



وزارة التعليم العالي و البحث العلمي

جامعة 08 ماي 45 قالمة

كلية العلوم الإقتصادية و التجارية و علوم التسيير

قسم علوم التسيير

مذكرة مقدمة لنيل شهادة ماستر في العلوم التجارية

تخصص: مالية المؤسسة



تأثير أزمة منطة اليورو على أداء

الأسواق المالية الدولية

- دراسة حالة بورصة EURONEXT-PARIS

من إعداد الطالبة:

الدكتورة المشرفة

- مخالفة خديجة

عديلة

مريم

السنة الجامعية: 2013/2012

شكر و تقدير

الحمد لله رب العالمين و الصلاة والسلام على اشرف المرسلين.
أتقدم بجزيل الشكر و عظيم الامتنان و بأسمى عبارات التقدير و الاحترام إلى
أستاذتي الفاضلة: الدكتورة مريمت عديلة جزاها الله خير الجزاء على إسهامها
الكبير في انجاز هذا البحث.
كما أتوجه بخالص شكري و تقديري إلى كل من مد لي يد المساعدة في إتمام
وإنجاز هذا البحث، أسأل الله أن يجزيهم عني خير الجزاء.

الفهرس

المقدمة العامة.....أ					
الفصل الأول: الأسواق المالية الدولية والأزمات المالية.....1					
المبحث الأول: الأسواق المالية الدولية.....3					
المطلب الأول: ماهية الأسواق المالية الدولية.....3					
أولاً: مفهوم الأسواق المالية الدولية.....3					
ثانياً: عوامل قيام وتعزيز الأسواق المالية الدولية.....4					
ثالثاً: خصائص الأسواق المالية الدولية.....4					
رابعاً: ترابط الأسواق المالية الدولية.....5					
المطلب الثاني: تقسيمات الأسواق المالية الدولية.....6					
أولاً: السوق النقدي الدولي.....6					
ثانياً: سوق الاقراض والاقتراض بالعملات الأجنبية.....7					
ثالثاً: سوق السندات الدولية.....8					
رابعاً: سوق الأسهم الدولية.....11					
المطلب الثالث: كفاءة الأسواق المالية.....13					
أولاً: مفهوم كفاءة السوق.....13					
ثانياً: مميزات السوق المالي الكفوء.....13					

14.....ثالثا: متطلبات السوق الكفوء.

رابعا:مستويات كفاءة الأسواق

14.....المالية

المطلب الرابع: مؤشرات الأسواق المالية
15.....

أولا: مفهوم مؤشر سوق الأوراق المالية
15.....

ثانيا: استعمالات مؤشر سوق الأوراق المالية
15.....

ثالثا: أهم المتغيرات الاقتصادية المؤثرة في سوق الأوراق المالية
16.....

رابعا: مؤشرات قياس أداء سوق الأوراق المالية
17.....

المبحث الثاني: الأزمات المالية
20.....

المطلب الأول: ماهية الأزمات المالية
20.....

أولا: مفهوم الأزمات المالية
20.....

ثانيا: عناصر الأزمة المالية
21.....

ثالثا: مؤشرات الأزمات المالية
21.....

رابعا: أهم الأزمات التي تعرض لها الاقتصاد الرأسمالي
22.....

المطلب الثاني: أنواع الأزمات المالية
24.....

أولا: الأزمة المصرفية
24.....

25.....	ثانيا: أزمة العملة		
الأسواق	أزمة	ثالثا:	
	26.....	المالية	
الخارجي	الدين	أزمة	رابعا:
	26.....		
		المطلب الثالث: عدوى الأزمات	
	28.....	المالية	
		أولا: قنوات انتقال الأزمة عبر أقسام النظام المالي	
	28.....	الواحد	
		ثانيا: نماذج العدوى	
	30.....	المالية	
		ثالثا: قنوات انتشار الأزمات	
	31.....	المالية	
		رابعا: تفسير انتقال الأزمات	
	32.....	المالية	
		المطلب الرابع: دور صندوق النقد الدولي في مواجهة الأزمات	
	33.....	المالية	
		أولا: التعريف بصندوق النقد	
	33.....	الدولي	
		ثانيا: دور صندوق النقد	
	33.....	الدولي	
		ثالثا: برامج صندوق النقد الدولي لمواجهة الأزمات	
	34.....	المالية	
		رابعا: المشاكل التي يعاني منها صندوق النقد الدولي	
	35.....		
		الفصل الثاني: اقتصاديات منطقة اليورو وانتشار أزمة الديون السيادية	
	37.....	بالمنطقة	
		المبحث الأول: اقتصاديات منطقة	
	39.....	اليورو	

المطلب الأول: تطور آليات التكامل

الأوروبي.....39

أولاً: قواعد تحرير التجارة في الافتتاح وجماعة الفحم

والصلب.....39

ثانياً: المرحلة الانتقالية للجماعة الاقتصادية-السياسات الجمركية-

.....39

ثالثاً: السياسات الهيكلية

والمشتركة.....40

رابعاً: سياسات تعميق

التكامل.....41

المطلب الثاني: تطور النظام النقدي

الأوروبي.....42

أولاً: نظام الثعبان النقدي.....42

ثانياً: النظام النقدي

الأوروبي.....42

ثالثاً: تقرير ديلاور.....43

رابعاً: اتفاقية الوحدة الأوروبية

"ماستريخت".....43

المطلب الثالث: منطقة

اليورو.....44

أولاً : مؤسسات واتفاقيات

اليورو.....44

ثانياً: معايير الانضمام إلى منطقة

اليورو.....45

ثالثاً: الدول الأعضاء في منطقة

اليورو.....46

رابعاً: الاتحاد المصرفي لمنطقة

اليورو.....46

المطلب الرابع: الاختلالات الاقتصادية لمنطقة اليورو ودول
48....."PIIGS "

أولاً: الاختلالات الاقتصادية لمنطقة
اليورو.....48

ثانياً: دول "PIIGS" وشروط الانضمام لمنطقة اليورو
48.....

ثالثاً: أسباب الاختلالات في منطقة اليورو
49.....

رابعاً: آليات التسوية بمنطقة اليورو
51.....

المبحث الثاني: أزمة منطقة اليورو
52.....

المطلب الأول: أزمة الديون السيادية
باليونان.....52

أولاً: بوادر الأزمة
اليونانية.....52

ثانياً: أسباب أزمة اليونان.....54

ثالثاً: خطة إنقاذ اليونان.....55

رابعاً: الهياكل الأوروبية لتجاوز الأزمة
56.....

المطلب الثاني: انتقال الأزمة لباقي منطقة
اليورو.....57

أولاً: الأزمة في
ايرلندا.....57

ثانياً: الأزمة في
البرتغال.....60

ثالثاً: الأزمة في اسبانيا.....62

رابعاً: الأزمة في

إيطاليا.....64

المطلب الثالث: انتقال الأزمة وانعكاساتها على باقي دول منطقة

اليورو.....67

أولاً: انتقال الأزمة

لقبرص.....67

ثانياً: انتقال الأزمة

لسلوفينيا.....70

ثالثاً: انعكاسات الأزمة على فرنسا

.....72

رابعاً: انعكاسات الأزمة على

ألمانيا.....74

المطلب الرابع: تداعيات الأزمة على المؤشرات الاقتصادية المؤثرة على

الأسواق المالية.....78

أولاً: تأثير الأزمة على عجز

الموازنة.....78

ثانياً: تأثير الأزمة على معدل

التضخم.....78

ثالثاً: تأثير الأزمة على سعر صرف اليورو/

الدولار.....80

رابعاً: تأثير الأزمة على الناتج المحلي

الإجمالي.....81

الفصل الثالث : تحليل أزمة منطقة اليورو على أداء بورصة -euronext

.....83 paris

المبحث الأول: الإطار النظري لبورصة -euronext

.....85 paris

المطلب الأول: السوق المالي الأوروبي

.....85 euronext

- أولاً: التعريف ببورصة
85.....euronext
- ثانياً: تنظيم بورصة
86.....euronext
- ثالثاً: مؤشرات euronext-paris حسب
البلدان.....86
- 87.....euronext رابعاً: مواعيد عمل
- المطلب الثاني: بورصة باريس - euronext
89.....paris
- أولاً: التعريف ببورصة - euronext
89.....paris
- ثانياً: تنظيم بورصة - euronext
89.....paris
- ثالثاً: أنواع المنتجات المالية في بورصة - euronext
91.....paris
- رابعاً: أهم مؤشرات بورصة - euronext
92.....paris
- المطلب الثالث: أقسام بورصة - euronext
94.....paris
- 94.....أولاً: السوق الأولية
- 94.....ثانياً: السوق الثانوية
- 94.....ثالثاً: السوق الجديدة
- 95.....رابعاً: السوق الحرة
- المطلب الرابع: مؤشر السوق "CAC40"
57.....
- أولاً: تعريف مؤشر السوق
57....."CAC40"

ثانيا: حساب مؤشر السوق"	
57....."	CAC40
ثالثا: إدارة مؤشر السوق	
98....."	CAC40
رابعا: تكوين مؤشر السوق	
98....."	CAC40
المبحث الثاني: دراسة أثر أزمة منطقة اليورو على بورصة euronext-	
100.....	paris
المطلب الأول: تطور أداء بورصة euronext-	
100.....	paris
أولا: رسملة السوق.....	100
ثانيا: الشركات المحلية	
100.....	الدرجة
ثالثا: الأسهم المتداولة.....	101
رابعا: معدل الدوران.....	101
المطلب الثاني: الإطار العام لدراسة	
101.....	الحالة
أولا: عينة الدراسة.....	101
ثانيا: فرضيات الدراسة.....	102
ثالثا: جمع المعلومات والبيانات والأساليب الإحصائية	
102.....	المستخدمة
رابعا: التعريفات الإجرائية لمتغيرات	
102.....	الدراسة
المطلب الثالث: دراسة أثر الأزمة على الأداء العام لبورصة euronext-	
102.....	paris
أولا: تطور أداء المؤشر	
103.....	"CAC40"

ثانيا: التوزيع الطبيعي لأداء المؤشر

103....."CAC40"

ثالثا: اختبار t لأداء المؤشر

105....."CAC40"

رابعا: تحليل نتائج اختبار t لأداء المؤشر

106....."CAC40"

المطلب الرابع: دراسة أثر الأزمة على حجم بورصة euronext-

107.....paris

أولا: تطور حجم المؤشر

107....."CAC40"

ثانيا: التوزيع الطبيعي لحجم المؤشر

108....."CAC40"

ثالثا: اختبار t لحجم المؤشر

110....."CAC40"

رابعا: تحليل نتائج اختبار t لأداء المؤشر

111....."CAC40"

طرح الإشكالية :

شهدت البيئة الاقتصادية العالمية العديد من التغيرات التي كان لها آثار مهمة على العلاقات الاقتصادية والأسواق المالية الدولية ، ولعل من أهم المتغيرات الاتجاه نحو الإقليمية ، وفي هذا الصدد شهدت السنوات الأخيرة من القرن العشرين ومنذ نهاية الحرب العالمية الثانية اتجاهات قوية نحو تشكيل تجمعات اقتصادية إقليمية مقوماتها الروابط التاريخية والثقافية والجغرافية المشتركة ، وقد حققت بعض هذه التجمعات الاقتصادية خطوات كبيرة من التقدم تجاه تحقيق أقصى صور التكامل الاقتصادي ، ولعل من أهمها الاتحاد الأوروبي الذي يعتبر النموذج الأمثل للتكامل الاقتصادي والنقدي والذي بدأ في بادئ الأمر على شكل تجمعات أوروبية متفرقة في الخمسينات والستينات متباينة الأهداف، أفضت في سنة 1999 إلى تحقيق الوحدة النقدية التي تعززت بإصدار الأورو في جانفي 2002 الذي زاد ثقة الأوروبيين في مسيرة التكامل المنتهجة .

ولم يكد ينتهي العقد الأول من عمر الأورو حتى تلاشت هذه الثقة في مستقبل أوروبا المشرق ، إذ كان الاعتقاد السائد أنها تطورت واكتسبت كيانا اقتصاديا متميزا ينافس الاقتصاد الأمريكي ضخامة وثقلا ، لكن الكساد العظيم الناجم عن أزمة الرهن العقاري 2008 أزمة ديون سيادية حادة في أوروبا ، انفجرت في اليونان لتكون هزة ارتدادية عنيفة من هزات الأزمة الاقتصادية العالمية 2008 ، هذه الأخيرة انطلقت من الاقتصاد الأمريكي وامتدت بسرعة لتتخطى الأسواق والحدود الأمريكية وتنتقل إلى سائر أرجاء العالم لتلقي بظلالها على الاقتصاد العالمي سواء بشكل مباشر أو غير مباشر مخلفة آثار جمة ضربت عمق المنظومة الرأسمالية وأحدثت انهيارات عنيفة مست معظم هياكل الاقتصاد العالمي ودول العالم.

واجهت اليونان تحديا مزدوجا فهي تشهد أزمة حادة في المالية العامة تتسم بمستوى شديد من الارتفاع في العجز و الدين العام وأوشكت على الإفلاس ، انتقلت أزمة الديون السيادية إلى باقي بلدان منطقة اليورو وأيرلندا و البرتغال واسبانيا وإيطاليا ثم قبرص وسلوفينيا حاليا الأمر الذي يهدد استقرار منطقة اليورو وينذر بانهيائها . يمكن القول أن أزمة الديون السيادية بمنطقة اليورو هي أكبر تحدي للمنطقة حيث وضعت الاتحاد النقدي الأوروبي ضمن اختبار عسير هز الثقة في إمكانية استمرار الخطى الوثيقة للاتحاد النقدي نحو اتحاد متكامل. كما تعتبر الأسواق المالية الدولية شديدة الحساسية تجاه أحداث اقتصادية أو سياسية خارجية ، حيث تؤثر الأوضاع الاقتصادية والأزمات المالية على الأسواق المالية الدولية وتتأثر بها .

بناء على ما سبق يمكن صياغة الإشكالية التالية :

ما مدى تأثير أزمة منطقة اليورو على الأسواق المالية الدولية ؟

وهل أثرا أزمة الديون السيادية بمنطقة اليورو على أداء بورصة euronext-paris ؟

فرضيات البحث :

بهدف السيطرة على موضوع البحث والإجابة على الإشكالية سنعمد الفرضيات التالية :

- انتقلت أزمة الديون السيادية باليونان إلى باقي منطقة اليورو فهي مهددة بالإفلاس ولن تستطيع تجاوز الأزمة.
- امتدت تداعيات أزمة الديون السيادية على اقتصاديات المنطقة ككل.
- أدت أزمة منطقة اليورو بتراجع الأداء العام لبورصة euronext-paris وتراجع حجم التداول فيها.

أهمية الدراسة:

- تكمن أهمية البحث في أنه يعالج موضوع أزمة الديون السيادية التي انطلقت باليونان وانتقلت إلى باقي منطقة اليورو والتي أدت إلى حدوث انهيار اقتصاديات المنطقة باعتبارها أكبر ثاني كتلة اقتصادي.
- كما تكمن أهمية البحث في تسليط الضوء على الأسواق المالية الدولية ومدى قدرتها على مواجهة الأزمة.

أهداف الدراسة :

تهدف هذه الدراسة إلى الاجابة على التساؤلات الواردة في اشكالية البحث واختبار صحة الفرضيات المتبناة بالاضافة إلى :

- محاولة الاحاطة بمختلف الجوانب النظرية المتعلقة بالأسواق المالية الدولية وأقسامها المختلفة بالاضافة إلى الأزمة المالية وأنواعها.
- تهدف أيضا إلى دراسة أزمة منطقة اليورو منذ انطلاقتها باليونان وصولا إلى سلوفينيا حاليا ، بدراسة كل دولة على حدة وكشف الاختلالات الاقتصادية التي تعاني منها منطقة اليورو.
- محاولة اختبار فيما إذا كان هناك أثر لهذه الأزمة على أداء و حجم بورصة euronext-paris.

المنهج المستخدم والأدوات المستعملة :

تم الاعتماد بشكل أساسي على المنهج الوصفي التحليلي في الجوانب النظرية المرتبطة بالأسواق المالية الدولية والأزمات المالية وتكامل الاتحاد الأوروبي والوحدة النقدية ، وتحليل الأوضاع الاقتصادية للدول المتأثرة بأزمة الديون السيادية في منطقة اليورو، كما تم الاعتماد على أسلوب دراسة الحالة عند تحليل أثر أزمة منطقة اليورو على بورصة euronext-paris باستخدام عدة أساليب إحصائية من بينها اختبار t بالاعتماد على البرنامج الإحصائي SPSS 20.

أسباب اختيار الموضوع:

لقد جاء اختياري لموضوع هذه الدراسة لأهمية الموضوع بالإضافة لعدة أسباب نذكر منها:

- نظرا لحدّاتة أزمة الديون السيادية وانتشارها الواسع بمنطقة اليورو والمخاطر التي تهدد تلك الدول وتداعيات الأزمة على اقتصاديات المنطقة ككل ، باعتبارها ثاني أكبر اقتصاد عالميا.
- ونظرا للأهمية الأسواق المالية الدولية وحساسيتها تجاه التغيرات في اقتصاديات المنطقة وتراجع نموها الاقتصادي، وتم اختيار بورصة euronext-paris نظرا لأهميتها وكبر حجمها ورسمتها البورصية.

التوثيق العلمي :

لحصر جوانب الموضوع اعتمدنا على نوع واحد من أدوات البحث والتوثيق العلمي ألا وهو البحث المكتبي والذي ساعدنا على تغطية الجوانب النظرية والتطبيقية للموضوع من خلال مجموعة من الكتب باللغة العربية والفرنسية ، وكذا مجموعة من المقالات والمؤتمرات بالإضافة إلى العديد من مواقع الانترنت .

المصطلحات الأساسية:

- الديون السيادية : يقصد بها الديون المترتبة على الحكومات ذات السيادة، وتتخذ أغلب هذه الديون شكل سندات، وعندما تقوم الحكومات بإصدار سنداتها فإنها تسلك سبيلين لا ثالث لهما؛ إما طرح سندات بعملة المحلية، وغالبا ما تكون هذه السندات موجهة نحو المستثمرين المحليين، وفي هذه الحالة يسمى الدين دينا حكوميا. أو تقوم الحكومة بإصدار سندات موجهة للمستثمرين في الخارج بعملة غير عملتها المحلية، والتي غالبا ما تكون بعملة دولية مثل الدولار أو اليورو، ويطلق على الدين دينا سياديا.
- أزمة الديون السيادية : أزمة الديون السيادية هو فشل الحكومة في أن تقوم بخدمة ديونها المقومة بالعملات الأجنبية لعدم قدرتها على تدبير العملات اللازمة لسداد الالتزامات المستحقة عليها بموجب الدين السيادي. وتجدر الإشارة إلى أن معظم حكومات العالم تحرص على ألا تفشل في سداد التزاماتها نحو ديونها السيادية، وذلك حرصا منها على الحفاظ على تصنيفها الائتماني في سوق الاقتراض من التدهور.

هيكل الدراسة :

لانجاز هذا البحث قمنا بتقسيمه إلى ثلاث فصول رئيسية وتتمثل هذه الفصول فيما يلي:

- الفصل الأول : الإطار النظري للأسواق المالية الدولية والأزمات المالية، ويشمل مبحثين حيث تطرقنا في المبحث الأول إلى ماهية الأسواق المالية الدولية، أقسامها وكفاءة الأسواق المالية الدولية ومؤشرات أداء الأسواق المالية، وفي المبحث الثاني تطرقنا إلى الإطار النظري للأزمات المالية بما فيها الماهية والأنواع، وكذلك انتقال عدوى الأزمة المالية ودور صندوق النقد الدولي في مواجهتها.
- الفصل الثاني : اقتصاديات منطقة اليورو وانتشار أزمة الديون السيادية بالمنطقة ثم تقسيم هذا الفصل إلى مبحثين تم التعرض في المبحث الأول إلى التكامل الاقتصادي والنقدي الأوروبي والاختلالات الاقتصادية بالمنطقة بينما تم التعرض في المبحث الثاني إلى أزمة الديون السيادية في كل من اليونان، إيرلندا، البرتغال، اسبانيا، إيطاليا

ثم قبرص وسلوفينيا وتدايعيات الأزمة على كل من فرنسا وألمانيا وعلى الأوضاع الاقتصادية بالمنطقة ككل.

- الفصل الثالث : تحليل أثر أزمة منطقة اليورو على أداء بورصة euronext-paris ويعتبر هذا الفصل دراسة تطبيقية والذي قسم كذلك إلى مبحثين، المبحث الأول يضم الأطار النظري لبورصة euronext-paris بينما تم في المبحث الثاني دراسة تأثير أزمة منطقة اليورو على الاداء العام وحجم التداول لبورصة euronext-paris.

الدراسات السابقة :

هناك العديد من الدراسات التي تداولت موضوع الأزمات المالية كما اهتمت دراسات أخرى بالأسواق المالية الدولية وفيما يلي بعض الدراسات التي تم الاطلاع عليها:

- محمد الهاشمي حجار، أثر الأزمة المالية العالمية على أداء الأسواق المالية العربية مع دراسة حالة سوق الدوحة للأوراق المالية خلال الفترة 2007-2009 ، البحث عبارة عن مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص مالية الأسواق، جامعة ورقلة سنة 2011-2012 ،مقسمة إلى أربع فصول، الأطار النظري لأسواق الأوراق المالية، العولمة وأثرها على أسواق الأوراق المالية، الأزمة المالية العالمية 2008، أثر الأزمة على أداء سوق الدوحة للأوراق المالية.

- صفية صديقي، طرق تقييم وتحليل الأوراق المالية في ظل النظرية المالية السلوكية مع التطبيق على بورصة باريس خلال الفترة الممتدة من 2007-2010 ، البحث عبارة عن مذكرة لاستكمال متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير تخصص مالية الأسواق ، جامعة ورقلة سنة 2011-2012 مقسمة إلى ثلاث فصول، النظرية المالية السلوكية في مقابل نظرية كفاءة الأسواق المالية، محفظة الأوراق المالية بين تحليل "ماركوفيتز" والمالية السلوكية، الجانب التطبيقي دراسة حالة بورصة باريس للقيم المنقولة.

صعوبات الدراسة :

واجهتنا عدة صعوبات أثناء الدراسة من بينها :

- حداثة الموضوع وانتشار الأزمة بشكل واسع ومستمر.
- نقص المراجع حول الموضوع.

تلعب الأسواق المالية الدولية دورا بالغ الأهمية في اقتصاديات الدول ، نظرا لما تقدمه من خدمات مالية ذات طبيعة خاصة ، لذلك فسلامة وحسن أداء الأسواق المالية ينعكس على سلامة وحسن الأداء الاقتصادي للدول بوجه عام كما أن تدهور وانخفاض كفاءة الأسواق المالية لا ينصب تأثيره عليها فحسب بل يمتد ليشمل باقي القطاعات الاقتصادية .

هددت الأزمات المالية الاستقرار الاقتصادي والسياسي للدول ، فضلاً على انتشار هذه الآثار وعدوى الأزمات لتشمل دولاً أخرى نامية ومتقدمة كنتيجة للانفتاح الاقتصادي والمالي الذي تشهده هذه الدول، واندماجها في منظومة التجارة العالمية.

إن تجنب مثل هذه الأزمات يتطلب بناء مؤسسات وأسواق مالية ذات كوادرن فنية وإدارية على وعي كامل وفهم عميق لكيفية إدارة هذه الكيانات الاقتصادية الهامة في ظل النظام العالمي الجديد وثورة المعلومات والاتصالات التي جعلت من العالم قرية صغيرة ذات حدود متقاربة ليس بينها حواجز أو عقبات ، الأمر الذي يضع المسؤولين عن إدارة هذه الأسواق المالية أمام تحدى حقيقي متمثلاً في كيفية مواجهة التأثيرات السلبية المحتملة للأزمات المالية التي تحدث في بلدان أخرى على الأسواق المالية الدولية.

المبحث الأول: الأسواق المالية الدولية

تلعب الأسواق المالية الدولية دوراً هاماً في اقتصاديات الدول كونها إحدى أهم الأدوات المستخدمة في تعبئة المدخرات المحلية واستثمارها دولياً، وكذلك أداة جذابة للاستثمارات الأجنبية إضافة إلى دورها الفاعل في تمويل خطط التنمية الاقتصادية، ولقد نتج

عن توسع المشاريع الاستثمارية والمعاملات التجارية الدولية زيادة الحاجة إلى التمويل الدولي، والذي أدى بدوره إلى زيادة الحاجة للأسواق المالية الدولية.

المطلب الأول: ماهية الأسواق المالية الدولية

ترجع نشأة السوق المالية الدولية بالدرجة الأولى إلى ظهور شركات متعددة الجنسيات وحاجتها للحصول على تمويلات بأحجام وكميات كبيرة لا تستطيع الأسواق الوطنية توفيرها، ولقد تطور هذا السوق مستغلا القيود التي وضعتها الدول أمام حركة رؤوس الأموال.

أولاً: مفهوم الأسواق المالية الدولية

"الأسواق المالية الدولية هي أسواق الديون المقومة بالعملات المختلفة و ان كان الدولار أهمها ، و المصادرة عن الحكومات و المؤسسات الخاصة من مختلف الجنسيات و التي لا تخضع لرقابة السلطات النقدية و المالية لأي من الدول".⁽¹⁾

"يطلق مصطلح الأسواق المالية الدولية على أسواق النقد و أسواق الأوراق المالية من أسهم و سندات و أسواق الصرف الأجنبي و أسواق المشتقات التي توجد في الدول الصناعية".⁽²⁾

"ينصرف المعنى الواسع لسوق المال الدولي الى أنه مجموعة المؤسسات المالية التي تتولى دور الوساطة المالية بين طالبو الأموال و عارضوها علي مستوى العالم أجمع.ومن أهم المؤسسات التي يتألف منها هذا السوق البنوك التجارية و المتخصصة، شركات التأمين، و شركات الأموال، صناديق التمويل و الادخار، مؤسسات أخرى".⁽³⁾

"تعتبر سوق المال الدولية سوقاً يتم العمل فيها على المستوى الدولي . ينتمي المستثمرون في هذه الأسواق الى دول مختلفة و كذلك , يمكن أن تكون المنظمة الراغبة في تجميع رأس مال في الأسواق منتمية الى أية دولة كما يمكن أن تكون منظمة دولية و الأهم من ذلك أن وسطاء السوق الدولية قد ينتمون أيضا الى دول مختلفة يعمل هؤلاء الوسطاء على ادارة العمل في السوق".⁽⁴⁾

وعليه يمكن تعريف السوق المالية الدولية بأنها أسواق تنشأ فيها وتتم عمليات التبادل والتداول والتصفية للديون والأصول النقدية والمالية المرتبطة بعمليات تتجاوز الحدود الوطنية للدولة.

ثانياً: عوامل قيام وتعزيز الأسواق المالية الدولية

(1) جبار محفوظ، البورصة وموقعها من أسواق العمليات المالية، 2002، ص.ص.92-93 .

(2) السيد متولي عبد القادر، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، دار الفكر ، 2010، ص.66.

(3) عرفان تقي الحسني، التمويل الدولي، دار مجدلاوي، عمان، ط2 ، 2002، ص.77.

(4) برايال كويل، نظرة عامة على الأسواق المالية، دار الفاروق ، مصر، 2006، ص.11.

إن هناك عوامل عديدة دفعت إلى قيام الأسواق المالية الدولية وتعزيز دورها الاقتصادي ومن هذه العوامل: (1)

- تطور وسائل الاتصالات السلكية واللاسلكية منذ بداية القرن العشرين فيما بين مختلف أنحاء المعمورة وقد توج هذا التطور في بداية التسعينات بتدشين شبكة الاتصالات الدولية والتي أسهمت في تكثيف المعلومات المالية وفي توفير التسهيلات الكافية لتداول الأدوات الاستثمارية وفي تحويل الأموال في أوقات قياسية وفق ضمانات أكبر.
- نشوء الأسواق المالية المحلية في كافة دول العالم النامية تقريبا، وهذا ما تحقق بشكل واضح في العقدين الأخيرين من القرن الماضي، وقد أسهم ذلك في تعبئة الإمكانيات الاستثمارية الداخلية للدول المعنية وتوجيهها دوليا .
- دخول المؤسسات المصرفية وشركات التأمين في تعبئة المدخرات من مصادر تمويلية مختلفة والاستثمار في الأسواق المالية المعروفة.
- ومنذ نهاية الخمسينات ومع بروز دور اليورو دولار فقد دخلت الأسواق المالية الدولية مرحلة من النمو المتزايد والاتساع غير المحدود .

ثالثا: خصائص الأسواق المالية الدولية

تتميز الأسواق المالية الدولية بسمات متعددة نذكر منها ما يأتي: (2)

- ارتفاع حجم المعاملات الخاصة بالأدوات الاستثمارية الأجنبية .
 - ارتفاع نسبة المساهمة في القيمة الكلية للتبادلات الدولية .
 - اعتماد شبكات الاتصالات الدولية في التعاقدات على التبادلات الدولية .
 - تزايد دور التعاملات غير النظامية .
- رغم الخصائص السابقة أن إعطاء الصفة الدولية لسوق مالية معينة يعد حاليا أمرا نسبيا و ذلك لأن غالبية الأسواق القائمة و حتى الحديثة منها في الدول النامية تتعامل جزئيا ، بشكل أو آخر بأدوات صادرة عن مؤسسات أجنبية . و قد تمتد تأثيرات معينة من هذه الأسواق خارج اقتصادياتها المحلية . كما و تسهم شبكات الاتصالات الدولية في إخراج الكثير من الأسواق المحلية بما فيها الصغيرة من عزلتها التامة .

رابعا: ترابط الأسواق المالية الدولية (1)

أدى التقدم الاقتصادي و التجاري و التكنولوجي خاصة في مجال المعلومات و الاتصالات في الدول الصناعية الكبرى إلى تنشيط التداول في الأسواق المالية الدولية . و مع

(1) هوشيار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية ، دار صفاء ، الأردن، 2009، ص.ص.187-190.

(2) المرجع نفسه، ص.ص.184-187.

(1) العديد من المراجع:

- فريد النجار، البورصات والهندسة المالية ، مؤسسة شباب الجامعة، مصر، 1999، ص.ص.168-171.
- عمر عبده سامية، ترابط الأسواق المالية الخليجية بالأسواق المالية العالمية ، مذكرة تخرج لنيل شهادة الماجستير، تخصص نقود ومالية، كلية العلوم والاقتصاد، جامعة 8ماي1945، قالمة، 2004 ، ص.ص.62-64.

التوسع في الشركات العابرة للقارات و شركات المساهمة زاد العرض من الأوراق المالية في هذه الأسواق لمواجهة الاحتياجات المتزايدة من رؤوس الأموال .

حققت شبكات المعلومات العالمية تقدما كبيرا في تكنولوجيا ربط البورصات و أصبحت الأسواق المالية الدولية ذات خصائص جديدة من حيث توسيع قاعدة المعاملات و تنويع محفظة الاستثمار ، و لقد أدى التدويل إلى تغييرات هائلة في الأسواق المالية من حيث تحديث الأدوات المالية و زيادة حجم التداول .

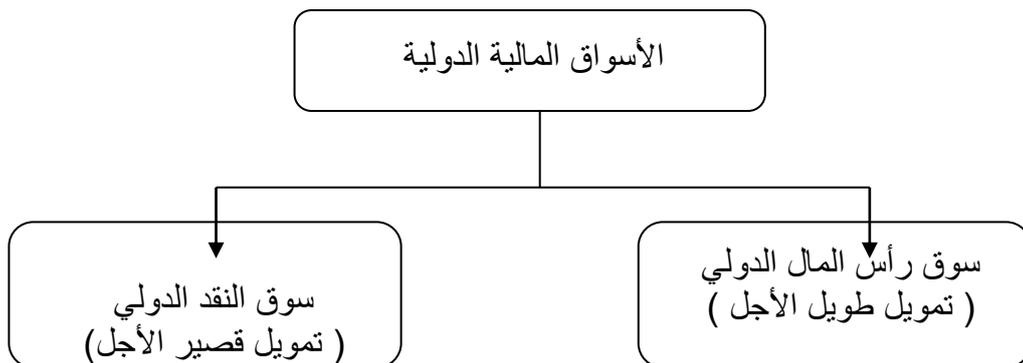
و جدير بالذكر أن التوسع في عدد و نوع و حجم المؤسسات المالية في العالم قد دعا إلى ضرورة الربط بين الأسواق المالية الدولية نظرا لتشابك المصالح و التوسع في استخدام الأدوات المالية الدولية . كما أدت الدعوة إلى التكامل و إنشاء التكتلات الاقتصادية إلى تطبيق آليات جديدة في تحرير الأسواق المالية عن طريق إلغاء الحواجز و القيود على التعامل بالمال و اتجهت الدول مؤخرا نحو تحرير التدفقات المالية الدولية عن طريق تشجيع الطلب على الاستثمارات الدولية و تنويع محفظة الأوراق المالية . حيث كان لمنظمة التجارة العالمية أثر كبير في تحرير الخدمات المالية و المصرفية و تجارة الأوراق المالية نظرا لتزايد عدد الدول الأعضاء في المنظمة و من المتوقع زيادة تحرير تجارة الأوراق المالية و إلغاء القيود و العوائق أمام التجارة الدولية في الأسواق المالية. و نتيجة لهذه الدوافع ظهرت الاتجاهات التالية :

- الاتجاه نحو عالمية الأسواق المالية .
- الاتجاه نحو عالمية الأوراق المالية .
- الاتجاه نحو عالمية الوسطاء الماليين و الشركات المالية .
- التوسع في تطبيق معايير نمطية موحدة في تسجيل الأوراق المالية و التداول .
- حتمية الإفصاح المالي و تطوير الاتصالات الدولية.

المطلب الثاني: تقسيمات الأسواق المالية الدولية

كما هو الشأن بالنسبة للأسواق المحلية فان الأسواق المالية الدولية تنقسم إلى :

الشكل رقم (1-1): تقسيمات السوق المالية الدولية .



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على جبار محفوظ، البورصة وموقعها من أسواق العمليات المالية، 2002.

أولاً: السوق النقدي الدولي

هي المكان أو الميكانيكية التي بموجبها و من خلالها يتم الحصول على الأموال المستثمرة لأجل قصيرة ، و يتم فيها تبادل الموجودات قصيرة الأجل و هناك سوق أولية يتم فيها الحصول على الأموال الموظفة لأجل قصيرة بأسعار فوائد تختلف باختلاف مصدر هذه الأموال ، و متانة المقترض و شهرته و سمعته و هناك أيضا سوق ثانوية يجري فيها تداول الموجودات المالية القصيرة الأجل بأسعار تحدد بحسب قانون العرض و الطلب لهذه الموجودات فهذه السوق عبارة عن مجموعة أنشطة المقرضين و المقترضين لأجل قصيرة و يقوم الأفراد و المؤسسات بتغذية هذه السوق فالسوق الأولية تتيح للمقرضين الحصول على الأموال ، بينما السوق الثانوية تقوم بتوفير عامل السيولة للمقرضين ، و بالتالي تشجعهم على إقراض أموالهم بمعدلات فوائد مقبولة (1).

ثانياً: سوق الإقراض والاقتراض بالعملة الأجنبية (euro-credit)

1. سوق الاورو دولار (euro-dollar):

ظهر سوق الأورو دولار على أساس تصاعد الطلب على القروض الدولية و زيادة عرض الدولارات و تزايد أهمية دور البنوك الأوروبية كوسيط في إجراء و عقد القروض الدولية .

يستخدم اصطلاح الدولار الأوروبي (euro-dollar) للإشارة إلى الدولارات الأمريكية التي تحتفظ بها مصارف في خارج الولايات المتحدة وعلى الأخص المصارف الأوروبية، و يتكون سوق الدولار الأوروبي من عدد من المصارف الكبيرة في لندن و بعض البلدان الأوروبية الأخرى التي يقتصر تعاملها على الدولار ، بمعنى أنها تقبل ودائع و تمنح القروض بالدولار الأمريكي فقط . هذا و تتسم القروض التي تقدمها تلك المصارف بضخامة القيمة و قصر تاريخ الاستحقاق و تتكون الدولارات الأمريكية لدى تلك المصارف نتيجة قيام بعض المصارف و الشركات التي لها ودائع في مصارف أمريكية ، بسحب جزء من

(1) صلاح الدين حسن السيسى، بورصات الأوراق المالية ، عالم الكتب ، القاهرة، 2003، ص.81.

تلك الودائع لإعادة إيداعها في صورة ودائع لأجل لدى المصارف الأوروبية التي تتعامل بالدولار ، ربما بسبب ارتفاع معدلات الفوائد التي تمنحها (1)

2. سوق العملات الأوروبية (euro-devise):

لم يعد الأمر قاصرا على الدولار، إذ أصبح هناك سوق للعملات الأوروبية موازيا لسوق الدولار الأوروبي يمكن أن تلجأ إليه المصارف وغيرها من المؤسسات المالية بهدف الاقتراض وتعتبر المصارف التي لها تعامل دولي في الدولار الأمريكي أو في العملات الأوروبية هي السوق الثاني الذي تتداول فيه صكوك تلك القروض.

فلم يعد الأمر مقتصرًا على قبول الودائع بالدولارات فقط بل بعملات أخرى من العملات الأجنبية الرئيسية كالمارك الألماني والفرنك الفرنسي والين الياباني ... ولذا تم استبدال تسمية euro-dollar بتسمية euro-devise ، حيث تعرف euro-devise على أنه عبارة عن ودائع بنكية بعملات تختلف عن عملة البلد الذي يوجد فيه البنك (2)

3. القروض الأوروبية المشتركة

القرض المشترك هو دين يوضع تحت تصرف مقترض معين من طرف مجموعة من البنوك تعرف بشروط مدرجة في القانون الأساسي المشترك لهذه البنوك و منه القروض الأوروبية المشتركة هي قروض تمنح من مجموعة من البنوك بعملة أجنبية حتى وإن اشترك في منح هذا القرض بنوك محلية، و تتمتع هذه القروض بمجموعة من الخصائص التي تميزها عن باقي الأصول المالية البنكية منها : (1)

- مدة الاستحقاق: على خلاف بقية الأدوات تتراوح مدة القرض الأوروبي المشترك من 6 أشهر إلى 25 سنة.

- قيمة القرض: هي عادة أكثر من 500 مليون دولار، لكن رغم ذلك سجلت بعض القروض ب 15 إلى 20 مليون دولار.

(1) العديد من المراجع أهمها:

- مروان عطون، الأسواق النقدية والمالية والبورصات ومشكلاتها في عالم النقد والمال ، ديوان المطبوعات الجامعية، الطبعة الثانية، الجزائر، 2003، ص.ص. 275-278.

- رسمية أحمد أبو موسى، الأسواق المالية والنقدية ، دار المعترف ، عمان، 2005، ص.57.

(2) منير ابراهيم هندي، أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال ، المكتب العربي الحديث ، الإسكندرية ، 2003، ص.64.

(1) عمر عبده سامية، مرجع سبق ذكره ، ص.ص.21-22.

- سعر الفائدة : معظم هذه القروض تمنح بأسعار فائدة متغيرة ، حيث يتم إضافة هامش معين إلى سعر فائدة مرجعي (قاعدي يتمثل عادة في مؤشر * LIBOR) و يتم مراجعة سعر الفائدة كل شهر ، شهرين ، 3 أشهر و في الغالب 6 أشهر .
- الضمانات : القروض الأوروبية المشتركة تمنح في الغالب بضمانات من مجلس الإدارة سواء كلياً أو جزئياً ، يمنح القليل منها فقط دون ضمان . و الضمان يعني أنه في حالة رفض بنوك التجمع المشاركة في منح القرض ، يقوم مجلس إدارة التجمع البنكي بمنح القرض أو جزء منه .

ثالثاً: سوق السندات الدولية

تعتبر الأسواق المالية الأوروبية أول من شهد إصدار السندات الدولية، و كان ذلك في بداية عام 1963، فالسندات الدولية هي سندات يتم تداولها وبيعها في أكثر من دولة واحدة عند إصدارها، يتم بيع السندات بواسطة مجموعة دولية من البنوك دون إتباع خطوات الإصدار المتبعة في البورصات المحلية، وتتأثر بكل من الضرائب وتوزيع المناطق الزمنية والتغيرات القانونية والتنظيمية وحصص قروض البنوك المجمعة والتقليدية من سوق الإقراض والتوزيع في إصدار السندات.⁽²⁾

وتنقسم سوق السندات الدولية إلى:

- سوق السندات الأجنبية:

السندات الأجنبية هي السندات المصدرة من طرف مؤسسات غير مقيمة في البلدان التي يتم فيها الإصدار والمحرة بنفس عملة ذلك البلد كأن نتحدث عن إصدار السندات المحررة بالدولار الأمريكي في الولايات المتحدة الأمريكية من طرف مؤسسات أوروبية ، ويعتبر هذا القسم للسوق الدولي للسندات أقدم قسم كما يعتبر سوق السندات الأوروبية نتيجة لمجموع العراقيل التي وضعتها الدول أمام الاستثمار الأجنبي للسندات وخاصة الولايات المتحدة الأمريكية.⁽¹⁾

- سوق السندات الأوروبية:

و يقصد به مجموع السندات المصدرة من طرف المؤسسات و المحررة بعملات غربية عن الدولة التي أصدرت فيها كأن نتحدث عن المؤسسات السندات المحررة بالدولار الأمريكي المصدرة في أوروبا . أطلق على هذه السندات اسم السندات الأوروبية ليس

* LIBOR هو اختصار العبارة London Interbank Offered Rate والتي تعني معدل الفائدة المعروض لقروض ما بين البنوك في سوق لندن النقدي، وهو معدل تقوم جمعية المصرفيين البريطانية على إصداره بصورة يومية، وهو يغطي معدلات الفائدة على 10 عملات، ويعد أهم آلية لتحديد معدل الفائدة على المستوى الدولي ولعدد كبير من العقود المالية مثل المقايضات والخيارات والقروض والمستقبلات.
(2) العديد من المراجع أهمها:

- حسين بني هاني، الأسواق المالية، دار الكندي، عمان، 2002، ص. 154.

- غازي عبد الرزاق النقاش، التمويل الدولي والعمليات المصرفية الدولية، دار وائل، الأردن، 3، 2006، ص. 119.

- ماهر كنج شكري، مروان عوض، المالية الدولية، الأردن، 2004، ص. 100-103.

