ٢٥ بالمئة^(٢٣).

على الرغم من تبني اليونان لمخطط تقشف، إلا أنها لم تتمكن من الوصول إلى تقليص العجز في الميزانية، ما بعث الشكّ من جديد في أوساط المستثمرين ووكالات التصنيف الائتماني، وأدى إلى حدوث ارتفاع آخر في علاوة التأمين، وتخفيض التصنيف الائتماني لليونان. وعلى إثر ذلك تخطت الديون اليونانية صنف الاستثمار إلى ديون مضاربة، وذلك في نيسان/أبريل ٢٠١٠، ما زاد في تعقيد مهمة البنك المركزي الأوروبي في مساعدة اليونان، إذ لم يكن يمكنه - في إطار عمليات السوق المفتوح - التدخل لشراء سندات غير مضمونة تعدت عتبة تصنيف الاستثمار وأصبحت سندات مضاربة^(٢٤).

وتبعاً للتأثير المعنوي الذي مارسه الأسواق المالية ووكالات التصنيف الائتماني، أُجبر البنك المركزي الأوروبي - في محاولة منه لتهدئة الأسواق المالية في ١٠ أيار/مايو ٢٠١٠ - على قبول السندات اليونانية في إطار عمليات السوق المفتوح، بغض النظر عن تصنيفها الائتماني. كما فرضت السوق المالية ووكالات التصنيف الائتماني منطقتها على الاتحاد الأوروبي وصندوق النقد الدولي اللذين قدّما دعماً مالياً قدره ١١٠ مليارات أورو على مدار ثلاث سنوات. وجرى الإعلان في ٢١ تموز/يوليو ٢٠١١، من أجل تهدئة الأوضاع في الأسواق المالية، عن احتمال مساهمة الدائنين الخواص لليونان (صناديق الاستثمار، البنوك، شركات التأمين) في منطقة الأورو، بتخفيض ٢١ بالمئة من الديون اليونانية. غير أن هذا الحدث لم يؤثر في آليات السوق بسبب خوف المستثمرين الكبير من المخاطر الكبيرة لعدم قدرة اليونان على التسديد، فضلاً عن تخوّفها من احتمال انتقال العدوى إلى دول أخرى، كإسبانيا وإيطاليا. وفي محاولة منه لتخفيف آثار الأزمة وضغط الأسواق المالية، قام البنك المركزي الأوروبي في بداية شهر آب/أغسطس ٢٠١١ بالتدخل في السوق الثانوية، بالاستحواذ على ما يعادل ١٠٠ مليار أورو من السندات الإسبانية والإيطالية، ما سمح بتفادي ارتفاع معدلات الفائدة على سندات هذه الدول، وذلك مقابل قيام كلّ من الدولتين بإصلاحات اقتصادية صارمة، تندرج في إطار تقليص العجز في الميزانية.

(٢٢) المصدر نفسه، ص ٢٥.

(٢٣)

(٢٤)

Les Echos (3 novembre 2011).

Gaillard, Ibid., p. 27.

كما تم في الفترة الممتدة بين آذار/ مارس ٢٠١١ وأيلول/ سبتمبر ٢٠١١ تخفيض التصنيف الائتماني للديون العمومية لدول أخرى في منطقة الأورو، وهي إيرلندا، وإسبانيا، والبرتغال، وقبرص. وارتفعت إثر ذلك أسعار الفائدة على السندات البرتغالية من ٩, ٦ بالمئة في أول شباط/ فبراير ٢٠١١ إلى ٥, ٨ بالمئة في أول نيسان/ أبريل ٢٠١١. كما تم في ١٨ تشرين الأول/ أكتوبر ٢٠١١ تخفيض التصنيف الائتماني لكل من إسبانيا وإيطاليا. وأصبحت معدلات الفائدة على السندات الإيطالية ٧ بالمئة بعد أن كانت ٤ بالمئة^(٢٥).