(1) Josette peyrard, gestion financière internationale, vuibert, 3em édition, 1995, p. 301.

لاقتصار الإصدار على أوروبا فقط وإنما للدلالة على أجنبية العملة، على غرار السندات الوطنية يمكن أن نجد في السوق الدولي للسندات العادية ذات المعدل الثابت، ذات المعدل المتغير، السندات القابلة للتحويل، السندات ذات حق الاكتتاب المستقبلي في أسهم وسندات المؤسسة.⁽²⁾

هناك العديد من الوسائل التي يمكن اللجوء إليها للتقليل من الخطر الذي يتعرض له المقرضون من بينها:⁽³⁾

- توفير ضمان للإصدار: يمكن أن يستفيد القرض من كفالة ضامن، ففي حالة عجز المصدر عن الدفع أو عدم الالتزام بنود عقد الإصدار يدفع المبلغ الأساسي والفوائد من قبل الضامن.

- ترتيب الإصدار: تتغير درجة ترتيب الإصدارات ضمن خصوم المصدر، وذلك حسب مستوى المخاطر فكما كانت من المراتب العليا كلما نقص الخطر الذي يتعرض له المقرض .

- بنود عقد الإصدار: تسمح بنود عقد الإصدار المعدة بدقة للمقرضين باختيار الإصدار المناسب من حيث درجة الخطر التي يمكن للمقرض تحملها كما توضح الإجراءات المتبعة في حالة العجز عن التسديد.

- التصنيف الائتماني : حتى يستطيع المصدر الحصول على قرض من سوق السندات الدولية لا بد أن يتصف القرض بدرجة أقل من خطر القدرة على السداد ، والذي يمكن تصنيفه انطلاقاً من تحليل وضعية المقرض، أو انطلاقاً من تصنيفه من قبل مؤسسات التصنيف الائتماني أشهرها moody's و standar & poor's إضافة إلى coface و fitch والتي تختص في تقييم الديون التجارية التي تستحق في أقل من 6 اشهر.

وقد تزايدت المنافسة في الآونة الأخيرة بين مؤسسات التصنيف الائتماني مما أدى إلى ظهور مؤسسات تصنيف تخصص بنوع محدد فقط من الأوراق المالي، وتقوم هذه المؤسسات بالتصنيف انطلاقاً من بيانات كمية ونوعية عن المقرض والمقرض، قبل إصدار تقريرها والذي يرفق بتفسير لذلك التصنيف.

الجدول رقم (1-1) : تصنيف السندات حسب وكالات التصنيف

الخصائص	فيتش	ستاندرز أند بورز	موديز
أقصى درجة الأمان	AAA	AAA	Aaa
جودة عالية أو جيدة	AA+	AA+	Aa1
	AA	AA	Aa2
	AA-	AA-	Aa3
متوسط الجودة	AA+	AA+	A1

(2) Aimé scannavino, Les marchés financiers internationaux , dunod, paris, 1999, p.40.

(3) عمر عبده سامية، مرجع سبق ذكره ،ص.ص.28-29.

	A	A	A2
	A-	A-	A3
جودة أقل من المتوسط	BBB+	BBB+	Baa1
	BBB	BBB	Baa2
	BBB-	BBB-	Baa3
مضاربة	BB+	BB+	Ba1
	BB	BB	Ba2
	BB-	BB-	Ba3
مضاربة شديدة	B+	B+	B1
	B	B	B2
	B-	B-	B3
مضاربة شديدة	C	CCC+	Caa
		CCC	Ca
		CCC-	C
وجود مشاكل	DDD	D	
	DD		
	D		

Source : F Mishkin, Monnaie, banque et marchés financiers, Pearson Education France, 9eme édition, Paris 2010, p. 146.

رابعاً: سوق الأسهم الدولية

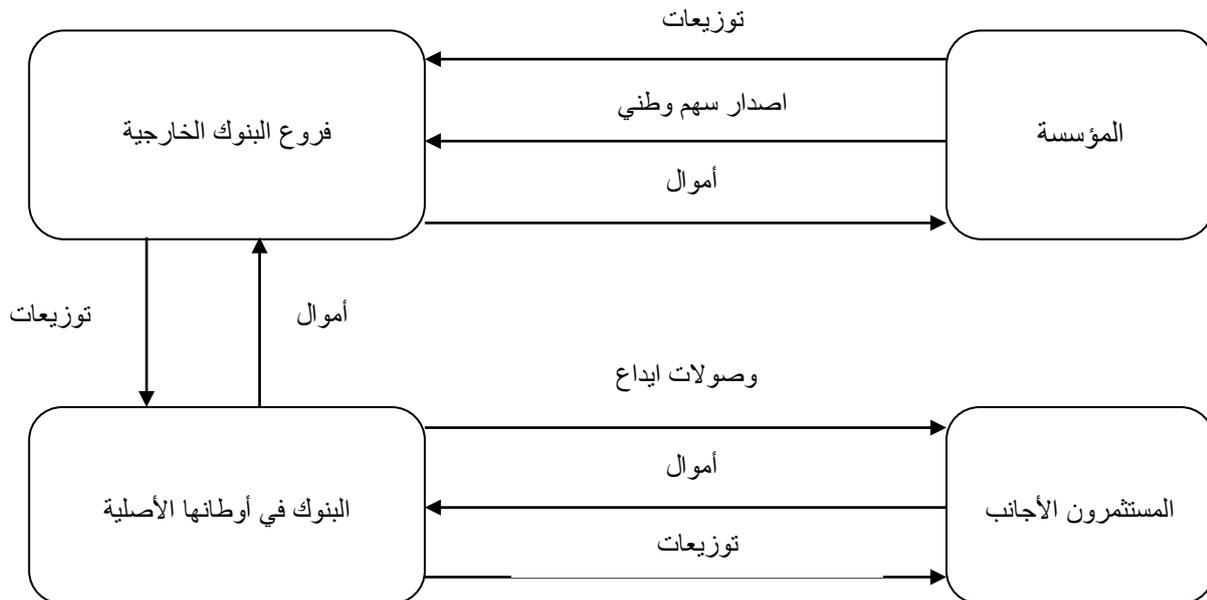
إن الأسهم الدولية تمثل ملكية المستثمر أو المشتري لتلك الأسهم لجزء من الشركة المصدرة . يتم الإصدار من قبل شركة معينة في بلدان غير البلد الأصلي لها . أما التوزيع فتقوم به هيئة دولية مكونة من بنوك و مؤسسات مالية متخصصة .
تعرف الأسهم الدولية على أنها أوراق مالية تعبر بالنسبة لمالكها عن حق ملكية له من شركة أجنبية ، على غرار الأسهم على المستوى الوطني تنقسم الأسهم الدولية إلى أسهم عادية و أسهم ممتازة إلا أنها تختلف عن الوطنية في طبيعة المكتتبين فيها و إعفائها الجبائي ، فالمكتتبون مختلفو الجنسية كما يعتبر من الصعب على السلطات الجبائية فرض الضرائب على التوزيعات بسبب صعوبة الرقابة عليها و معرفة طبيعتها .

إن الإصدار الدولي للأسهم هو عبارة عن إصدار للأسهم المملوكة لعدد من المستثمرين في عدد من الدول المختلفة في الوقت نفسه . و ربما يتم طرح الإصدار الدولي في الوقت نفسه كإصدار محلي أو على أنه إصدار عام في سوق محلية أخرى للأسهم .⁽¹⁾

تختلف طريقة إصدار الأسهم الدولية عن الأسهم الوطنية يتم إصدارها على المستوى الدولي بإحدى الطريقتين:

- إصدار مباشر: بحيث تقوم الشركة بتوفير أسهمها مباشرة ساحات مالية متعددة على المستوى الدولية لمن يكتب فيها و و يكون ذلك عادة بالاستعانة الاتحاد من البنوك المتواجدة في أوطان متعددة تضطر المؤسسات في مثل هذا الإصدار إلى التسجيل في بورصات عالمية متعددة و الخضوع بالتالي الى تشريعات و قوانين دول كثيرة و ما يرتبط ذلك بتكاليف مرتفعة .
- إصدارات الأسهم بطريقة غير مباشرة: يمكن أن يكون الإصدار غير مباشر بحيث يكون الإصدار وطنيا و لكن بيع الأسهم للمكاتب في دول خارج الوطنية عبر الفروع الخاصة بالبنوك الأجنبية المتواجدة في الوطن عن طريق وصولات الإيداع الدولية. والشكل التالي يوضح هذه العملية:

الشكل رقم (1-2): الإصدار الغير مباشر للأسهم الدولية



(1) برايال كويل، التمويل المالي للأسهم، دار الفاروق، مصر، 2007، ص.124.

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على جبار محفوظ، البورصة وموقعها من أسواق العمليات المالية، 2002.

وصولات الايداع الدولية (Global Depository Reciep)

نشأت وصولات الايداع لظهور بعض الحاجات لدى الشركات الأوروبية للحصول على فوائض أمريكية دون الاضطرار الى التسجيل في بورصة نيويورك و الخضوع لقوانينها . فكانت من هنا ظهور ما يعرف بوصولات الايداع الأمريكية ADR و التي تعرف على أنها شهادة للمستثمر الأمريكي على ملكته أسهم متواجدة في دولة أخرى تغطية الحق في الحصول على توزيعات الأرباح و التنازل و التداول في الأسهم الأصلية.

و هي عبارة عن شهادات تصدر عن إحدى البنوك العالمية مقابل إيداع أسهم معينة لدى هذا البنك و يتم تداول هذه الشهادات في أسواق المال العالمية ، و هي تعطي لمالكها الحق في استبدال شهادته بالأسهم المقابلة لها و تداولها في البورصة و بالمثل يلتزم بنك الإيداع بقبول طلبات المساهمين باستبدال الأسهم بشهادات الإيداع الدولية و تداولها في البورصة العالمية . و من حق حامل شهادات الإيداع الدولية الذي هو مالك السهم حضور الجمعيات العمومية بالإحالة أو بالنيابة طبقاً لقواعد صحة النيابة عن المساهمين.⁽¹⁾

المطلب الثالث: كفاءة الأسواق المالية

تعد نظرية السوق الكفوء إحدى أهم الموضوعات في السوق المالية، ومنذ أواخر الستينات وحتى الوقت الحاضر تمثل السوق الكفوء نظرية للأسعار العادلة للأصول المالية وتتعامل بشكل واقعي مع السرعة والموضوعية في انعكاس المعلومات الجديدة والمناسبة في أسعار الأوراق المالية.

أولاً: مفهوم كفاءة السوق

في السوق الكفاء efficient market يعكس سعر السهم التي تصدره منشأة ما كافة المعلومات المتاحة عنها سواء تمثلت تلك المعلومات في القوائم المالية أو في معلومات تبثها وسائل الإعلام ، أو تمثلت في السجل التاريخي لسعر السهم في الأيام والأسابيع و السنوات الماضية ، أو في تحليلات أو تقارير عن أثار الحالة الاقتصادية العامة على أداء المنشأة أو غير ذلك من المعلومات التي تؤثر على القيمة السوقية للسهم .

(1) مصطفى كمال طه و شريف مصطفى كمال طه، بورصات الأوراق المالية، دار الفكر الجامعي ، مصر، 2009، ص.106.

فالسوق الكفوءة دالة على أن الأسعار المطروحة للورقة المالية تمثل قيمتها العادلة، وترشد المتعاملين في السوق لتحديد استراتيجياته الاستثمارية والتخصيص الكفوء للموارد.⁽¹⁾

رفع كفاءة أسواق الأوراق المالية وتحسين عمق السوق الثانوية وزيادة مستوى السيولة داخل السوق يساعد على تعبئة رؤوس الأموال اللازمة للاستثمار داخل كل سوق سواء كانت استثمارات محلية أو أجنبية.⁽²⁾

ثانياً: مميزات السوق المالي الكفوء

ويتميز السوق المالي الكفوء ب:⁽³⁾

- كافة المعلومات الضرورية متاحة لجميع المستثمرين بتكلفة زهيدة أو دون تكلفة على الإطلاق .

- أن تكون هذه المعلومات منتشرة بحيث لا يمكن لشخص واحد أو مجموعة من الأشخاص أن يعرف قبل الآخرين.

- وجود عدد كاف من المستثمرين الذين يقومون بتحليل هذه المعلومات ويتخذون قراراتهم بناء على هذه المعلومات ويتخذون قراراتهم بناء على نتائج هذا التحليل، وبحيث ينعكس ذلك على أسعار الأوراق المالية.

- توافر عدد كبير من البائعين والمشتريين وألا تكون هناك قيود على دخول السوق والخروج منه.

- ليس هناك بائع واحد أو مشتري واحد يمكنه التحكم في أسعار الأوراق المالية بحيث ترتفع هذه الأسعار أو تنخفض بشكل غير عادي وبما يحقق مصلحة البائع أو المشتري.

- عدم وجود فاصل زمني بين تحليل المعلومات والوصول إلى نتائج محددة بشأن القيمة الحقيقية للسهم كما لا يوجد فاصل زمني بين الوصول إلى تلك النتائج وحصول كافة المستثمرين عليها أي وصولها إلى البائعين والمشتريين في نفس الوقت.

ثالثاً: متطلبات السوق الكفوء

وتتمثل أساساً في:⁽¹⁾

كفاءة التسعير : و تسمى بالكفاءة الخارجية عن وصول المعلومات الجديدة إلى المتعاملين دون فاصل زمني كبير ، و هذا يعني أن الأسعار تعكس كافة المعلومات المتاحة و بذلك يكون التعامل في السوق بمثابة مباراة عادلة و أن الأرباح غير العادية ترجع إلى إمكانية البعض في الحصول على المعلومات قبل غيره و في ظل السوق الكفاء فلن تحدث مثل تلك الأرباح .

(1) ارشد فؤاد التميمي، الأسواق المالية اطار في التنظيم وتقييم الأدوات ، دار اليازور العلمية، الأردن، 2010، ص.ص.50-51.

(2) محمد عبد الحميد عطية، الأزمة المالية العالمية وأثرها على أسواق المال، دار التعليم الجامعي، ص.ص.157-158.

(3) أمين عبد العزيز، الأسواق المالية ، دار قباء الحديثة، مصر، 2007، ص.ص.239-240.

(1) محمد الصيرفي، البورصات، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2007، ص.ص.32-33.

كفاءة التشغيل : و يسمى بالكفاءة الداخلية أي قدرة السوق على خلق التوازن بين الطلب و العرض دون تحمل تكاليف عالية للسمسرة و دون أن يتاح للتجارة و المتخصصين أي صناع السوق فرصة لتحقيق هامش ربح مغال فيه . يعني هذا أن كفاءة التسعير تعتمد إلى حد كبير على كفاءة التشغيل .

رابعاً: مستويات كفاءة الأسواق المالية

وهناك ثلاث صيغ لكفاءة الأسواق المالية:(2)

الصيغة الضعيفة the weak form efficient : و مضمون هذه الصيغة بأن المعلومات التي تعكسها أسعار الأسهم في السوق هي المعلومات التاريخية بشأن ما طرأ من تغيرات على سعر السهم و على حجم التعاملات التي جرت عليه في الماضي .

الصيغة متوسطة القوى : و تقضي صيغة فرض السوق متوسطة القوة بأن أسعار الأسهم في لحظة معينة لا تعكس فقط التغيرات السابقة في أسعار تلك الأسهم بل تعكس كذلك كافة المعلومات المتاحة للجمهور أو التنبؤات التي تقوم على تلك المعلومات .

الصيغة القوية the strong form efficient:تقضي الصيغة القوية لفرض كفاءة السوق بأن المعلومات التي يعكسها سعر السهم في السوق هي جميع المعلومات المتاحة للعامة و الخاصة ، أي المعلومات المنشورة و المتاحة للجمهور إضافة الى تلك المعلومات التي قد تكون متاحة لفئة معينة منه مثل ادارة المنشأة المصدرة للسهم.

المطلب الرابع: مؤشر الأسواق المالية

تتنبأ بالحالة الاقتصادية المستقبلية قبل حدوث أي تغير على الأسهم بفترة زمنية. فعندما تكون حركة مؤشر أسعار الأسهم المتوقعة تتجه نحو الصعود فهنا يطلق على سوق الأوراق المالية السوق الصعودي وبالعكس يكون السوق النزولي.

أولاً: مفهوم مؤشر سوق الأوراق المالية

مؤشر السوق هو عبارة عن قيمة رقمية تقيس التغيرات الحادثة في سوق الأوراق المالية ويتم تكوين المؤشر وتحديد قيمته في مرحلة البداية ثم تتم مقارنة قيمة المؤشر بعد ذلك عند أي نقطة رسمية، وبالتالي يمكن التعرف على تحركات السوق سواء غلى الأعلى أو الأسفل، إذ يعكس المؤشر أسعار السوق واتجاهاته وليس الورقة المالية والذي بدوره يعطي مؤشراً واضحاً للاقتصاد ككل.(1)

ثانياً: استعمالات مؤشر سوق الأوراق المالية

(2) أمين عبد العزيز، مرجع سبق ذكره ، ص.ص.243-246.

(1) عباس كاضم الدعيمي، السياسات النقدية وأداء سوق الأوراق المالية ، دار صفاء، 2010، ص.174.

- استعمالها لاستخراج التغير في عائد السوق أي المتوسط الحسابي لعوائد جميع الأسهم التي يتم التعامل بها في السوق النظامية، لأن حركة المؤشر تمثل حركة أسعار هذه الأسهم.
- المؤشر يعبر عن خلاصة ونتيجة تأثير جميع العوامل والمعلومات التي لها تأثيرات على أسعار الأسهم صعوداً أو هبوطاً .
- يعطي دلالات ذات معنى مفيد للمستثمرين والبائعين والمشتريين ومديري المحافظ الاستثمارية عن مستويات الأسعار وبالتالي مستويات العوائد السائدة خلال الفترة التي تم حسابه لها فيحاولون الاستفادة من هذه الدلالات في قراراتهم الاستثمارية من بيع أو شراء أو إدارة محافظ استثمارية.
- أن مؤشرات الأسواق المالية هي طريق مختصر وسهل لوصف التغيرات في أسعار الأسهم أو غيرها من الأصول المالية فالمؤشر هو رقم واحد يرينا كيف تغيرت مجموعة كاملة من أسعار الأسهم.
- دلت دراسات كثيرة على قدرة الرقم القياسي لأسعار الأسهم لأن يكون مؤشر على ما ستكون عليه الأوضاع الاقتصادية في البلد في المستقبل القريب .
- يستفيد منه المحللون الماليون عن طريق تتبع حركته التي تدلهم على حركة الأسعار فيحاولون تحليل الأسباب التي أدت إلى تلك الحركة ويخرجون باستنتاجات ذات علاقة بينون عليها توصياتهم للمهتمين من المتعاملين في الأسواق المالية ولمتخذي القرار ولرسمي السياسات على مستوى الدولة.
- كما يستخدم المحللون الفنيون مؤشرات الأسهم كوسيلة للتنبؤ بتغيرات اتجاهات السوق من صاعدة إلى هابطة، وذلك عن طريق رسم منحنيات المعدلات المتحركة لهذه المؤشرات.
- تقدير مخاطر المحفظة فيمكن استخدام المؤشرات لقياس المخاطر المنتظمة لمحفظة الأوراق المالية، أو ما يطلق عليها المخاطر ذات الصبغة العامة، وتقاس تلك المخاطر بمعامل الانحدار بين معدل العائد على الاستثمار في المحفظة وبين معدل العائد على محفظة السوق الذي يقاس بدوره بمعدل العائد المحسوب لأحد المؤشرات التي تقيس حالة السوق بصفة عامة، هذا ويطلق على تلك العلاقة بالخطر المميز.

ثالثاً: أهم المتغيرات الاقتصادية المؤثرة في سوق الأوراق المالية

- هناك العديد من المؤشرات الاقتصادية التي يجب على المستثمر أن يراقب تغيراتها بدقة من أجل أن يتنبأ بمستقبل مؤشرات سوق الأوراق المالية (اتجاه السوق) ، و بهذا سوف نتناول عدد من التغيرات و لاسيما ذات الصلة المباشرة بالأسواق المالية و كالآتي : (1)
- الناتج المحلي الإجمالي : يعد الناتج المحلي من أهم المؤشرات التي تستخدم لقياس النشاط الاقتصادي لأي بلد ، و الناتج المحلي يمثل السلع و الخدمات التي أنتجت في البلد خلال مدة زمنية غالباً ما تكون سنة ، و نمو النتائج من سنة إلى أخرى يدل على

(2) العديد من المراجع أهمها:

- زياد رمضان و مروان شموط، الأسواق المالية ، الشركة العربية المتحدة، مصر، 2008، ص.ص.182-183.

- محمد عوض عبد الجواد و ابراهيم التديفات، الاستثمار في البورصة ، دار الحامد، 2006، ص.136.

- منير ابراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق المال ، دار المعارف، الاسكندرية، 2007، ص.248.

(1) عباس كاضم الدعيمي، مرجع سبق ذكره ، ص.ص.168-171.

تطور النشاط الاقتصادي في البلد ، و من هنا فان التنبؤات التي تتعلق بالوضع الذي سيكون عليه هذا الناتج في السنوات المقبلة يعكس بلا شك الوضع الاقتصادي في المستقبل و الذي بدوره ينعكس على حركة الأسعار في السوق المالية .

- عرض النقود : و تتضح العلاقة بين عرض النقد و أسعار الأسهم من خلال آلية عمل البنك المركزي الذي يطلب من البنوك التجارية إيداع نسبة من الاحتياطي لديه ، فإذا كانت سياسة البنك المركزي تتوجه نحو زيادة الائتمان لدى الأفراد فإنه يخفض نسبة الاحتياطي لديه ، مما يزيد من الأموال السائلة لدى البنوك الأمر الذي يؤدي إلى انخفاض أسعار الفائدة ، و بالتالي يشجع على الاستثمار بالأسهم و من ثم ارتفاع أسعارها و العكس صحيح .

- تغيرات سعر صرف العملة : يؤثر سعر صرف العملة بشكل كبير في أسعار الأسهم ، فارتفاع سعر الصرف الأجنبي من ناحية يدفع الأفراد للتخلص من مدخراتهم العالية و استبدالها بالأسهم ، مما يزيد الطلب عليها و من ثم ارتفاع أسعارها ، و من ناحية أخرى قد يستبدل المستثمر العملة الوطنية بالأجنبية من خلال الاستغناء عن مقتنياته من الأوراق المالية ببيعها ، مما يؤدي إلى انخفاض أسعارها .

- عجز الموازنة : يحدث عجز الموازنة عندما تزداد النفقات العامة على الإيرادات الحكومية ، و تساعد نفقات الحكومة على تنشيط الاقتصاد و زيادة الطلب ، و لكن قد يؤدي عجز الموازنة إلى التضخم و زيادة معدل العجز في المستقبل كما أن خفض الإنفاق الحكومي قد يؤدي إلى نقص العرض من النقود و انخفاض الطلب على السلع و الخدمات و في كل الأحوال تمارس تلك السياسة (السياسة الإنفاقية) زيادة أو نقصا في الإنفاق مما يترتب عليه آثار مباشرة في أسعار الأوراق المالية .

مؤشرات اقتصادية أخرى : في البلدان الصناعية المتقدمة هناك عدد من المؤشرات التي تمكن المستثمر من الرجوع إليها و التي يمكن تفسيرها لمعرفة الاتجاه الذي يسير عليه الاقتصاد ، و لعل من أهم هذه المؤشرات الإنتاجية المخزونة من البضائع و نسبة البطالة و معدلات التضخم و تطور مؤشر أسعار المستهلكين الخ من المؤشرات الاقتصادية الأخرى و التي لها دور المباشر و غير المباشر في تحديد أسعار الأصول المالية أسهم و سندات .

رابعاً: مؤشرات قياس أداء سوق الأوراق المالية

هناك معايير عدة مؤشرات يتفق عليها الاقتصاديون لقياس أداء الأسواق المالية و لمعرفة درجة تقدم السوق و نضجها فان هناك مجموعة من المؤشرات تعبر عنها و في الوقت نفسه تعكس أداءها و تستخدم هذه المؤشرات أو المعايير لقياس مدى تحقيق السوق لأهدافه و من أهم المؤشرات التي يمكن أن تعتبر عن درجة السوق المالية و نضجها و تقدمها هي : (1)

- المؤشر العام لأسعار الأسهم stock prices index :

(1) العديد من المراجع أهمها:

- عباس كاظم الدعيمي، مرجع سبق ذكره، ص.ص.176-180.

- عاطف وليم أند راوس، أسواق الأوراق المالية ، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2007، ص.216.

تتحرك الأسهم يتحرك عادة بما يطلق عليه (معدل أو مؤشر السوق) و هو مؤشر إحصائي يستخدم لقياس الأداء الكلي للسوق الذي يتم احتساب المؤشر له و الذي يتكون من معدل أسعار مجموعة من الأسهم يفترض أنها تستخدم كمقياس للحركة العامة لسوق الأوراق المالية .

- حجم السوق :

غالبا ما يقاس حجم السوق بمؤشرين أساسيين هما :

مؤشر القيمة السوقية (معدل رسملة السوق) market capitalization :

يقصد برسملة السوق المالية مجموعة من الأسهم المدرجة في السوق بمتوسط أسعارها في نهاية المدة و يشير أيضا هذا المؤشر إلى إجمالي قيمة الأوراق المدرجة في السوق و هناك من يفسرها بأنها تمثل قيمة أسهم الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية تبعا لسعر السوق و غالبا ما يقاس معدل رسملة السوق من خلال قسمة القيمة السوقية للأسهم المقيدة في البورصة على الناتج المحلي الإجمالي و يفترض المحللون الاقتصاديون أن معدل السوق يرتبط ارتباطا وثيقا مع القدرة على تعبئة رؤوس الأموال و تنويع المخاطر.

مؤشر عدد الشركات number of companies :

يقصد بهذا المؤشر عدد الشركات المقيدة في بورصة الأسواق المالية التي يتم التداول في أوراقها المالية للسوق المنظمة و يستخدم هنا المؤشر للدلالة على حجم السوق بالإضافة إلى المؤشر العام للأسعار.

و تشير الزيادة في عدد الشركات إلى تطور السوق المالي في البلد المعني لما له من دلالة مهمة على التطور السريع ألا أن هذا المؤشر قد يفقد دلالاته إذا لم يصاحبه استخدام مؤشر القيمة السوقية فقد يكون عدد الشركات المدرجة كبيرا و لكن إجمالي القيمة السوقية لأسهم تلك الشركات صغير.

- سيولة السوق :

تعني سيولة القدرة على شراء الأوراق المالية و بيعها في السوق الثانوي بسهولة و هناك مؤشران لقياس السيولة هما:

مؤشر حجم التداول (tv) trading volume index :

يقصد بحجم التداول قيمة ما يتم تداوله من أسهم و سندات بمختلف الأسعار خلال مدة زمنية إذ يعكس حجم التداول القيمة الإجمالية للأوراق المتداولة خلال مدة زمنية عادة ما تكون سنة و حركة التداول تعني و يقاس معدل التداول من خلال قسمة مجموع الأسهم المتداولة في البورصة على الناتج المحلي الإجمالي و يقاس هنا مؤشر التداول المنظم لأسهم الشركات كنسبة من الناتج المحلي و بالتالي فهو يعكس السيولة في الاقتصاد بصفة عامة و يكمل هذا المؤشر مؤشر رسملة السوق إذ يعكس الأخير حجم السوق على الرغم من أن السوق قد

تكون كبيرة إلا أن حجم التداول قد يكون صغيرا و من ثم يتعين استخدام المؤشرين معا و ذلك لإمكانية الحصول على معلومات سليمة من سوق الأوراق المالية المحلية .

مؤشر معدل الدوران share turnover ration :

يقيس هذا المؤشر النسبة المؤوية لتداول أسهم شركة معينة أو مجموعة شركات داخل قطاع واحد للتعرف على نشاط هذه الأسهم في سوق التداول خلال مدة زمنية معينة و يمكن استخراج معدل الدوران من خلال قسمة إجمالي الأسهم المتداولة على رسملة السوق (القيمة السوقية) خلال العام أو خلال أي مدة زمنية و كالآتي:

و يستخدم هذا المؤشر في الغالب مقياسا لانخفاض تكلفة المعاملات كما أنه يكمل مؤشر رسملة السوق في توضيح درجة نشاطه إذ أنه من الممكن أن تكون هناك سوق كبيرة و لكنها غير نشطة إذ كانت رسملتها السوقية كبيرة و لكن معدل الدوران فيها منخفض .

- درجة التركيز :

يقصد بدرجة تركيز التداول ما إذ ما كان حجم التداول مركزا في عدد محدد من الشركات المقيدة أو موزعا على عدد كبير فيها و يمكن قياس درجة التركيز من خلال حساب نصيب أكبر عشر شركات من إجمالي رأس المال السوقي و إجمالي قيمة التداول .

- مؤشرات عدم الاستقرار :

تشير درجة التذبذب إلى مدى وجود تقلبات في العوائد في السوق ، بمعنى آخر فإنها تشير إلى عدم استقرار السوق و تقاس درجة عدم استقرار السوق بالانحراف المعياري للعوائد الشهرية في أسواق الأوراق المالية ، حيث تعد سلسلة زمنية لتلك العوائد لفترة 12 شهرا على أن يتم تنقيتها من الارتباط الذاتي .

- مؤشرات التنمية المؤسسية و التنظيمية :

يمكن للعوامل المؤسسية و التنظيمية أن يؤثر على سير أسواق الأوراق المالية. فقواعد الإفصاح الإخباري توفر معلومات عن الشركات و الوسطاء الماليين ، و من شأن ذلك أن يعزز من مشاركة المستثمرين في أسواق الأوراق المالية.

- مؤشرات اندماج السوق و تسعير الأصول:

في ظل أسواق المالية المندمجة ماليا بالكامل في الأسواق الدولية ، يتدفق رأس المال عبر الحدود بشكل يضمن تساوي تسعير الخطر عبر الحدود. و يشير ذلك النموذج إلى أن القدرة على تنويع الخطر من خلال الاستثمار في محفظة أوراق مالية تتصف بالتنوع الدولي ، يمكن أن تؤثر على قرارات الاستثمار ، و بالتالي على معدلات النمو في الأجل الطويل ، و أن العوائق أمام تدفقات رأس المال الأجنبي تحد من قدرة المستثمرين على تنويع المخاطر. و من ثم تقلل من درجة اندماج أسواق رأس المال و تمنع الأفراد العاملين في تلك الأسواق من معادلة ثمن المخاطر على الصعيد الدولي.

المبحث الثاني: الأزمات المالية

رغم اختلاف المفاهيم الشكلية للأزمات المالية عبر العصور و الأنظمة إلا أنها ضمناً تتفق كل التعاريف المقدمة، في كون الأزمات هي تلك الاختلالات العميقة والاضطرابات الحادة والمفاجئة في بعض التوازنات الاقتصادية ، تكون لهذه الاختلالات ردود أولية منحصرة في بلد معين أو منطقة معينة، بعدها يظهر ما يسمى بعامل العدوى لتنتقل و تصبح أزمة سوقية ثم أزمة إقليمية ثم أزمة دولية .

المطلب الأول: ماهية الأزمات المالية

الأزمات المالية بمختلف مفاهيمها و تعاريفها هي ظاهرة مثيرة للقلق و هي مشكلة مالية لا ينتج عنها فقط مشاكل اقتصادية و المتمثلة في الركود و هبوط الإنتاج و العمالة بل عدد من المشاكل تتزايد و تتكاثر حجماً فتشكل الأزمة المالية تهديداً للاستقرار الاقتصادي و السياسي لأي دولة معينة.

أولاً: مفهوم الأزمة المالية

"الأزمة المالية هي فترة تشهد اضطراباً حاداً ومفاجئاً في بعض التوازنات الاقتصادية يتبعه انهيار في عدد المؤسسات المالية تمتد آثاره إلى القطاعات الأخرى".⁽¹⁾

"يمكن تعريف الأزمة المالية التي تواجه الدولة بأنها عبارة عن موقف تتعرض له هذه الدولة ، و يستشعر صانع القرار فيها درجة عالية من التهديد للمصالح و القيم الجوهرية للدولة، و يتسم هذا التهديد بالمفاجأة ، و عدم التوقع من قبل صانع القرار، فيشعر بضيق الوقت المتاح للتفكير فيه ، و انه يجب عليه في نفس الوقت اتخاذ القرار المناسب بصدده ، قبل تغيير ذلك الموقف علي نحو تصعب السيطرة عليه".⁽²⁾

ومنه يمكن تعريف الأزمة المالية بأنها: "الأزمة المالية هي التي تعكس انهيار النظام المالي، مصحوباً بفشل عدد كبير من المؤسسات المالية وغير المالية مع انكماش حاد في النشاط

(1) السيد متولي عبد القادر، مرجع سبق ذكره ، ص.16.

(2) ابراهيم عبد العزيز النجار، الأزمة المالية وإصلاح النظام المالي العالمي ، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2009، ص.18.

الاقتصادي الكلي، فيمكن أن تبدأ الأزمة بإحدى المتغيرات المالية، ثم سرعان ما تنتشر إلى كل فروع هذا النظام المالي، ثم إلى الاقتصاد الوطني ككل".

ثانياً: عناصر الأزمة المالية

تتمثل عناصر الأزمة المالية في: (1)

- المفاجأة و عدم التوقع: إذا لا يجد صاحب القرار نفسه في أزمة ما، إلا إذا حدثت ظروف تنسم بعدم التوقع .
- التهديد للمصالح الأساسية للدولة: يجب أن تتصل المشكلة فضلاً بإحدى أو بعض المصالح الأساسية للدولة، وهذا يعني أننا نكون إزاء أزمة مالية كلما حدث تهديد مفاجئ و غير موقع لهذه المصالح المالية. و بقدر قيمة هذا التهديد تكون خطورة الأزمة المالية
- الحاجة إلى التدخل السريع من مصدر القرار: كلما كانت الحاجة لإصدار قرار ما في مواجهة الأزمة ، كلما كان ذلك دليلاً علي حدثهم. و هذا يعني أن المدى الزمني الذي تستغرق الأزمة يشكل أحد عناصر حدثها .

ثالثاً: مؤشرات الأزمات المالية

توجد بعض المؤشرات التي يمكن التنبؤ من خلالها بقرب حدوث أزمة مالية، منها ما يتصل بالسياسات الاقتصادية الكلية ومنها ما يتعلق بالخصائص الهيكلية للأسواق المالية والنقدية: (2)

1. المؤشرات المتصلة بالسياسات الاقتصادية الكلية

يوجد العديد من المؤشرات الاقتصادية العامة التي يمكن التنبؤ من خلالها بإمكانية حدوث أزمة مالية، وتتصل السياسات الاقتصادية الكلية في الدولة، وينجم عنها حالة من عدم الثقة لدى المستثمرين في قدرة الاقتصاد الكلي لهذه الدولة على تحقيق طموحاتهم الاستثماري، حيث دائماً ما تتوجه هذه الاستثمارات إلى حيث تجد المناخ الملائم للنمو من بين هذه المؤشرات:

- الارتفاع في معدل البطالة .
- ارتفاع معدلات الفائدة على الودائع والقروض المحلية.
- ارتفاع معدلات التضخم والمستوى العام للأسعار.
- ارتفاع نسبة القروض غير المنتجة إلى إجمالي قيمة القروض المحلية.

(1) ابراهيم عبد العزيز النجار، مرجع سبق ذكره ، ص.ص.19-20.

(2) المرجع نفسه، ص.ص.20-22.

- انخفاض قيمة الاحتياطي النقدي من العملات الحرة.
- انخفاض نسبة النمو الاقتصادي بتراجع الناتج المحلي الإجمالي بعد ثبات استقراره.
- ارتفاع الرقم القياسي للعجز في الحسابات الجارية إلى إجمالي الناتج المحلي الإجمالي.

2. المؤشرات المتصلة بالخصائص الهيكلية للأسواق المالية والنقدية

يمكن إجمال أهم المؤشرات التي تنبئ بقرب حدوث الأزمات المالية وتتصل بالأسواق النقدية والمالية فيما يلي: غلبة الأصول المالية عالية المخاطر على أسواق الائتمان.

- تسرب الضعف إلى الجهاز الإداري المنوط به الإشراف على أسواق المال وقطاعات البنوك.
- غياب الشفافية والإفصاح اللتان يستلزمهما التطبيق السليم لمعايير المحاسبة الدولية، عند عرض القوائم المالية للمؤسسات الاقتصادية، مما يحجب عن المستثمرين الظروف التي تساعدهم على تقييم أصول هذه المؤسسات وبالتالي أسواق المال وقطاعات البنوك بصورتها الحقيقية.
- ارتفاع حجم الديون الخارجية قصيرة الأجل (الأموال الساخنة) لما لهذه الديون من أثر سيئ على القطاعات المالية بسبب سهولة دخولها إلى الدولة وخروجها منها، مما يساهم في خلخلة عنصر الملائمة للمؤسسات المالية، ويساهم في عرقلة قطاع البنوك عن أداء وظائفه التمويلية.
- سيطرة بعض المؤسسات على الأسواق المالية وما ينجم عن ذلك من سهولة تحكمها في هذه الأسواق دخولا إليها وخروجها منها.
- انخفاض الاكتتاب في أسواق الأوراق المالية.

رابعاً: أهم الأزمات التي تعرض لها الاقتصاد الرأسمالي

لقد شهد العالم موجات متتالية من الأزمات ، أدت في غالب الأحيان إلى إحداث ثغرات ضخمة في الاقتصاديات الدولية مما يتطلب إعادة هيكلة جذرية للسياسات الاقتصادية المنتهجة ، وضياح أصول هائلة من المستثمرين في الأسواق المالية لهذه الدول، ومن أهم هذه الأزمات.

الجدول رقم (1-2): أهم الأزمات التي تعرض لها الاقتصاد الرأسمالي

الأسباب والمظاهر	الأزمة
فقد مؤشر "داو جونز" ثلث قيمته، وتبعه ركود وانحسار في الإنتاج العالمي بـ 50 بالمئة، وتُعد الأزمة أشهر الأزمات المالية التي شهدتها الاقتصاد العالمي وأقواها أثراً، إذ هبطت أسعار الأسهم في سوق المال الأمريكية بمعدل 13 بالمئة، التي انعكست على الانهيارات المتوالية في أسواق المال الدولية، وقد استمر أثر هذه الأزمة عشر سنوات.	أزمة أكتوبر 1929
أزمة الديون العالمية التي نشأت إثر توسع البنوك التجارية العالمية في الإقراض لحكومات دول العالم النامي نتيجة تحرير القطاع المالي والمصرفي وحرية حركة رؤوس الأموال، وقد اقترنت حركة التوسع في الإقراض بإعلان الدول المدينة عدم قدرتها على الوفاء بأعباء الديون وخدمتها، مثلما حدث في المكسيك عام 1988.	أزمة 1982
انخفاض قيمة الدولار كسعر صرف وارتفاع أسعار الفائدة بالمدى الطويل لغاية 400 نقطة، أدت إلى انهيار في بورصة الأسهم في لندن وأمريكا، الأمر الذي استدعى تدخل البنك المركزي الأمريكي.	أزمة أكتوبر 1987
تعرض الجنيه الإسترليني لموجة مضاربات أغرقته، وهو ما تسبب في تشويه النظام النقدي الأوروبي.	أزمة سبتمبر 1992
تسمى الأزمة الاقتصادية المكسيكية، وذلك لأن ارتباط عملة البلد بالدولار الأمريكي شكل ضماناً وهمية شجعت على الاستدانة الأجنبية، مما سبب عجزاً في ميزان المدفوعات واستدعى تدخل الولايات المتحدة لكونها أقرب جيران المكسيك.	أزمة 1994
الأزمة الآسيوية لتصبح تايلاند وكوريا الجنوبية على حافة الانهيار المالي، وتم اتخاذ إجراءات تعديل عنيفة، أدخلت	أزمة 1997

<p>الاقتصاد في مرحلة ركود قاس، دفع ثمنها من أجور العمال التي انخفضت أكثر من 30 بالمائة بسبب انخفاض قيمة النقود.</p>	
<p>أزمة الانترنت (أزمة مؤشر ناسداك)، ضعف النمو الاقتصادي الأمريكي، ليبقى مدعوماً بالاستهلاك العائلي المرتبط بمعدلات الفائدة المنخفضة جداً، وارتفاع قيمة العقارات والقروض السهلة، نتيجة إدراج أسهم شركات الانترنت في سوق الأوراق المالية في الولايات المتحدة، وهو ما يعرف بمؤشر ناسداك، حيث ارتفعت أسعار أسهم تلك الشركات بشكل كبير فأدت في عام 2000 إلى انفجار تلك الفقاعة</p>	<p>أزمة مايو 2000</p>
<p>بداية انخفاض العقارات في بعض مناطق الولايات المتحدة، واستمرار انهيار البورصة، وإفلاس أكبر البنوك في العالم، مع توالي العديد من الفضائح في الميدان المالي، وتوالي انهيار أكبر المصارف وإفلاسها في ما بات يُعرف بأزمة الرهن العقاري.</p>	<p>أزمة 2007</p>

المصدر: راتول محمد و معزوز لقمان، **الأزمات المالية الحديثة**، الملتقى الدولي الثاني حول التكتلات الاقتصادية زمن الأزمات، المركز الجامعي بالوادي، يومي 26-27 فيفري 2012، ص.ص.4-6.

المطلب الثاني: أنواع الأزمات المالية

لقد تعددت أشكال و أنواع الأزمات فمنها أزمات العملة وأزمات الأسواق المالية وأزمة الدين الخارجي و الأزمات المصرفية والتي تنقسم بدورها إلى أزمة سيولة وأزمة ائتمان.

أولاً: الأزمة المصرفية

يقال إن هناك أزمة مصرفية إذا تحققت المعايير التالية:⁽¹⁾

- بلغت نسبة الديون المعدومة إلى مجموع بالجهاز المصرفي نسبة تتجاوز 10%.
- إذا نتج عن الأزمة تأمين بعض البنوك.
- وجود حالة هستيرية بنكية متمثلة في تسهيل كبير للودائع من قبل المودعين مما يستدعي تدخل السلطات في تجميد الودائع أو إغلاق البنوك أو تعميم تأمين القروض.

(1) السيد متولي عبد القادر، مرجع سبق ذكره ، ص.317.

- إذا تجاوزت تكلفة الإصلاح أو عملية الإنقاذ للنظام المالي 2% من قيمة الناتج المحلي

وتأخذ الأزمة المصرفية الأشكال التالية:

- أزمة السيولة:

حيث تبدأ الأزمات المصرفية في الظهور عندما يواجه بنك ما زيادة كبيرة ومفاجئة في طلب سحب الودائع، ولأن البنك يقوم بإقراض أو تشغيل معظم الودائع لديه ويحتفظ بنسبة بسيطة لمواجهة طلبات السحب اليومي، فلن يستطيع بطبيعة الحال الاستجابة لطلبات كل المودعين إذا ما تخطت تلك النسبة وبالتالي يحدث ما يسمى بأزمة سيولة لدى البنك وإذا حدثت مشكلة من هذا النوع وامتدت إلى بنوك أخرى عندئذ تأخذ الأزمة لقب أزمة مصرفية.

- أزمة الائتمان:

لكن عندما تتوافر الودائع لدى البنوك ورفضت تلك البنوك منح القروض خوفاً من عدم قدرة المقترضين على الوفاء بطلبات السحب تحدث أزمة في الإقراض وهو ما يسمى بأزمة الائتمان .

وتؤدي أزمة الائتمان إلى أحجام أصحاب رؤوس الأموال عن تمويل العمليات الاقتصادية في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة إلا بفوائد مرتفعة وبضمانات عالية.

ثانياً: أزمة العملة currency crisis

تسمى أيضاً بأزمة ميزان المدفوعات ، تحدث عندما تتغير أسعار الصرف بسرعة بالغة بشكل يؤثر على قدرة العملة على أداء مهمتها كوسيط للتبادل أو مخزن للقيمة، وتحدث تلك الأزمات لدى اتخاذ السلطات النقدية قراراً بخفض سعر العملة نتيجة عمليات المضاربة، وبالتالي تحدث أزمة قد تؤدي لانتهيار سعر تلك العملة، وهو شبيه بما حدث في تايلاند 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 قراراً تطوعياً من السلطة النقدية، إلا أنه في أغلب الحالات يكون قراراً ضرورياً تتخذه في حال وجود قصور في تدفقات رأس المال الأجنبي .

تعرف أزمة العملة بأنها الوضع الذي يؤدي إليه الهجمات من قبل المضاربين على العملة المحلية إلى استنزاف مستمر ومتواصل للاحتياطيات من العملة الأجنبية أو حدوث تخفيض حاد في قيمة العملة المحلية إذا نجحت المضاربة.⁽¹⁾

ثالثاً: أزمة الأسواق المالية

التدهور الحاد في الأسواق المالية لدولة أو لمجموعة من الدول والتي من أبرز صفاتها فشل النظام المصرفي المحلي في أداء مهامه الرئيسية والذي ينعكس في تدهور كبير

(1) السيد متولي عبد القادر، مرجع سبق ذكره ، ص.318.

في قيمة العملة وفي أسعار الأسهم وبالتالي الآثار السلبية على قطاع الإنتاج والعمالة وما ينجم عنها من إعادة توزيع الدخل والثروات فيها بين الأسواق المالية الدولية.

وعادة ما تحدث الأزمات المالية بصورة مفاجئة نتيجة لأزمة ثقة في النظام المالي مسببها الرئيسي تدفق رؤوس أموال ضخمة للداخل يرافقها توسع مفرط وسريع في الإقراض دون التأكد من الملاءة الائتمانية للمقترضين وعندها يحدث انخفاض اسمي في قيمة العملة المحلية إزاء العملات القيادية حتى يصبح سعر الصرف الحقيقي أقرب إلى سعر العملة المنخفض ، مؤديا ذلك إلى حدوث موجة من التدفقات الرأسمالية للخارج (1).

رابعا: أزمة الدين الخارجي

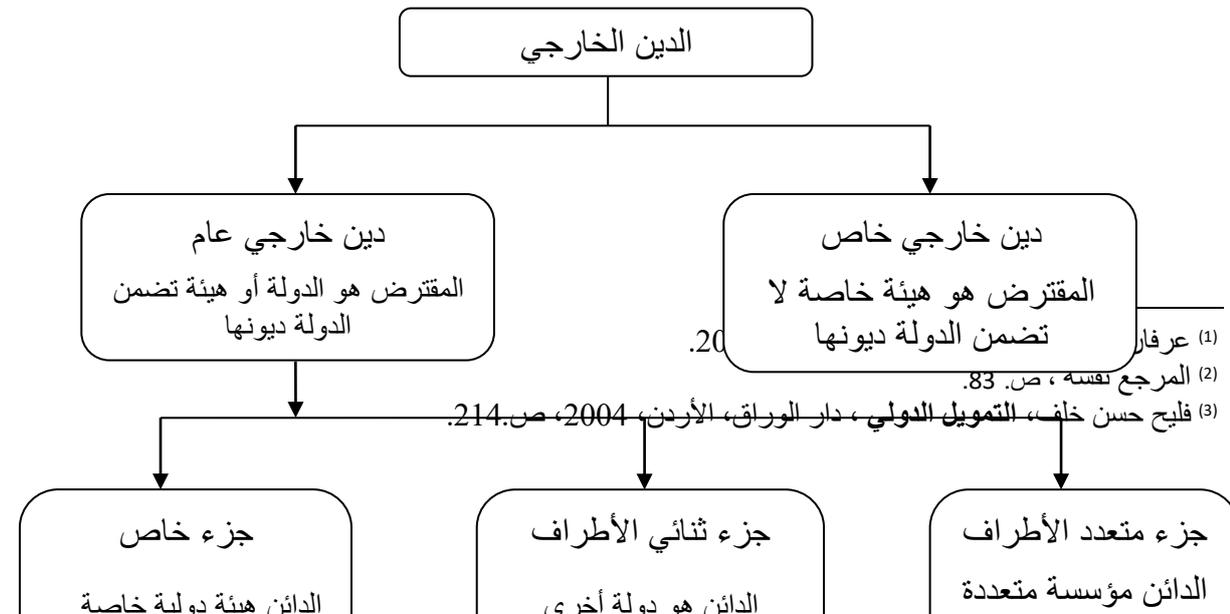
تعد أزمة المديونية الخارجية من أبرز التحديات التي تواجه الدول النامية في مسيرتها الإنمائية الاقتصادية و خاصة في ميدان تمويل التنمية ، إذ لم تقتصر وصفها مشكلة اقتصادية أو مالية فحسب ، وإنما ما فتئت تمس الخيارات الاجتماعية و السياسية على حد سواء ذلك لأن هذه الديون تتصل مباشرة بمدى إمكانيات هذه الدول على النهوض باقتصادياتها ، و في نفس الوقت فهي تعكس نمط العلاقات الاقتصادية الدولية بينهما و بين الجهات الدائنة (2).

تهدف الديون الخارجية العامة إلى: (3)

- المساعدة على زيادة معدلات الاستثمار في الدول التي تحصل على هذه الديون .
- استخدام الديون من أجل مواجهة العجز في ميزان المدفوعات والناجم عن سياسات محلية غير سليمة تتضمن زيادة الواردات وانخفاض الصادرات أو نتيجة صدمات ومؤثرات داخلية أو خارجية.

ويمكن تصنيف الديون الخارجية كالآتي:

الشكل رقم (1-3): تقسيمات الدين الخارجي



وتحدث أزمة الدين الخارجي بسبب: (1)

العوامل الداخلية:

و هي العوامل النابعة من اقتصاديات التي تنوء بالمشكلة ذاتها ، و تشمل :

- فشل معظم أنماط التنمية و الاستراتيجيات و السياسات المتبناه في الدول النامية .
- تعاظم دور القطاع العام في هذا الاتجاه ، و الذي تمثل بتزايد الإنفاق العام .
- النزعة الاستهلاكية المفرطة.

العوامل الخارجية:

و هي العوامل المرتبطة بالبيئة الاقتصادية الدولية و تشمل:

- المزيج السلبي للسياسات الاقتصادية المتبعة في الدول الرأس مالية الصناعية المتقدمة، كأسلوب التمويل التضخمي في الولايات المتحدة ، و تطبيق الحماية التجارية على صادرات الدول النامية .
- تدهور معدلات التبادل التجاري لغير صالح الدول النامية .
- ارتفاع أسعار الفائدة الدولية و التي كانت سالبة في بداية السبعينات ثم ارتفعت الى أكثر من 9% في أوائل الثمانينات .
- محدودية مصادر التمويل، و تعاظم أعبائه .

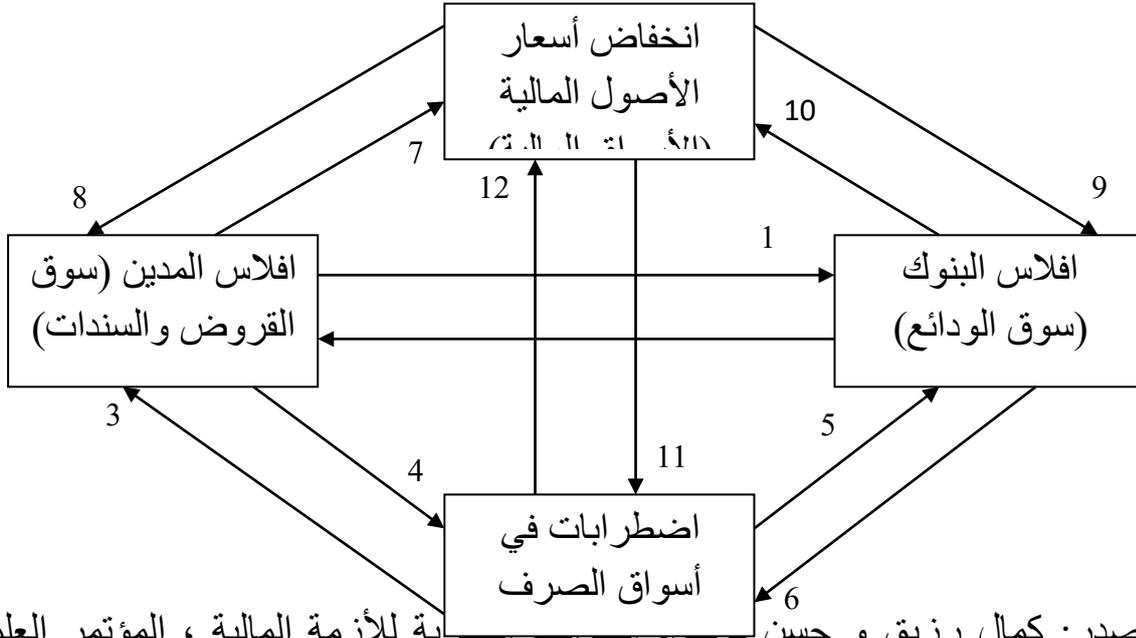
المطلب الثالث: عدوى الأزمات المالية

إن تشابك العلاقات الاقتصادية، وتداخل الروابط التجارية والمالية بين الدول في العصر الحديث يؤدي إلى سرعة انتشار عدوى الأزمات المالي، من الدول التي تنشأ بها هذه الأزمات إلى الدول الأخرى التي تربطها بها هذه العلاقات الاقتصادية والتجارية، ويرتبط انتشار هذه العدوى بمدى قوة تلك الروابط بحيث يتزايد تأثير الأزمة المالية في الدول الأخرى مع اتساع نطاق هذه الروابط.

أولاً: قنوات انتقال الأزمة عبر أقسام النظام المالي الواحد

الشكل رقم (4-1): قنوات انتقال الأزمة عبر أقسام النظام المالي الواحد

(1) عرفان تقي الحسني، مرجع سبق ذكره ، ص.ص.86-87.



المصدر: كمال رزيق و حسن توفيق، الجوانب النظرية للأزمة المالية ، المؤتمر العلمي حول تداعيات الأزمة الاقتصادية العالمية على منظمات الأعمال، جامعة الزقازيق الخاصة، الأردن، يومي 10-11 نوفمبر 2009، ص.12.

ويوضح هذا الشكل مختلف القنوات المحتملة لإنشاء الأزمات المالية بين مختلف الأسواق، سوق القروض، السوق المالية، سوق الودائع (البنوك) وأسواق الصرف، وفيما يلي شرح لهذه القنوات:⁽¹⁾

القناة رقم 01: وتمثل انتقال أزمة المديونية من سوق القروض والسندات نحو الجهاز المصرفي فالانقطاع عن دفع خدمة الديون الخاصة من طرف بعض الدول، قد يؤثر سلباً على البنوك ويزيد من احتمال إفلاسها وهو ما حدث في أزمة المديونية سنة 1982.

القناة رقم 02: تبين الحالة العكسية للقناة الأولى، حيث أن ظهور حالات إفلاس لدى البنوك سيؤدي إلى انخفاض تقديم القروض إلى المدينين وبالتالي احتمال إفلاسهم كذلك والشاهد على ذلك ما حدث في الأزمة البنكية بالولايات المتحدة الأمريكية سنة 1929.

القناة رقم 03: أزمة في سعر الصرف من شأنها أن تؤدي إلى اضطرابات في أسعار السندات نتيجة تخلي المستثمرين عنها والتحول إلى سندات بعملة أخرى.

القناة رقم 04: إفلاس المدينين من شأنه أن يحدث هلعاً لدى المستثمرين (الأجانب خاصة) فيقومون بالتخلي عن تلك السندات فيحدث هناك اضطراب في سعر صرف عملتها نتيجة كميات البيع الكبيرة المعروضة.

⁽¹⁾ كمال رزيق و حسن توفيق، الجوانب النظرية للأزمة المالية ، المؤتمر العلمي حول تداعيات الأزمة الاقتصادية العالمية على منظمات الأعمال، جامعة الزقازيق الخاصة، الأردن، يومي 10-11 نوفمبر 2009، ص.12.

القناة رقم 05: قد يؤدي تخفيض قيمة العملة أو مجرد توقعات بذلك، إلى ظهور موجة من سحب الودائع لدى البنوك قصد تحويلها إلى عملات أجنبية لتفادي خسائر الصرف، وهو ما يسبب أزمة مصرفية لدى البنوك.

القناة رقم 06: إذا تم إفلاس العديد من البنوك ذات التزامات مع الخارج خاصة، سيؤدي ذلك إلى تسجيل خسائر الصرف من طرف الأعوان الذين يقومون بعمليات مع الخارج.

القناتين رقم 07 و08: وتمثلان الانتقال من الأزمة في أسواق الأسهم إلى أزمة في أسواق السندات وهي غالبية الحدوث بالنظر إلى أن الاستثمار في السندات هو بديل عن الاستثمار في الأسهم.

القناتين رقم 09 و10: وتعبّر عن انتقال الأزمة من أسواق الودائع إلى أسواق المال والعكس، حيث عدد كبير من البنوك تعتبر كمتعاملين في السوق المالية، سواء كوسطاء ماليين أو تجار أوراق مالية كما أن البنوك خاصة في الدول المتقدمة تمتلك حصة كبيرة من رسملة السوق المالية.

القناتين رقم 11 و12: وتصف كيف يمكن لأزمة في أسواق الصرف أن تتحول إلى أزمة في أسواق المال والعكس فمثلا عند تخفيض العملة يحدث هلع لدى المستثمرين الأجانب ويقبلون للتخلي عن أصولهم المالية والمقيمة بتلك العملة.

ثانيا: نماذج العدوى المالية

الجدول رقم (3-1): نماذج العدوى المالية

إمكانية منع وقوع الأزمة	إمكانية التنبؤ بالأزمة	آليات التحول في الأزمة المعدية
ضعيف	جيد	- نموذج الروابط الاقتصادية: تؤثر الأزمة في الدولة الأولى على الأساسيات في الدول الأخرى
جيد	معتدل	- نموذج الوعي المتزايد: تكشف الأزمة في الدولة الأولى الأولى الأساسيات الضعيفة في الدول الأخرى
ضعيف	جيد	- نموذج تسوية محفظة الأوراق المالية: تقوى الأزمة في الدولة الأولى وحدة النقد الأساسية للمستثمر
معتدل	ضعيف	- نموذج سلوك القطيع: الأزمة في الدولة الأولى تسبب سلوك القطيع بواسطة المستثمرين.

المصدر: عبد الحكيم مصطفى الشرقاوي، العولمة المالية وإمكانية التحكم، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2003، ص.34.

ويقدم الجدول السابق أربعة نماذج للعدوى المالية ويلخص تضامنها في إمكانية التنبؤ بالأزمات وكيفية منعها أو الوقاية منها: (1)

- طبقا لنموذج الروابط الاقتصادية economic-linkages فإن الأزمة المالية التي تحدث في دولة ما تعجل بوقوعها في اقتصاديات منكمشة تجاريا أو غير متقدمة وذلك بتغيير أساسيات الاقتصاد بها.
- النموذج الثاني هو زيادة الوعي heightened-awareness يربط الفجوات المعلوماتية بالأسس الاقتصادية الضعيفة الثابتة.
- وفي نموذج تسوية محفظة الأوراق المالية adjustment-portfolio نجد أن مديري السيولة النقدية والأوراق المالية المقيدة في حاجة إلى سيولة نقدية لمواجهة الزيادة المتوقعة في تجديد أصول الدولة التي حدثت فيها الأزمة الأصلية.
- أخيرا في نموذج سلوك القطيع hard.behavior يقوم المستثمرون بخلق عدوى مالية وذلك بإهمالهم أو تغاضيهم عن أنواع معينة من الاستثمارات في الأوراق المالية استجابة لاقتناعهم بما يفعله المستثمرون الآخرون.

ثالثا: قنوات انتشار الأزمات المالية

وينقسم نظريا الاقتصاديين والباحثين في مجال الأسواق وإدارة الأزمات المالية، إلى تيارين اثنين في مجال تحليل انتقال الأزمات المالية أو ما يسمى بالعدوى، يمكن تلخيص مضمون كل منهما في الآتي: (1)

- التيار الأول: يفرق بين ثلاث قنوات لنقل عدوى الأزمات المالية من دولة إلى أخرى وهي:

القناة الأولى: اختلال التوازن والذي يركز على نفسية المستثمرين.

القناة الثانية: صدمات السيولة والتي تركز على إعادة هيكلة المحافظ المالية للمستثمرين.

القناة الثالثة: تبعات الاقتصاد السياسي والذي يتأثر مباشرة على نظام سعر الصرف الثابت.

إن هذا التيار يؤكد على أن حدوث انتقال عدوى الأزمات المالية من بلد إلى آخر، ليس مشروط بوجود ارتباط قوي في التعاملات الاقتصادية بين البلدان، حيث تصبح الجوانب الأخرى محرك أساسي للأزمات سيما الجانب غير المادي لنقل الأزمات.

(1) عبد الحكيم مصطفى الشرقاوي، العولمة المالية وإمكانية التحكم، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2003، ص.34-38.

(2) حمزة مغول، تكرارية الأزمات المالية وانعكاساتها على الاقتصاديات النفطية، مذكرة تخرج لنيل شهادة الماجستير، تخصص نفود ومؤسسات مالية، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة 8ماي 1945 قالمة، 2001-2012، ص.14-15.

- التيار الثاني: يفسر كيفية انتقال العدوى بين الأسواق في وجود تعاملات اقتصادية قوية بين هذه البلدان، هذا التيار يهتم بتفسير طرق انتقال عدوى الأزمات المالية من خلال أربع قنوات (آليات) قد تنتقل بسببها الأزمات من سوق مالي إلى آخر، ويمكن تلخيصها في التالي:

القناة الأولى: العلاقات التجارية، فإذا كانت الدول مرتبطة تجارياً بشكل كبير فإن تخفيض قيمة العملة نتيجة الأزمة في غياب قدرة البنك المركزي على التدخل باستمرار في البلد الأول سيؤدي إلى إرغام البلد الثاني على تخفيض قيمة العملة المحلية من أجل المحافظة على تنافسية السلع المنتجة على ترابه.

القناة الثانية: التنسيق السياسي للاقتصاديات، حيث أن الإجراءات المتخذة من طرف دولة ما تؤدي إلى أن تتخذ دولة أخرى نفس الإجراءات وبالتالي تنتشر الأزمة المالية من سوق لآخر إرادياً، ولعل ذلك يكون إيجابياً من ناحية أن الأزمة إذا انتشرت خفت حدتها وكان التعافي منها أسرع مما لو كانت منحصرة في بلد واحد أو اثنين.

القناة الثالثة: التشابه في المكونات والبنية الاقتصادية، ومفهوم هذه الآلية قريب من مفهوم المحاكاة، فالمستثمرون يقومون بإصدار أحكام متشابهة فيما يخص الاقتصاديات ذات البنية المتشابهة، وبالتالي يتحركون استراتيجياً لتفادي المزيد من الخسائر على مستوى الاقتصاديات المتشابهة لاقتصاد موطن الأزمة المالية وبالتالي تنتقل الأزمة من سوق إلى آخر.

القناة الرابعة: الصدمة الواحدة لجملة من البلدان، حيث أن الأزمة قد لا تنطلق من سوق واحد ثم تنتشر ولكنها قد تصيب جملة من الأسواق في آن واحد، وقد يعود ذلك إلى تشابه في نوعية الأصول المالية المتداولة داخل تلك الأسواق، فقد تصيب الأزمة قطاع الاتصالات أو قطاع المعلوماتية أو قطاع الصناعات.

رابعاً: تفسير انتقال الأزمات المالية

هناك عوامل عديدة تسمح بانتقال الأزمة المالية للدول الأخرى في وقت واحد وفي وقت قريب نذكرها في: (1)

- التشابه والتطابق: إن تجربة كل دولة يكون الدافع من ورائها هو عوامل عديدة تتسم بالخصوصية والحساسية المفرطة، فعلى سبيل المثال قد تحدث تنمية اقتصادية غير ملائمة للاستثمارات في دولة ما تشبه إلى حد ما أنواع أحداث تحدث في مكان آخر، وفي هذه الحالة لا يوجد اتجاه معين تسهم فيه المشاكل المالية في دولة ما في مشاكل دولة أخرى، فكل دولة تلقي بهومها على دولة أخرى وفي كثير من الحالات تتسبب السياسات الرديئة في حدوث هذه الأزمات.
- التحركات في سعر الأصول: تحدث الأزمات المالية أثر التحركات في سعر الأصول والتي ترتبط ببعضها البعض بفعل صدمة خارجية عادية، وقد يكون للتطورات السياسية والاقتصادية الخارجية دور في تغيير الأوضاع الاقتصادية التي تشكل

(1) عبد الحكيم مصطفى الشراوي، مرجع سبق ذكره، ص.ص. 33-34.

أساس تقييم المستثمر لأصوله المالية المحلية، ولسوء الحظ فإن صناعات السياسة المحلية يملكون قدرة محدودة لمنع حدوث مثل هذا النوع من الأزمات، كما لا يمكن التنبؤ بها بسهولة.

- فقدان الثقة في الأصول المحلية: وتفسر الأزمة المالية متعددة الأقطار في هذه الحالة بالعدوى، بمعنى فقدان الثقة في الأصول المالية المحلية والناشئة عن حدوث أزمة مالية في دول أخرى والتميز الأساسي هنا هو أن المستثمرين يقللون من تقديراتهم للمخاطر والنتائج التي تنشئ عن بيع أصول مالية رغم الأسس الاقتصادية المحلية الثابتة.

المطلب الرابع: دور صندوق النقد الدولي في مواجهة الأزمات المالية

يعد صندوق النقد الدولي من أهم الوكالات المتخصصة التابعة لهيئة الأمم المتحدة، أتاحت لها مهمة الإشراف على إدارة النظام النقدي الدولي للتخفيف من آثار أنظمة المدفوعات الدولية وأسعار الصرف على المعاملات التجارية و المالية العالمية، كما أصبح له دوراً محورياً في محاولة التنبؤ بحدوث الأزمات و منع وقوعها و مساعدة الدول الأعضاء على اعتماد برامج تحت إشرافه للتقليل من مخلفاتها و سلبياتها.

أولاً: التعريف بصندوق النقد الدولي

أنشئ صندوق النقد الدولي بهدف تحقيق استقرار النظام النقدي على المستوى العالمي، وذلك من خلال محاولة العمل على ضمان استقرار معدلات الصرف للعملة المختلفة والمحافظة على توازن موازين المدفوعات للدول الأعضاء، بهدف خلق مناخ مناسب لدفع النمو الاقتصادي المستدام في الاقتصاد العالمي، ولضمان تحقيق هذه الأهداف فإن الصندوق يعمل على تقديم المساعدات المالية في صورة تسهيلات ائتمانية للدول الأعضاء بالشكل الذي يساعدها على معالجة المشكلات المتعلقة بموازين مدفوعاتها، ويتم ذلك غالباً في إطار برامج للمساندة أو للتعديل الهيكلي تتضمن حزمة من السياسات التي ينبغي على الدولة العضو إتباعها.(1)

ثانياً: دور صندوق النقد الدولي

يتمثل دور صندوق النقد الدولي في:(2)

- تقديم المشورة بشأن السياسات والإشراف العملي
- يقوم صندوق النقد الدولي بالإشراف على النظام النقدي الدولي، بما في ذلك الرقابة على سياسات أسعار الصرف لدوله الأعضاء، ويتخذ الصندوق ثلاث أشكال من الرقابة على اقتصاديات الدول هي الرقابة القطرية والرقابة العالمية والرقابة على المنظمات الإقليمية.
- الإقراض لمساعدة البلدان المتعثرة اقتصادياً:
- من أهم الأدوار التي يقوم بها صندوق النقد الدولي، أنه يقدم قروضاً بالعملة الأجنبية للدول التي تواجه مشكلات في ميزان المدفوعات.
- المساعدة الفنية والتدريب:

(1) موسى سعيد مطر و شقيري نوري موسى و ياسر المومني، المالية الدولية، دار صفاء، الأردن، 2003، ص.169.

(2) أحمد فرحات، صندوق النقد الدولي ودوره في تحديد سياسات الدول، تاريخ الاطلاع: 2013/5/1، من الموقع:

يقدم صندوق النقد الدولي للبلدان الأعضاء المساعدة الفنية والتدريب في كثير من المجالات، كما يتيح لهم الاستفادة من خبراته الفنية، لا سيما بشأن تنظيم الجهاز المصرفي والرقابة عليه، وإعادة هيكليته.

ثالثاً: برامج صندوق النقد الدولي لمواجهة الأزمات المالية

تجدد دور صندوق النقد الدولي في إدارة النظام النقدي العالمي في ظل أزمة المديونية و أزمات العولمة المالية، وذلك بإشرافه على برامج معدة على أساس مؤشرات محددة لمحاولة التحسيس بالأخطار المحتملة و قريبة الوقوع و سياسات تفرض على الدول الأعضاء لتصحيح الاختلالات و معرفة أسبابها و بالتالي المساعدة في معالجتها. و من أهم هذه البرامج سيتم التركيز على ثلاثة منها هي⁽¹⁾:

- برامج التثبيت و التعديل الهيكلي :

هي برامج تحاول تصحيح الاختلالات الناتجة عن الإفراط في الطلب الكلي المحلي و الخارجي على المدينين القصير و المتوسط بالتركيز على أدوات السياسة النقدية و المالية و التجارية و الاستثمارية ، تركز هذه البرامج على 3 محاور رئيسية هي:

المحور الأول: تخفيف العجز في ميزان المدفوعات.

المحور الثاني: مكافحة التضخم .

المحور الثالث: تشجيع الاستثمار الخاص المحلي و الأجنبي.

- برامج الإنذار المبكر:

في إطار سعي الصندوق لاستشعار الأزمات و التنبؤ بوقوعها لجأ هذا الأخير إلى اعتماد نماذج من الاقتصاد القياسي تعرف بنماذج الإنذار المبكر، الذي يعتمد في تحليل و التنبؤ بوقوع الأزمات على مجموعة من المتغيرات و البيانات التاريخية التي تؤدي إلى إحداث الأزمة، و أهمها نسبة الدين قصير الأجل إلى احتياطات النقد الأجنبي، و الارتفاع في سعر الصرف الحقيقي بالنسبة للاتجاه السائد، و العجز في الحساب الجاري للمعاملات الخارجية، بحيث كلما ارتفعت قيمة متغير من هذه المتغيرات ازداد احتمال وقوع الأزمة، هنا يتدخل الصندوق بمنح مهلة كافية لتبني سياسات تصحيحية.

و يستند الصندوق في استشعار الأزمة و التنبؤ بوقوعها إلى مجموعة من المؤشرات أهمها وسائل مراقبة السيولة ونبض السوق و التطلع إلى المستقبل لتسهيل عملية التنبؤ بحدوث الأزمات.

- برامج اختبار الإجهاد:

و يتم إجراء عملية اختبار الإجهاد وفق عدة مراحل تنطلق من توحيد جوانب التعرض للمخاطر و جمع المعلومات حول الاقتصاد الكلي و أداء النظام المالي و البيانات المرتبطة بالملكية و الحصص في السوق التي تساعد على التحديد المنتظم للمؤسسات و القطاعات المهمة و معرفة هياكل الميزانيات المالية التي تمكن من استشراف جوانب التعرض للمخاطر ، أي التركيز على معرفة مصادر المخاطر المختلفة.

(1) لطرش ذهبية، دور صندوق النقد الدولي في مواجهة الأزمة المالية والاقتصادية العالمية ، ملتقى علمي دولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، جامعة فرحات عباس، سطيف، 20-21 أكتوبر، 2009، ص.ص.6-8.

رابعاً: المشاكل التي يعاني منها صندوق النقد الدولي
يعاني صندوق النقد الدولي من عدة مشاكل أهمها: (1)

- سيطرة الدول الكبرى على اتخاذ القرار :

إن مبدأ القوة التصويتية لدى صندوق النقد الدولي تعكس بشكل أو بآخر هيمنة الدول الصناعية وعلى رأسها الولايات المتحدة الأميركية على القرارات داخله. ونتيجة لذلك، أصبحت القروض الخارجية لصندوق النقد الدولي أداة للضغط السياسي على البلدان النامية من أجل فتح حدودها أمام البلدان النامية لفتح أسواقها أمام المنتجات الأجنبية، مدمرة الاقتصاد الوطني لها.

- النقص في الشفافية لدى الصندوق:

إن المؤسسات النقدية كالمصارف وغيرها تميل إلى السرية بطبيعتها، لأسباب عديدة أهمها التهرب من الضرائب، وكذلك صندوق النقد الدولي الذي وعلى الرغم من أنه ليس مؤسسة خاصة يعاني من ضعف في الشفافية. ويقوم الصندوق حالياً بزيادة شفافيته عن طريق إلقاء مزيد من الضوء على أعمال مجلسه التنفيذي تقادياً لمزيد من الانتقادات، ففي الصندوق هناك غياب للمناقشات العلنية.

- مشكلة الميزانية:

إن تمويل عمليات صندوق النقد الدولي بشكل فعلي يتم من خلال تسديد القروض من قبل بلدان العالم النامي، إضافة إلى اشتراكات الأعضاء، هذه المشاكل وغيرها دفعت البعض إلى القول بوجود البحث عن مؤسسة جديدة تدير النظام النقدي الدولي، ما أصاب الصندوق شلل مؤقت، أنعشته الأزمة الاقتصادية العالمية، حيث تم الاتفاق بين الدول العشرين المجتمعين في لندن سنة 2009 على إعطاء دور لصندوق النقد في الخلاص من الأزمة عبر مضاعفة موارده إلى تريليون دولار منها 500 دولار لميزانية الصندوق، و250 دولار لحقوق السحب الخاصة.

المراقبة والإعانة المالية والمساعدة التقنية هي المجالات الثلاث لتدخل صندوق النقد الدولي ولكن من السهل إدراك أن الحصيلة تقارب الفشل، فالمشاورات السنوية مع البلدان الأعضاء وتوصيات خبرائه لم تمكن صندوق النقد الدولي من التنبؤ بالأزمات الكبرى خلال السنوات الأخيرة أو تجنبها، بل إن السياسات التي يملها صندوق النقد الدولي قد فاقت تلك الأزمات.

(1) أحمد فرحات، صندوق النقد الدولي ودوره في تحديد سياسات الدول، تاريخ الاطلاع: 2013/5/1، من الموقع:

<http://ahmadfar.blogspot.com>

هناك ارتباط وثيق بين الأزمات المالية والأسواق المالية الدولية بحيث تؤثر الأزمات المالية سلباً على اقتصاديات دولة معينة كما قد تنتقل إلى دول أخرى بفعل العدوى المالية ونتيجة التحرير المالي المفرط ، مما يؤدي إلى تراجع مؤشرات أداء الأسواق المالية الدولية التي أصبحت في الوقت الراهن تحتل مركزاً حيوياً في النظم الاقتصادية المعاصرة فعلى المؤسسات المتخصصة في منع وقوع الأزمات كصندوق النقد الدولي تصحيح مواطن الخلل فيها والتوصل لحل مشكلاته للحد من تلك الأزمات وليس زيادة تفاقمها.

يعد الاتحاد الأوروبي من أقوى التكتلات الاقتصادية وأهم نماذج التكامل في العالم فقد استطاع أن يضم أكثر من خمسة وعشرين دولة، فهو الاتحاد الوحيد الذي وصل إلى توحيد العملة بين أطرافه وأخرج عملة مشتركة أطلق عليها الأورو ، أصبحت الدول التي تتعامل بهذه العملة تسمى منطقة اليورو.

واجهت منطقة اليورو اختلالات بين دول الشمال والجنوب إضافة لتداعيات الأزمة الاقتصادية العالمية على المنطقة أدى إلى ظهور أزمة ديون سيادية باليونان وتعثر الدولة على تسديد ديونها ، انتقلت الأزمة لباقي منطقة اليورو ابتداءً بإيرلندا ثم إسبانيا والبرتغال وإيطاليا ثم قبرص وسلوفينيا ، رغم إجراءات التقشف وخطط الإنقاذ المقدمة للدول للحد من انتشار الأزمة .

المبحث الأول: اقتصاديات منطقة اليورو

تجاوزت تجربة التكامل الاقتصادي الأوروبي أكثر من نصف قرن، حيث بدأت بميلاد الجماعة الأوروبية للفحم والصلب سنة 1951 لتصل في الوقت الراهن إلى مرحلة الإتحاد الاقتصادي والوحدة النقدية.

المطلب الأول: تطور آليات التكامل الأوروبي (1)

استهدف التكامل الاقتصادي الأوروبي الانتقال من منطقة التجارة الحرة إلى الاتحاد الجمركي ثم مرحلة السوق المشتركة ثم مرحلة الوحدة الاقتصادية إلى أن تبلغ مرحلة الاندماج الاقتصادي التام.

أولاً: قواعد تحرير التجارة في الإفتا و جماعة الفحم و الصلب

جماعة الفحم والصلب: ألغت الجماعة الرسوم على التصدير والاستيراد لمنتجات القطاع وعند القيام بالتصدير إلى دولة عضو تسترد الضرائب غير المباشرة على الإنتاج التي تفرضها الدولة المصدرة على أن يدفع عنه ما تفرضه الدولة المستوردة من ضرائب غير مباشرة على الإنتاج المحلي المماثل، أثار التخوف من انحراف مسار التجارة بنفاذ هذه الواردات من الدول التي تفرض رسوما جمركية منخفضة لذا تقرر تعديل الرسوم الجمركية في 10-2-1960.

رابطة الإفتا: وضعت جدولاً زمنياً لإزالة الرسوم على واردات السلع الصناعية خلال عشر سنوات ليتوافق تحريرها مع الجماعة الاقتصادية في أول 1970 إلا أن التنفيذ الكامل تقدم ثلاث سنوات لينجز في نهاية 1966، وروعي وضع نظم خاصة للدول الأقل تقدماً أو التي تعاني صعوبات في بعض المنتجات الصناعية الحيوية أو التي تنضم في وقت لاحق.

ثانياً: المرحلة الانتقالية للجماعة الاقتصادية السياسات الجمركية

تحرير التجارة البينية: تضمنت المرحلة الانتقالية من 1958-1969 إقامة اتحاد جمركي يصحبه تحرير للتجارة البينية وقسمت المرحلة إلى ثلاث فترات من أربع سنوات بحيث تخفض الرسوم الجمركية على الواردات البينية بثلاث دفعات كل منها 10% خلال كل من الأولى والثانية ويترك تنظيم باقي الدفعات في الفترة الثالثة 40% لقرار من المجلس.

الاتحاد الجمركي: تحددت التعريفات الجمركية على أساس الوسط الحسابي للرسوم المفرضة فعلاً في 1957 مع بعض الاستثناءات حيث اختيرت رسوم لبعض السلع ذكرت في قوائم بالنسبة إلى كل من الأقاليم الجمركية الأربعة البنيلوكس والدول الثلاث الأخرى كذلك بعض السلع الأخرى.

(1) العديد من المراجع أهمها:

- محمد محمود الإمام ، تجارب التكامل العالمية ومغزاها للتكامل العربي ، مركز دراسات الوحدة العربية، بيروت، 2004، ص.ص.548-559.
- صلاح الدين السيبي، الاتحاد الأوروبي والعملة الأوروبية الموحدة ، عالم الكتب، القاهرة، 2003 ، ص.ص.24-48.

بعد قيام الاتحاد الجمركي شرعت المؤسسات الأوروبية المشتركة في إزالة العقبات التي تعترض ليس فقط حرية السلع والبضائع إنها حرية حركة كل وسائل الإنتاج والخدمات، ومن هذا الباب تمكنت الجماعة الأوروبية من صياغة سياسات مشتركة لمعالجة مشكلات التنميط وبراءات الاختراع وحقوق التأليف وهجرة العمالة وحقوقها وسياسات التأمينات والمعاشات... وأدى النجاح في إقامة السوق المشتركة أو الموحدة من ناحية إلى تدعيم وتثبيت ما تحقق من نجاح كما ساهم من ناحية أخرى في إحداث نقلة نوعية إلى الأمام في حركة التكامل والاندماج نفسها.

ثالثا: السياسات الهيكلية والمشاركة

من هذه السياسات ما يتعلق بالاقتصاد في مجمله مثل سياسة المنافسة وقطاعي الزراعة والنقل.

سياسة المنافسة: اهتمت جماعة الفحم والصلب بتحقيق المساواة في المعاملة بين المنشآت داخل وبين الدول الأعضاء والاتفاقيات التي تعقدها المنشآت بغرض السيطرة على النتاج أو الاستثمار أو التطوير الفني و أعطيت سلطتها العليا صلاحية إجازة اتفاقيات بين المنشآت بغرض التخصص والمشاركة في البيع والشراء بشروط معينة وحرصت معاهدة روما على المساواة في المعاملة وعدم التمييز ضد منشآت باقي الدول الأعضاء وعلى منع الممارسات الاحتكارية.

السياسة الزراعية المشتركة: وتم ذلك في مؤتمر عقد في ستريزا في منتصف 1958 ووضعت فيه أسس ثلاثة لها خلق سوق موحدة للمنتجات الزراعية، تزول فيها عوائق المنافسة، وإعطاء تفضيل للجماعة بحمايتها من التقلبات العالمية، والتكافل المالي، بمساهمة جميع الدول الأعضاء في تكاليف السياسة المشتركة، وتستهدف السياسة الزراعية المشتركة بزيادة الإنتاجية واستقرار الأسعار وضمان الإمدادات وسيادة أسعار مناسبة للمستهلكين وتحقيق دخول مقبولة للمزارعين، حتى لا يؤدي تحرير التجارة إلى إضراب كبير نتيجة غزو المنتجات الرخيصة لأسواق الدول التي ترفع فيها تكاليف الإنتاج.

وأنشئ في بداية 1964 صندوق أوروبي للإرشاد الزراعي والضمان FEOGA يستمد موارده من الإتاوات المحصلة على الواردات الزراعية من خارج الجماعة ويساهم من خلال شعبة الضمان في تحقيق استقرار الأسعار.

السياسة المشتركة للنقل: استتنت معاهدة روما قطاع النقل من القواعد العامة لتحرير الخدمات نظرا لطبيعته الخاصة وخصته بسياسة مشتركة للنقل الداخلي وضعت أسسها العامة في فصل خاص، ويشمل النقل بالطرق وسكك الحديد والقنوات المائية الداخلية وان جاز امتدادها للنقل البحري والنقل الجوي، وحددت لها خمسة أسس رئيسية حرية المستخدمين في اختيار ما يفضلونه من وسائل النقل، و مساواة جميع وسائل النقل بالنسبة للضرائب والرسوم الاجتماعية والإعانات وقدرة جميع وسائل النقل على تغطية تكاليفها، وتحمل المستخدمين تكاليف تطوير وصيانة البنية الأساسية اللازمة للنقل وتنسيق الاستثمارات.

السوق المشتركة : رغم أن إقامة سوق مشتركة لجميع التدفقات الاقتصادية وليس فقط المنتجات، تمهيدا للدخول في اتحاد اقتصادي ونقدي، حددت لها المرحلة التالية للمرحلة الانتقالية والتي استغرقت عشرون عام من 1968-1987، فإن التحرك نحو السوق مشتركة بدأ خلال المرحلة الانتقالية.

حرية انتقال العمال: جرت خلال المرحلة الانتقالية محاولات لضمان حقوق العمال وإنهاء التمييز ضد العمال المنتمين لدول الجماعة واقتدت الجماعة الاقتصادية بجماعة الفحم والصلب في إنشاء صندوق اجتماعي لرفع مستوى المهارات وإعادة تدريب العمال الذين يفقدون وظائفهم بسبب الآثار الانحسارية للتكامل ويقتدر فبما بين 1955-1966 انتقل حوالي ثمانية ملايين عامل أوروبي للعمل في دول أوروبية غير موطنهم.

انتقال رؤوس الأموال: تقرر التدرج في حركة رؤوس الأموال، منعاً لما قد يترتب عليها من الاضطرابات الداخلية والخارجية ، على ألا يعني ذلك تفرقة بحسب الجنسية، كذلك عملت الجماعة على تحرير المدفوعات التجارية المترتبة على هذه الحركة خلال الفترة الأولى من المرحلة الانتقالية وكان للمفوضية حق إجازة اتخاذ إجراءات وقائية إذا ترتب على الانتقال اضطراب في سوق رأس المال أو حدوث صعوبات في ميزان المدفوعات .

المطلب الثاني: تطور النظام النقدي الأوروبي

إن فكرة تكوين وحدة نقدية و اقتصادية فكرة قديمة ظهرت منذ الخمسينيات . و لكن على الرغم من ذلك لم يكن هناك حماس ملحوظ لإنشاء نظام نقدي منفصل داخل أوروبا لوجود نظام " بريتون وودز" العالمية لتثبيت أسعار الصرف ، ظهرت الحاجة إلى إصدار وحدة نقد

أوربية مستقلة بدأت بالترتيبات التي سميت " الثعبان النقدي " ثم النظام النقدي الأوربي الذي تبعه تقرير ديلاور و أخيرا اتفاقية ماسترخت (1).