أما الأثر الكبير الذي أحدثته وكالات التصنيف الائتماني في أزمة منطقة الأورو، هو إقدام وكالة ستاندارد أند بورز على تخفيض التصنيف الائتماني لتسع دول في يوم واحد (في ١٥ كانون الثاني/ يناير ٢٠١٢)، بما فيها دول محورية كفرنسا. واعتُبر هذا القرار بمثابة تخفيض التصنيف الائتماني لمنطقة الأورو، وليس لبعض الدول فقط. ويُعدّ هذا القرار انعكاساً للصراع السياسي القائم بين الأطراف المتحاوره، وخصوصاً بين ألمانيا وفرنسا حول آليات معالجة الأزمة بالنظر إلى الوضع الهشّ لموقف فرنسا. وعلى إثرها أُجبرت فرنسا على تطبيق مخطط تقشف أكثر صرامة. ويرى المحللون الاقتصاديون في بنك رويال (Royal Bank) في اسكتلندا أن قرار ستاندارد أند بورز يعود إلى عدم كفاية الحلول المقدمة من طرف القادة السياسيين للأزمة، وهو ما يؤكده مورتيز كرامر (Mortiz Kramer) المكلف بشؤون أوروبا لدى ستاندارد أند بورز، والذي صرّح بعد اجتماع القمة الأوروبية المنعقدة في ٩ كانون الأول/ ديسمبر ٢٠١١ بأن الجو السياسي في منطقة الأورو لم يكن في مستوى التحديات المتنامية للأزمة. وجاء في تعليق لوكالة ستاندارد أند بورز بعد التخفيض الذي طال تسع دول أوروبية، أن تشخيص أسباب الأزمة غير كافٍ، وتؤكد أن مسار الإصلاحات المبني على ركيزة واحدة، وهي سياسات التقشف، لم يؤدّ إلى تحقيق الهدف المنشود في معالجة جذور الأزمة^(٢٦).

سيزيد تخفيض التصنيف الائتماني لهذه الدول من مخاطر تفاقم أزمة الديون من جراء ارتفاع معدلات الفائدة، وبالتالي زيادة خدمات الديون من جهة، وصعوبة إيجاد التمويل اللازم في ظلّ المضاربة بالنسبة إلى بعض الدول ذات الوضع الهشّ كاليونان، والبرتغال، وإسبانيا، وإيطاليا. وقد بلغت احتياجات هذه الأخيرة المالية بحسب مورتيز كرامر ١٣٠ مليار في الثلاثي الأول من ٢٠١٢، و٣٠٠ مليار أورو حتى نهاية سنة ٢٠١٢. كما أنّ إبقاء التصنيف الائتماني لألمانيا (AAA) على حاله، يزيد من مركزها القوي واستمرارها في فرض منطقتها في حلّ الأزمة، وهو الحلّ عن طريق الميزانية. وقد بدا هذا الحلّ في الوهلة الأولى غير مجدٍ، وخصوصاً بعد النتائج المسجلة في اليونان والبرتغال، والتي أفضت إلى تراجع النمو بشكل كبير وارتفاع حدة الانكماش الاقتصادي، وذلك أن سياسة التقشف تؤدي إلى تخفيض الطلب الداخلي، وفي بعض الحالات التصدير أيضاً، في كلّ دول المنطقة، وهو ما ينجم عنه حتماً انكماش اقتصادي^(٢٧).

(٢٥) المصدر نفسه، ص ٢٧.

(٢٦) Catherine Chatignox, «La Décision de standard et poor's risque de renforcer les divisions au sein de la zone euro.» *Les Echos*, 16/1/2012.

Filoché and Chavigné, *Dette Indigne: Dix Questions, dix réponses*, p. 35.