أولاً: نظام الثعبان النقدي

قام الاتحاد الأوربي عام 1972 بتحديد هامش تذبذب العملات الخاصة بالدول الأعضاء بالنسبة للعملات الأجنبية و المحلية طبقاً لنظام معين عرف باسم " snake in the tunnel " ، و من المعروف أنه في ذلك الوقت ارتبطت معظم العملات بالدولار الأمريكي مع السماح بتذبذبها في حدود 2.25% حول سعر الدولار . أما طبقاً لنظام الثعبان فقد انخفضت تلك النسبة إلى النصف تقريباً . و أصبحت أسعار صرف العملات الأعضاء مثبتة فيما بينهم مع وجود هامش التذبذب سابق ذكره في حين تكون هناك العملات حرة في التعويم بالنسبة للعملات الأجنبية و لكن عند تعميم فكرة حرية التعويم في عام 1973 ، أصبحت نظام الثعبان غير ذي جدوى و من ثم تم إلغاؤه و استبداله بالنظام النقدي .

ثانياً: النظام النقدي الأوربي

كان من الطبيعي إزاء فشل " نظام الثعبان " أن تعمل الجماعة الأوروبية على تغيير النظام فتم استحداث النظام النقدي الأوربي ، و الذي دخل مجال التطبيق في منتصف مارس 1979 . ووفقاً لهذا النظام يكون لكل عملة من العملات الداخلية في التحالف – سعرين أحدهما مركزي central rate و هو الذي يحدد علاقة كل عملة بوحدة النقد الأوروبية و يسمح لأسعار العملات بالتذبذب في حدود 2.25% صعوداً و هبوطاً من هذا السعر ، باستثناء الليرة الإيطالية التي تسمح لها بالتذبذب في حدود 6% صعوداً و هبوطاً حتى يناير 1990 حين أخذت بالهوامش الضيقة .

و السعر الثاني هو السعر المحوري الذي يحدد العلاقة بين كل عملة و العملات الأخرى الداخلية في التحالف .

و هنا تجدر الإشارة إلى أن " وحدة النقد الأوروبية " هي عبارة عن سلة من الأوزان النسبية لعملات الدول الأعضاء في الجماعة و يتحدد هذا الوزن بمدى مساهمة العملة في الدخل القومي و التجارة الخارجية لكل دولة ، و يتم تغيير الأوزان النسبية للعملات دورياً كل خمس سنوات ، أو في حالة حدوث تغيير في قيمة أي عملة بنحو 25% أو أكثر .

و يقابل إصدار وحدة النقد الأوروبية قيام البنوك المركزية للدول الأعضاء ، بإيداع نسبة قدرها 20% من احتياطياتها الذهبية ، و كذلك 20% من أرصدها الدولارية ، لدى صندوق التعاون النقدي الأوربي .

ثالثاً: تقرير ديلاور

يتطلب تحقيق التكامل النقدي بالضرورة أن تقوم الأطراف المختلفة بتوحيد العملات المستخدمة داخل النظام ، بحيث تصبح هناك عملة واحدة ، تحل محل العملات الوطنية المتعددة و المستخدمة فيها من قبل ، و يتم التعامل بها بين هذه الأقطار داخل كل منها . و

(1) مجدى محمود جهاد ، الوحدة النقدية الأوروبية ، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، 1998، ص.ص.69-76.

هذه الدرجة العالية من التكامل النقدي تتطلب بالضرورة إيجاد بنك مركزي واحد للمنطقة ككل ، بحيث تصبح هناك سلطة نقدية واحدة هي التي تحدد السياسة النقدية واجبة التطبيق في المنطقة .

و لهذا السبب أنشأ المجلس الأوروبي و قد اقترحت هذه المجموعة خطة لتحقيق الوحدة النقدية ووضع التقرير ثلاثة قواعد أساسية لهذه الوحدة :

- التحويل الشامل للعملات.
- تكامل البنوك و الأوراق المالية الأخرى.
- إلغاء هوامش التذبذبات و المحافظة على المساواة في أسعار الصرف للعملات الأعضاء.

كما أشار التحقيق إلى الحاجة الماسة لوجود مؤسسة نقدية ، إذ أن وجود سياسة نقدية واحدة لا يمكن في وجود قرارات مختلفة في عدة بنوك مركزية . و اقترح لهذا النظام النقدي الجديد : النظام النقدي للبنوك المركزية " escb "

رابعاً: اتفاقية الوحدة الأوروبية " ماسترخت "

كان من الطبيعي أن تهتم الحكومات الأوروبية باستكمال الخطوات السابقة ، لذلك عقدت الدول الأعضاء للاتحاد الأوروبي مؤتمر قمة في فبراير 1992 في المدينة الهولندية ماسترخت لوضع التعديلات النهائية لمعاهدة روما و لتوقيع الاتفاقية الجديدة للوحدة الأوروبية . و قد ركزت هذه التعديلات على موضعين هامين و هما ، البنك المركزي الأوروبي ، ووحدة النقد الأوروبية (الايكو) و تم رسم مراحل ثلاث من أجل الوصول للوحدة المرجوة .

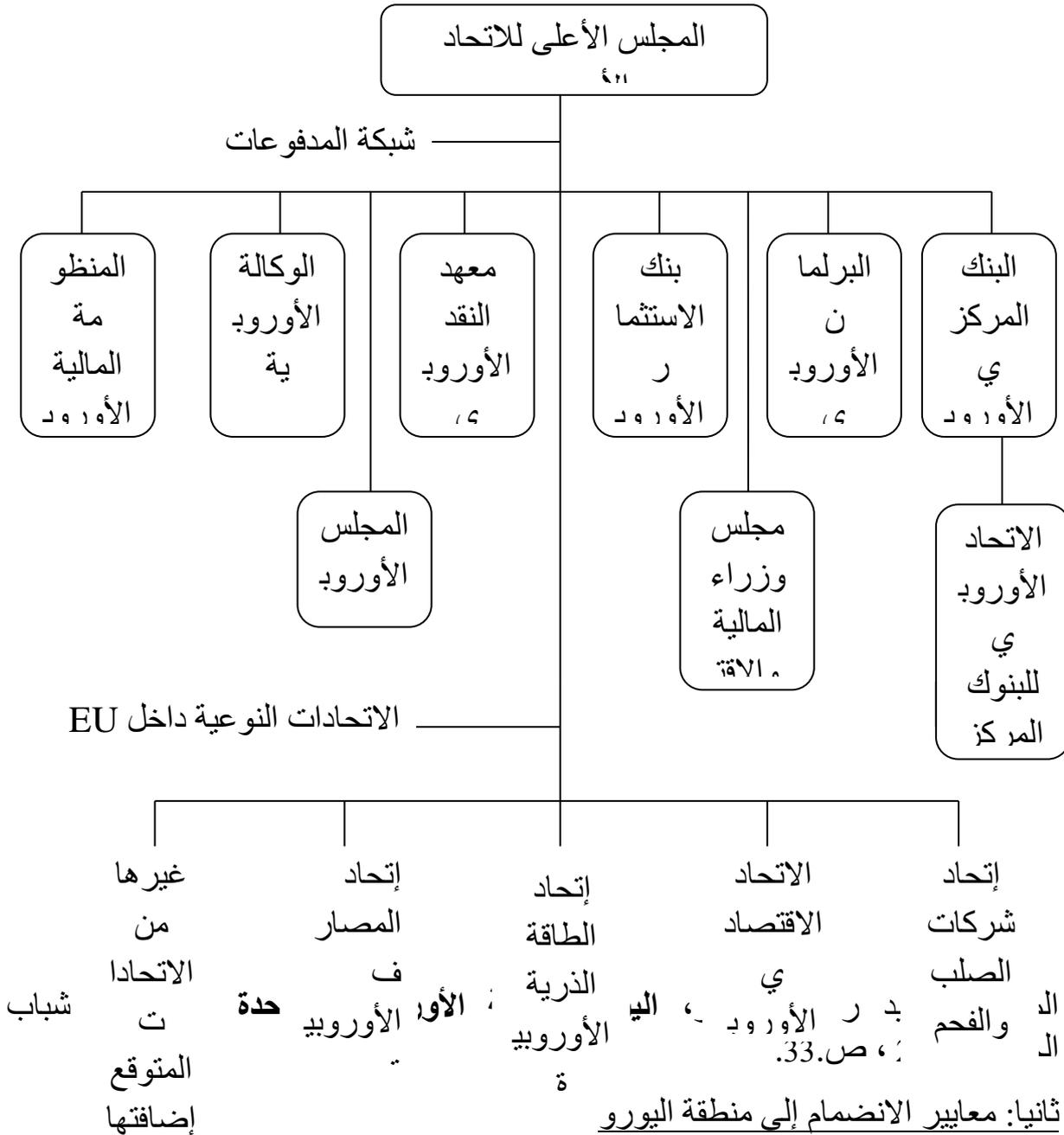
- المرحلة الأولى : تبدأ في يوليو 1990 و تهدف إلى تحرير حركة رأس المال و التنسيق بين السياسات النقدية و الاقتصادية و اشتراك جميع عمالات الاتحاد الأوروبي في نظم التحويل الخاص بال ems .
- المرحلة الثانية : تبدأ في يناير 1994 ، و يتركز على إقامة نظام أوروبي للبنوك المركزية يضع قوانين معينة في التشريعات المحلية للدول الأعضاء الأمر الذي يمهد للمرحلة التالية .
- المرحلة الثالثة : التي تبدأ في يناير 1999 ، حيث يكون لل escb سلطة كافية لعقد التعاملات التجارية و لوضع السياسة النقدية للاتحاد الأوروبي و في هذه الفترة يتم تجميد معدلات تحويل العملة الخاصة بالدول الأعضاء تمهيدا لتحويلها لعملة موحدة .

المطلب الثالث:منطقة اليورو

تشكلت منطقة اليورو بعد إدخال اليورو في السوق النقدي واعتباره العملة الموحدة للدول الأعضاء.

أولاً: مؤسسات واتفاقيات اليورو

يقسم الهيكل التنظيمي للاتحاد الأوروبي كما يلي:



حددت اتفاقية ماستريخت مجموعة من المعايير للانضمام للوحدة النقدية الأوروبية هي: (1)

- المعيار الأول: معيار جعل موارد الدولة حقيقية فعلية مناسبة لتغطية إنفاقها ألا يزيد عجز الموازنة العامة للدولة عن 3% من الناتج المحلي الإجمالي للدولة.
- المعيار الثاني: معيار يتعلق بالقدرة على خدمة الدين ألا يتجاوز الدين العام 60% من الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الثابتة.

(1) محسن الخضيرى ، اليورو الإطار الشامل والكامل للعملة الأوروبية الوحيدة ، مجموعة النيل العربية ، القاهرة ، 2002، ص.ص.83-90.

- المعيار الثالث: معيار المحافظة على توازنات المكاسب التي حققتها الدول
ألا يتجاوز معدل التضخم 3% سنويا.

- المعيار الرابع: معيار نقدي ائتماني حاكم ومتحكم في عمليات الاستثمار
ألا تزيد أسعار الفائدة في الأجل الطويل عن 7.5% سنويا.

- المعيار الخامس: معيار زمني ترجيحي

أن يتم دراسة طلب انضمام الدولة لليورو خلال فترة عامين يبدأ حسابها عند تقديم الطلب
ويتم خلالها دراسة ملف عملة هذه الدولة وأوضاعها النقدية والائتمانية فضلا عن أوضاعها
الاقتصادية العامة.

- المعيار السادس: معيار عملي فعلي

أن تكون البنوك المركزية للدولة الراغبة في الانضمام مستقلة تمام الاستقلال عن الحكومة
في سياستها النقدية.

ثالثا: الدول الأعضاء في منطقة اليورو

يضم الاتحاد الأوروبي حاليا 27 دولة من بينها 17 دولة تتعامل بعملة موحدة و تنتمي
لمنطقة اليورو ، والجدول التالي يشمل الدول الاعضاء في منطقة اليورو وسنة الانضمام.

الجدول رقم (1-2): الدول الأعضاء في منطقة اليورو

الدولة	سنة الانضمام للاتحاد الأوروبي	الدولة	سنة الانضمام لمنطقة اليورو	سنة الانضمام للاتحاد الأوروبي	الدولة
ألمانيا	1957	البرتغال	1999	1986	1999
إيطاليا	1957	النمسا	1999	1995	1999
بلجيكا	1957	فنلندا	1999	1995	1999

2011	2004	استونيا	1999	1957	فرنسا
2009	2004	سلوفاكيا	1999	1957	لوكسمبورغ
2007	2004	سلوفينيا	1999	1957	هولندا
2008	2004	قبرص	1999	1973	ايرلندا
2008	2004	مالطا	2001	1981	اليونان
			1999	1986	اسبانيا

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على محسن الخضيرى ، اليورو الإطار الشامل والكامل للعملة الأوروبية الوحيدة ، مجموعة النيل العربية ، القاهرة ، 2002.

رابعاً: الاتحاد المصرفي لمنطقة اليورو

اتفق قادة الاتحاد الأوروبي في أكتوبر 2012 على فكرة تأسيس الاتحاد المصرفي التي تعد أحد الأعمدة الرئيسية للاتحاد النقدي، والاتحاد المصرفي المقترح بموجب ذلك سيتضمن ثلاثة أجهزة رئيسية: (1)

الأول جهاز للإشراف المصرفي، بما يضمن اتساق معايير تقييم المخاطر والالتزام بمعايير كفاية رأس المال على مستوى الاتحاد ككل. وقد كان هناك جدل حول إذا ما كان ذلك سيتطلب تأسيس جهاز مستقل للقيام بذلك، أو أن توكل هذه المهمة للبنك المركزي الأوروبي. واتفق أخيراً على قيام البنك المركزي الأوروبي بالقيام بهذه المهمة. لكن ذلك لا يخلو من تبعات كثيرة، أولاًها أن تفويض البنك المركزي الأوروبي سيتغير الآن من مجرد المحافظة على استقرار الأسعار إلى تحقيق الاستقرار المالي من خلال الإشراف على القطاع المصرفي ككل. الأمر الآخر يتعلق بألية القيام بذلك، وعلاقة البنك المركزي بالأجهزة الإشرافية الحالية في الدول الأعضاء. تفويض الأجهزة الإشرافية للقيام بعملية الإشراف المحالي في الدول الأعضاء سيعني أن شيئاً لم يحصل، ما يعني أن البنك المركزي الأوروبي سيكون عليه تعزيز قدراته وموارده للقيام بهذه المهمة، مع الاستفادة من المؤسسات المحلية في القيام بدور مساند له في ذلك .

الجهاز الثاني هو جهاز التسوية للمؤسسات المالية المتعثرة، بما يضمن الحد من انتقال آثار ذلك إلى القطاع المصرفي ككل، وهنا يبرز التساؤل الأهم وهو من يتحمل تكلفة هذه التسوية؟ بالطبع الهدف الرئيس هو عدم تحمل دافعي الضرائب هذه التكاليف، لذلك فمن المقترح أن يتم تمويل هذا الجهاز من خلال وضع ضريبة على المؤسسات المالية كي تتحمل

(1) فهد ابراهيم الشثري ، بعد الاتحاد النقدي..الاتحاد المصرفي ، تاريخ الاطلاع 2013/2/2 ، من الموقع :

http://www.aleqt.com/2012/10/27/article_704956.html

هي نفسها هذه التكاليف، وبالتالي تكون لها مصلحة في تطبيق أعلى معايير الإشراف المصرفي .

الجهاز الأخير من الأجهزة المطلوبة لتكوين الاتحاد المصرفي هو جهاز ضمان الودائع على مستوى الاتحاد النقدي ككل، بحيث يصبح مكملاً للجهازين السابقين بعزل النظام المصرفي بالكامل عن الجانب المحلي، ما يعزز الثقة به، ضمان الودائع على مستوى الاتحاد النقدي ككل، سيقال من المخاوف ومشكلة جري المودعين إلى المصارف في حالة وجود أزمة مالية للحكومة في كل من الدول الأعضاء للاتحاد .

المطلب الرابع: الاختلالات الاقتصادية لمنطقة اليورو ودول «PIIGS»⁽¹⁾.

حينما طُرح اليورو في العام 1999، توقع الاقتصادي الأمريكي المعروف، «ميلتون فريدمان»، أن لا ينجو اليورو من أول ركود اقتصادي كبير قد تتعرض له القارة الأوروبية نظراً لضعف البناء المؤسسي لمنطقة اليورو وأنها لا تحتوي على جميع شروط منطقة العملة المثلى.

أولاً: الاختلالات الاقتصادية لمنطقة اليورو

ساد الاعتقاد بأن الاختلالات الاقتصادية التي ظهرت بعد إطلاق اليورو أنها ستختفي بمرور الوقت إلا أن الواقع قد خالف تماماً هذه التوقعات، فقد انقسم الاتحاد إلى مجموعتين من الدول بينهما فارق شاسع.

- مجموعة الدول الشمالية وتتضمن: النمسا، بلجيكا، ألمانيا، فنلندا، فرنسا، لوكسمبورغ وهولندا .

(1) العديد من المراجع أهمها:

- بوخاري لحو وعايب وليد، مستقبل الاتحاد الاقتصادي والنقدي الأوروبي في ظل أزمة الديون السيادية لليونان ، الملتقى الدولي الثاني حول واقع التكتلات الاقتصادية زمن الأزمات، المركز الجامعي برج بوعريريج ، الجزائر، يومي 26 و27 فيفري 2012.

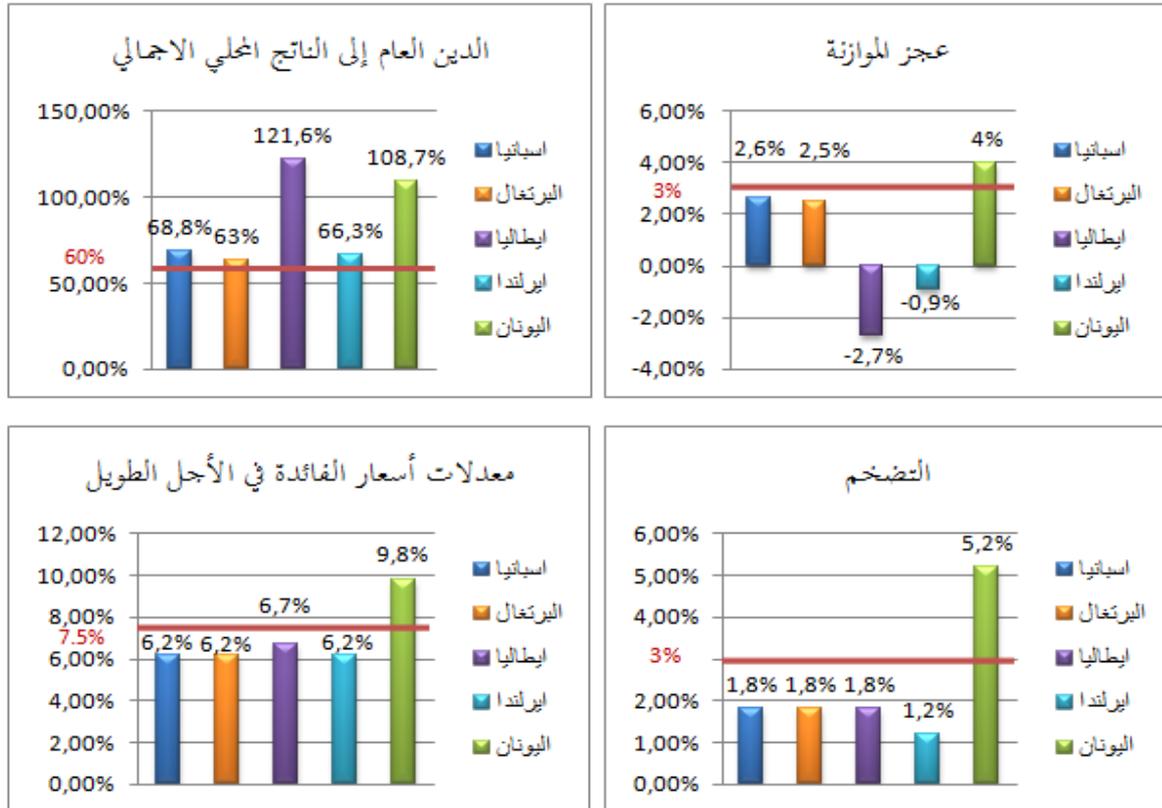
- Rymond J. Ahearan and others, **the future of the euro and the US interests**, Congressional research service: CRS reported congress, January 10, 2011.

- ومجموعة الدول الجنوبية بما فيها : اليونان ايرلندا، إيطاليا، إسبانيا والبرتغال، والتي يشار إليها اختصاراً بدول «PIIGS».

ثانياً: دول «PIIGS» وشروط الانضمام لمنطقة اليورو

لم تحترم بعض دول «PIIGS» معايير الانضمام لمنطقة اليورو حيث تجاوز عجز الميزانية في اليونان المعيار المحدد 3% ، كما تجاوزت جميع دول «PIIGS» نسبة 60% من الدين العام الى الناتج المحلي الحكومي، كما تجاوزت نسبة التضخم و معدلات أسعار الفائدة في الأجل الطويل المعيار المحدد للانضمام لمنطقة اليورو، كما هو موضح في الشكل الموالي.

الشكل رقم (2-2) : دول «PIIGS» ومعايير الانضمام لمنطقة اليورو سنة 1998.



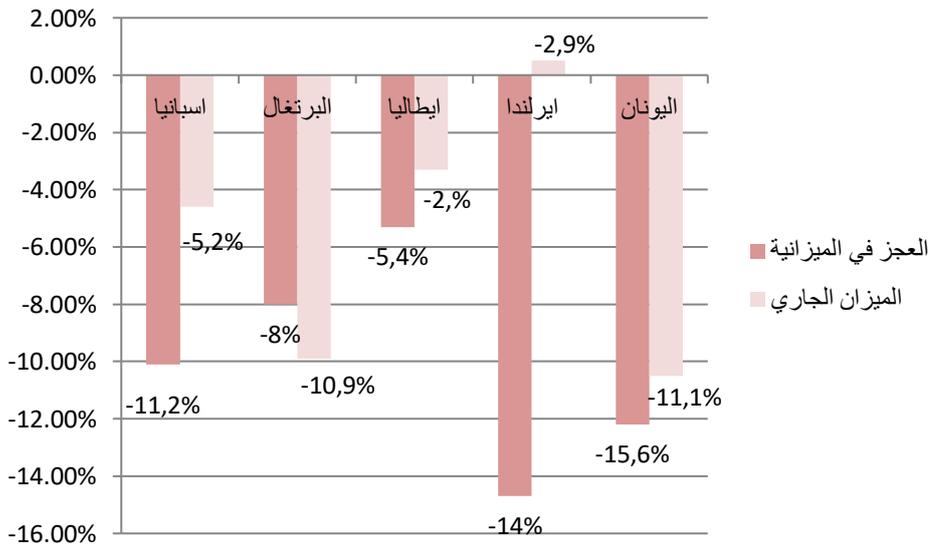
المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على: محسن الخضيرى، اليورو الإطار الشامل والكامل للعملة الأوروبية الوحيدة ، مجموعة النيل العربية، القاهرة، 2002، ص.ص.85-89.

ثالثا: أسباب الاختلالات في منطقة اليورو

تعود الاختلافات الموجودة بين دول الاتحاد الأوروبي إلى عدة أسباب كنوع السياسة الاقتصادية المتبعة، كما أن هناك من يرى أن هذه الاختلافات ترجع إلى خلل في البناء المؤسسي لليورو، حيث أن نظام اليورو غير مصمم بطريقة توفر إمكانيات المساندة والإنقاذ للدول الأعضاء في حال حدوث أزمة لديها، فبعد تبني دول الـ«PIIGS» لليورو رسميا اتجه رجال الأعمال للاستثمار في هذه البلدان باعتبارها مناطق آمنة ونظرا لانخفاض أسعار الفائدة فيها مقارنة بالدول الشمالية، وهو ما أحدث نوع من الضبابية والتشويه للقرارات الاستثمارية في منطقة اليورو نتج عنه إفراط الاستثمار في بعض القطاعات، بالإضافة إلى قيام القطاع الخاص بزيادة الاقتراض وبالتالي زيادة الطلب الكلي، تزامن ذلك مع إطلاق دول الـ«PIIGS» لمشاريع استثمارية ضخمة للحفاظ على معدلات نمو عالية ومستمرة مما دفعها إلى اللجوء إلى الاقتراض الخارجي خصوصا من دول أوروبا الشمالية، كل هذه العوامل ساهمت في النهاية في تعميق العجز المالي لدول الـ«PIIGS».

أدى تدفق رؤوس الأموال إلى دول الـ«PIIGS» إلى دعم الطلب المحلي مما أدى إلى ارتفاع معدلات النمو فيها ولكن أيضا معدلات مرتفعة من التضخم انعكس على تراجع القدرة التنافسية لهذه الدول وانتقال العجز المالي إلى الميزان التجاري.

الشكل رقم (2-3) : نسبة العجز في الميزانية والميزان الجاري من الناتج المحلي الاجمالي في دول الـ«PIIGS» سنة 2009.

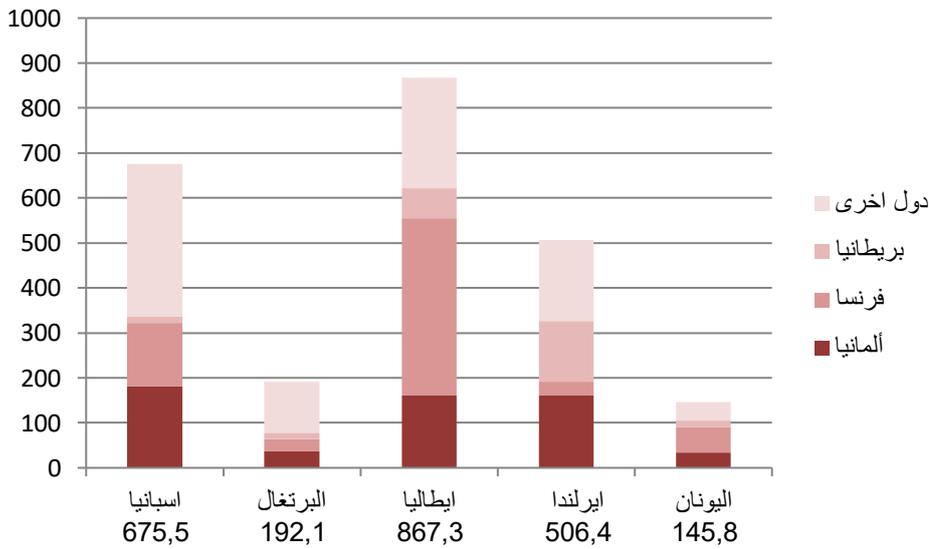


المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على:

The international monetary fund, world economic outlook database

أدى العجز في الحساب الجاري لدول «PIIGS» إلى تراكم الديون العامة والخاصة وصلت إلى 80% من حجم الناتج الإجمالي المحلي، وفي المقابل لم تتأثر دول أوروبا الشمالية كثيرا بعد إطلاق اليورو، كما لم تشهد تدفقات كبيرة لرؤوس الأموال و نتيجة لسياساتها المالية المتناسقة و التي تهدف إلى احتواء الطلب الكلي مع الحفاظ على معدلات تضخم منخفضة، وهذا ما أكسبها قدرة تنافسية أكبر مقارنة بنظيرتها الجنوبية، مما جعلها تصدر إلى دول «PIIGS» وتحقيق فوائض معتبرة في حساباتها الجارية.

الشكل رقم (2-4): الدين الخارجي لدول «PIIGS» سنة 2009 (مليار دولار) .



المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على: dette les pays plus exposés ، من الموقع <http://q.liberation.fr/photo/id/316404>:

رابعاً: آليات التسوية بمنطقة اليورو

إن القيود المؤسسية التي تفرضها الوحدة النقدية هي أحد الأسباب التي ساهمت في زيادة التباعد بين الدول الشمالية والجنوبية، فعلى سبيل المثال لا تستطيع دول «PIIGS» تصحيح العجز في موازين مدفوعاتها عن طريق تخفيض قيمة العملة أو رفع أسعار الفائدة لجذب رؤوس الأموال إليها نتيجة اشتراكها في اليورو. في حين أن دول «PIIGS» لا زالت تحتفظ بحريتها في مجال السياسة المالية حيث يمكن أن تستخدمها كأداة لكبح جماح الإنفاق الحكومي و زيادة الضرائب للحد من الاستهلاك واحتواء الطلب الكلي مما يسمح بتوفير موارد لسداد الديون الخارجية.

سمحت معدلات الفائدة المنخفضة في منطقة اليورو بالاقتراض دون خوف لدول الـ«PIIGS» مما جعل معدلات التضخم فيها أكبر بمرتين عن سائر الدول الأوروبية وهذا ما انعكس سلبا على معدلات الفائدة الحقيقية التي أصبحت منخفضة جدا، أدى ذلك إلى تراجع الادخار وتشجيع الاقتراض الاستهلاكي وبناء المساكن خصوصا في إيرلندا وإسبانيا. أظهرت الاختلالات التجارية بين دول أوروبا الشمالية والجنوبية أن آلية التكيف في منطقة اليورو لا تعمل بشكل جيد رغم حرية انتقال العمالة ومرونة الأسعار لا يضمن استقرار الدول الأعضاء ولا يساعد على تحقيق التضامن المطلوب في ما بينها، على الأقل من الناحية القانونية، وأنه منطقة اليورو كما يشير بعض الكتاب أنها ليست منطقة عملة مثلى.

المبحث الثاني: أزمة منطقة اليورو

نشأت أزمة المديونية الأوروبية من الديون السيادية التي أفرغت منطقة اليورو وأثرت على الكثير من البنوك الأوروبية وكشفت اختلالات البنية الاقتصادية لمنطقة اليورو، أدى ذلك إلى تزايد المخاوف من تفاقم الأزمة وتداعياتها على الاقتصاد العالمي وعلى أداء الأسواق المالية الدولية.

المطلب الأول: أزمة الديون السيادية باليونان

تواجه اليونان تحديا مزدوجا فهي تشهد أزمة حادة في المالية العامة تتسم بمستوى شديد من الارتفاع في العجز والدين العام ويعود ذلك إلى عدة أسباب داخلية وخارجية.

أولا: بوادر الأزمة اليونانية (1)

يعتبر يوم 20 أكتوبر 2009 يوما هاما في تاريخ الأزمة اليونانية عندما فجر وزير المالية الجديد George Papandreou قنبلة من العيار الثقيل وذلك بإعلانه أن أرقام رئيس الوزراء السابق Kostas غير صحيحة ولا تعكس الوضع الحقيقي للاقتصاد اليوناني وأن العجز الحقيقي في الموازنة العامة اليونانية يقدر بـ 15.6% من الناتج الإجمالي المحلي بدل 3,6% سنة 2009، أدى الإعلان عن هذه الأرقام إلى صعوبة التنبؤ بقدرة اليونان على السيطرة على وضعها المالي، كما أدى ذلك إلى اهتزاز ثقة المستثمرين، وفي 12 جانفي 2010 أعلنت الهيئة الأوروبية للإحصاء euro stat أن أرقام الحكومة اليونانية لا يمكن الاعتماد عليها.

الجدول رقم (2-2): تطور الموازنة العامة والميزان الجاري لليونان كنسبة من الناتج المحلي الاجمالي من 2010-2013.

(1) العديد من المراجع أهما:

- سالم محمد عبد العزيز سالم، انعكاسات أزمة اليونان على دول الاتحاد، الملتقى الدولي الثاني حول واقع التكتلات الاقتصادية زمن الأزمات، الجزائر، يومي 26 و27 فيفري 2012، ص.ص. 12-13.
- أزمة اليونان، تاريخ الإطلاع 2013/4/4، عن الموقع:

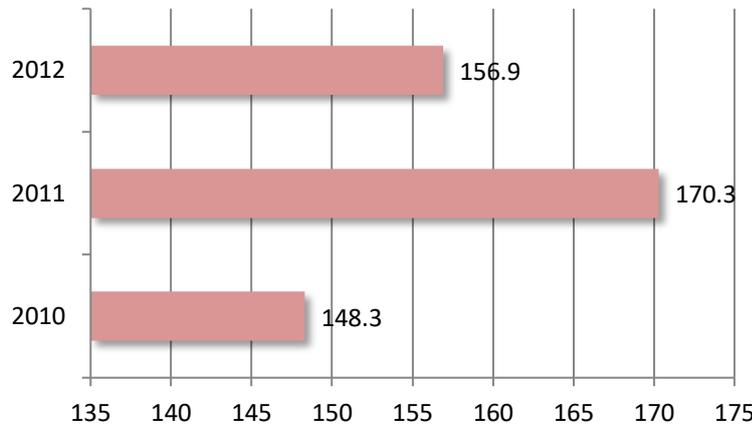
<http://www.aljazeera.net/ecoverage/pages/19a2e31e-fdf7-4f42-9871-bb676887f4de>

السنة	2010	2011	2012	2013
الموازنة العامة (PIB%)	10.3-	9.1-	6.7-	4.8-
الميزان الجاري (PIB%)	10.1-	8.6-	6.3-	5.4-

المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على الملحق رقم (2) و (3).

بلغ عجز الموازنة لليونان سنة 2010 ب 10.3% من الناتج المحلي الاجمالي نتيجة لانفاق الحكومي الكبير في المقابل المشاكل الهيكلية في بنية اليونان الاقتصادية .

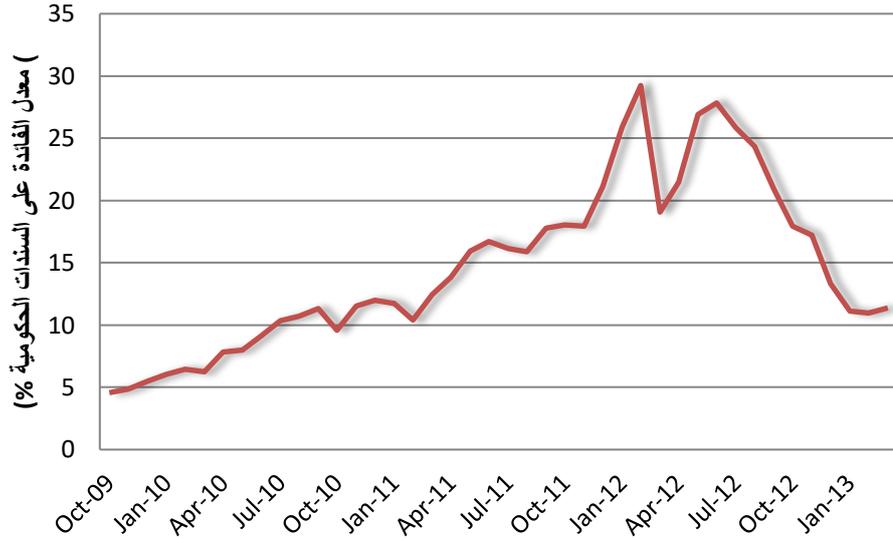
الشكل رقم (2-5): تطور الدين الحكومي لليونان من 2010-2012 (كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي).



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على الملحق رقم (4).

صاحب العجز في الموازنة ارتفاع كبير في نسبة الديون الحكومية ما زاد في تفاقم الأزمة وأدى بالحكومة اليونانية بطلب المساعدة من الاتحاد الأوروبي وصندوق النقد الدولي، وتمثلت المساعدات في حزمة الإنقاذ الأولى والثانية. أدت حزمة الإنقاذ إلى خفض العجز في الموازنة إلى 9.1 سنة 2011 مع ارتفاع في الدين الحكومي من 148.3% من الناتج المحلي الإجمالي سنة 2010 إلى 170.3% سنة 2011، ثم انخفض العجز في الموازنة 6.7 سنة 2012 ليصل سنة 2013 إلى 4.8% صاحبه انخفاض في الدين الحكومي.

الشكل رقم (2-6): تطور معدل الفائدة على السندات الحكومية لليونان من 2009/10-2013.



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على الملحق رقم (1)

قامت اليونان بطرح سندات الحكومية (أذونات خزينة) لتغطية العجز ومضاعفة ديونها السيادية حيث كان المشتري الأكبر لهذه السندات هي فرنسا و ألمانيا ، ثم لم تتمكن الحكومة اليونانية برئاسة بيانديرو من الوفاء بالتزاماتها وتسديد ديونها (سندات الحكومية) وفوائدها في تواريخ الاستحقاق ، وهو ما ساهم في تعميق الأزمة .

كذلك أعلنت الحكومة اليونانية بشكل واضح وصريح بأنها لا تستطيع تسديد سنداتها المستحقة والتي تقترب من الاستحقاق ، حيث صرح وزير المالية اليوناني السيد جورج بابا كونستانتينو ، عندما أعلن أن هناك سندات خزينة قيمتها 12 مليار دولار مستحقة الدفع في 19 مايو 2010 ، وليس للخزينة العامة المبلغ لسدادها، وأقرت كذلك بعدم قدرتها على الاقتراض من الأسواق العالمية بسبب الارتفاع المتزايد لمعدل الفائدة على السندات الحكومية اليونانية لتبلغ أقصى ارتفاع لها في فيفري 2012 بمعدل 29% .

كما ساهم تخفيض التصنيف الائتماني للسندات اليونانية في تفاقم الأزمة وارتفاع معدلات الفائدة عليها وبذلك ارتفاع في تكاليف الإقراض حيث كان التصنيف الائتماني للسندات الحكومية اليونانية بدرجة BB+ سنة 2010 حسب وكالة "ستاندرد أند بورز" ثم خفضتها ل BB- سنة 2011 ثم إلى CCC في فيفري 2012.

كما خفضت كل من وكالة "موديز" و"فيتش" التصنيف الائتماني لليونان إلى أدنى مستوى، حيث قلصت "موديز" التصنيف الائتماني للديون السيادية طويلة الأجل لليونان من العلامة Ca إلى C في مارس 2012 والتي تعبر عن أدنى مستوى على المقياس، ما يعني أن تصنيف الديون وصل إلى حد التخلف عن السداد وذلك بعدما دشنت اليونان المثقلة بالديون خطة لتبادل السندات بهدف تخفيف عبء الديون.

ولكن تشهد اليونان حالياً تحسناً ملحوظاً في أوضاعها الاقتصادية كانخفاض نسبة الديون الحكومية لـ 156.9% من الناتج المحلي الإجمالي سنة 2012، كما خفضت في عجز الموازنة لـ 4.8% من الناتج المحلي الإجمالي في 2013، وانخفاض في معدل الفائدة على السندات

الحكومية طويلة الأجل لليونان لتصل معدل 11.38% في مارس 2013، كما رفعت وكالة "ستاندرد أند بور" التصنيف الائتماني لليونان إلى B- في 2013 بعد نجاح اليونان في تنفيذ برنامج لإعادة شراء جزء من ديونها.

ثانياً: أسباب أزمة اليونان

- اعتادت اليونان على أن يكون عجز الموازنة أكثر من 7% أي أكثر من ضعف الحد المسموح به في منطقة اليورو لسنوات طويلة اتسمت بمشكلات اقتصادية هيكلية، واعتاد خلالها اليونانيون بالعيش فوق طاقة مدخولاتهم، فاقتصاد اليونان الصغير نسبياً بالمقاييس الأوروبية يعاني من تضخم القطاع العام الذي يصل إلى 40% من الناتج المحلي الإجمالي.

- فقامت أزمة الرهون العقارية من مشكلات اليونان الاقتصادية حيث اضطرت الحكومة إلى زيادة الإنفاق على الرعاية الاجتماعية وعلى الإنفاق العام ما زاد عجز الموازنة، ومع ضعف استمرار ضعف الاقتصاد وزيادة الإنفاق اضطرت الحكومة إلى مضاعفة الاقتراض في السنوات السابقة للأزمة المالية وخلالها في وقت انخفضت فيه أسعار الفائدة.

وترتبط أزمة اليونان بالأزمة المالية العالمية حيث ضرب الركود الاقتصادي بعمق الاقتصاد اليوناني بسبب تأثر قطاع الخدمات بما فيه السياحة الذي يمثل 75.8% من الناتج المحلي الإجمالي.

إن الأزمة المالية العالمية و المشاكل الاقتصادية الهيكلية التي يعاني منها اليونان أدت إلى زيادة الديون العامة مع ارتفاع العجز في الموازنة مما أدى لانفجار أزمة دين سيادي باليونان تمثلت في عجز الدولة على تسديد ديونها و اقترابها من الإفلاس إضافة إلى ارتفاع تكاليف الإقراض من الأسواق المالية الدولية .

ثالثاً: خطة إنقاذ اليونان

1. حزمة الإنقاذ الأولى:

في 2 ماي وافقت جميع دول الاتحاد الأوروبي إضافة إلى صندوق النقد الدولي على منح اليونان سلسلة من القروض المالية بمجموع 110 مليار يورو على مدى 3 سنوات خلال الفترة من ماي 2010 حتى جوان 2013 منها 80 مليار يورو مقدمة من دول الاتحاد الأوروبي فيما قدم صندوق النقد الدولي 30 مليار يورو، وتبلغ الفائدة على هذه القروض نحو 5.2% وفترة سداد 3 سنوات وقد خفضت الفائدة في قمة بروكسل لقادة الاتحاد الأوروبي في مارس 2011 حيث تقرر تخفيض الفائدة بنحو 1% لتصبح 4.2% فيما زادت فترة السداد لتبلغ 7 سنوات ونصف، وقد اشترط على اليونان للحصول على القروض القيام بإجراءات تقشف تهدف إلى خفض الإنفاق⁽¹⁾.

2. حزمة الإنقاذ الثانية:

(1) Eurozone leaders lower Greek bailout interest rate, extend maturity , Date of consultation 4/4/2013 , On the site: http://setimes.com/cocoon/setimes/xhtml/en_GB/newsbriefs/setimes/newsbriefs/2011/03/13/nb-12 .

أقرت دول منطقة اليورو في 21 فيفري 2012 الحزمة الثانية لإنقاذ اليونان، وتتضمن الحزمة جملة إجراءات خصصت لها 130 مليار يورو، فضلا عن اتفاق لتبادل سندات ديون أثينا مع دائئها من القطاع الخاص ينص على شطب 107 مليارات يورو. من خلال اتفاق مبادلة مع المؤسسات المالية الخاصة ينص على شطب 53.5% من قيمة سندات الدين اليوناني التي تحوزها تلك المؤسسات أي ما يعادل 107 مليارات يورو عن طريق تبديل السندات القديمة بأخرى جديدة بتاريخ استحقاق يحل بعد ثلاثين سنة وبنسبة فائدة متغيرة، تتراوح بين 2% حتى 2015، و 3% حتى 2020، و 4.3% في السنوات الموالية، إلى أن تنتهي آجال استحقاق الديون اليونانية في 2042. وأما القروض التي سيقدمها الدائنون الدوليون فتصل في مجموعها إلى 130 مليار يورو، تسدد تدريجيا إلى غاية 2014⁽²⁾.

وتهدف خطة الإنقاذ إلى إعادة هيكلة ديون اليونان التي تتأهز 350 مليار يورو ، ومن المتوقع أن تقلص إجراءات الحزمة الثانية ديون اليونان إلى 120.5% في 2020 ، وهي النسبة الأقصى للدين التي يمكن أن تتحملها البلاد على المدى البعيد.

رابعاً: الهياكل الأوروبية لتجاوز الأزمة

1. الصندوق الأوروبي للاستقرار المالي EFSF:

وتقوم فكرة الصندوق وهو شركة مملوكة لكافة دول منطقة اليورو مقرها في لكسمبورغ على منح حكومات هذه المنطقة ضمانات لتغطية الحصول على قروض بنسب فائدة متدنية لفائدة الدول المعنية، يتم الحصول عليها بطرح سندات في الأسواق المالية، وإعادة توزيع هذه الأموال المقترضة على الدول الأوروبية المتعثرة بنسب فائدة أقل.

وقد تم تأسيس الصندوق في التاسع من ماي 2010 في أعقاب بروز أزمة ديون اليونان، وفي جويلية 2011 وافق قادة منطقة اليورو على توسيع قدرة الإقراض لدى الصندوق إلى 590 مليار دولار، لتمكينه من موارد أكبر لمنع انتشار عدوى أزمة الديون السيادية⁽¹⁾.

ومنحت للصندوق صلاحيات جديدة لتقوية دوره أبرزها:

- إقراض أي دولة بشكل احترازي قبل أن تحدث فيها اضطرابات بسبب وضعها المالي .

- شراء سندات سيادية لدول منطقة اليورو التي تعاني من مشكلات.

- توفير تمويل للدول التي تسعى لإعادة رسملة بنوكها المتضررة ويتم شطب قروضها المستحقة على دول تعاني أزمة ديون.

2. آلية الاستقرار الأوروبي EFSM :

(2) حزمة الإنقاذ الثانية لليونان، تاريخ الاطلاع 2013/4/4 ، على الموقع:

. <http://www.aljazeera.net/ebusiness/pages/599d1e90-324c-48b3-95b0-2d87b0e9df9c>

(1) صندوق الانقاذ المالي الأوروبي، تاريخ الاطلاع 2013/4/4 ، على الموقع:

. <http://www.aljazeera.net/ebusiness/pages/9c6d66fe-fb0d-4fc0-9127-37b026bcf26b>

أطلقت منطقة اليورو آلية الاستقرار الأوروبية كوسيلة دائمة للتعامل مع الأزمات المالية لدول المنطقة في 9 أكتوبر، وذلك خلال اجتماع لوزراء مالية اليورو في لوكسمبورغ .

آلية الاستقرار الأوروبية لديها قدرة مالية تصل إلى 700 مليار يورو (913 مليار دولار)، وتستهدف مساعدة الدول الأعضاء المتعثرة ماليا في مواجهة أزماتها المالية بما يحول دون تضرر الوحدة النقدية الأوروبية ككل بهذه الأزمات. (2)

المطلب الثاني: انتقال الأزمة لباقي منطقة اليورو

لم تقتصر أزمة الديون السيادية على اليونان فقط بل انتقلت لباقي دول جنوب أوروبا أي انتقال الأزمة لآيرلندا والبرتغال وإسبانيا ثم إيطاليا وهي الدول التي تعاني من ارتفاع في ديونها الحكومية وعجز في الموازنة العامة.

أولاً: الأزمة في آيرلندا (1)

لا تكمن المشكلة الآيرلندية في الإنفاق الحكومي ولكن في الضمانات الحكومية التي تم تقديمها للبنوك الآيرلندية الست لتغطية القروض العقارية، وقد خسرت البنوك حوالي 100 مليار ما أدى إلى انتقال تلك الخسارة إلى الدولة كضمان لتلك القروض تبعها الانهيار الاقتصادي وارتفعت البطالة من 4% عام 2006 إلى 14% عام 2010، ووصلت نسبة العجز 31.2 من الناتج المحلي الإجمالي سنة 2010، والجدول الموالي يمثل تطور كل من الموازنة العامة والميزان الجاري من الناتج المحلي الإجمالي منذ بداية الأزمة إلى 2013.

الجدول رقم (2-3): تطور الموازنة العامة والميزان الجاري لآيرلندا كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي من 2010-2013 .

السنة	2010	2011	2012	2013
الموازنة العامة (%) (PIB)	31.2-	13.1-	8-	8.4-
الميزان الجاري (%) (PIB)	0.5	0.5	1.7	2.2

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على الملحق رقم (2) و (3).

كما وصلت نسبة الدين الحكومي 92.1 من الناتج المحلي الإجمالي سنة 2010 واستمر في الارتفاع حسب الشكل التالي:

(2) منطقة اليورو تطلق آلية الاستقرار الأوروبية، تاريخ الاطلاع 2013/4/4 ، على الموقع:

<http://www.aljazeera.net/ebusiness/pages/37eee545-f6a5-48d1-b5ad-eb34f9911224>

(1) العديد من المراجع منها:

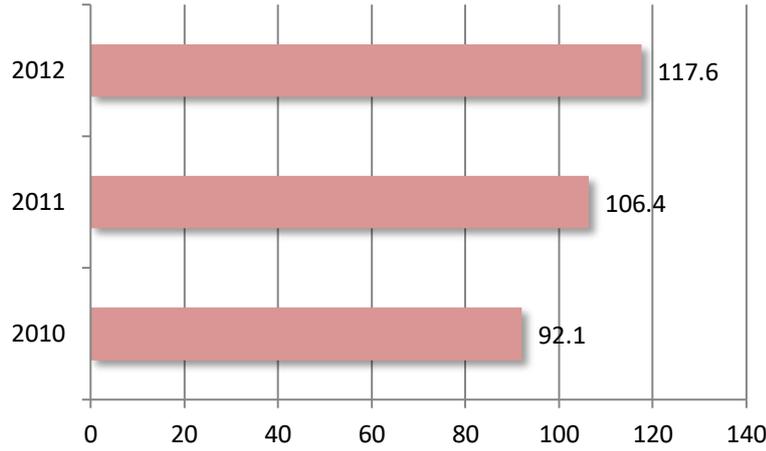
- عبد الكريم عبيدات وعلي بوعمامة، مستقبل الاتحاد النقدي الأوروبي في ظل أزمة الديون الأوروبية ، الملتقى الدولي الثاني واقع التكتلات الاقتصادية في زمن الأزمات ، المركز الجامعي برج بوعريبيج ، الجزائر، يومي 26 و27 فيفري 2012، ص10.

- رشيد غويلب، الأزمة المالية تضرب آيرلندا، 2013/3/5 ، عن الموقع:

<http://www.ahewar.org/debat/show.art.asp?aid=236707>

- Le Mécanisme Européen de Stabilité pour les nuls , date de consultation 6/3/2013 , sur le site : <http://lebloglaicdechamps.over-blog.com/article-le-mecanisme-europeen-de-stabilite-pour-les-nuls-79413371.html> .

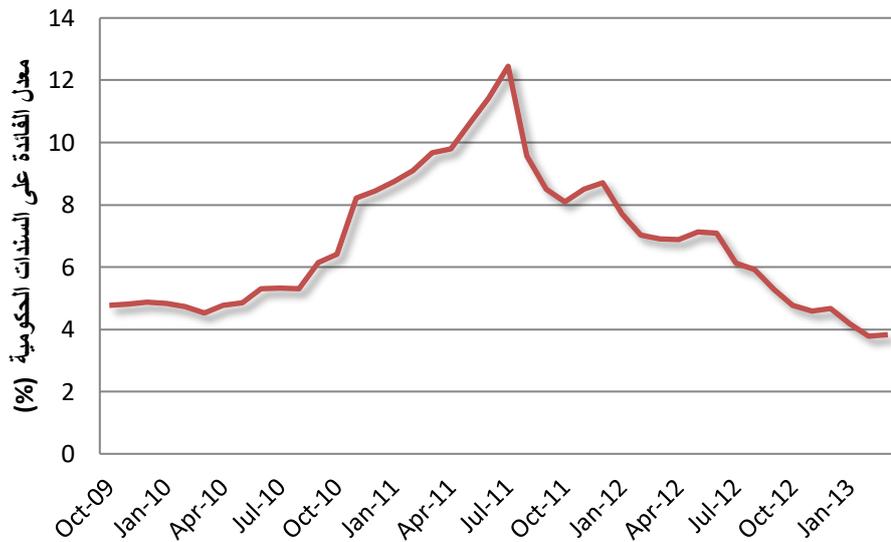
الشكل رقم (2-7): تطور الدين الحكومي لآيرلندا من 2010- 2012 (كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي).



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على الملحق رقم (4).

ما أدى لاستمرار معدلات الفائدة على السندات الحكومية الآيرلندية في الارتفاع من 4.8% في ديسمبر 2009 إلى 8.45% في ديسمبر 2010 حسب الشكل التالي:

الشكل رقم (2-8): تطور معدل الفائدة على السندات الحكومية لآيرلندا من 2009 /3- 2010.



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على الملحق رقم (1).

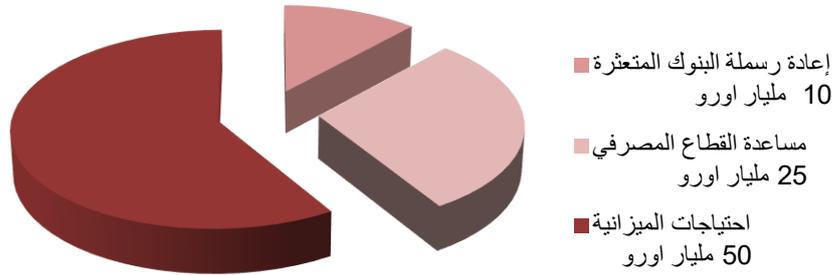
وللخروج من الأزمة قامت ايرلندا بالتنسيق مع المجلس الأوروبي والبنك المركزي الأوروبي وصندوق النقد الدولي بالإجماع على خطة إنقاذ لصالح ايرلندا بقيمة 85 مليار أورو مقسمة كما يلي:

- مساهمة ايرلندا 17.5 مليار أورو.
- مساهمة صندوق النقد الدولي 22.5 مليار أورو.
- مساهمة الصندوق الأوروبي للاستقرار المالي EFSF 22.5 مليار أورو.
- مساهمة الآلية الأوروبية للاستقرار المالي MEFS وقروض كل من بريطانيا، الدنمارك، السويد 22.5 مليار أورو.

من أجل:

- مساعدة مستعجلة للقطاع المصرفي.
 - تسوية الجباية وتصحيح العجز المفرط حتى 2015.
 - إصلاحات من شأنها تعزيز النمو خاصة فيما يتعلق بسوق العمل.
- حزمة الإنقاذ مخصصة كما يلي:

الشكل رقم (2-9): مخصصات حزمة إنقاذ ايرلندا



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على: عبد الكريم عبيدات وعلي بوعمامة، مستقبل الاتحاد النقدي الأوروبي في ظل أزمة الديون الأوروبية ، الملتقى الدولي الثاني واقع التكتلات الاقتصادية في زمن الأزمات، 2012، ص11.

بعد تطبيق خطة الإنقاذ استطاعت ايرلندا تخفيض العجز لـ 8.4% سنة 2013 لكن الدين الحكومي استمر في الارتفاع لانخفاض نسبة الفائدة على السندات الحكومية على الأقل في الأشهر الأولى عند تنفيذ الخطة لترجع معدلات الفائدة في الارتفاع لتصل لأقصى حد في جويلية 2011 بنسبة 12.45% ثم تعود في الانخفاض لتصل معدل 3.83% في مارس 2013.

ثانياً: الأزمة في البرتغال (1)

بدأت الأزمة في البرتغال عند حدوث عجز في ميزانيتها وصل إلى 9.3% من إجمالي الناتج المحلي في 2009، أدى إلى تعرض أسواق البرتغال لهبوط حاد أثار القلق من تعرضها لنفس الأزمة التي تواجهها كل من اليونان وإيرلندا .

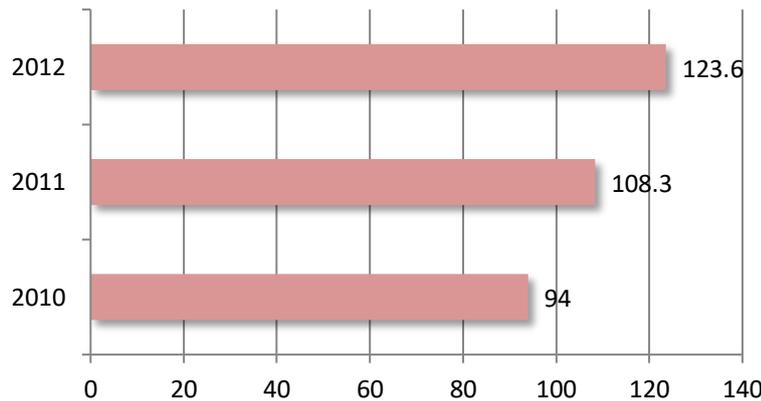
الجدول رقم (2-4): تطور الموازنة العامة والميزان الجاري للبرتغال كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي من 2010-2013.

السنة	2010	2011	2012	2013
الموازنة العامة (%PIB)	9.8-	4.2-	5.5-	4.5-
الميزان الجاري (%PIB)	9.9-	8-	3.8-	1.7-

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على بيانات الملحق رقم (2) و(3).

رغم إجراءات التقشف في البرتغال لتخفيض نسبة العجز إلا أنها ارتفعت إلى 8.9% عام 2010 بالمقابل ارتفع دين البرتغال من 83.7% سنة 2009 إلى 94% من الناتج المحلي الإجمالي سنة 2010 كما أن معدلات الفائدة على السندات الحكومية ارتفع من 3.91% في ديسمبر 2009 إلى 6.53% .

الشكل رقم (2-10): تطور الدين الحكومي للبرتغال من 2010-2012 (كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي).



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على الملحق رقم (4).

(1) العديد من المراجع أهمها:

- أزمة ديون البرتغال في المنطقة الحمراء بعد سقوط الحكومة ، تاريخ الاطلاع 2013/4/4 ، على الموقع:
<http://www.aawsat.com/details.asp?section=6&article=614274&issueno=11806#UYW0Uspc7IU>

- انقاذ البرتغال بداية نهاية أزمة ديون منطقة اليورو ، تاريخ الاطلاع 2013/4/4 ، على الموقع:
<http://www.alittihad.ae/details.php?id=41175&y=2011>

ازدادت الضغوط بمارس 2011 بتخفيض مؤسسة "ستاندر أند بورز" العالمية للتصنيف الائتماني من A+ إلى A- وبذلك قفزت معدلات الفائدة على السندات الحكومية من 7.8% مارس 2011 إلى 9.19% في الشهر الموالي، ارتفاع تكاليف الاقتراض لايرلندا أجبرها على طلب رسمي للمساعدة في 17 أبريل 2011 ، وقد أقر الاتحاد الأوروبي خطة إنقاذ ب 78 مليار أورو بسعر فائدة يصل إلى 5% في السنوات الثلاث الأولى و5.2% بعد ذلك، واستلمت البرتغال الدفعة الأولى من حزمة الإنقاذ وهي 18 مليار أورو نهاية شهر ماي.

الشكل رقم (2-11): تطور معدل الفائدة على السندات الحكومية للبرتغال من 2009/3-2010.



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على بيانات الملحق رقم (1).

بعد خطة الإنقاذ شهدت معدلات الفائدة على السندات الحكومية تذبذباً حيث وصلت أقصى معدل في جانفي 2012 بمعدل 13.85% لتعود في الانخفاض والاستقرار لتصل 6.1% في مارس 2013، مع ارتفاع في الدين الحكومي لغاية 123.6 سنة 2012.

ثالثاً: الأزمة في اسبانيا (1)

(1) العديد من المراجع أهمها:

- محمد ابراهيم السقا، اسبانيا تقفز إلى الواجهة بعد اليونان ، تاريخ الاطلاع 2013/4/4 ، على الموقع: http://www.aleqt.com/2012/04/20/article_648884.html

الفصل الثاني اقتصاديات منطقة اليورو وانتشار أزمة الديون السيادية بالمنطقة

بعد أكثر من عشر سنوات من النمو الاقتصادي المستدام شهدت اسبانيا ركودا كبيرا منذ عام 2008 وقد ساعدت مختلف حزم التحفيز الاقتصادي على الصمود في وجه الصدمات ولكنها كانت غير كافية لإنعاش حقيقي، فهناك مؤشرات تؤكد أن اسبانيا هي الاقتصاد الرابع الذي يقف في صف الأزمة التي تحيط بمنطقة اليورو بعد اليونان وإيطاليا والبرتغال.

الجدول رقم (2-5): تطور الموازنة العامة والميزان الجاري كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي لاسبانيا من 2010-2013.

السنة	2010	2011	2012	2013
الموازنة العامة (%PIB)	9.3-	8.9-	7.4-	6.6-
الميزان الجاري (%PIB)	4.6-	4-	2.3-	2-

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على الملحق رقم (2) و (3).

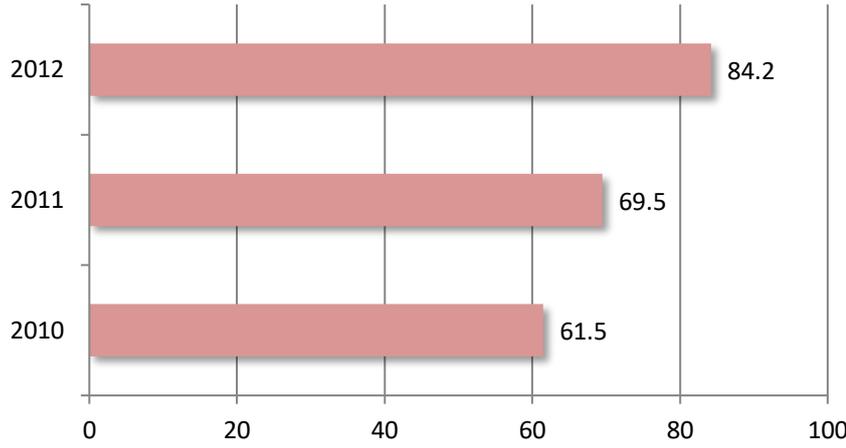
مشكلة اسبانيا الملحة تكمن في نظامها المالي حيث تواجه البنوك الاسبانية مخاطر حادة راجعة إلى تدهور أداء القطاع العقاري حيث كان القلق حول الحالة الاسبانية يتصاعد يوما بعد يوم في ظل الاعتقاد بأن المنهج الأوروبي في التعامل مع أزمات الدول المدينة ذات الحجم الصغير نسبيا سار على نحو يسير في الماضي إلا أن الحالة الاسبانية مختلفة فهي أكبر من أن يتم إنقاذها من خلال الجهود المالية الأوروبية فقط، وأنها إذا ما تعثرت سوف تقف أمام انتعاش النشاط الاقتصادي العالمي. قامت تدابير تدعيم النظام المالي بخفض العجز في الميزانية إلى 8.9 من الناتج المحلي الإجمالي في عام 2011، وتشمل هذه التدابير:

جانب الإيرادات: رفع الضريبة على القيمة المضافة، الضرائب غير المباشرة والضرائب المفروضة على الدخل الشخصي والعقارات، وذلك للحصول على دخل إضافي للدولة إي ما يعادل 0.5% من الناتج المحلي الإجمالي عام 2011.

جانب الإنفاق: خفض الاستثمار العام الأجور وفرص العمل فوصلت البطالة 20.3% سنة 2011.

ولكن اسبانيا كانت تواجه حجما من السندات يصل إلى أكثر من 150 مليار أورو حان وقت سدادها وذلك إضافة إلى تمويل العجز في الميزانية، وعليه أعلنت الحكومة الاسبانية تدابير التقشف الكبير في أبريل 2012.

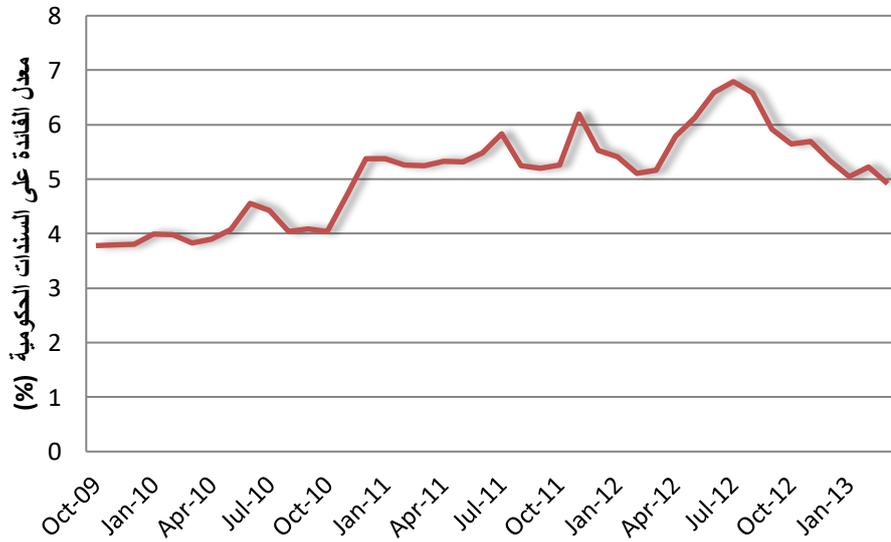
الشكل رقم (2-12): تطور الدين الحكومي لاسبانيا من 2010-2012 (كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي).



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على الملحق رقم (4).

لم تكن إجراءات التقشف كافية لخفض العجز فاضطرت الحكومة الإسبانية اقترضت 100 مليون أورو من الاتحاد الأوروبي وصندوق النقد الدولي في جوان 2012، وبذلك ارتفعت نسبة الدين الحكومي من 69.5% سنة 2011 إلى 84.2% من الناتج المحلي الإجمالي سنة 2012.

الشكل رقم (2-13): تطور معدل الفائدة على السندات الحكومية لاسبانيا من 10/2009-3/2010.



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على بيانات الملحق رقم (1).

بينما لم تشهد معدلات الفائدة على السندات الحكومية الإسبانية ارتفاعا كبيرا نتيجة الأزمة مقارنة بالسندات الحكومية اليونانية، حيث بلغت أقصى ارتفاع لها في جويلية 2012 حيث بلغت معدل 6.79% نتيجة تخفيض وكالة "ستاندارد اند بورز" التصنيف الائتماني الإسباني من A إلى BBB+ ، وبررت الوكالة القرار باعتبار الوضع الاقتصادي لاسبانيا سيئ جدا نظرا لتراكم الديون.

تعتبر إيطاليا ثامن أكبر اقتصاد في العالم فقد بلغ الناتج المحلي الإجمالي لها ما يقارب 2 ترليون دولار في عام 2010، كما تعتبر إيطاليا من أكبر الأسواق في العالم إصداراً للسندات الحكومية وأي اختلال منها بسداد ديونها سيؤدي إلى ارتفاع سعر فائدة الدين لأكثر من 12% .

نقطة ضعف الاقتصاد الإيطالي هي الدين العام الهائل، خاصة في ظل أجواء عدم الاستقرار التي تشهدها القارة، حيث بلغت نسبة الدين الإيطالي 119.3% من الناتج المحلي الإجمالي سنة 2010 أي ما يعادل 2.4 ترليون دولار .

الجدول رقم (2-6): تطور الموازنة العامة والميزان الجاري كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي لإيطاليا من 2010-2013.

السنة	2010	2011	2012	2013
الموازنة العامة (%PIB)	4.6-	3.9-	2.5-	1.3-
الميزان الجاري (%PIB)	3.5-	3.6-	2.6-	1.8-

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على الملحق رقم (2) و (3).

اتخذ البرلمان الإيطالي خطوات عاجلة لإقرار إجراءات تقشف، تهدف موازنة التقشف لخفض العجز من 4.6% من الناتج المحلي الإجمالي سنة 2010 إلى 0.2% بحلول 2014.

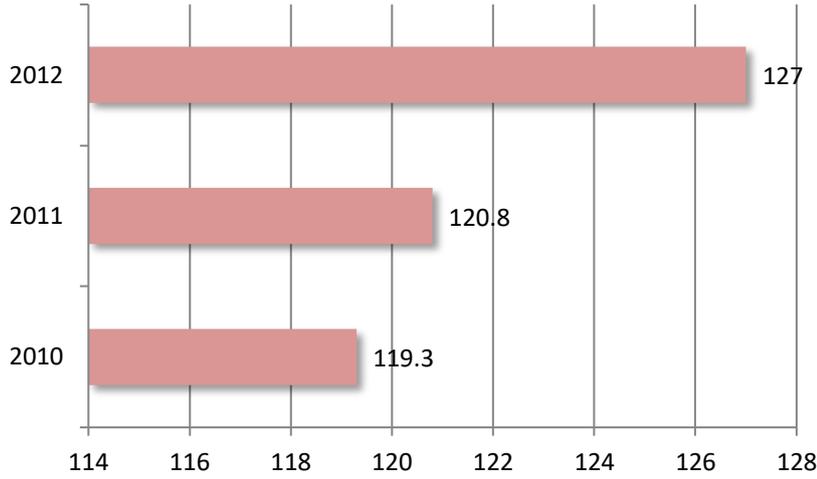
كما قام البنك المركزي الأوروبي بشراء السندات الإيطالية وهو الأمر الوحيد الذي منع من ارتفاع تكاليف اقتراض إيطاليا صاروخياً نتيجة الشكوك المحيطة بقدرة روما على سداد ديونها .

أدت إجراءات التقشف بخفض العجز إلى 3.9% سنة 2011 وإلى 2.5% من الناتج المحلي الإجمالي سنة 2012 واستمر التحسن في الموازنة العامة حيث قدر العجز في 2013 ب 1.3% من الناتج المحلي الإجمالي.

الشكل رقم (2-14): تطور الدين الحكومي لإيطاليا من 2010-2012 (كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي)

(1) العديد من المراجع أهمها:

- التقرير الاقتصادي ، الاقتصاد العالمي رهن الدين الأمريكية والأوروبية ، العدد 19 ، مركز البحوث والدراسات ، الرياض ، جانفي 2012، ص.12.
- عاصفة الأزمة المالية تحوم حول إيطاليا ، 2013/4/4 ، على الموقع:
<http://www.elmoudjahid.com/ar/flash-actu/1049>



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على بيانات الملحق رقم (4).

بينما كان الدين الحكومي في ارتفاع من سنة لأخرى حيث بلغت الدين الحكومي سنة 2011 نسبة 120.8% ليصل سنة 2013 إلى 127% من الناتج المحلي الإجمالي .

الشكل رقم (2-15): تطور معدل الفائدة على السندات الحكومية الإيطالية من 2009 /10 - 2010 /3.



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على بيانات الملحق رقم (1).

شهدت معدلات الفائدة على السندات الحكومية ارتفاعا ملحوظا سنة 2011، حيث فاقت 7% في نوفمبر 2011، لتعود في الانخفاض تدريجيا وصولا إلى معدل 4.64% في مارس 2013.

كما خفضت وكالة "ستاندرز اند بورز" من التصنيف الائتماني السندات الإيطالية من A+ إلى A سنة 2011، وبررت ذلك بعدم استقرار الحكومة والتردد بشأن تدابير التقشف، ثم تخفيضها مرة أخرى لتصل درجة BBB+ مع بداية 2012.

كما خفضت وكالة التصنيف الائتماني "موديز" في ماي 2012 تصنيف 26 بنك ايطاليا من بينها البنكان الأكبر وهما يوني كريدت و انتيسا سان باولو، وجاء هذا الإجراء في ظل انخفاض الربح الصافي والقروض غير المنتظمة والاحتياطي الذي عانى من خسارة القروض ما أربك البنوك.

وسيوصل الاقتصاد الايطالي انكماشه حتى نهاية 2013، في ظل الوضع الاقتصادي الأوروبي الراهن وإجراءات التقشف التي تم اتخاذها حتى الآن، حسبما ذكرت منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية، وعلاوة على ذلك فإن ايطاليا لم تطلب أية حزمة إنقاذ.

المطلب الثالث: انتقال الأزمة وانعكاساتها على باقي دول منطقة اليورو

في الآونة الأخيرة انتقلت أزمة الديون السيادية إلى كل من قبرص وسلوفينيا ، كما أن أكبر دول منطقة اليورو اقتصاديا تأثرت بالأزمة كفرنسا وألمانيا.

أولاً: انتقال الأزمة لقبرص (1)

(1) العديد من المراجع أهمها:

- أزمة قبرص المالية ، تاريخ الاطلاع 2013/5/1 ، على الموقع :

http://www.bbc.co.uk/arabic/business/2013/03/130328_cyprus_banks_open_update.shtml

الفصل الثاني اقتصاديات منطقة اليورو وانتشار أزمة الديون السيادية بالمنطقة

قبرص دويلة صغيرة في الحجم لا يتجاوز عدد سكانها 1.1 مليون نسمة، وقد بلغ ناتجها القومي في 2011 نحو 23 مليار دولار، بينما بلغ متوسط نصيب الفرد من الناتج فيها نحو 26 ألف دولار، وهي بهذا الشكل تعد أصغر الاقتصاديات في منطقة اليورو، حيث لا يتجاوز اقتصاد قبرص نسبة 0.2 % فقط من الاقتصاد الأوروبي، إلا أنها تأثرت بالأزمة اليونانية حيث يقدر قيمة ما لديها من سندات يونانية بحوالي 22 مليار أورو .

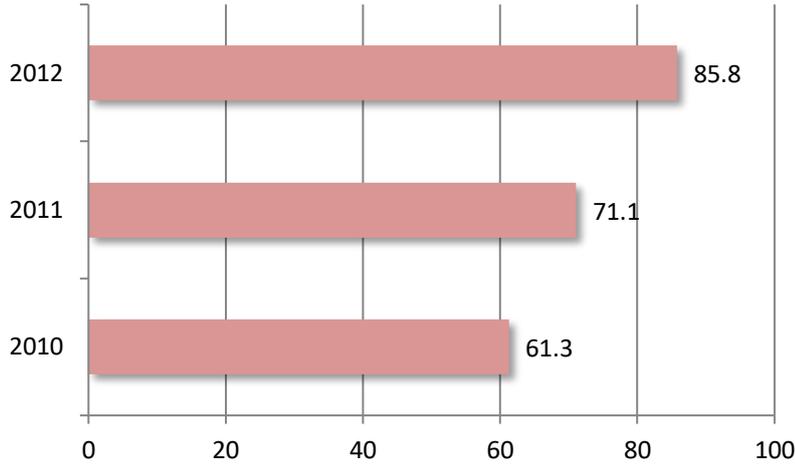
الجدول رقم (2-7): تطور الموازنة العامة لقبرص كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي من 2009-2012.

السنة	2009	2010	2011	2012
الموازنة العامة (%) (PIB)	6.1-	5.3-	6.3-	6.3-

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على الملحق رقم (2).

تعاني قبرص على غرار دول منطقة اليورو التي تأثرت بالأزمة بعجز في الموازنة العامة حيث ارتفع العجز من 5.3 % إلى 6.3 % من سنة 2010 إلى 2012. بالإضافة إلى نسبة الديون السيادية المرتفعة من سنة لأخرى حتى بلغت نسبة الديون 85.8 % من الناتج المحلي الإجمالي سنة 2012.

الشكل رقم (2-16): تطور الدين الحكومي لقبرص من 2010-2012 (كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي).

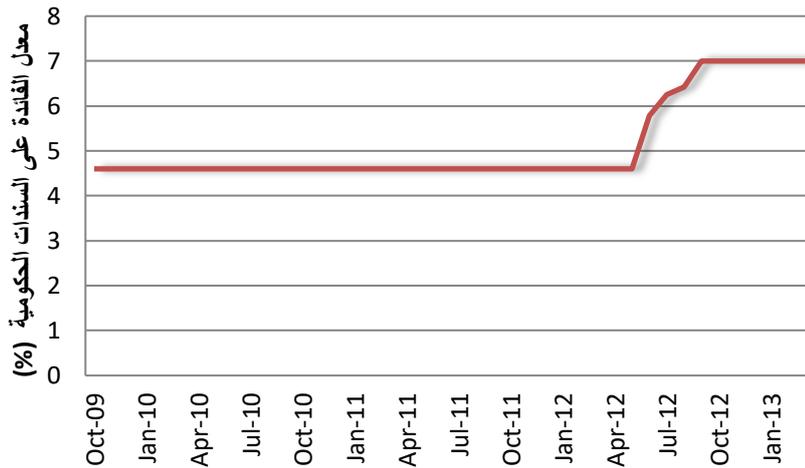


المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على الملحق رقم (4).

بسبب مشكلات قبرص المالية قامت "موديز" بخفض تصنيف قبرص على خلفية تزايد الديون السيئة للقطاع المصرفي في الدولة إلى Caa3 ، أي إلى تصنيف دولة على أعتاب الإفلاس، وقد قدرت "موديز" احتمال إفلاس قبرص بنسبة 50 في المائة، فمذ نحو سنة ونصف لم تستطع قبرص أن تقترض من الأسواق الدولي.

كما أدى ذلك لارتفاع معدل الفائدة على السندات الحكومية في جوان 2012 إلى 78.5% واستمرت في الارتفاع لغاية 2013 بمعدل 7% بينما كانت ثابتة طول السنوات الماضية عند معدل 4.6%.

الشكل رقم (2-17): تطور معدلات الفائدة على السندات الحكومية لقبرص من 2009/10-2013/3.



المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على الملحق رقم (1).

لقد ترتب على حل مشكلة مديونية اليونان خلق مشكلة لقبرص، ذلك أن البنوك القبرصية كانت قد قدمت قروضا بشكل مكثف للحكومة اليونانية وكذلك لقطاع الأعمال اليوناني، وقد اقتضت عملية إعادة هيكلة الديون اليونانية تخفيض هذه الديون وإجبار دائني اليونان على

التنازل عن جانب من ديونهم، مما ترتب عليه تآكل نسبة كبيرة من القروض القبرصية لليونان، وهو ما ولد مشكلة سيولة خطيرة للبنوك القبرصية، التي يقدر أنها تحتاج حاليا إلى نحو 13 مليار دولار أي ما يعادل أكثر من 50 في المائة تقريبا من الناتج المحلي لقبرص.

المشكلة أن نموذج أعمال بنوك قبرص يساعد على تشجيع عمليات التهرب الضريبي وغسل الأموال، ذلك أن جانبا كبيرا من المودعات الأجنبية في البنوك القبرصية يأتي من روسيا، فوفقا لبيانات البنك المركزي الروسي تم تحويل ما بين اثنين إلى ثمانية مليارات دولار كل ثلاثة أشهر إلى قبرص خلال السنوات الثلاث الماضية، التي ينظر إليها على أنها أموال تتم أساسا بغرض إعادة تدويرها، ويقدر حجم المودعات في البنوك القبرصية بنحو 90 مليار دولار، يملك الأجانب نحو نصفها، لذلك نجد أن مقترحات عمليات التفاوض حول إنقاذ قبرص تنصب على أن يتم تحميل المودعين جانبا من الخسائر في عملية إعادة الهيكلة للبنوك القبرصية، وهو ما يعني ضمنا أن المودعين لن يحصلوا على مودعاتهم كافة، في عملية إعادة الهيكلة للنظام المصرفي. المشكلة الأساسية هي أن هذه المودعات ليست مؤمنا عليها في قبرص.

لذلك اشترط الاتحاد الأوروبي وصندوق النقد الدولي فرض ضريبة بقيمة 6.7% على ودائع البنوك من مئة ألف أورو، و9.9% على الودائع التي تفوق مئة ألف أورو، مقابل قرض بقيمة 10 مليار أورو، لكن برلمان قبرص رفض خطة الإنقاذ الأوروبية.

و في أبريل 2013 وافق برلمان قبرص على خطة إنقاذ بقيمة 10 مليار أورو من الاتحاد الأوروبي وصندوق النقد الدولي ، وفي المقابل يجب على قبرص توفير 13 مليار يورو عن طريق إجراءات صارمة لإصلاح قطاعها المصرفي. و يأتي قسم من المساهمة القبرصية من اقتطاعات يمكن أن تصل إلى 60% من الحسابات التي تفوق قيمتها 100 ألف أورو في بنك قبرص الرئيسي في البلاد، وستتم تصفية بنك " لاكي " وهو ثاني أكبر مصارف الجزيرة. وبموجب هذه الخطة يتوجب على قبرص أيضا زيادة الضرائب وتخفيض عدد الموظفين في القطاع العام وخصخصة بعض الشركات العامة. وقد صوتت قبرص لصالح زيادة الضريبة المفروضة على الشركات من 10% إلى 12.5%.

ثانيا: انتقال الأزمة إلى سلوفانيا (1)

(1) العديد من المراجع أهمها:

- أزمة قبرص المالية مرشحة للانتقال إلى سلوفينيا، تاريخ الاطلاع ، 2013/5/1 ، على الموقع:
<http://www.almalnews.com/Pages/StoryDetails.aspx?ID=57915#.UYm15Mpc7IU>.

الفصل الثاني اقتصاديات منطقة اليورو وانتشار أزمة الديون السيادية بالمنطقة

لا يتسم النظام المصرفي في سلوفينيا بالضخامة خلافا لما هو عليه الحال في قبرص، حيث يزيد حجمه عن إجمالي ناتجها المحلي بنحو 1.4 مرة فقط. لكن معظم البنوك العاملة هناك تمتلكها الدولة، كما أن قروضها الرديئة قد ارتفعت لتصل إلى نسبة 14.1% من القيمة الدفترية للقروض، ولا تمتلك سلوفينيا مثلها في هذا مثل قبرص السيولة اللازمة لإعادة رسملة البنوك.

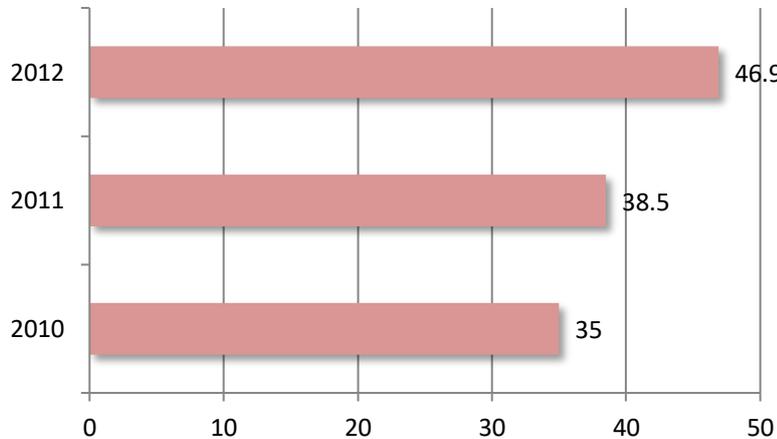
الجدول رقم (2-8): تطور الموازنة العامة لسلوفينيا كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي من 2009-2012.

السنة	2009	2010	2011	2012
الموازنة العامة (%) (PIB)	6.2-	5.9-	6.4-	4-

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على الملحق رقم (2).

بالإضافة للقطاع المصرفي الخائق فاقتصاد سلوفينيا يشهد ركودا وعجز في الموازنة العامة قدر ب 6.4% سنة 2011 لينخفض إلى 4% من الناتج المحلي الإجمالي سنة 2012، وارتفاع الدين الحكومي لغاية 46.9% سنة 2012 من الناتج المحلي الإجمالي.

الشكل رقم (2-18): تطور الدين الحكومي لسلوفينيا من 2010-2012 (كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي).

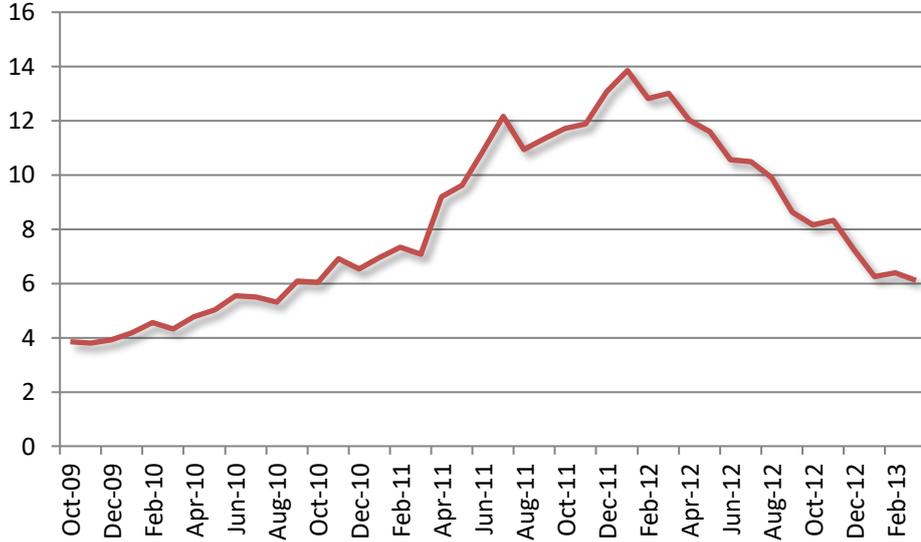


المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على الملحق رقم (4).

إن معظم البنوك التي تملكها الدولة في سلوفينيا تعاني من ارتفاع الديون المعدومة، في الوقت الذي تكافح فيه الحكومة من أجل اقتراض المال بينما يعيش اقتصادها ركودا منذ سنة 2011. فحرص بنك التعاون الاقتصادي و التنمية على ممارسة ضغوط أكبر على سلوفينيا عندما حذر من ارتفاع حجم القروض الرديئة وكذلك من تزايد الاحتياجات الرأسمالية بشكل ملفت

- Crisis in Slovenia Now it's Slovenia's turn , 1/5/2013 ,
<http://www.economist.com/blogs/easternapproaches/2012/01/crisis-slovenia>.