(٢٧)

وفي تصريح لبارت أوستيرفيلد (Bart Oosterveld)، المسؤول العام لتصنيف الديون السيادية لدى وكالة ستاندارد أند بورز، في جريدة *le quotidien d'économie les échos* بعد تراجع التصنيف الائتماني لمنطقة الأورو، أن احتمال عدم القدرة على التسديد الجزائي المتعدد - لأغلب دول منطقة الأورو - غير مستبعد. كما أضاف أيضاً أنه على الرغم من محاولات إبعاد المنطقة عن الانفجار من قبل الدول المهيمنة في المنطقة ذاتها، فستكون هناك سلسلة من الصدمات التي ستحول دون اللجوء إلى السوق المالية (سوق الديون العمومية) لعدد متزايد من الدول. وكذلك صعوبة تبني برامج تمويل جديدة بين الدول الأعضاء، وذلك أن أغلب دول منطقة الأورو معنية بالأزمة. وعليه فإن كلاً من الأسواق المالية ووكالات التصنيف الائتماني تُعد أيضاً بمثابة قناة لنقل الأزمة من دولة إلى أخرى^(٢٨).

في تقدير لميلز فيليب (Mills Philippe)، مدير وكالة فرنسا للخزينة (l'agence France tresor)، فإن ارتفاع واحد بالمئة في معدل الفائدة من جراء تخفيض التصنيف الائتماني لفرنسا، سيترجم بارتفاع في خدمات الديون بملياري أورو في السنة الأولى، وفي حدود ٤ مليارات أورو في السنة الثانية، وحتى ١٤ مليار في ١٠ سنوات. وعلى هذا الأساس فإن خفض العجز في الميزانية المعلن من طرف الحكومة، والمقدر بـ ٥, ٤ بالمئة من (PIB) لسنة ٢٠١٢، اعتبر في نظر وكالات التصنيف أمراً متفائلاً جداً، بمعنى أنه لا يمكن إنجازها، لأنه سيعمق بالتالي العجز في الميزانية أكثر، ومن ثم تراكم الديون العمومية^(٢٩).

وعليه فإن الأسواق المالية ووكالات التصنيف الائتماني قامت بدور سلبي في الأزمة من خلال آليات متعددة: أسعار الفائدة، وعلاوة التأمين، وعلاوة المخاطرة، وتخفيض التصنيف الائتماني، والتوقعات الاحتمالية للمستثمرين. كما تُعدّ كلاً من الأسواق المالية ووكالات التصنيف الائتماني قنوات لانتشار الأزمة من دولة إلى أخرى، نظراً إلى سلوك القطيع الذي تتميز به الأسواق المالية من جهة، وتقلص إمكانات الدعم بين الأعضاء، باعتبار أن تكاثر خطر عدم القدرة على التسديد في تزايد مستمر، خصوصاً بعد إعادة التصنيف الأخير للدول التسع.

خاتمة

تعد الأزمة المالية من الظواهر الاقتصادية المعقدة، ويشكل تحليلها إحدى أهداف الاقتصاد الكلي أو النظرية الاقتصادية الكلية، وذلك إلى جانب بعض محاولات التحليل الجزئي.

فالتحليل الاقتصادي الكلي، يرى أن الأزمة المالية هي عبارة عن هلع يحدث في الوسط المصرفي، بسبب نقص السيولة العائد إلى صعوبة تحويل الودائع إلى سيولة، أو إفلاس إحدى المؤسسات المالية. ويعبر هذا التحليل عن وجهة نظر نقدية محض. بينما النظرة الثانية في إطار التحليل الكلي تركز على سوق القروض، باعتبار أن الأزمة المالية هي إحدى مكونات الدورة الاقتصادية عندما تكون في مرحلة الانحدار، في حين يُعزى انتشار الأزمة إلى هشاشة النظام المصرفي في مقابل مديونية مفرطة على عاتق

الأعوان الاقتصاديين المدنيين وسياسة نقدية مقيدة، حيث إنَّ هذه الحالة تفضي إلى تقليص عرض القروض، ما يؤدي إلى ظهور انكماش اقتصادي.