الشكل رقم (2-19): تطور معدلات الفائدة على السندات الحكومية لسلوفينيا من 2009/10-2013/3.



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على الملحق رقم (1).

ارتفعت العوائد على سندات سلوفينيا لأجل عامين إلى نحو 6.1% في مارس 2013 دليل على أن المستثمرين يرون مخاطر كبيرة للتخلف عن السداد. وأصدرت سلوفينيا أول سندات لها في 19 شهرا في أكتوبر 2012، يتعين أن تبيع الحكومة سندات أخرى بحلول السادس من جوان، حين يحل موعد استحقاق أذون خزانة لأجل 18 شهرا بقيمة 907 ملايين أورو حتى تفي بالتزاماتها المالية.

أعلنت الحكومة السلوفينية عن حزمة تدابير وقائية تأمل في تجنبها طلب الإنقاذ من الشركاء الأوروبيين، كما فعلت قبرص، ومن قبلها البرتغال، أيرلندا، واليونان. وتشمل هذه التدابير رفعاً للضرائب، بجانب إعادة هيكلة موسعة للقطاع المصرفي، فضلا عن برنامج خصخصة شامل، كما تشمل هذه التدابير الحكومية رفع الضريبة على القيمة المضافة 2% لدعم المالية العامة، بجانب بيع 15 شركة تابعة للدولة بما في ذلك ثاني أكبر بنك في البلاد، وشركة الاتصالات "تيلكوم سلوفينيا". بالإضافة إلى ذلك تنوى سلوفينيا ضخ 1.3 مليار أورو بالبنوك الحكومية التي أوشكت على الانهيار، وهو ما سيؤدي إلى زيادة العجز العام إلى 7،8% من إجمالي الناتج الداخلي في عام 2013، مقابل 4% في عام 2012

ثالثا: انعكاسات الأزمة على فرنسا (1)

(1) العديد من المراجع أهمها :

- أين فرنسا من أزمة اليورو ، تاريخ الاطلاع 2013/5/1 ، على الموقع : <http://arabic.euronews.com/2011/07/19/crisis-in-the-euro-zone-the-french-connection>
- هل تنجو فرنسا من أزمة الديون ، تاريخ الاطلاع ، 2013/5/1 ، على الموقع :

ورغم متانة الاقتصاد الفرنسي عند مقارنته باقتصادات دول اليورو المتعثرة كاليونان والبرتغال فإن عجز الميزانية العمومية الفرنسية يبلغ 7.1% من إجمالي الناتج المحلي الإجمالي سنة 2010 ، كما أن البنوك الفرنسية تعد الأكثر تعرضاً للديون في منطقة اليورو وهو ما يجعلها الأكثر خسارة جراء أزمة الديون السيادية الأوروبية.

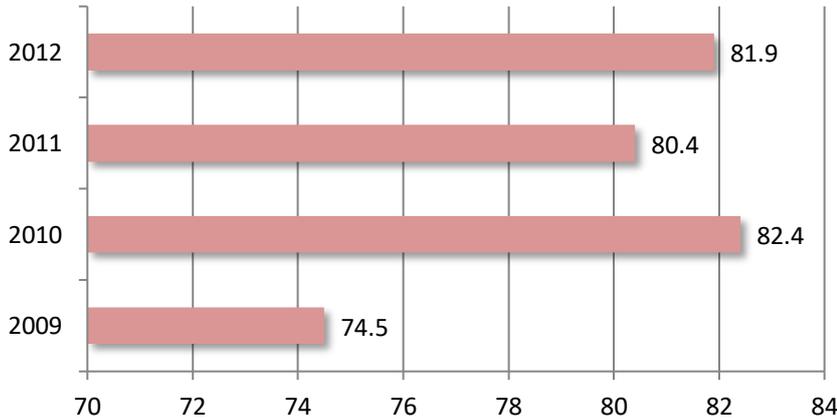
الجدول رقم (2-9): تطور الموازنة العامة لفرنسا كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي من 2010-2013.

السنة	2010	2011	2012	2013
الموازنة العامة (PIB%)	7.1-	5.2-	4.4-	3.2-

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على الملحق رقم (2).

وتؤكد باريس إتباعها برنامجاً تقشفيًا لخفض عجز الموازنة، وتصر على أن وضعها المالي تحت السيطرة، معلنة أنها ستحقق توازناً في الموازنة بحلول عام 2016. وفرنسا تعلم أن الاستهلاك المحلي هو المحرك للنمو الاقتصادي فيها، فتخشى أن تؤدي أي إجراءات تقشفية تعتمد على تراجع الاستهلاك وبالتالي انخفاض النمو.

الشكل رقم (2-20): تطور الدين الحكومي لفرنسا من 2010-2012 (كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي).

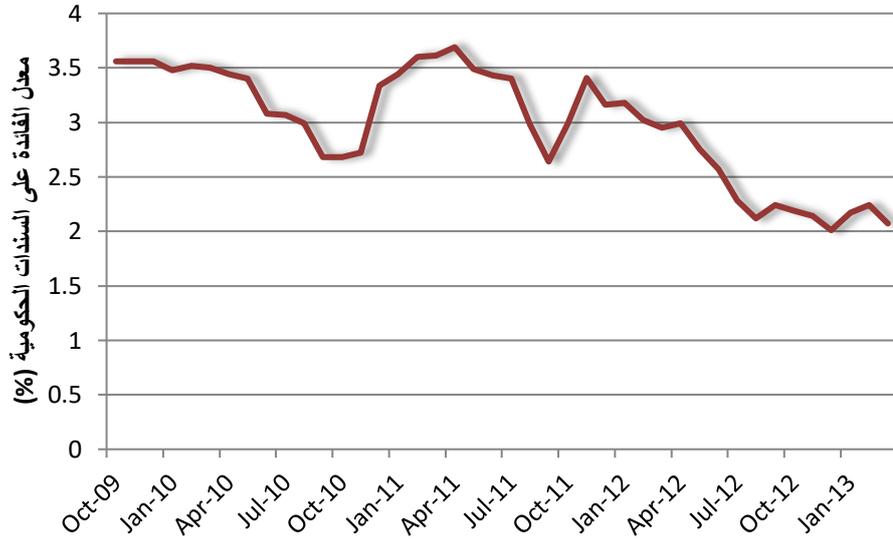


المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على الملحق رقم (4).

إن الاقتصاد الفرنسي يواجه أزمة هيكلية، بالنظر لتأثير أعمدته على المؤسسات الصناعية والبنوك وارتفاع الديون العمومية التي بلغت 1700 مليار أورو نهاية جويلية 2012، أي ما يعادل 90.2% من الناتج المحلي الإجمالي، أي مجمل الثروة التي تنتجها فرنسا. ويتضاعف

الدين الفرنسي بمعدل 50 إلى 53 مليار أورو سنويا، مما يجعله يصل نسبة 100 % في غضون سنتين.

الشكل رقم (2-21): تطور معدلات الفائدة على السندات الحكومية لفرنسا من 2009/10-2013/3.



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على الملحق رقم (1).

لم تتأثر معدلات الفائدة على السندات الحكومية الفرنسية بأزمة الديون السيادية فالمعدلات لم تشهد ارتفاع ملحوظ ، وذلك للتصنيف الائتماني الجيد لها ، لكن تواجه فرنسا أيضاً مؤشرات على تدهور توقعات الأداء الاقتصادي، حيث قامت مؤسسة التصنيف الائتماني "موديز" بتخفيض تصنيف فرنسا بمعدل درجة واحدة عن تصنيف AAA خلال شهر نوفمبر 2012، وحذرت من احتمال خفض آخر في المدى المتوسط، وبررت المؤسسة قرارها بالخطر الذي يهدد النمو الاقتصادي والأوضاع المالية للحكومة جراء المشكلات الاقتصادية الهيكلية التي تواجهها البلاد والتي تقلص قدرة الاقتصاد الفرنسي على التنافس على الصعيد العالمي. وذلك بعد أن قامت مؤسسة "ستاندرد آند بورز" بتخفيض تصنيف فرنسا في جانفي 2012 ، في حين أبقّت مؤسسة "فيتش" تصنيف فرنسا دون تغيير.

الجدول رقم (2-10): تطور نمو الناتج المحلي الإجمالي لفرنسا من 2010-2013 (%).

السنة	2010	2011	2012	2013

الربع	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1
نمو PIB	0.3	0.5	0.4	0.4	0.8	0	0.2	0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.3	0.1

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على الملحق رقم (5).

نظرا للتباطؤ الحاد في وتيرة النمو الناجم عن أزمة الديون السيادية الأوروبية، والذي يصل إلى 0.2 لمجمل عام 2012 ، فقد دخلت فرنسا في فترة من الركود الاقتصادي الطفيف. وقدر بنك فرنسا أن الاقتصاد الذي يبلغ حجمه تريليوني يورو سجل نمواً 0.1 في المئة في الأشهر الثلاثة الأولى من العام من دون تغيير عن تقديراته السابقة. ومع ذلك أشار المسح الشهري لمناخ الأعمال الذي يجريه المصرف المركزي والذي يبني توقعاته على أساسه إلى إن توقعات النمو ما زالت ضعيفة إذ تعلن شركات التصنيع والخدمات عن نشاط ضعيف في مارس. وأظهر المسح تراجع مؤشر القطاع الصناعي إلى 93 من 95 في فيفري في حين انخفض مؤشر قطاع الخدمات إلى 88 نقطة من 89 مسجلاً أدنى مستوياته منذ 2009 ، وتعاني الشركات من تراجع الطلب المحلي بسبب توخي المستهلكين الحذر في الإنفاق مع وصول معدل البطالة إلى 10.6 % .

رابعاً: انعكاسات الأزمة على ألمانيا (1)

تعتبر ألمانيا قلب أوروبا النابض فيحتل الاقتصاد الألماني المرتبة الأولى بين اقتصادات دول منطقة اليورو، وهو اقتصاد عملاق ومنظم وهذا يساعد ألمانيا في الحصول على قروض من مؤسسات دولية وإعادة إقراض دول منطقة اليورو، وهذا بحد ذاته يحقق أرباحاً طائلة لألمانيا، وقد استفادت ألمانيا من الوحدة النقدية الأوروبية حيث سهلت عليها غزو الأسواق الأوروبية، فتلثا إنتاجها يذهب إلى أوروبا، كما نجحت في إبقاء السوق الداخلية ونظامها المصرفي في منأى عن الأزمات الاقتصادية وتداعياتها.

الجدول رقم (2-11): تطور الموازنة العامة لفرنسا كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي من 2010-2013.

(1) العديد من المراجع أهمها :

- ألمانيا والأزمة المالية ، تاريخ الاطلاع 2013/5/3 ، على الموقع :

<http://www.aljazeera.net/programs/pages/0f0db6cf-7cf7-4d43-abfc-28481ffc7f12>

- ألمانيا هي العقدة والحل في أزمة الديون الأوروبية ، تاريخ الاطلاع 2013/5/3 ، على الموقع :

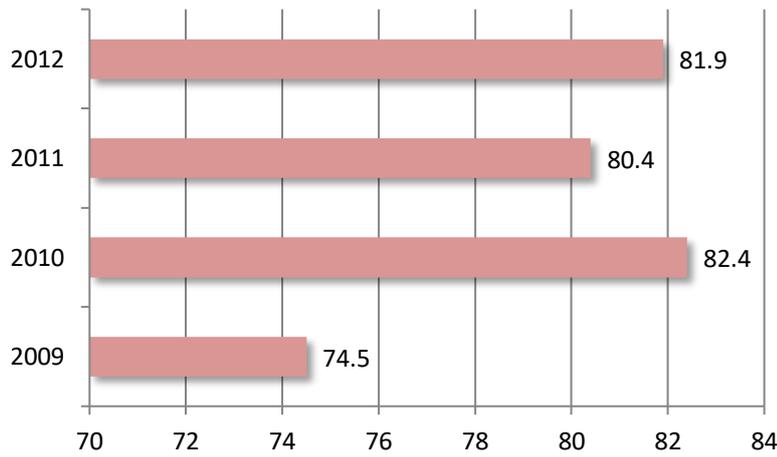
<http://www.an-nour.com/%D8%.UZKDI8pc7IU>

السنة	2010	2011	2012	2013
الموازنة العامة (% PIB)	4.3-	1-	0.5-	0.7-

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على الملحق رقم (2).

تواجه ألمانيا عجز في الموازنة العامة ولكن عجز طفيف مقارنة بفرنسا وباقي دول منطقة اليورو ، كما تم اقتطاع ما بين خمسة إلى ستة مليارات يورو إضافية من الموازنة، لجعل العجز في موازنة الدولة الفيدرالية معادلاً لـ 0 في 2014

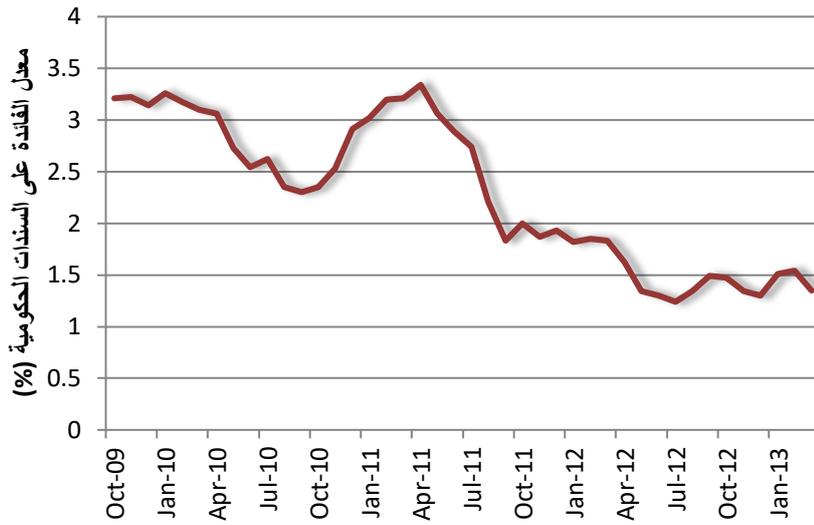
الشكل رقم (2-22): تطور الدين الحكومي لفرنسا من 2010-2012 (كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي).



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على الملحق رقم (4).

بلغ الدين الحكومي الألماني 80.4% من الناتج المحلي الإجمالي ليرتفع إلى 9.81% سنة 2012 ، فيبدو أن التحدي الكبير الذي فرضته الظروف على ألمانيا نتيجة العجز الأوروبي عن مواجهة الأزمات، يكشف عن وضع خطير قد يتعرض له الاتحاد الذي قطع شوطاً طويلاً في الوحدة الاقتصادية.

الشكل رقم (2-23): معدلات الفائدة على السندات الحكومية لألمانيا 2009/10-2013/3.



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على الملحق رقم (1).

لم تتأثر معدلات الفائدة على السندات الحكومية وذلك للوضع الاقتصادي الجيد الذي تتميز به ألمانيا، وظلت ألمانيا مظهراً نادراً للقوة خلال الأزمة الاقتصادية، واستفادت من الإصلاحات الهيكلية العميقة التي أجرتها قبل عشر سنوات، ومن الشركات الصغيرة والمتوسطة القادرة على التنافس وتدني أسعار الفائدة.

وبالتالي كان لدى ألمانيا الكثير من العوامل التي جعلتها تصمد خلال الأزمة المالية التي عمت العالم منذ صيف 2008، واستمرت حتى الآن في الاتحاد الأوروبي، واستفادت من الإصلاحات الهيكلية العميقة التي أجرتها قبل عشر سنوات.

الجدول رقم (2-12): تطور نمو الناتج المحلي الإجمالي لألمانيا من 2010-2013 (%).

السنة	2010			2011			2012			2013
الربع	Q4	Q3	Q2	Q1	Q4	Q3	Q2	Q1	Q4	Q3
نمو PIB	0.4	0.8	2.1	0.5	-0.2	0.6	0.3	1.3	-0.6	0.2

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على الملحق رقم (5).

وتراجعت بذلك نسبة النمو الاقتصادي في ألمانيا بشكل ملحوظ العام الماضي عن النمو الذي حققه الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي عام 2011 والذي بلغ 3 %، إلا أن الوضع الاقتصادي في ألمانيا أفضل من دول أوروبية كثيرة تعاني من الركود.

ولم يستطع الاقتصاد الألماني الموجه نحو التصدير أن ينجو بالكامل من تأثيرات أزمة الديون في منطقة اليورو، حيث ضعف نمو أكبر اقتصاد في أوروبا عام 2012 من ربيع سنوي إلى آخر عقب بداية قوية له مطلع نفس العام. وشهدت المؤشرات الاقتصادية الألمانية

خلال العام 2012 ارتفاع معدلات التشغيل إلى مستوى قياسي، وانخفاض أعداد العاطلين إلى أقل مستوى له منذ عشرين عاماً، حيث سجل معدل البطالة في ألمانيا أكبر معدل قياسي وصل إلى 6.9% ، وهو يزيد قليلاً عن أدنى مستوى بلغه خلال فترة ما بعد تأسيس الجمهورية الاتحادية الألمانية. ومن ناحية أخرى ساعدت الصادرات والاستهلاك الخاص في "ألمانيا" على استمرار النمو الاقتصادي في الربع الثالث من العام، لكن بوتيرة أبطأ مما أظهرته تقديرات سابقة، إذ يشعر أكبر اقتصاد أوروبي بوطأة أزمة منطقة اليورو. وفيما يبدو أن أزمة الديون السيادية باتت تضغط بشدة على الأوضاع داخل ألمانيا أكبر اقتصاديات منطقة اليورو وذلك بالتوازي مع ضعف مستويات الطلب العالمي، و يظهر أثر ذلك على تراجع الصادرات في الآونة الأخيرة وانخفاض معدل النمو إلى 0.4% في الربع الأول من سنة 2013. وعلى حسب التوقعات الأخيرة للمفوضية الأوروبية فإنه ترى إمكانية تحقيق ألمانيا لنمو بنسبة 1.5% خلال العام الجاري وقد يرتفع إلى 2% في عام 2014.

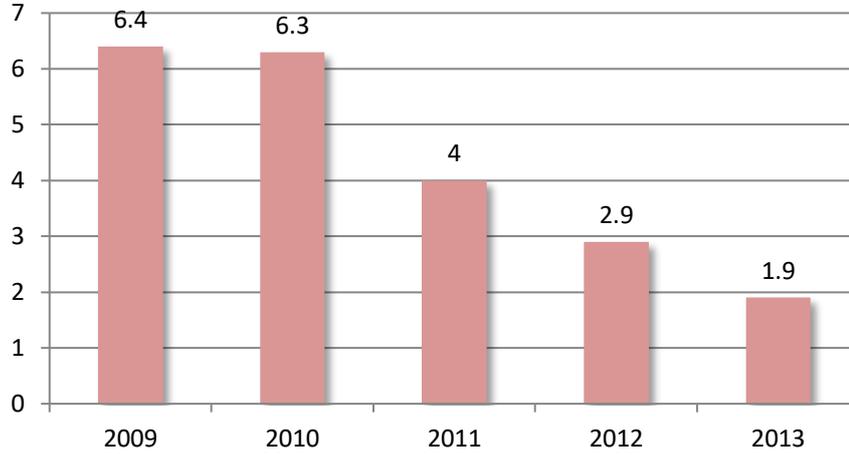
المطلب الرابع: تداعيات الأزمة على المؤشرات الاقتصادية المؤثرة على الأسواق المالية

تتأثر الأسواق المالية وتؤثر في العديد من المؤشرات الاقتصادية التي تعكس الوضع الاقتصادي للبلد ، هذه المؤشرات تؤثر بدورها على ثقة المستثمرين وبالتالي على أداء الأسواق المالية ، من أهم هذه المؤشرات عجز الموازنة، معدل التضخم، سعر صرف العملة ونمو الناتج المحلي الإجمالي.

أولاً: عجز الموازنة

يحدث عجز الموازنة عندما تزداد النفقات العامة على الإيرادات الحكومية وتساعد نفقات الحكومة على تنشيط الاقتصاد وزيادة الطلب.

الشكل رقم (2-24): عجز الموازنة بمنطقة اليورو (كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي) من سنة 2009-2013.



المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على الملحق رقم (2).

ارتفاع عجز الموازنة بمنطقة اليورو ككل أدى إلى فقدان ثقة المستثمرين في اقتصاديات منطقة اليورو وارتفاع معدلات الفائدة على السندات الحكومية وبذلك ارتفاع تكلفة الإقراض كما اثر على أداء الأسواق المالية الدولية بشكل عام والأسواق الأوروبية بشكل خاص ، وانخفاض نسبة العجز من سنة لأخرى نتيجة للخطط التقشفية التي قامت بها المنطقة للحد والخروج من أزمة الديون السيادية بها.

ثانياً: تأثير الأزمة على معدل التضخم

إن لمعدل التضخم أثره على أسعار الأوراق المالية المتداولة. فالمعلومات عن ارتفاع غير متوقع في معدل التضخم مثلاً من شأنه أن يترك أثراً عكسياً على تلك الأسعار وذلك لسببين ، احدهما مباشر ويتمثل في أن المعلومات المتاحة عن معدل التضخم قد تحمل في طياتها توقع المزيد من الزيادة فيه ، وهذا يعني ارتفاع في معدل العائد المطلوب على الاستثمار في الورقة المالية وانخفاض قيمتها السوقية نتيجة لذلك. والسبب الثاني غير مباشر ويتعلق بالنظام الضريبي ، ففي فترات التضخم تنخفض القيمة الحقيقية لإرباح المنظمة وتنخفض تبعاً لذلك القيمة السوقية لأسهمها في سوق الأوراق المالية. وهناك سبب آخر غير مباشر ومرجعته أن يسود اعتقاد بين المتعاملين بان زيادة حدة التضخم قد تدفع المصرف المركزي للتدخل من خلال تقليل عرض النقود مما قد يترتب عليه انخفاض في التدفقات النقدية لمنظمات الأعمال بسبب انخفاض الطلب على منتجاتها، الأمر الذي يؤدي إلى انخفاض مستوى أسعار أسهمها في السوق . وحتى إذا لم تتخذ أي خطوة تجاه المعروض من النقود في الوقت الذي صاحب فيه التضخم زيادة في طلب المنظمات لمزيد من الموارد

المالية ، فان هذا قد يؤدي إلى ارتفاع معدل الفوائد وانخفاض القيمة السوقية للأسهم تبعاً لذلك.

الشكل رقم (2-25):تطور معدل التضخم بمنطقة اليورو من سنة 2009-2013.



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على الملحق رقم (6).

أظهرت بيانات أن التضخم في منطقة اليورو تراجع إلى أبطأ وتيرة له في ثلاث سنوات وأن البطالة ارتفعت إلى مستوى قياسي جديد مما يعزز التوقعات بأن البنك المركزي الأوروبي قد يخفض سعر الفائدة لتنشيط الاقتصاد.

وقال مكتب إحصاءات الاتحاد الأوروبي "يوروستات" إن معدل التضخم انخفض إلى 1.2 % في أبريل 2013 مقابل 1.7% في مارس بعدما تباطأ النشاط الاقتصادي وتراجعت أسعار الطاقة .

وأظهرت بيانات "يوروستات" أيضا أن نسبة البطالة في منطقة اليورو ارتفعت إلى مستوى قياسي عند 12.1 % في مارس 2013 وهو ما يدفع الاقتصاديين للتكهن بأن المركزي الأوروبي سيخفض أسعار الفائدة لتنشيط الاقتصاد الذي انزلق إلى ثاني ركود له منذ عام 2009.

ثالثا: تأثير الأزمة على سعر صرف اليورو/ الدولار

إن الاستقرار النسبي في عملة الدولة له تأثير مباشر على نشاط سوق الأوراق المالية. ذلك إن سعر الصرف يعتبر من المؤشرات الاقتصادية الهامة التي تؤثر على الاستقرار الاقتصادي العام ومن ثم أداء سوق الأوراق المالية. وتشهد الأسواق المالية العالمية زيادة كبيرة في تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية للاستثمار في المحافظ المالية بها. وتؤثر هذه التدفقات على أسعار صرف العملات ، كما أنها تتأثر بالتقلبات في هذه العملات . إن

الفصل الثاني اقتصاديات منطقة اليورو وانتشار أزمة الديون

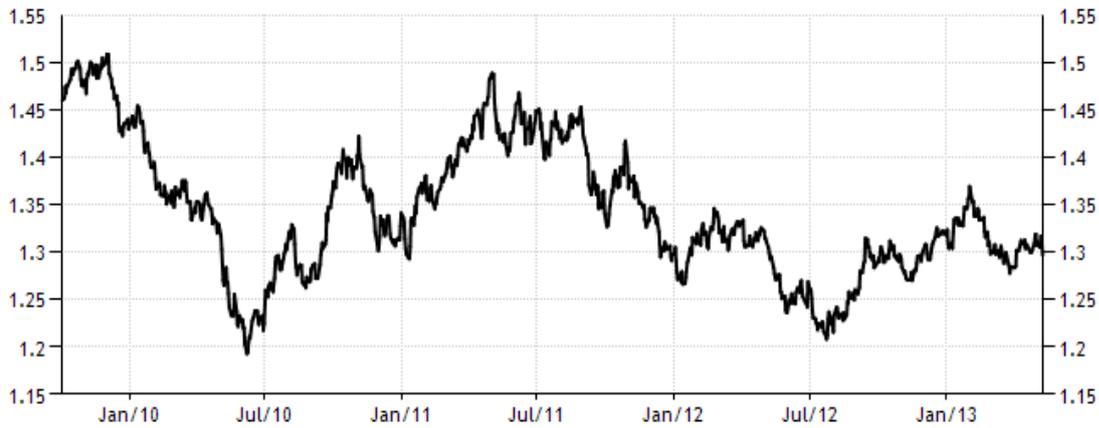
السيادية بالمنطقة

التحركات والتقلبات في أسعار الصرف تؤثر بشكل مباشر في الصادرات والواردات والاستهلاك والاستثمار من خلال التأثير على الثروة الناشئة من تقلبات أسعار الأوراق المالية. إن الاستثمار في أسواق الأوراق المالية يتضمن أصولاً مقومة بعملة أجنبية وهي بالتالي معرضة لمخاطر العملة والتي يقصد بها تلك المخاطر والتقلبات التي تتعرض لها عوائد المحفظة الناتجة عن تحرك أسعار صرف العملات المقومة بها أصول المحفظة. وتختلف درجة التأثير باختلاف سياسة سعر الصرف المتبعة ما بين التقييم الكامل والربط الكامل⁽¹⁾.

هناك أربعة عوامل تعتبر مُحددات أساسية لسعر الصرف الحقيقي لليورو مقابل الدولار :

- الفروقات العالمية الحقيقية لمعدلات الفائدة.
- الأسعار النسبية لقطاعات السلع المتداولة و غير المتداولة.
- أسعار النفط الحقيقية، المعادن الثمينة و السلع الأولية الأخرى .
- الوضع المالي النسبي .

الشكل رقم (2-26): سعر صرف اليورو/ الدولار.



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على الملحق رقم (6).

رابعاً: تأثير الأزمة على نمو الناتج المحلي الإجمالي

إن زيادة النشاط الاقتصادي الحقيقي ونمو الناتج المحلي الإجمالي يزيد من التفاؤل بشأن المستقبل، مما يزيد من حركة التعامل على الأسهم في سوق الأوراق المالية ويؤدي إلى ارتفاع أسعارها.

الجدول رقم (2-13): تطور نمو الناتج المحلي الإجمالي لمنطقة اليورو من 2010-2012.

السنة	2010	2011	2012
-------	------	------	------

(1) (1) علاقة سوق الأوراق المالية بالنمو الاقتصادي ، تاريخ الاطلاع 2013/4/20 ، من الموقع:

<http://www.startimes.com/f.aspx?t=14582680>

الربع	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
نمو PIB	0.2	1	0.4	0.3	0.6	0.2	0.1	-0.3	-0.1	-0.2	-0.1	-0.6

المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على الملحق رقم (5).

شهد معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي انكماش مستمر خلال سنة 2011 وسنة 2012 من ربع لآخر وصولاً لانكماش قدره 0.6% في الربع الرابع من عام 2012 مقارنة بالربع السابق كما يتوقع انخفاض معدل النمو في الربع الأول والثاني لسنة 2013.

انخفاض معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي دليل على تراجع الوضع الاقتصادي لمنطقة اليورو نتيجة أزمة الديون السيادية التي تشهدها المنطقة، ما يؤثر على ثقة المستثمرين سلبيًا وتراجع أداء الأسواق المالية الأوروبية.

خلاصة الفصل الثاني :

مرت منطقة اليورو بعدة مراحل لتصل إلى الشكل الحالي انطلاقاً من التكامل الأوروبي ثم الوحدة النقدية وتهدف حالياً للاتحاد المصرفي.

تضم منطقة اليورو 17 دولة أوروبية، لكن اقتصاديات الدول ليست متماثلة حيث يمكن تقسيم المنطقة إلى قسمين، منطقة ذات اقتصاديات نامية وتضم دول الشمال ومنطقة ذات اقتصاديات ضعيفة تشمل دول الجنوب.

أدى انضمام بعض الدول ذات الاقتصاديات الضعيفة كاليونان إلى الإفراط في الاقتراض أدى إلى ارتفاع الديون الحكومية مع عجز في الموازنة العامة أدى إلى أزمة ديون سيادية انتقلت لباقي دول منطقة اليورو لتشمل أيرلندا، البرتغال، إسبانيا، إيطاليا، قبرص، سلوفينيا.

الفصل الثاني

اقتصاديات منطقة اليورو وانتشار أزمة الديون

السيادية بالمنطقة

كما انتقلت تداعيات الأزمة إلى الدول الكبرى بالمنطقة فرنسا وألمانيا فاعتمدتا سياسة التقشف لتفادي الالتحاق بالدول المعرضة للإفلاس.

أثرت أزمة الديون السيادية على اقتصاديات المنطقة سلباً، أدى ذلك إلى تراجع أداء الأسواق المالية الدولية من بينها بورصة euronext-paris كأحد فروع بورصة euronext. عن طريق عرض لتطور مؤشرات الأداء بالبورصة ، ودراسة تأثير أزمة الديون السيادية بمنطقة اليورو على الأداء العام وحجم التداول لبورصة euronext-paris من خلال مؤشر السوق CAC40.

المبحث الأول : الإطار النظري لبورصة euronext-paris

جاء تأسيس بورصة euronext استجابة للطلب المتزايد من السوق لتهيئة المناخ المناسب من أجل الارتقاء بالتكامل بين أسواق المال الأوروبية وسد الحاجة المتنامية إلى السيولة وخفض التكلفة نتيجة البدء في تداول العملة الأوروبية الموحدة "اليورو" ، يتكون

euronext من اندماج خمسة فروع من بينها سوق باريس للأوراق المالية euronext-paris من أهم مؤشراتاته CAC40.

المطلب الأول : السوق المالي الأوروبي euronext (1)

يعتبر euronext اندماجا دوليا بما يشمله من وحدات أعمال وكوادر إدارية وحملة أسهم وأعضاء من مختلف الجنسيات كما يتمتع euronext بأكبر رسملة سوقية بمنطقة اليورو.

أولا : التعريف ببورصة euronext

يعد اليورونكست أول بورصة أوروبية ، تأسس في 22 سبتمبر 2000 من خلال اندماج مؤسسات السوق لثلاث دول مختلفة هي : مؤسسات بورصة باريس (les sociétés paris bourse) ، مؤسسة بروكسل (brussels exchange (bxs) مؤسسة أمستردام (amsterdam exchange (aex)) مشكلين بذلك سوق euronext و قد جاء تأسيس هذا الاتحاد استجابة للطلب المتزايد من السوق لتهيئة المناخ المناسب من أجل الارتقاء بالتكامل بين أسواق المال الأوروبية ، و سد الحاجة المتنامية إلى السيولة و خفض التكلفة نتيجة البديل في تداول العملة الأوروبية الموحدة اليورو . و يتمتع اليورونكست euronext بأكبر رسملة بورصية في منطقة اليورو (نسبة 51% من المجموع) ، كما يمثل أكبر سوق للسلع في أوروبا و أكبر سوق للخيارات على مستوى العالم ، و يعتبر بحق اندماجا دوليا بما يشمله من وحدات أعمال و كوادر إدارية و حملة أسهم و أعضاء من مختلف الجنسيات ، و قد كان الهدف من إنشاء هذا الاتحاد ، هو النهوض بأسواق رأس المال في أوروبا ووضع معايير عالمية للأسواق المالية في مجال خدمات المعلومات و التداول و المقاصة و التسوية ، إلى جانب السعي إلى إقامة تحالفات تعزز من كفاءة سوق رأس المال الأوروبي و توسع نطاقه .

و يرمي اليورونكست أيضا إلى تقديم خدمات رفيعة المستوى للعملاء و الوسطاء و المستثمرين و مصدري الأوراق المالية ، و قد قام هذا الاتحاد عام 2001 بالاستحواذ على سوق المشتقات بلندن LIFFE* ، و على السوق البرتغالية في عام 2002 ، و قد تم في مجمع 14 أبريل مجمع euronext مع NYSE** و نتج عن ذلك ظهور أول بورصة عالمية euronext NYSE تبقى الإشارة إلى أنه حتى ولو أنظمت بورصات أوروبية أخرى إلى اليورونكست فان قوة هذه السوق ووزنها يبقى محدودا ، بالمقارنة مع المساعي الأمريكية خاصة بإنشاء بورصة عالمية (market gem le globale equity) و قد شرعت بالفعل بورصات كل من طوكيو ، هونغ كونغ ، ترنتو ، سيدني ساو باولو ، المكسيك في إنشاء هذه السوق التي يقدر أن تصل رسميتها البورصية إلى 60% من الرسملة البورصية العالمية ، و أين سيكون بوسع المستثمرين الدخول إلى هذه السوق العالمية من خلال البورصات العالمية أما عن التشريعات المنظمة لسوق اليورونكست ، فنشير إلى أن كل سوق محلية من الأسواق

(1) العديد من المراجع أهمها :

- www.euronext.com

- http://www.euronext.com/trader/indices/nationalIndices-1876-FR.html?lan=FR&cha=1876&selectedMepId=8652

* LIFFE : London International Financial Futures and Options Exchange.

** NYSE :New York Stock Exchange.

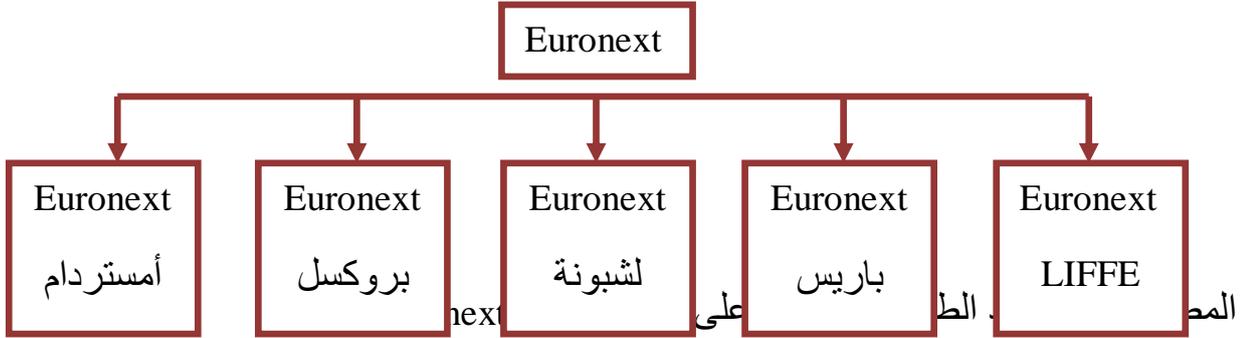
الفصل الثالث تحليل أثر أزمة منطقة اليورو على أداء بورصة

euronext-paris

المكونة لهذا الاتحاد تخضع لقانون خاص بها ، كما تتم إدارتها على يد مؤسسات محلية بالتنسيق دائما مع المؤسسات المسيرة لليورونكست .

و يمكن توضيح ذلك من خلال الشكل التالي :

الشكل رقم (3-1): الأسواق المشكلة لاتحاد اليورونكس.



ثانيا : تنظيم بورصة euronext :

يتولى تنظيم السوق المالي يورونكست مؤسسة "Euronext Paris S.A" فرع مؤسسة NYSE التي تنظم السوق المالي الأمريكي والتي من صلاحياته:

- ضمان السير الجيد لعمليات البورصة.
- سن قواعد السوق المالي و إخضاعها لموافقة هيئة السوق المالي.
- تسجيل المفاوضات بين أعضاء السوق.
- توفير خدمات السوق و الخدمات المالية لمختلف الأطراف.

ثالثا: مؤشرات euronext حسب البلدان

يمكن تصنيف مؤشرات في اليورونيكس حسب عدة معايير أهمها البلد والقطاع الاقتصادي، والجدول التالي يضم كافة مؤشرات اليورونكس حسب البلدان

الجدول رقم (3-1): تصنيف مؤشرات السوق لبورصة اليورونكس حسب البلدان.

EURONEXT Paris GLOBAL INDICES	Paris	Amsterdam	Brussels	Lisbon
FTSEUROFIRST 80	CAC 40	AEX-INDEX	BEL 20	PSI 20
FTSEUROFIRST 100	CAC NEXT 20	AMX-INDEX	BEL 20 GR	PSI 20 GR
NEXTCAC 70	CAC MID 100	ASCX-INDEX	BEL 20 NR	PSI GERAL GR
EURONEXT 100	CAC SMALL 90	A-DAM ALL	BEL MID INDEX	
NEXT 150	CAC	STOCKS	BEL SMALL	
ALTERNEXT	MID&SMALL 190	ALTERNEXT	INDEX	
ALLSHARE	SBF 80	ALLSHARE	BAS	
OSEO	SBF 120		BAS NR	
INNOVATION PRIVATE	SBF 250		BE CONTINUOUS NR	
	CAC IT 20		BEL MID NR	
	CAC IT		BEL SMALL NR	
	CAC ALL			

EQUITY NXT NEXT BIOTECH LC 100 EUROPE	SHARES ALTERNEXT ALLSHARE SBF-FCI EURONEXT FAS IAS IEIF SIIC FRANCE		ALTERNEXT ALLSHARE	
---	--	--	-----------------------	--

المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على الموقع www.euronext.com

رابعاً: مواعيت عمل euronext

أيام عمل اليورونكست هي أيام التداول، أي الأيام المفتوحة لجمهور المستثمرين من أجل شراء و بيع الأسهم. تم الاتفاق على أيام التداول لتكون ابتداء من يوم الإثنين إلى غاية يوم الجمعة. أي بمدة خمسة أيام في الأسبوع و يوماً راحة هما يوم السبت و الأحد. أضف إلى ذلك أيام الأعياد الرسمية. يبدأ يوم التداول رسمياً على الساعة التاسعة صباحاً (09:00) و يستمر إلى غاية الساعة الخامسة و النصف مساءً (17:30). و الجدول التالي يوضح بالتفصيل مجريات يوم التداول العادي:

الجدول رقم (2-3): مجريات يوم التداول في البورصة

العملية	الوقت
استقبال أوامر البيع و الشراء على ورقة السوق دون تنفيذها.	ما قبل الافتتاح 7 :15 إلى 9 :00
نظام الإعلام الآلي يحدد سعر الافتتاح النظري بالاعتماد على أوامر البيع و الشراء المتلقاة في المرحلة السابقة عن طريق التثبيت .fixing	الافتتاح الرسمي للسوق 9 :00
يتم التسعير بدون انقطاع و يتحدد السعر بمقابلة و تنفيذ	التداول 9 :00 إلى 17 :30

أوامر الشراء و البيع في ورقة السوق.		
	الاعلاق الرسمي للسوق	17 :30
استقبال أوامر البيع و الشراء دون تنفيذها.	ما بعد الاعلاق	17 :30 إلى 17 :35
يثبت نظام الإعلام الآلي سعر الإغلاق بالاعتماد على أوامر البيع و الشراء المتلقات في الخمس دقائق الأخيرة دون تنفيذها عن طريق التثبيت.	-	17 :35
على الموجودة الأوامر تنفيذ دفتر الأوامر بسعر الإغلاق.	ما لعد الاعلاق	17 :35 إلى 17 :40

المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على الموقع www.euronext.com

المطلب الثاني: بورصة باريس euronext-paris (1)

عرفت بورصة باريس منذ ظهورها في القرن 18 فترات متعاقبة من الازدهار والركود وقد مرت بعدة مراحل تخللتها الكثير من الإصلاحات الهيكلية خاصة عند تشكيل اتحاد الأسواق الأوروبية euronext سنة 2000 حيث لم يعد من الممكن الحديث عن بورصة باريس مستقلة عن اتحاد euronext وأطلق عليها اسم euronext-paris.

أولاً: التعريف ببورصة euronext-paris

كانت بورصة باريس وحتى الثمانينيات من القرن الماضي، تدار تحت إشراف "شركة أعوان الصرف" التي كانت تهيمن وتحتكر عمليات التسعير، وفي بداية الثمانينيات ومع ازدياد المنافسة بين البورصات العالمية ظهرت الحاجة إلى تحديث وتطوير بورصة باريس، والتي وقد كانت إلى غاية تلك الفترة تعتمد بشكل أساسي على نظام التداول بالمناداة بشكل تدريجي في الفترة الممتدة بين 1986 و1989، مما جعل في الإمكان القيام بعملية التسعير والمتابعة المستمرة للبورصة التي كانت مهددة بشكل كبير من بورصة لندن، وقد عقب هذا القيام بعدة تعديلات شملت كل من هيكل "أعوان الصرف" إضافة إلى ظهور مؤسسات جديدة للبورصة، حيث حلت مؤسسة البورصة الفرنسية SBF، محل شركة أعوان

(1) العديد من المراجع أهمها :

- Daniel Goyeau et Amine Tarazi, La bourse, Edition La Découverte, Paris, 2006, P . 03.
- Henri Bourachot, Jean-Luc Rettel et Gille Reouard, 100 Fiches pour comprendre la bourse et les marchés financiers, Dirigé par : Marc Montoussé, , 2ème Edition, Bréal, 2006, P . 20.

الفصل الثالث تحليل أثر أزمة منطقة اليورو على أداء بورصة

euronext-paris

الصرف، كما شمل التحديث القيام بإنشاء أسواق منظمة للمشتقات المالية ابتداء من سنة 1989 ، متمثلة أساسا في سوق * Matif & Monep وبهذا استعادت البورصة خلال التسعينات الدور الهام الذي كانت تؤديه في القرن التاسع عشر، والمتمثل أساسا في تمويل الابتكارات حيث وصلت مساهمتها في زيادة الناتج المحلي الخام في مطلع سنة 2000 إلى حوالي 15% وفي 1 جوان 1999 قامت SBF مؤسسة البورصات الفرنسية بدمج كل من مؤسسات السوق التالية: Paris Bourse SA ، Monep SA ، Matif SA . مع نهاية التسعينات وبعد إدخال نظام NSC (Nouveau Système de Cotation) قامت بورصة باريس باقتراح دمج العديد من البورصات الأوروبية، توجت بإنشاء اتحاد اليورونكست (Euronext) في عام 2000.

ثانيا: تنظيم بورصة euronext-paris

تعتبر بورصة باريس بشكل عام سوقا مدارا بالأوامر أو سوقا بالوكالة حيث تحدد أسعار الأسهم المتداولة فيها من خلال التقاء أوامر الشراء و أوامر البيع (مركزية التداول) و أحيانا قد يتدخل بعض الوسطاء يطلق عليهم أصحاب السوق في تسعير بعض القيم ، ويتم التفاوض حول الأسهم باعتبار سيولتها ، فيتم تداول الأسهم القابلة للتحويل الى سيولة بسرعة (شديدة السيولة) بشكل مستمر من 9 صباحا و حتى 17:40 مساء أما الأسهم الأقل سيولة فتخضع لنظام تسعير ثابت و يتم تداولها في ساعات محددة . أما عن الجهاز التنظيمي لهذه السوق فابتداء من 1 أوت 2003 أصبحت السلطة الوحيدة في السوق المالي هي (AMF (Autorités des Marchés Financiers) و ذلك نتيجة دمج كل من :

الجدول رقم (3-3): سلطات سوق باريس للأوراق المالية قبل سنة 2003

COB	CMF
Commission des opérations de bourse لجنة عمليات البورصة	Conceil des marchés financiers مجلس أسواق المال

المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على الموقع www.euronext.com

و قد باشرت هذه الهيئة نشاطها ابتداء من 25 نوفمبر 2003 و سمحت لفرنسا بتنظيم سوقها المالي بشكل مستقل عن الدول الأعضاء في اتحاد اليورونكست ، و تعمل هذه الهيئة على :

- العمل على إحلال الثقة من خلال نشاطها الرقابي و التنظيمي .
- المساهمة في تحديث و تطوير بورصة باريس لمواجهة المنافسة في إطار العولمة المالية .
- المساهمة بشكل فعال في سن التشريعات على المستوى الأوروبي و العالمي إضافة إلى العمل على بناء نظام أوروبي و عالمي يهدف إلى ضمان استقرار و كفاءة السوق المال . و يمكن تخلص كل ما يتعلق بهذه الهيئة في الجدول التالي :

* Monep : Marché d'Option Négociable de Paris , Matif : Marché à Terme International de France.

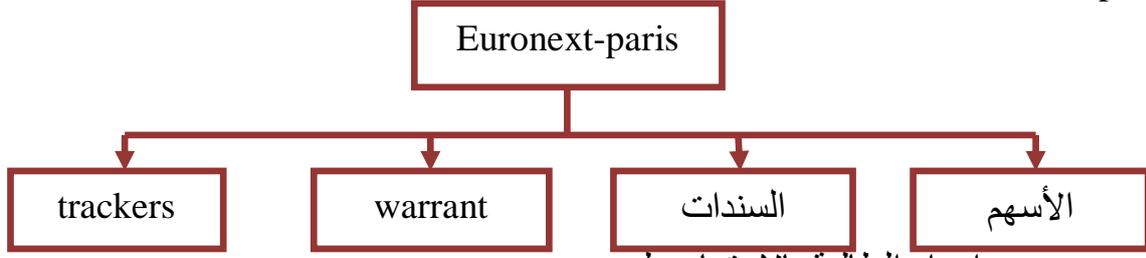
الجدول رقم (3-4) : سلطة الأسواق المالية AMF

سلطة الأسواق المالية AMF	
1. حماية الادخار 2. توفير المعلومات لجمهور المستثمرين 3. ضمان السير الحسن للسوق	دور AMF يتمثل في ثلاث مهام أساسية هي :
- هيئة لاتخاذ القرارات تتكون من 16 عضوا ممثلين للسلطات العمومية (بنك فرنسا) و للمهنيين. - لجنة عقابية تتكون من 12 عضوا.	تنظيم AMF
1. تنظم و تراقب العمليات المالية للشركات المسعرة (الدخول للسوق، OPA عمليات الاندماج....) 2. تسمح بإنشاء FCP. SICAV * 3. تحدد مبادئ تنظيم و عمل مؤسسات السوق (مثل مؤسسة يورونكست باريس) و تراقب السوق و الصفقات . 4. تحدد الالتزامات الواجب أن يحترمها كل من يقوم بأداء خدمات استثمارية .	وظائفها تتمثل في أربع وظائف أساسية هي :

المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على الموقع www.euronext.com

ثالثا: أنواع المنتجات المالية في بورصة euronext-paris
الشكل رقم (3-2): أنواع المنتجات المالية في بورصة euronext-paris.

* سيكاف (SICAV) : شركة الاستثمار ذات رأس المال غير المحدود ، أما FCP فيقصد بها صناديق التوظيف المشتركة، وكلاهما من هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة OPCVM التي تقوم إلى جانب توظيف الأموال المتجمعة لديها من اصدار الأوراق المالية بتسيير المحافظ المالية اضافة إلى نشاطات مالية أخرى.



المصدر : من إعداد الطالبة بالاعتماد على www.euronext.com

تقدم بورصة باريس للمتعاملين فيها امكانية التفاوض حول المنتجات المالية التالية :

- الأسهم.

- السندات.

- حق و ضمان امتلاك السهم (les warrants):

هي ورقة مالية تعطي الحق بشراء les call warrants أو بيع les puts warrants أصل مالي محل التعاقد le sous –jacent بسعر محدد مسبقا خلال مدة زمنية محددة ، و يمنع بيعها على المكشوف اذ لا بد من امتلاكها أولا قبل بيعها .

يتم تداول warrants بشكل مستمر على مستوى next warrants و هو سوق فرعي من يورونيكتست باريس ، و دائما ما يتم ايقاف تداولها على مستوى بورصة باريس قبل ستة أيام من تاريخ استحقاقها ، و فيما يتعلق بمدة حياتها فهي تتراوح من بضعة أشهر ووصولا الى عدة سنوات و خارج هذه المدة ليس لهذه الأدوات أية قيمة ، و نشير أيضا الى أن هناك نوعين من ال warrants الأمريكية و هي قابلة للاستغلال في كل وقت ، و الأوروبية و هي قابلة للاستغلال فقط خلال فترة استحقاقها .

- Les trackers:

طورت في الولايات المتحدة الأمريكية و ظهرت في أوروبا مع مطلع القرن 21 أين شهدت تطورا سريعا و ملحوظا ، و يقصد بهذه الأداة توظيفات الأموال التي تعكس أداة أحد المؤشرات الإجمالية مثل : Eurostoxx50 , CAC40 ... الخ ، أو أحد المؤشرات القطاعية مثل : Easy ETF Euro Energie , Easy ETF eyro Telecom ... الخ أو أداء سلة من الأسهم ، و تعتبر جزء من OPCVM (مؤسسة التوظيفات المشتركة الخاصة بالقيم المنقولة) يتم تداولها في البورصات بشكل مستمر من 09 صباحا و حتى 17:30 مساءا أين يتم شرائها و بيعها كغيرها من الأسهم الا أن أسعار تداولها تتبع تطور المؤشر الذي يفترض بها أن تعكسه بالنسبة لبورصة باريس و ابتداءا من جانفي 2001 أصبح تداولها يتم على مستوى Nexttracks و غالبا ما يتم اصدرها من طرف مؤسسات مالية أو فروع البنوك الكبرى أو شركات التأمين .

رابعا : أهم مؤشرات بورصة euronext-paris

يتم على مستوى هذه البورصة نشر عدة مؤشرات خاصة بالسوق، كما ظهرت مؤشرات جديدة كنتيجة للدمج الذي حدث عام 2005 لكل من السوق الأولي، الثانوي، السوق الجديدة وتشكيل القسم الذي أطلق عليه اسم "الأوروليست".
أما عن أهم المؤشرات فهي موضحة في الجدول التالي:

الجدول رقم (3-5): أهم مؤشرات بورصة euronext-paris

المؤشر	أهم المميزات
CAC40 تأسس بـ 1000 نقطة في 1987/12/31	- يتم حسابه انطلاقاً من عينة مكونة من 40 قيمة تعبر عن أكبر الشركات الفرنسية من حيث الرسملة البورصية تم اختيارها بحيث تعكس وتعبر عن السوق المالي الفرنسي تتم مراجعته أربع مرات في السنة ويحسب في الوقت الحقيقي من طرف فرع يورونكست باريس. - ينشر كل 30 ثانية ويعتبر محلاً للتعاقد في العقود الآجلة والخيارات.
SBF120 تأسس بـ 1000 نقطة في 1990/12/31	- يتشكل من 120 قيمة مهمة (بما فيها تلك المشكلة ل CAC40) - يكون مسعر بشكل مستمر.
SBF80 تم إطلاقه ابتداء من 1997/10/22 100 نقطة	- يتشكل من القيم المتضمنة في SBF120 والتي لا تنتمي إلى CAC40 . - نشير إلى أن كل المؤشرات CAC40 , SBF120 , SBF80 تنشر بشكل مستمر من الساعة 9 إلى الساعة 17:30 كل 30 ثانية.
SBF250	يتشكل من القيم الفرنسية المتداولة في السوق الأول والثانوي بما في ذلك قيم SBF120 ويسمح بمراقبة تطور السوق في مجمله.
المؤشرات الأوروبية Dow jones stoxx Dow jones stoxx 50 Dow jones euro stoxx Dow jones euro	- يتضمن 16 بل أوروبياً ويتشكل من 600 قيمة. - يحسب انطلاقاً من 50 قيمة الأكثر تمثيلاً لـ 16 بلد أوروبي. - يغطي كل منطقة اليورو ويتضمن 300 قيمة. - يحسب انطلاقاً من 50 قيمة الأكثر تمثيلاً لمنطقة اليورو.

المصدر : من إعداد الطالبة بالاعتماد على www.euronext.com

المطلب الثالث : أقسام بورصة euronext-paris (1)

(1) العديد من المراجع أهمها :

- Jean Barreau et Jacqueline Delahaye, Gestion financière, Manuel & Application, 10^e Edition, Dunod, Paris, 2001, P. 26.
- <https://europeanequities.nyx.com/fr/regulation/paris>.

كانت بورصة باريس تتضمن أربع أسواق هي : السوق الأولية ، السوق الثانوية ، السوق الجديدة ، السوق الحرة حيث لكل سوق منها خصائص معينة و شروط دخول خاصة ينبغي على الشركات الراغبة في الانضمام إليها احترامها .

أولا : السوق الأولية

تضم هذه السوق أهم الشركات الفرنسية و الأجنبية المسعرة في بورصة باريس و لقد تم في 25 سبتمبر 2000 إزالة نظام التسوية الشهرية RM (règlement mensuel) المرتبط بالسوق الآجلة للأسهم عملا على تحقيق التناسق بين أداء البورصات الأوروبية و تسهيلا للاندماج مع بورصات بروكسل و أمستردام ، و عقب هذا القرار لم يعد هناك أي فرق بين سوق التسوية الشهرية و سوق التسوية الآنية ، و بالرغم من هذا يبقى في وسع المتعاملين الاستفادة من بعض مزايا نظام RM السابق (التسوية في نهاية الشهر) و ذلك عن طريق الانخراط في SRD نظام التسوية المختلف (différencié système de règlement) أما عن شروط الانخراط في هذه السوق فهي كالآتي :

- قيام الشركة بفتح 25% على الأقل من رأس مالها للجمهور .
- القيام بنشر البيانات الخاصة بالثلاث دورات السابقة و المصادق عليها من طرف محافظ الحسابات .
- أن يكون رقم أعمال الشركة أكبر من 75 مليون أورو .
- التزام الشركة بنشر معلومات مختلفة دوريا .

ثانيا : السوق الثانوية

ظهرت هذه السوق إلى الوجود عام 1983 و تستقبل المؤسسات متوسطة الحجم التي يتوقع أن تحقق نموا ملحوظا في المستقبل ، و للدخول إلى هذه البورصة لابد على المؤسسات أن تفتح 10% فقط من رأس مالها للجمهور و أن يتراوح رقم أعمالها بين 10 إلى 60 مليون أورو إضافة إلى التزامها بالقيام بنشر البيانات الخاصة بالدورتين السابقتين ، كما تكون ملزمة بأن تنشر معلومات أقل مقارنة بالسوق الأولية .

ثالثا : السوق الجديدة

بدأت نشاطها مند فيفري عام 1996 و هي مخصصة للمؤسسات الأوروبية الناشئة و المبتكرة التي لها قابلية لتحقيق النمو إذا توافرت لديها رؤوس الأموال اللازمة لتمويل أنشطتها ، و شروط الدخول أقل تعقيدا ، ولكن تبقى المؤسسات دائما ملتزمة بالتصريح عن بياناتها ، و قد تم تعزيز شروط الالتحاق بهذه السوق عام 2003 و أصبحت كالتالي :

- التصريح بالبيانات المصادق عليها لثلاث سنوات
- الالتزام بنشر البيانات كل 3 أشهر (رقم الأعمال ، النتيجة الجارية و المركز المالي) ، و يتم ضمان عمل هذه السوق من طرف وسطاء ماليين معتمدين من طرف يورونكست باريس هم : الوسطاء الذين يعملون على ضمان دخول المؤسسات و الإشراف على الأوراق المالية التي تصدرها و السماسرة الذين يقومون بالتفاوض إلى جانب تنفيذ أوامر البيع و الشراء الخاصة بهم أو بزبائنهم .

بدأت نشاطها مند سبتمبر 1996 و هي سوق مدارة من طرف يورونكست باريس و لا كنها ليست سوقا منظمة ، و شروط الالتحاق بها بسيطة إذ يكفي التصريح بهيكل الشركة و البيانات الخاصة بالسنتين السابقتين ، كما أنها لا تخضع إلى إجمالي التشريعات و التنظيمات التي تخضع لها السوق المنظمة ، و لا توفر كل الضمانات التي توفرها السوق المنظمة (ضمان عمليات التسوية ، ضمان عمليات OPA,OPE ، ضمان عمليات التداول ...) و في وسع المتعاملين إبرام العقود وفقا لما يلي مصالحهم و احتياجاتهم إلا أنه و في حالة حدوث متلاعبات في وسع AMF التدخل .

نشير إلى أن جميع الأسواق السابقة باستثناء الأسواق الحرة هي أسواق منظمة ، و لقد تم تحديد مواصفات هذه السوق من طرف وزير الاقتصاد و المالية الفرنسي و ذلك بعد الأخذ في الاعتبار اقتراحات كل من سلطة السوق المالي AMF و بنك فرنسا ، إذ لكي تصنف السوق على أنها سوق منظمة حسب قانون 2 جويلية 1996 لابد أن تحرص على سير عمليات التفاوض بشكل منتظم ، و أن يخضع كل المتعاملين فيها لقواعدها و لشروط الدخول إليها و شروط الإصدار و التسعير ، إضافة إلى شروط سير و عقد الصفقات و شروط توقيف التداول و احترام قواعد التسجيل و الإعلان عن المفاوضات ... الخ ، و بالأخص :

- إصدار أي ورقة مالية في هذه السوق لا يكون إلا بعد موافقة مصدرها .
- تخضع كل العروض العمومية لقواعد شديدة و صارمة .
- يكون الأعضاء المسؤولون عن إجراء المفاوضات في هذه السوق مسؤولين عن تنفيذ الأوامر التي يتلقونها .

لقد تغير التقسيم السابق الذكر لاتحاد الأسواق الأوروبية euronext عموما و سوق باريس للأوراق المالية على وجه الخصوص انطلاقا من سنة 2005 إذ تم استبدال الأقسام الأربعة السابقة لسوق المال بسوق منظم أطلق عليه اسم (أوروليست) و سوقين غير منظمين (لكن يتفاوتان في التنظيم) هما : الألترنكست ، الذي يعد أكثر تنظيما من السوق الثاني الذي احتفظ باسم السوق الحرة .

لقد تم تطبيق هذا الاصلاح في بادئ الأمر على بورصة باريس ثم بورصة أمستردام تليها بورصة بروكسل و لشبونة و كان الهدف من ورائه هو الارتقاء بالمقروئية و سيولة سوق المال ، إضافة إلى مزيد من الحداثة عليها حتى تتمكن من استيعاب المؤسسات الصغيرة و المتوسطة .

1. الأوروليست " eurolist " : أصبح هذا القسم يضم مند فيفري 2005 جميع المؤسسات التي كانت مدرجة سابقا في كل من السوق الأولية ، و الثانوية ، و الجديدة و يتمثل الهدف من وراء هذا الدمج في الرفع من المقروئية من خلال ترتيب المؤسسات المسعرة فيه ترتيبا أبجديا ، و تعرف كل مؤسسة تبعا لحجمها (رسمتها البورصية) و نجد بأن هناك ثلاثة أنواع للمؤسسات المدرجة في هذا القسم هي :
 - القسم A : يضم المؤسسات التي تفوق رسمتها البورصية 1 مليار دولار .

- القسم B : يضم المؤسسات التي تتراوح رسملتها البورصية بين 150 مليون أورو و 1 مليار أورو .
- القسم C : يضم المؤسسات التي تقبل رسملتها البورصية عن 150 مليون أورو .

و يجب على المؤسسات الراغبة في الدخول إلى الأوروليست أن تستوفي إجباريا جملة شروط منها :

- أن تضع المؤسسة على الأقل 25% من رأس مالها الإجمالي تحت تصرف الجمهور لأجل ضمان السير المنتظم للسوق ، و هذا ما يجعلها أكثر عرضة للمراقبة و التحكم ، كما يعطي طاقم المديرين حافزا للعمل أكثر تفاديا للعقوبات التي يقوم المساهمون في السوق بفرضها .
- أن توفر المؤسسة معلوماتها التاريخية لثلاث سنوات الماضية على الأقل كما تلتزم بإشهار أية معلومة حول وضعيتها و نشاطها من شأنها التأثير على سعر أسهمها .
- أن تقوم المؤسسة بنشر حساباتها السنوية إضافة إلى التصريح بنتيجتها كل 6 أشهر ، و برقم أعمالها كل 3 أشهر .

نشير أخيرا إلى أن هذه الشروط و بالرغم مما تحققه من شفافية و فعالية لسوق المال تعد جد مكلفة بالنسبة للمؤسسات .

2. الأترنكست : تم إنشاء هذا القسم في ماي 2005 لتحقيق هدف أساسي هو تسجيل عملية الدخول الى سوق على كل المؤسسات التقليدية ذات الحجم المتوسط ، و المؤسسات الناشئة التي تشتغل في القطاع التكنولوجي و التي لها قدرة عالية على الابتكار ، إذن فهذا القسم مفتوح أمام جميع المؤسسات الصغيرة و المتوسطة التي يفضل أن يتراوح رقم أعمالها بين 5 إلى 8 مليون أورو ، و هو يعد غير منظم من الجانب القانوني لكن اليورونكست يشرف على تنظيمه و مراقبته بغرض تسهيل الدخول على جميع المؤسسات مهما كان قطاع نشاطها و على جميع المستثمرين أيضا ، و هذا في محاولة من الاتحاد الأوروبي للحاق بالولايات المتحدة في مجال التمويل الابتكارات ، وحتى تدرج المؤسسة في هذا السوق عليها أن تقوم ب :

- وضع مبلغ 2.5 مليون أورو على الأقل تحت تصرف السوق .
- توفير معلوماتها المحاسبية الماضية التي تعود لمدة سنتين على الأقل .
- التصريح بأي معلومة من شأنها التأثير على سعر السهم .
- نشر حساباتها كل 6 أشهر .

3. السوق الحرة : تأسست كما أشرنا سابقا في عام 1998 و تضم القيم التي لم يتم قبولها على مستوى كل من الأوروليست و الأترنكست و لطالما تم اعتبار هذه السوق بمثابة قاعة الانتظار لسوق المال .

إن الدخول إلى هذه السوق لا يخضع لأي شروط كما أن التعاملات فيه تتم بحرية و تنطوي على درجة عالية من الخطورة إضافة إلى أنه يتسم بقلّة المستثمرين و قلة السيولة ، إذ يتم عادة الانتظار لعدة جلسات قبل أن يتم تكوين سعر واحد .

المطلب الرابع : مؤشر السوق "CAC 40" (1)

يعتبر مؤشر CAC40 الذي يضم أكبر المؤسسات الفرنسية من حيث رأس المال و من حيث حجم التداول ، لذلك فإنه يكتسي أهمية خاصة لدى المستثمرين .

أولا : تعريف مؤشر السوق "CAC 40"

تم تركيب مؤشر CAC 40 من طرف COMPAGNIE DES AGENTS DE CHANGE مؤسسة وكلاء الصرف سنة 1988 في بورصة باريس ثم أصبح يسمى بالتسعير المرافق المتواصل cotation assisté en continue و هو يضم أكبر أربعين مؤسسة فرنسية مسجلة في اليورونكست و هو مؤشر يعتمد على التعويم الحر حسب القيمة السوقية لرأسمال المؤسسة في البورصة .

ثانيا : حساب مستوى مؤشر السوق "CAC 40"

يحسب مستوى مؤشر CAC 40 كل خمسة عشرة ثانية حسب التعويم الحر و ذلك عن طريق العلاقة التالية :

$$I_t = 1000. \frac{\sum_{i=1}^N Q_{i,t} F_{i,t} f_{i,t} C_{i,t}}{K_t \sum_{i=1}^N Q_{i,0} Q_{i,0} C_{i,0}}$$

حيث أن :

T : يوم إجراء الحساب

N : عدد المؤسسات المكونة للمؤشر

Q_{i,t} : عدد أسهم المؤسسة i في اليوم t

F_{i,t} : التعويم الحر للمؤسسة i

f_{i,t} : المعامل الحر للمؤسسة i

C_{i,t} : سعر السهم للمؤسسة i في اليوم t

Q_{i,0} : عدد أسهم المؤسسة i في 31 ديسمبر 1987

C_{i,0} : سعر أسهم المؤسسة i في 31 ديسمبر 1987

(1) العديد من المراجع أهمها :

- Euronext , CAC40 Index Description , January 2009.
- Euronext, Calculation and Publication of index value CAC40 Index .

ثالثا : إدارة مؤشر السوق "CAC 40"

يشرف على إدارة مؤشر CAC 40 مجلس خاص يجتمع أربع مرات في السنة ، يتمثل دوره فيما يلي :

- تأكد أن المؤسسات المكونة للمؤشر تطابق معايير الانضمام للمؤشر .
- تحديد معاملات التعويم الحر لكل مؤسسة .
- تحديد عامل السقف capping factor الذي لا يتجاوز أكثر من 15% .
- تحديد المؤسسات الداخلية للمؤشر و المؤسسات الخارجية منه : يتم اختيار أول أربعين مؤسسة على أساس معيارين هما معامل التعويم الحر على أساس القيمة السوقية و سرعة حركة السهم .

يتم إعلان هذه التعديلات في ثالث جمعة من شهر مارس ، جوان ، سبتمبر ، ديسمبر بعد انتهاء يوم التداول .

رابعا : تكوين مؤشر السوق "CAC 40"

خلال اجتماع المجلس يقوم الأعضاء بتحديث قائمة المؤسسات المكونة لمؤشر CAC 40 و ذلك حسب المراحل التالية :

- وضع قائمة لمائة أكبر مؤسسة فرنسية مسجلة في اليورونكست من حيث القيمة السوقية : تحسب القيمة السوقية بالاعتماد على سعر السهم في نفس يوم انعقاد الاجتماع ، أما عدد الأسهم يتم تحديثه في حالة إصدار أسهم جديدة أو في حالة سحب أسهم من التداول :
- القيمة السوقية = عدد الأسهم x سعر السهم
- اختيار أول أربعين مؤسسة من حيث سرعة حركة أسهمها : يتم تحديد الأربعين مؤسسة الأولى وفقا للترتيب الذي ينتج عن طريق العلاقة التالية :
- سرعة حركة السهم = مجموع حجم التداول اليومي لمدة 12 شهر الأخيرة
- إعطاء وزن لكل مؤسسة مدرجة في المؤشر : بعد اختيار الأربعين مؤسسة التي ستشكل المؤشر ، نحسب وزن كل مؤسسة . يعتمد حساب الوزن على التعويم الحر بشرط أن لا يتعدى وزن المؤسسة الواحدة أكثر من خمسة عشرة بالمائة 15% من القيمة السوقية الإجمالية لأربعين مؤسسة المدرجة في المؤشر ، ذلك حتى يبقى المؤشر موضوعيا و يعكس الأداء العام لكل المؤسسات المكونة للمؤشر . و يحسب وزن كل مؤسسة حسب العلاقة التالية :

$$\text{وزن المؤسسة (i)} = \frac{\text{القيمة السوقية للمؤسسة (i)}}{\text{CAC40}}$$

$$\text{القيمة السوقية للأربعين مؤسسة المدرجة في CAC40}$$

المبحث الثاني : دراسة أثر أزمة منطقة اليورو على بورصة euronext-paris

لمعرفة تأثير أزمة الديون السيادية بمنطقة اليورو على أداء بورصة euronext-paris نقوم بتتبع تطور مؤشرات قياس الأداء للسوق قبل وبعد الأزمة، واثبات صحة أو عدم الفرضية عن طريق اختبار t لأداء وحجم تداول المؤشر CAC40 لبورصة euronext-paris قبل وبعد الأزمة.

المطلب الأول : تطور أداء بورصة euronext-paris

يمكن تتبع الأداء العام لبورصة euronext-paris من خلال مؤشرات قياس الأداء من رسملة السوق، الشركات المدرجة، الأسهم المتداولة و معدل الدوران.

أولا : رسملة السوق

سجلت رسملة السوق التي تمثل القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة في سوق باريس سنة 2009، 1.9 ترليون دولار أمريكي ، لغاية سنة 2010، لتتخفض بشكل ملحوظ سنة 2011 إلى 1.5 ترليون دولار أمريكي.

الجدول رقم (3-6): تطور رسملة بورصة باريس (دولار أمريكي)

السنة	2009	2010	2011	2012
رسملة السوق	1 973 199 040 972	1 470 295 488 926	1 722 793 729 568	1 082 266 339 823

المصدر : من إعداد الطالبة بالاعتماد على الملحق رقم (7).

ثانيا : الشركات المحلية المدرجة

الفصل الثالث تحليل أثر أزمة منطقة اليورو على أداء بورصة

euronext-paris

انخفض عدد الشركات المدرجة في السوق من سنة لأخرى حيث كان عدد الشركات المحلية المدرجة سنة 2009 هو 941 شركة لينخفض لغاية 862 شركة سنة 2012.

الجدول رقم (7-3): تطور عدد الشركات المدرجة في بورصة باريس

السنة	2009	2010	2011	2012
الشركات المحلية المدرجة	941	901	893	862

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على الملحق رقم (7).

ثالثا : الأسهم المتداولة

ارتفعت الأسهم المتداولة في سوق باريس للأوراق المالية من 52.1 إلى 57.6 % من الناتج المحلي الإجمالي سنة 2010، ثم تنخفض الأسهم المتداولة إلى 53.2 % من الناتج المحلي الإجمالي سنة 2011.

الجدول رقم (8-3): تطور الأسهم المتداولة لبورصة باريس (كنسبة من الناتج المحلي الاجمالي)

السنة	2009	2010	2011
الأسهم المتداولة	52.1	57.6	53.2

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على الملحق رقم (7)

رابعا : معدل الدوران

انخفض كذلك معدل الدوران الذي يقيس النسبة المؤوية للأسهم المتداولة من 4.84 % سنة 2011 إلى 66.4 % سنة 2012.

الجدول رقم (3-9) : تطور معدل الدوران لبورصة باريس

السنة	2009	2010	2011	2012
معدل الدوران (%)	78.8	75.3	84.4	66.4

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على الملحق رقم (7).

المطلب الثاني : الإطار العام لدراسة الحالة

يجب تحديد عينة الدراسة وفرضيات الدراسة وجمع المعلومات والبيانات والأساليب الإحصائية المستخدمة لمعالجتها وتحديد التعريفات الإجرائية لمتغيرات الدراسة لتحديد أثر الازمة على بورصة euronext-paris.

أولا: عينة الدراسة

تتمثل عينة الدراسة في بورصة euronext-paris ، وذلك خلال الفترة الممتدة ما بين 2010/1/1 و 2012/1/1 قسمت إلى فترتين قبل وقوع الأزمة أي قبل انتشار الأزمة إلى باقي منطقة اليورو ، وبعد مشاهدات اثني عشر ، علما أن هذه المشاهدات تمثل أداء المؤشر CAC40 شهريا وحجمه لبورصة euronext-paris .

وقد اعتمدنا في دراستنا على بورصة euronext كونها تعتبر من أهم الأسواق المالية الدولية من حيث الرسطة وحجم التداول وعدد الشركات المدرجة بالاضافة إلى التنظيم الجيد واستعمال أحدث وسائل الاتصال وغيرها من المعايير.

ثانيا: فرضيات دراسة الحالة

لغرض معرفة إذا ما أثرت أزمة الديون السيادية بمنطقة اليورو على أداء بورصة euronext-paris سنقوم باختبار الفرضيات الآتية:

- لا توجد فروق ذات دلالة احصائية في أداء بورصة euronext-paris للفترة قبل وبعد وقوع أزمة منطقة اليورو.
- لا توجد فروق ذات دلالة احصائية في حجم مؤشر السوق لبورصة euronext-paris للفترة قبل وبعد وقوع أزمة منطقة اليورو.

ثالثا: جمع المعلومات والبيانات والأساليب الاحصائية المستخدمة لمعالجتها

أما بالنسبة للأساليب الاحصائية المعتمدة لاختبار فرضيات دراسة الحالة فقد تم استخدام الأسلوب الإحصائي independent samples T-test لغرض المقارنة بين مجموعتين للأداء وبيان الفرق بينهما ، وفيما إذا كان هذا الفرق دال احصائيا عند مستوى الدلالة 0.05.

رابعا: التعريفات الاجرائية لمتغيرات الدراسة

أداء مؤشر السوق : يعتبر مؤشر السوق من أهم المؤشرات المستخدمة لقياس التغيرات التي تطرأ على أسعار الأسهم خلال فترة معينة مقارنة مع فترة أخرى . وقد تم الاعتماد على المؤشر CAC40 لبورصة euronext-paris للفترة قبل وبعد أزمة منطقة اليورو.

حجم مؤشر السوق : إن مؤشر حجم التداولات هو عبارة عن أداة للتحليل الفني يعكس نشاط المستثمرين لفترة معينة من الزمن ، ويتميز حجم المعاملات النهائية من خلال المشتركين عن طريق مشاركتهم النشطة في السوق وقوتها وشدتها، يزداد الحجم جنبا إلى جنب مع اتجاه صعودي مستمر لارتفاع الأسعار، ينخفض عند هبوط السعر، الشيء نفسه يحدث مع الاتجاه الهبوطي، يزداد الحجم عندما تنخفض الأسعار ويتناقص مع ارتفاع الأسعار.

المطلب الثالث : دراسة اثر الأزمة على الأداء العام لبورصة euronext-paris

الفصل الثالث تحليل أثر أزمة منطقة اليورو على أداء بورصة

euronext-paris

لدراسة إذا أثرت أزمة منطقة اليورو على أداء بورصة euronext-paris نقوم بدراسة أثر الأزمة على المؤشر العام لسوق باريس CAC40 .

أولاً: تطور أداء مؤشر CAC40

يوضح الجدول التالي تطور أداء مؤشر CAC40 :

الجدول رقم (3-10) : تطور أداء مؤشر CAC40 قبل وبعد الأزمة.

المدة	قبل الأزمة	بعد الأزمة
جانفي	3739.46	3298.55
فيفري	3708.80	3452.45
مارس	3974.01	3423.81
أفريل	3816.99	3212.80
ماي	3515.05	3017.01
جوان	3442.89	3196.65
جويلية	3643.14	3291.66
أوت	3490.79	3413.07
سبتمبر	3715.18	3354.82
أكتوبر	3833.50	3429.27
نوفمبر	3610.44	3557.28
ديسمبر	3850.76	3620.25

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على الملحق رقم (8).

- الفرضية الصفرية: لا توجد فروق ذات دلالة إحصائية في أداء بورصة euronext-paris للفترة قبل وبعد أزمة الدين السيادي لمنطقة اليورو.
- الفرضية البديلة: توجد فروق ذات دلالة إحصائية في أداء بورصة euronext-paris للفترة قبل وبعد أزمة الدين السيادي لمنطقة اليورو.

$$\left\{ \begin{array}{l} H_0: \mu_1 = \mu_2 \\ H_1: \mu_1 \neq \mu_2 \end{array} \right.$$

ثانياً: التوزيع الطبيعي لأداء المؤشر CAC40

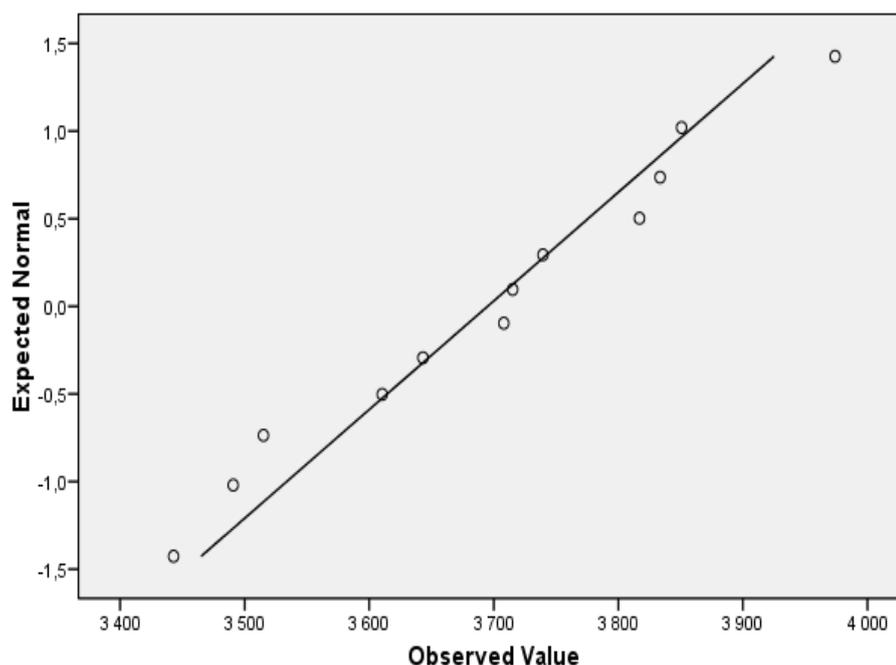
قبل إجراء اختبار T للعينات المستقلة لمؤشر البورصة يجب أولاً اختبار هل البيانات تتبع التوزيع الطبيعي أم لا ، وذلك من خلال جدول التوزيع الطبيعي لمؤشر CAC40 قبل وبعد الأزمة.

الجدول رقم : التوزيع الطبيعي لأداء مؤشر CAC40 للفترة قبل وبعد الأزمة.

المدة	Kolmogorov-Smirnov			Shapiro-Wilk		
	Statistic	df	Sig.	Statistic	df	Sig.
قبل الأزمة	,118	12	,200	,971	12	,918
بعد الأزمة	,136	12	,200	,974	12	,948

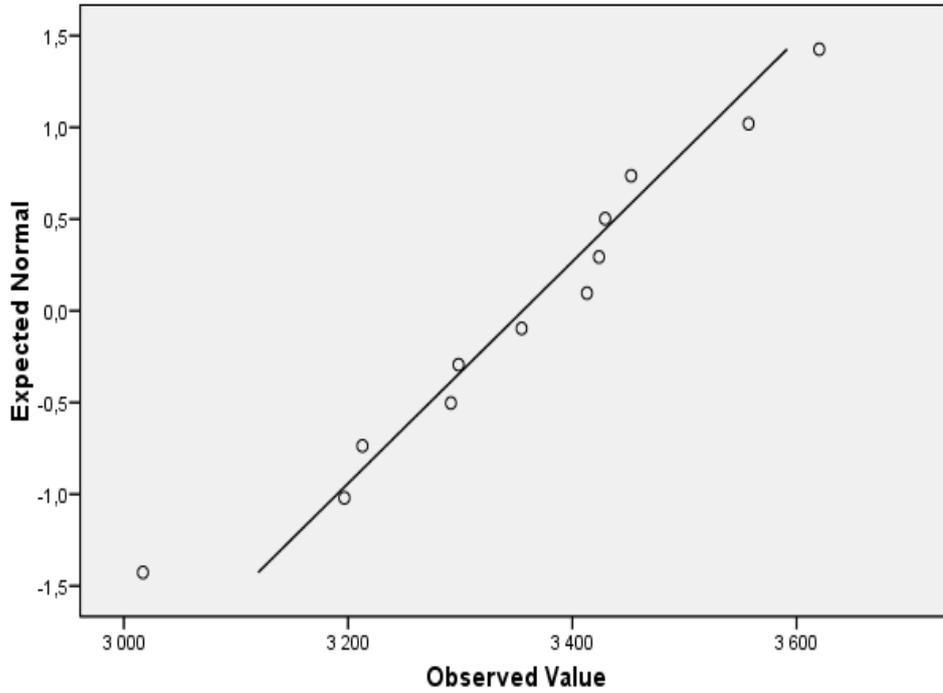
المصدر : من إعداد الطالبة بالاعتماد على البرنامج الإحصائي SPSS 20 نجد من جدول التوزيع الطبيعي أن مستوى الدلالة في جميع الحالات هو أكبر من 05.0 لذا سوف نقبل فرض العدم وهو أن البيانات تتبع التوزيع الطبيعي. وهذا ما يوضحه الشكل التالي:

الشكل رقم (3-3) : التوزيع الطبيعي للمؤشر CAC40 قبل الأزمة.



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على البرنامج الإحصائي SPSS 20. من الرسم البياني نجد أن أغلب البيانات تتركز حول الخط المستقيم لذا فإنها تتوزع تبعاً للتوزيع الطبيعي وهذا ما نلاحظه أيضاً في البيانات المتعلقة بمؤشر البورصة للفترة بعد الأزمة المالية.

الشكل رقم (3-4): التوزيع الطبيعي للمؤشر CAC40 بعد الأزمة.



المصدر : من إعداد الطالبة بالاعتماد على البرنامج الإحصائي SPSS 20.

ثالثاً: اختبار t لأداء المؤشر CAC40

وفيما يخص المتوسط الحسابي والانحراف المعياري لمؤشر البورصة للفترة قبل وبعد الأزمة المالية يمكن إدراجها في الجدول الموالي.
الجدول رقم (11-3): الانحراف المعياري والمتوسط الحسابي للمؤشر CAC40 قبل وبعد الأزمة.

Statistiques de groupe

	N	Moyenne	Ecart-type	Erreur standard moyenne
قبل الأزمة	12	3695,0250	161,30322	46,56423
بعد الأزمة	12	3355,6350	165,45276	47,76210

المصدر : من إعداد الطالبة بالاعتماد على البرنامج الإحصائي SPSS 20.

يبين الجدول أعلاه أن حجم عينة مؤشر البورصة للفترة قبل الأزمة المالية هو 12 بمتوسط حسابي قدره 3695.0250 وانحراف معياري قدره 161.30322 وبخطأ معياري قدره 46.56423 .

أما الفترة ما بعد الأزمة المالية فإن حجم العينة هو 12 نفسه قبل الأزمة المالية بمتوسط حسابي قدره 3355.6350 وانحراف معياري قدره 165.45276 وخطأ معياري قدره 47.76210 .

يتضح من خلال هذه النتائج أن الأداء العام للبورصة كان أفضل في الفترة التي سبقت وقوع الأزمة المالية، بحيث انخفض متوسط مؤشر البورصة بعد الأزمة.

يفسر هذا الانخفاض في الأداء العام للبورصة سلوك المستثمرين في بورصة euronext-paris حيث توجه أغلب المستثمرين إلى تصفية مراكزهم الاستثمارية خوفاً من حدوث

خسائر مستقبلية. وما يعزز نتائج تحليل فروقات الأداء اختبار t- test من خلال الجدول

الموالي:

الجدول رقم (12-3): نتائج اختبار t للفروق في أداء بورصة euronext-paris قبل وبعد الأزمة.

Test d'échantillons indépendants

	Test de Levene sur l'égalité des variances		Test-t pour égalité des moyennes						
	F	Sig.	t	ddl	Sig. (bilatérale)	Différence moyenne	Différence écart-type	Intervalle de confiance 95% de la différence	
								Inférieure	Supérieure
Hypothèse de variances égales	.002	.964	5,088	22	.000	339,39000	66,70416	201,05403	477,72597
Hypothèse de variances inégales			5,088	21,986	.000	339,39000	66,70416	201,04886	477,73114

المصدر : من إعداد الطالبة بالاعتماد على البرنامج الاحصائي SPSS 20.

رابعا : تحليل نتائج اختبار t لأداء المؤشر CAC40

يتضح من الجدول بأن قيمة اختبار Levene's هي 0.964 وهذه القيمة أكبر من مستوى الدلالة 0.05 وبالتالي نستطيع الافتراض بأن تباين العينات متساوي وبالتالي سنعمد على النتائج الموجودة في السطر الأول من الجدول. يبين الجزء الثاني من الجدول نتائج تطبيق اختبار t ، بحيث أن قيمة اختبار t هي 5.088 وبدرجة حرية مقدارها 22 ($ddl=n1+n2-2$) وإن الفرق بين متوسطي العينتين لمؤشر البورصة هو 339.390 وأن الخطأ المعياري في هذا الفرق هو 66.770416.