وبإسقاط هذا التحليل على الحالة الحالية لدول منطقة الأورو، والتي تعتبر مرحلة انكماش أعقبت الأزمة المالية والاقتصادية لسنة ٢٠٠٧، نجد أن أغلب دول هذه المنطقة مثقلة بديون عمومية ناجمة عن العجز المتتابع في الميزانيات العمومية، وبرامج الإنعاش الاقتصادي، ومخططات إنقاذ النظام المصرفي المتضرر من جراء الأزمة سابقة الذكر. فالديون العمومية تفوق الحدود المتفق عليها في اتفاقيات «ماستريخت»، والمقدرة بـ ٦٠ بالمئة، وهذه النسبة تعد بمثابة الخطّ الأحمر الذي لا ينبغي تجاوزه. وفي هذا الصدد يرى فويدمان أن الإفراط في المديونية يزيد من معدلات نمو الإفلاس من دون تحديد سقف معين لحجم الديون التي تؤدي إلى الإفلاس. كما يتسم أيضاً النظام المصرفي الأوروبي بالهشاشة من جراء الآثار السلبية للديون الخطيرة الموروثة عن الأزمة المالية لسنة ٢٠٠٧، ما دفع بالبنوك إلى إعادة النظر في معدلات الفائدة وعلاوات المخاطرة، وهو ما أدى إلى ازدياد عبء المديونية، وأفضى ببعض الدول (اليونان، والبرتغال، وإيرلندا) إلى عجزها عن تسديد ديونها وصعوبة إيجاد مقرضين لتمويل احتياجاتها التمويلية وإعادة التمويل، وخصوصاً في ظل ارتفاع معدلات الفائدة وعلاوات التأمين وعلاوات المخاطرة على القروض. وفي هذا السياق يرى باتريك آرتيس (Patrick Artis) أن ارتفاع معدلات الفائدة وصعوبة الحصول على القروض يؤدي إلى الإفلاس، وليس الإفراط في المديونية، وهو التحليل الذي تؤكدُه وضعية المديونية العمومية لليابان التي تبلغ في حدود ٢٠٠ بالمئة من الناتج الداخلي الخام، ولكنها بمعدلات منخفضة جداً، ولم تفض إلى ظهور بوادر أزمة ديون عمومية.

بينما التحليل الجزئي فيُعرّف الأزمة المالية بأنها عدم قدرة الأسواق المالية على تخصيص أموال المستثمرين، أي افتقار الأسواق المالية إلى الكفاءة التخصيبية بسبب عدم تماثل المعلومات بين المدنيين والدائنين، ما يترتب عليه عنه سوء الاختيار والمخاطرة المعنوية، التي تتفاقم بدورها بسبب عدة عوامل تتمثل بارتفاع معدلات الفائدة، وانخفاض أسعار الأصول المالية، وزيادة اللابقين، وبروز حالة الانكماش غير المتوقعة، وهي الظروف ذاتها التي تميز اقتصاديات الدول في منطقة الأورو بعد الأزمة المالية والاقتصادية لسنة ٢٠٠٧.

أما ما زاد من حدة الأزمة المالية في منطقة الأورو فهو الدور السلبي الذي قامت به الأسواق المالية ووكالات التصنيف الائتماني، وأدى إلى ارتفاع معدلات الفائدة وعلاوة المخاطرة وعلاوات التأمين المرتبطة بالقروض المصدرة من طرف أغلب الدول في منطقة الأورو، وخصوصاً تلك التي تعاني عسراً مالياً كاليونان، والبرتغال، وإيرلندا، وإسبانيا، بالإضافة إلى تخفيض تصنيف الديون العمومية من طرف وكالات التصنيف الائتماني، ما زاد في حدة ارتفاع معدلات الفائدة وعلاوات التأمين وصعوبة الحصول على التمويل اللازم عن طريق الأسواق المالية. وبالتالي فإن الأزمة المالية التي تهبّ اقتصاديات دول منطقة الأورو منذ سنتين، يمكن أن تفضي إلى انهيار نظام العملة الموحدة، وخصوصاً في ظلّ الحلول المقترحة والمبنية على نظرة أحادية مفروضة من طرف ألمانيا، التي تتمثل بالحلّ عن طريق الميزانية الذي يفرض منطقتي التقشف، ما يزيد في حدة الأعباء الاجتماعية وانفجار الوضع الاجتماعي.