نلاحظ من خلال الجدول أن قيمة sig (2-tailed) أقل من قيمة 0.05 وبالتالي نرفض الفرضية الصفرية ونقبل الفرضية البديلة، كما يمكن رفض أو قبول الفرضية الصفرية من خلال فترة الثقة للفرق بين العينتين وتتكون أي فترة ثقة من رقمين هما الحد الأدنى lower والحد الأعلى upper ومن الجدول أعلاه فإن فترة الثقة للفرق بين وسطين العينتين هي ونقبل الفرضية الصفرية في حال وجود الصفر داخل فترة الثقة وبما أن الصفر غير موجود داخل فترة الثقة نرفض الفرضية الصفرية وبالتالي نقبل الفرضية البديلة لها ومفادها توجد فروق ذات دلالة إحصائية في أداء بورصة euronext-paris تعزى للفترة قبل وبعد الأزمة المالية.

يظهر أن الأزمة المالية انعكست بآثارها على أداء بورصة euronext-paris ، وأن هناك فروق ذات دلالة إحصائية في أداء السوق تعزى للفترة قبل وبعد الأزمة المالية نتيجة لانخفاض رقمها القياسي المرجح بالقيمة السوقية، حيث أن أداء السوق كان أفضل للفترة قبل

الأزمة المالية، وتمكنت السوق خلالها من بلوغ قمة أداءها مدفوعة بالمؤشرات الايجابية للاقتصاد الأوروبي، غير أن مؤشر السوق اتخذ منحى هبوطيا منذ زيادة خوف الشكوك حول إفلاس بعض الدول الأوروبية وعجزها عن تسديد ديونها أي ارتفاع نسبة الديون المتعثرة ببعض الدول الأوروبية إضافة إلى العجز المالي ، أدى ذلك لفقدان ثقة المستثمرين . وعليه، وبالرغم من الأداء المتميز للسوق euronext-paris وتحقيقه لحركة تداول نشطة، إلا أن تداعيات الأزمة المالية التي اجتاحت معظم الأسواق المالية العالمية أثرت بشكل واضح على أداء البورصة الفرنسية وأدت إلى انخفاضه كباقي الأسواق الدولية، وما يميز البورصة الفرنسية كونها تعد ذات درجة عالية من الانفتاح على الأسواق المالية العالمية، وعلى الرغم من المزايا التي يحققها هذا الانفتاح في الظروف الطبيعية، إلا أنه يشكل مصدرا لبعض المشاكل في أوقات الأزمات، لذلك كان من الطبيعي أن تتأثر البورصة الفرنسية بتبعات الأزمة المالية.

المطلب الرابع : دراسة اثر الأزمة على حجم بورصة euronext-paris

لدراسة أثر الأزمة على حجم التداول في بورصة euronext-paris من خلال حجم التداول للمؤشر العام لسوق باريس CAC40.

أولا : تطور حجم المؤشر CAC40

يوضح الجدول التالي تطور حجم مؤشر CAC40 :

الجدول رقم (13-3): تطور حجم مؤشر CAC40 قبل وبعد الأزمة.

المدة	قبل الأزمة	بعد الأزمة
جانفي	66730	49552
فيفري	74061	61119
مارس	72592	66494
أفريل	77618	63324
ماي	102058	63050

الفصل الثالث تحليل أثر أزمة منطقة اليورو على أداء بورصة
euronext-paris

جوان	85321	65755
جويلية	73420	61330
أوت	59640	50603
سبتمبر	72752	60215
أكتوبر	65494	59102
نوفمبر	71383	49428
ديسمبر	57898	39534

المصدر : من إعداد الطالبة بالاعتماد على الملحق رقم (8).

- الفرضية الصفرية: لا توجد فروق ذات دلالة إحصائية في حجم بورصة euronext-paris للفترة قبل وبعد أزمة الدين السيادي لمنطقة اليورو.
- الفرضية البديلة: توجد فروق ذات دلالة إحصائية في حجم بورصة euronext-paris للفترة قبل وبعد أزمة الدين السيادي لمنطقة اليورو.

$$\left\{ \begin{array}{l} H_0: \mu_1 = \mu_2 \\ H_1: \mu_1 \neq \mu_2 \end{array} \right.$$

ثانيا : التوزيع الطبيعي لحجم المؤشر "CAC40"

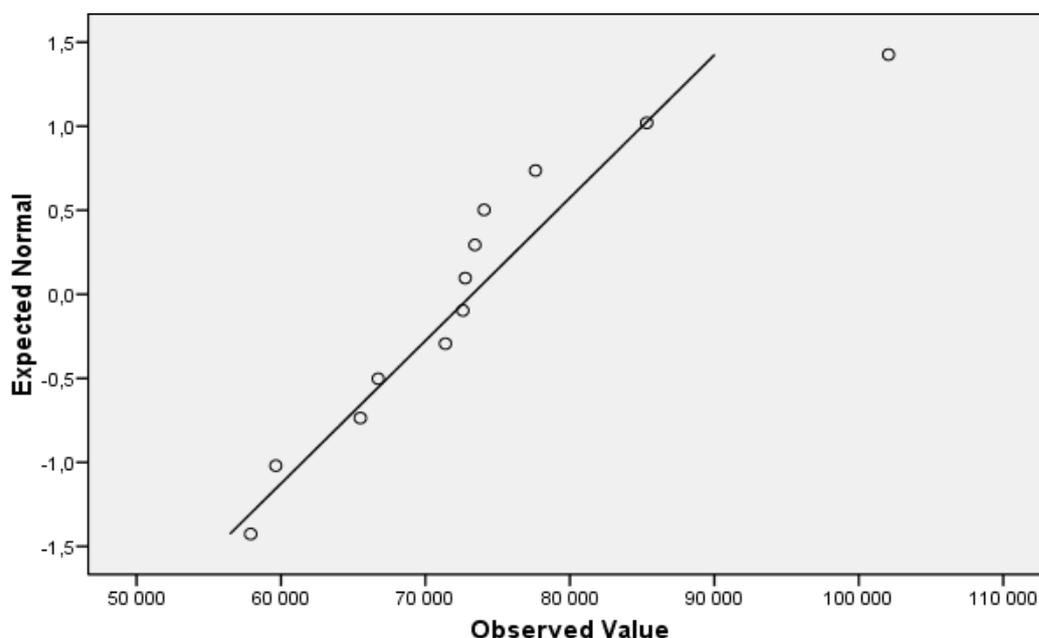
قبل إجراء اختبار t للعينات المستقلة لمؤشر البورصة يجب أولاً اختبار هل البيانات تتبع التوزيع الطبيعي أم لا ، وذلك من خلال جدول التوزيع الطبيعي لمؤشر CAC40 قبل وبعد الأزمة.

الجدول رقم (14-3): التوزيع الطبيعي لأداء مؤشر CAC40 للفترة قبل وبعد الأزمة.

الوقت	Kolmogorov-Smirnov			Shapiro-Wilk		
	Statistic	dLL	Sig.	Statistic	dLL	Sig.
قبل الأزمة	,222	12	,104	,895	12	,136
بعد الأزمة	,246	12	,044	,876	12	,077

المصدر : من إعداد الطالبة بالاعتماد على البرنامج الإحصائي SPSS 20

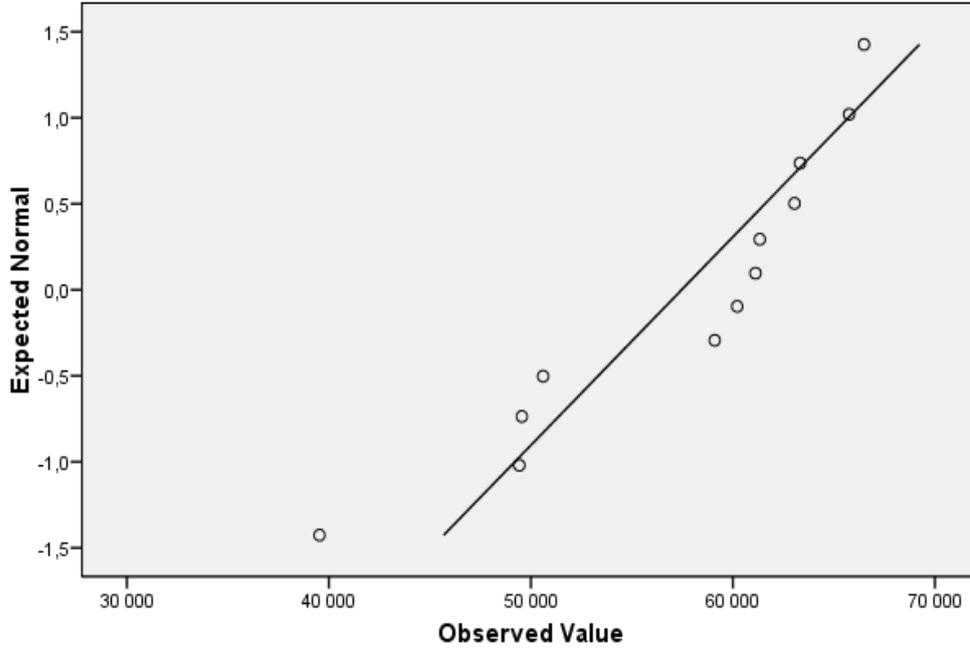
نجد من جدول التوزيع الطبيعي أن مستوى الدلالة في جميع الحالات هو أكبر من 05.0 لذا سوف نقبل فرض العدم وهو أن البيانات تتبع التوزيع الطبيعي. وهذا ما يوضحه الشكل التالي:



المصدر : من إعداد الطالبة بالاعتماد على البرنامج الإحصائي SPSS 20

من الرسم البياني نجد أن أغلب البيانات تتركز حول الخط المستقيم لذا فإنها تتوزع تبعاً للتوزيع الطبيعي وهذا ما نلاحظه أيضاً في البيانات المتعلقة بمؤشر البورصة للفترة بعد الأزمة المالية.

الشكل رقم (3-6): التوزيع الطبيعي لحجم المؤشر CAC40 بعد الأزمة



المصدر : من إعداد الطالبة بالاعتماد على البرنامج الإحصائي SPSS 20

ثالثاً: اختبار T حجم المؤشر CAC40

وفيما يخص المتوسط الحسابي والانحراف المعياري لمؤشر البورصة للفترة قبل وبعد الأزمة المالية يمكن إدراجها في الجدول الموالي.

الجدول رقم : الانحراف المعياري والمتوسط الحسابي لحجم المؤشر CAC40 قبل وبعد الأزمة.

Statistiques de groupe

	N	Moyenne	Ecart-type	Erreur standard moyenne
قبل الأزمة	12	73247,2500	11767,15172	3396,88411
بعد الأزمة	12	57458,8333	8257,86426	2383,84008

المصدر : من إعداد الطالبة بالاعتماد على البرنامج الإحصائي SPSS 20

يبين الجدول أعلاه أن حجم عينة مؤشر البورصة للفترة قبل الأزمة المالية هو 12 بمتوسط حسابي قدره 73247.25 وانحراف معياري قدره 11767.15172 وبخطأ معياري قدره 3396.88411 .

أما الفترة ما بعد الأزمة المالية فإن حجم العينة هو 12 نفسه قبل الأزمة المالية بمتوسط حسابي قدره 57458.8333 وانحراف معياري قدره 8257.86426 وخطأ معياري قدره 2383.84008 .

يتضح من خلال هذه النتائج أن حجم التداول العام للبورصة كان أفضل في الفترة التي سبقت وقوع الأزمة المالية، بحيث انخفض متوسط مؤشر البورصة بعد الأزمة.

يفسر هذا الانخفاض في الأداء العام للبورصة سلوك المستثمرين في بورصة euronext-paris حيث توجه أغلب المستثمرين إلى تصفية مراكزهم الاستثمارية خوفاً من حدوث خسائر مستقبلية. وما يعزز نتائج تحليل فروقات الأداء اختبار t- test من خلال الجدول الموالي:

الجدول رقم (16-3): نتائج اختبار t للفروق في حجم التداول في بورصة euronext-paris قبل وبعد الأزمة.

Test d'échantillons indépendants

	Test de Levene sur l'égalité des variances		Test-t pour égalité des moyennes						
	F	Sig.	t	ddl	Sig. (bilatérale)	Différence moyenne	Différence écart-type	Intervalle de confiance 95% de la différence	
								Inférieure	Supérieure
Hypothèse de variances égales	,111	,742	3,805	22	,001	15788,41667	4149,88134	7182,08952	24394,74382
Hypothèse de variances inégales			3,805	19,720	,001	15788,41667	4149,88134	7124,02278	24452,81055

المصدر : من إعداد الطالبة بالاعتماد على البرنامج الإحصائي SPSS 20.

رابعا : تحليل نتائج اختبار t لأداء المؤشر CAC40

يتضح من الجدول بأن قيمة اختبار levene's هي 0.742 وهذه القيمة أكبر من مستوى الدلالة 0.05 وبالتالي نستطيع الافتراض بأن تباين العينات متساوي وبالتالي سنعمد على النتائج الموجودة في السطر الأول من الجدول. يبين الجزء الثاني من الجدول ناتج تطبيق اختبار T ، بحيث أن قيمة اختبار T هي 3.805 وبدرجة حرية مقدارها 22 ($ddl=n1+n2-2$) وإن الفرق بين متوسطي العينتين لمؤشر البورصة هو 15788.41667 وأن الخطأ المعياري في هذا الفرق هو 4149.88134.

نلاحظ من خلال الجدول أن قيمة sig(2-tailed) أقل من قيمة 0.05 وبالتالي نرفض الفرضية الصفرية ونقبل الفرضية البديلة، كما يمكن رفض أو قبول الفرضية الصفرية من خلال فترة الثقة للفرق بين العينتين وتتكون أي فترة ثقة من رقمين هما الحد الأدنى lower والحد الأعلى upper ومن الجدول أعلاه فإن فترة الثقة للفرق بين وسطين العينتين هي ونقبل الفرضية الصفرية في حال وجود الصفر داخل فترة الثقة وبما أن الصفر غير موجود داخل فترة الثقة نرفض الفرضية الصفرية وبالتالي نقبل الفرضية البديلة لها ومفادها توجد فروق ذات دلالة إحصائية في حجم التداول في بورصة euronext-paris تعزى للفترة قبل وبعد الأزمة المالية.

يظهر أن الأزمة المالية انعكست بآثارها على حجم التداول ببورصة euronext-paris ، وأن هناك فروق ذات دلالة إحصائية في حجم السوق تعزى للفترة قبل وبعد الأزمة

خلاصة الفصل الثالث:

تم التوصل إلى أن أزمة الديون السيادية بمنطقة اليورو انعكست بآثارها على أداء بورصة euronext-paris ، وأن هناك فروق ذات دلالة إحصائية لأداء البورصة للفترة قبل وبعد

الفصل الثالث _____ تحليل أثر أزمة منطقة اليورو على أداء بورصة

euronext-paris

الأزمة. وانعكس ذلك من خلال الأداء العام وحجم التداول لمؤشر

السوق CAC40 لبورصة euronext-paris.

حاولنا من خلال دراستنا لموضوع تأثير أزمة منطقة اليورو على الأسواق المالية الدولية ، الإجابة على الإشكالية وبيان مدى تأثير أزمة الديون السيادية على منطقة اليورو وعلى أداء الأسواق المالية الدولية.

النتائج المتوصل إليها :

شهدت منطقة اليورو أكبر أزمة عرفت منذ الوحدة النقدية ، كشفت أزمة الديون السيادية في المنطقة على الاختلالات الهيكلية التي تعاني منها المنطقة ، بدأت الأزمة باليونان نتيجة العجز في الموازنة العامة والديون الحكومية المرتفعة ، أخذت الأزمة الاقتصادية في منطقة اليورو وتكبر ككرة الثلج آخذة في طريقها العديد من الدول الأوروبية كإيرلندا ، البرتغال ، إسبانيا ، إيطاليا ، قبرص وسلوفينيا ، والتي أصبحت تهدد استمرار الوحدة النقدية مما دفعها إلى طلب المساعدة من صندوق النقد الدولي والاتحاد الأوروبي ، وانتشاء الصندوق الأوروبي للاستقرار المالي ثم آلية الاستقرار الأوروبي.

هناك عدة أسباب أدت إلى ظهور الأزمة باليونان وانتقالها لباقي دول منطقة اليورو منها:

- الفساد في النظام المصرفي وضعف الرقابة عليه حيث تبين أن العديد من المصارف قامت بعمليات تزوير في أسعار الفائدة وتلاعبت في أسعار الصرف وتهربت من دفع الضرائب وقدمت قروضاً لمؤسسات متعثرة بدون دراسة علمية، وأعطت قروضاً عقارية لأفراد دون مراعاة لمستوى دخولهم ودون مراعاة للقيمة الفعلية للعقار.
- عدم قدرة الحكومات على تنفيذ برامج التقشف لأسباب سياسية واجتماعية واستمرارها في سياسة الاقتراض .
- الأزمة الاقتصادية الأميركية التي تم تصديرها إلى منطقة اليورو نتيجة للتداخل في الاستثمارات المتبادلة بين الحكومات والمصارف والأفراد.
- ارتفاع مستوى الدين العام إلى الحد الذي يتجاوز في كثير من الأحيان 251 % من الدخل القومي كما هو في الحالة اليونانية و 100 % كما في الحالة الأيرلندية.
- ارتفاع نسبة القروض المتعثرة للأفراد والمؤسسات، وانتقال تلك القروض لكاهل الدول التي ضمننت القروض .
- الخلل في الميزان التجاري حيث خسر العديد من دول جنوب أوروبا حصصه في السوق لصالح دول الشمال كألمانيا بسبب الضعف في التنافسية والتنظيم، وكذلك خسارة أوروبا لحصتها من السوق العالمية لصالح الولايات المتحدة الأميركية بسبب انخفاض سعر الدولار ولصالح الصين والهند بسبب الأسعار المنافسة.
- مشكلة بنية منطقة اليورو الاقتصادية، حيث توجد وحدة نقدية دون وجود تشابه أو انسجام في بنية المؤسسات، وبوجود اختلاف في قوانين الضرائب والتقاعد ومستوى التطور والنمو.
- عدم وجود مرونة في الجهاز النقدي الأوروبي حيث لا يُسمح للدول بصك النقود لتغطية احتياجاتها لتسهيل تجارتها، وهذا دفع الدول إلى رفع الضرائب للحصول على سيولة نقدية ما أدى إلى خفض قدراتها التنافسية.
- تردد المصارف والأفراد في شراء سندات الدول المتعثرة ورحيل رؤوس الأموال أدى إلى استفحال الأزمة، فعلى سبيل المثال في الأشهر الأولى من عام 2012 خرج

من إسبانيا 163 مليار يورو، وهكذا هو الحال بالنسبة للدول الأوروبية الأخرى المتعثرة.

- التنافس بين الدول الأوروبية في كثيرٍ من الأحيان يفوق التنسيق بينها، وذلك بسبب الصراع بين مراكز القرار السياسي والاقتصادي ولعدم وجود هوية أوروبية موحدة، ففي كثيرٍ من الأحيان يكون السعي إلى معاقبة الدول أكثر من السعي لمساعدتها. أدت أزمة الديون السيادية بمنطقة اليورو بتراجع النمو الاقتصادي للمنطقة ككل بما فيها فرنسا وألمانيا ، وأدت كذلك لارتفاع تكاليف الاقتراض من الأسواق المالية الدولية وارتفاع معدلات الفائدة على السندات الحكومية ونتيجة لتراجع الأوضاع الاقتصادية للمنطقة تراجعت الثقة في الأسواق المالية الدولية ما أدى إلى انخفاض الأداء العام وحجم التداول في الأسواق المالية الدولية.

اختبار صحة الفرضيات:

- انطلقت شرارة أزمة الديون السيادية باليونان ثم انتقلت لباقي منطقة اليورو وبذلك أصبحت الدول المتعثرة مهددة بالإفلاس ، لكن خطط الإنقاذ من صندوق النقد الدولي والاتحاد الأوروبي وسياسات التقشف القاسية التي اتبعتها الدول كان لها تأثير ايجابي في تحسن اقتصاديات البلدان نوعا ما .
- امتدت تداعيات أزمة الديون السيادية بمنطقة اليورو حتى لأكبر الدول الاقتصادية بها كفرنسا وألمانيا حيث تراجع النمو الاقتصادي لهما واتبعا أيضا سياسات التقشف لخفض العجز في الموازنة.
- إن أزمة منطقة اليورو انعكست بآثارها على بورصة euronext-paris ، نتيجة لانخفاض مؤشر السوق CAC40 ، حيث كان أداء البورصة أفضل في الفترة التي سبقت وقوع الأزمة، وأثبت اختبار t أن هناك فروق ذات دلالة احصائية للفترة قبل وبعد الأزمة.

الاقتراحات :

رغم القوانين التي فرضتها والقرارات التي اتخذتها، فإن دول منطقة اليورو ستعيش أزمة اقتصادية طويلة المدى، فالأزمة العالمية حدثت من الاستهلاك وهذا أدى إلى عجز في الميزان التجاري، فالعديد من الدول لا زال يستورد أكثر مما يصدر، فقد انخفضت صادرات ألمانيا، كما أن هناك تزايداً في العجز في الميزان التجاري لكل من إيطاليا وإسبانيا واليونان يزيد عن 43 مليار دولار. وتواجه سندات الدول الأوروبية حالة من فقدان القيمة والكساد ما لا يشجع على شرائها. لقد أصبحت منطقة اليورو منطقة طاردة للاستثمار ولرؤوس الأموال وارتفاع الضرائب والأجور والأثر النفسي الذي تركته الأزمة. ويلعب الإعلام دوراً سلبياً في طرح الأزمة، ما خلق حالة شديدة من القلق. ولم تنجح الحكومات في محاصرة الأزمة وجني الأرباح. والأزمة الأوروبية أعمق مما تبدو، والأرقام الحقيقية للديون أكبر بكثير من الأرقام المعلنة. حيث إن الحكومات لن تكون قادرة على تطبيق إجراءات التقشف. وسيزداد عدد الأفراد والمؤسسات العاجزة عن دفع الضرائب في ظل البطالة التي تصل في بعض الدول إلى 25%

أما المصارف التي يصر الاتحاد الأوروبي علي تمويلها وبث الحياة في جسدها الميت فستزداد في تحفظها على تقديم

القروض، وبذلك لن تذهب الأموال إلى الاستثمار الذي لن يكون قادرًا على الاستمرار بسبب الضرائب وارتفاع التكاليف.

ورغم أن الإجراءات الأوروبية تعاملت مع الأزمة إلى الحد الذي حال دون إفلاس أيٍّ من دول منطقة اليورو، إلا أن اقتصادات هذه الدول لا زالت هشّة وعاجزةً عن مواجهة أزمة ديونها، وستبقى كذلك لفترة طويلة، لذلك فإنه من الأجدر أن تقوم أوروبا بما يلي:

- إعفاء الدول المتعثرة من فوائد ديونها .
- فرض رقابة على كل التعاملات المصرفية للحيلولة دون مخالفة المصارف للقوانين .
- الدعم المباشر للاستثمار دون وساطة مصرفية أو حكومية .
- فرض رقابة على الحكومات وإلزامها بالقوانين الأوروبية .
- متابعة حركة رؤوس الأموال والحد من هجرتها .
- تشكيل هيئة مالية موحدة، وتوحيد القوانين المالية والاجتماعية كالضرائب والتقاعد والأجور .
- انكفاء أوروبا على الأسواق الداخلية لفترة من الزمن، وتوقف الدول الصناعية الأوروبية عن محاولاتها لخفض قيمة اليورو بغرض منافسة الولايات المتحدة الأميركية والصين تجارياً.

بخلاف ذلك، ستنهار بعض الدول الأوروبية وخاصة دول جنوب أوروبا، وسيفقد الاتحاد الأوروبي مصداقيته، وسيضطر العديد من الدول إلى الخروج من منطقة اليورو. والاحتمال الأرجح هو لجوء الدول المتعثرة إلى الأخذ بفكرة ازدواجية أو ثنائية العملة أي عملة محلية للتعاملات الداخلية، واليورو للتعاملات الخارجية، وهذا سيساعد على تفادي ردود الفعل المحتملة. ولكن أسوأ ما في القضية هو أن أوروبا تاريخياً كل ما واجهت أزمة ذهبت للبحث عن حلٍّ خارج حدودها بأية طريقة وبأي ثمن.

- ابراهيم عبد العزيز النجار، الأزمة المالية وإصلاح النظام المالي العالمي ، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2009.
- ارشد فؤاد التميمي، الأسواق المالية اطار في التنظيم وتقييم الأدوات ، دار اليازور العلمية، الأردن، 2010.
- أمين عبد العزيز، الأسواق المالية ، دار قباء الحديثة، مصر، 2007.
- برايال كويل، التمويل المالي للأسهم ، دار الفاروق، مصر، 2007.
- برايال كويل، نظرة عامة على الأسواق المالية، دار الفاروق ، مصر، 2006.
- جبار محفوظ، البورصة وموقعها من أسواق العمليات المالية، 2002.
- حسين بني هاني، الأسواق المالية ، دار الكندي ، عمان، 2002.
- رسمية أحمد أبو موسى، الأسواق المالية والنقدية ، دار المعترز ، عمان، 2005.
- زياد رمضان و مروان شموط، الأسواق المالية ، الشركة العربية المتحدة، مصر، 2008.
- السيد متولي عبد القادر، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، دار الفكر ، 2010.
- صلاح الدين السيبي، الاتحاد الأوروبي والعملة الأوروبية الموحدة ، عالم الكتب، القاهرة، 2003.
- صلاح الدين حسن السيبي، بورصات الأوراق المالية ، عالم الكتب ، القاهرة، 2003.
- عاطف وليم أند راوس، أسواق الأوراق المالية ، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2007.
- عباس كاضم الدعي، السياسات النقدية وأداء سوق الأوراق المالية ، دار صفاء، 2010.
- عبد الحكيم مصطفى الشرقاوي، العولمة المالية وإمكانية التحكم، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2003.
- عرفان تقي الحسني، التمويل الدولي، دار مجدلاوي ، عمان، ط2 ، 2002.
- غازي عبد الرزاق النقاش، التمويل الدولي والعمليات المصرفية الدولية ، دار وائل، الأردن ، ط3 ، 2006.
- فريد النجار، البورصات والهندسة المالية ، مؤسسة شباب الجامعة، مصر، 1999.
- فريد راغب النجار، اليورو العملة الأوروبية الموحدة ، مؤسسة شباب الجامعة، 2004.
- فليح حسن خلف، التمويل الدولي ، دار الوراق، الأردن، 2004.
- ماهر كنج شكري، مروان عوض، المالية الدولية ، الأردن، 2004.
- مجدى محمود جهاد ، الوحدة النقدية الأوروبية ، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، 1998.

- محسن الخضيرى ، اليورو الإطار الشامل والكامل للعملة الأوروبية الوحيدة ، مجموعة النيل العربية ، القاهرة ، 2002.
- محمد الصيرفي، البورصات، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2007.
- محمد عبد الحميد عطية، الأزمة المالية العالمية وأثرها على أسواق المال، دار التعليم الجامعي.
- محمد عوض عبد الجواد و ابراهيم التديفات، الاستثمار في البورصة ، دار الحامد، 2006.
- محمد محمود الإمام ، تجارب التكامل العالمية ومغزاها للتكامل العربي ، مركز دراسات الوحدة العربية، بيروت، 2004.
- مروان عطون، الأسواق النقدية والمالية البورصات ومشكلاتها في عالم النقد والمال ، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2، 2003.
- مصطفى كمال طه و شريف مصطفى كمال طه، بورصات الأوراق المالية، دار الفكر الجامعي ، مصر، 2009.
- منير ابراهيم هندي، أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال ، المكتب العربي الحديث ، الإسكندرية ، 2003.
- منير ابراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق المال ، دار المعارف، الإسكندرية، 2007.
- موسى سعيد مطر و شقيري نوري موسى و ياسر المومني، المالية الدولية ، دار صفاء، الأردن، 2003.
- هوشيار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية ، دار صفاء ، الأردن، 2009.

الملتقيات والندوات والمؤتمرات:

- بوخاري لطلو وعايب وليد، مستقبل الاتحاد الاقتصادي والنقدي الأوروبي في ظل أزمة الديون السيادية لليونان ، الملتقى الدولي الثاني حول واقع التكتلات الاقتصادية زمن الأزمات، المركز الجامعي برج بوعريريج ، الجزائر، يومي 26 و27 فيفري 2012.
- راتول محمد و معزوز لقمان، الأزمات المالية الحديثة ، الملتقى الدولي الثاني حول التكتلات الاقتصادية زمن الأزمات، المركز الجامعي بالوادي، يومي 26-27 فيفري 2012.
- سالم محمد عبد العزيز سالم، انعكاسات أزمة اليونان على دول الاتحاد، الملتقى الدولي الثاني حول واقع التكتلات الاقتصادية زمن الأزمات، الجزائر، يومي 26 و27 فيفري 2012.
- عبد الكريم عبيدات وعلي بوعمامة، مستقبل الاتحاد النقدي الأوروبي في ظل أزمة الديون الأوروبية ، الملتقى الدولي الثاني واقع التكتلات الاقتصادية في زمن الأزمات ، المركز الجامعي برج بوعريريج ، الجزائر، يومي 26 و27 فيفري 2012.
- كمال رزيق و حسن توفيق، الجوانب النظرية للأزمة المالية ، المؤتمر العلمي حول تداعيات الأزمة الاقتصادية العالمية على منظمات الأعمال، جامعة الزقازيق الخاصة، الأردن، يومي 10-11 نوفمبر 2009.

- لطرش ذهبية، دور صندوق النقد الدولي في مواجهة الأزمة المالية والاقتصادية العالمية ، ملتقى علمي دولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، جامعة فرحات عباس، سطيف، 20-21 أكتوبر 2009 .
مذكرات وأطروحات :

- عمر عبده سامية، ترابط الأسواق المالية الخليجية بالأسواق المالية العالمية ، مذكرة تخرج لنيل شهادة الماجستير، تخصص نقود ومالية، كلية العلوم والاقتصاد، جامعة 8ماي 1945، قالمة، 2004.

- حمزة مغمول، تكرارية الأزمات المالية وانعكاساتها على الاقتصاديات النفطية، مذكرة تخرج لنيل شهادة الماستير، تخصص نقود ومؤسسات مالية، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة 8ماي 1945 قالمة، 2001-2012.

التقارير:

- الاقتصاد العالمي رهن الديون الأمريكية والأوروبية ، التقرير الاقتصادي، العدد 19 ، مركز البحوث والدراسات ، الرياض ، جانفي 2012.
المواقع الالكترونية :

- أحمد فرحات، صندوق النقد الدولي ودوره في تحديد سياسات الدول، تاريخ الاطلاع : 2013/5/1 ، من الموقع: <http://ahmadfar.blogspot.com>

- فهد ابراهيم الشثري ، بعد الاتحاد النقدي..الاتحاد المصرفي ، تاريخ الاطلاع : 2013/2/2 ، من الموقع :

http://www.aleqt.com/2012/10/27/article_704956.html

- أزمة اليونان، تاريخ الإطلاع 2013/4/4 ، عن الموقع:

<http://www.aljazeera.net/ecoverage/pages/19a2e31e-fdf7-4f42-9871-bb676887f4de>

- حزمة الإنقاذ الثانية لليونان، تاريخ الاطلاع 2013/4/4 ، على الموقع:

<http://www.aljazeera.net/ebusiness/pages/599d1e90-324c-48b3-95b0-2d87b0efdf9c>

- صندوق الإنقاذ المالي الأوروبي، تاريخ الاطلاع 2013/4/4 ، على الموقع:

<http://www.aljazeera.net/ebusiness/pages/9c6d66fe-fb0d-4fc0-9127-37b026bcf26b>

- منطقة اليورو تطلق آلية الاستقرار الأوروبية، تاريخ الاطلاع 2013/4/4 ، على

الموقع: <http://www.aljazeera.net/ebusiness/pages/37eee545-f6a5-48d1-b5ad-eb34f9911224>

- رشيد غويلب، الأزمة المالية تضرب ايرلندا، 2013/3/5 ، عن الموقع:

<http://www.ahewar.org/debat/show.art.asp?aid=236707>

- أزمة ديون البرتغال في المنطقة الحمراء بعد سقوط الحكومة ، تاريخ الاطلاع

2013/4/4 ، على الموقع:

<http://www.aawsat.com/details.asp?section=6&article=614274&issueno=11806#.UYW0Uspc7IU>

- انقاذ البرتغال بداية نهاية أزمة ديون منطقة اليورو ، تاريخ الاطلاع 2013/4/4 ،
على الموقع: <http://www.alittihad.ae/details.php?id=41175&y=2011>
- محمد ابراهيم السقا، اسبانيا تقفز إلى الواجهة بعد اليونان ، تاريخ الاطلاع
2013/4/4 ، على الموقع:
http://www.aleqt.com/2012/04/20/article_648884.html
- اسبانيا تستعيد ثقة المستثمرين، تاريخ الاطلاع 2013/4/4 ، على الموقع:
<http://www.alittihad.ae/details.php?id=41175&y=2011>
- عاصفة الأزمة المالية تحوم حول ايطاليا ، 2013/4/4 ، على الموقع:
<http://www.elmoudjahid.com/ar/flash-actu/1049>
- أزمة قبرص المالية ، تاريخ الاطلاع 2013/5/1 ، على الموقع :
http://www.bbc.co.uk/arabic/business/2013/03/130328_cyprus_bank_s_open_update.shtml
- أزمة قبرص والتداعيات الإقليمية ، تاريخ الاطلاع 2013/5/1 ، على الموقع :
<http://www.alarabiya.net/ar/aswaq/2013/04/02/-85%D9%8A%D8%A9.html>
- أزمة قبرص المالية مرشحة للانتقال إلى سلوفينيا، تاريخ الاطلاع ، 2013/5/1 ،
على الموقع:
<http://www.almalnews.com/Pages/StoryDetails.aspx?ID=57915#.UYm15Mpc7IU>
- أين فرنسا من أزمة اليورو ، تاريخ الاطلاع 2013/5/1 ، على الموقع :
<http://arabic.euronews.com/2011/07/19/crisis-in-the-euro-zone-the-french-connection>
- هل تنجو فرنسا من أزمة الديون ، تاريخ الاطلاع ، 2013/5/1 ، على الموقع :
<http://www.aljazeera.net/ereports/pages/27ba389f-ae4c-4aa0-b08e-8ec897904afc>
- ألمانيا والأزمة المالية ، تاريخ الاطلاع 2013/5/3 ، على الموقع :
<http://www.aljazeera.net/programs/pages/0f0db6cf-7cf7-4d43-abfc-28481ffc7f12>
- ألمانيا هي العقدة والحل في أزمة الديون الأوروبية ، تاريخ الاطلاع 2013/5/3 ،
على الموقع :
<http://www.an-nour.com/%D8%.UZKDI8pc7IU>
- علاقة سوق الأوراق المالية بالنمو الاقتصادي ، تاريخ الاطلاع 2013/4/20 ، من
الموقع:
<http://www.startimes.com/f.aspx?t=14582680>

ثانيا : المراجع باللغة الفرنسية

Les livres :

- Josette peyrard, gestion financière internationale , vuibert, 3em édition, 1995.

- Aimé scannavino, Les marchés financiers internationaux , dunod, paris, 1999.
- F Mishkin, Monnaie, banque et marchés financiers, Pearson Education France, 9eme édition, Paris 2010.
- Daniel Goyeau et Amine Tarazi, La bourse, Edition La Découverte, Paris, 2006.
- Henri Bourachot, Jean-Luc Rettel et Gille Reouard, 100 Fiches pour comprendre la bourse et les marchés financiers, Dirigé par : Marc Montoussé , 2ème Edition, Bréal, 2006.
- Jean Barreau et Jacqueline Delahaye, Gestion financière, Manuel & Application, 10e Edition, Dunod, Paris, 2001.

sites Web :

- Le Mécanisme Européen de Stabilité pour les nuls , date de consultation 6/3/2013 , sur le site : <http://lebloglaicdechamps.over-blog.com/article-le-mecanisme-europeen-de-stabilite-pour-les-nuls-79413371.html> .
- dette les pays plus exposés, date de consultation 4 /1/2013, sur le site : <http://q.liberation.fr/photo/id/316404>.

الصفحة	العنوان	الرقم
10	تصنيف السندات حسب وكالات التصنيف	(1-1)
23	أهم الأزمات التي تعرض لها الاقتصاد الرأسمالي	(2-1)
30	نماذج العدوى المالية	(3-1)
44	الدول الأعضاء في منطقة اليورو	(1-2)
52	تطور الموازنة العامة و الميزان الجاري لليونان من سنة 2010-2013	(2-2)
57	تطور الموازنة العامة و الميزان الجاري لايرلندا من 2010-2013	(3-2)
60	تطور الموازنة العامة و الميزان الجاري للبرتغال من 2010-2013	(4-2)
62	تطور الموازنة العامة و الميزان الجاري لاسبانيا من 2010-2013	(5-2)
64	تطور الموازنة العامة و الميزان الجاري لاطاليا من 2010-2013	(6-2)
67	تطور الموازنة العامة لقبرص من 2009-2012	(7-2)
70	تطور الموازنة العامة لسلوفينيا من 2009-2012	(8-2)
72	تطور الموازنة العامة لفرنسا من 2010-2013	(9-2)
74	تطور نمو الناتج المحلي الاجمالي لفرنسا من 2010-2013	(10-2)
75	تطور الموازنة العامة لفرنسا من 2010-2013	(11-2)
76	تطور نمو الناتج المحلي الاجمالي لألمانيا 2010-2013	(12-2)
81	تطور النمو الناتج المحلي الاجمالي لمنطقة اليورو 2010-2013	(13-2)
87	تصنيف مؤشرات السوق لبورصة euronext حسب البلدان	(1-3)
88	مجريات يوم التداول في بورصة euronext	(2-3)
90	سلطات سوق باريس للأوراق المالية قبل سنة 2003	(3-3)
91	سلطات الأسواق المالية AMF	(4-3)
93	أهم مؤشرات بورصة euronext-paris	(5-3)
100	تطور رسملة بورصة باريس	(6-3)
100	تطور عدد الشركات المدرجة في بورصة باريس	(7-3)
101	تطور الأسهم المتداولة لبورصة باريس	(8-3)
101	تطور معدل الدوران لبورصة باريس	(9-3)
103	تطور أداء المؤشر CAC40 قبل و بعد الأزمات	(10-3)
104	التوزيع الطبيعي لأداء مؤشر CAC40 قبل وبعد الأزمة	(11-3)
105	الانحراف المعياري و المتوسط الحسابي للمؤشر CAC40 قبل و بعد الأزمة	(12-3)
106	نتائج اختبار t للفروق في أداء بورصة euronext-paris	(13-3)

	قبل و بعد الأزمة	
108	تطور حجم المؤشر CAC40 قبل و بعد الأزمة	(14-3)
109	التوزيع الطبيعي لأداء مؤشر CAC40 للفترة قبل و بعد الأزمة	(15-3)
110	الانحراف المعياري و التوسط الحسابي لحجم المؤشر CAC40 قبل و بعد الأزمة	(16-3)
111	نتائج اختبار t للفروق في حجم التداول في بورصة euronext-paris قبل و بعد الأزمة	(17-3)

الصفحة	العنوان	الرقم
6	تقسيمات السوق المالية الدولية	(1-1)
12	الإصدار الغير مباشر للأسهم الدولية	(2-1)
27	تقسيمات الدين الخارجي	(3-1)
28	قنوات انتقال الأزمة عبر أقسام النظام المالي الواحد	(4-1)
44	الهيكل التنظيمي للاتحاد الأوروبي	(1-2)
49	دول "PIIGS" و معايير الانضمام لمنطقة اليورو سنة 1998	(2-2)
50	نسبة العجز في الميزانية و الميزان الجاري من الناتج المحلي الإجمالي لدول "PIIGS" سنة 2009	(3-2)
51	الدين الخارجي لدول "PIIGS" سنة 2009	(4-2)
53	تطور الدين الحكومي لليونان من 2010-2012	(5-2)
53	تطور معدل الفائدة على السندات الحكومية لليونان من 2009-2013	(6-2)
58	تطور الدين الحكومي لايرلندا من 2010-2012	(7-2)
58	تطور معدل الفائدة على السندات الحكومية لايرلندا	(8-2)
59	مخصصات إنقاذ ايرلندا	(9-2)
60	تطور الدين الحكومي للبرتغال من 2010-2012	(10-2)
61	تطور معدل الفائدة على السندات الحكومية للبرتغال من 2009/10 – 2013/3	(11-2)
63	تطور الدين الحكومي لاسبانيا من 2010-2012	(12-2)
63	تطور معدل الفائدة على السندات الحكومية لاسبانيا من 2009/10 – 2013/3	(13-2)
65	تطور الدين الحكومي لاييطاليا من 2010-2012	(14-2)
65	تطور معدل الفائدة على السندات الحكومية الايطالية من 2009/10 – 2013/3	(15-2)
68	تطور الدين الحكومي لقبرص من 2010-2012	(16-2)
68	تطور معدلات الفائدة على السندات الحكومية لقبرص من 2009/10 – 2013/3	(17-2)
70	تطور الدين الحكومي لسلوفينيا من 2010-2012	(18-2)
71	تطور معدلات الفائدة على السندات الحكومية لسلوفينيا من 2009/10 – 2013/3	(19-2)
72	تطور الدين الحكومي لفرنسا من 2010-2012	(20-2)
73	تطور معدلات الفائدة على السندات الحكومية لفرنسا من 2009/10 – 2013/3	(21-2)
75	تطور الدين الحكومي لفرنسا من 2010-2012	(22-2)
76	تطور معدلات الفائدة على السندات الحكومية من 2009/10 – 2013/3	(23-2)
78	عجز الموازنة بمنطقة اليورو من 2009-2013	(24-2)

79	تطور معدل التضخم من 2009-2013	(25-2)
80	سعر صرف اليورو / الدولار	(26-2)
86	الأسواق المشككة لآتحاد euronext	(1-3)
91	أنواع المنتجات المالية في بورصة euronext-paris	(2-3)
104	التوزيع الطبيعي لأداء المؤشر CAC40 قبل الأزمة	(3-3)
105	التوزيع الطبيعي لأداء المؤشر CAC40 بعد الأزمة	(4-3)
109	التوزيع الطبيعي لحجم المؤشر CAC40 قبل الأزمة	(5-3)
110	التوزيع الطبيعي لحجم المؤشر CAC40 بعد الأزمة	(6-3)

الملحق رقم (1): معدل الفائدة على السندات الحكومية (طويلة الأجل، فئة الاستحقاق 10 سنوات)

التاريخ	اليونان	ايرلندا	البرتغال	اسبانيا	ايطاليا	قبرص	سلوفينيا	فرنسا	ألمانيا
أكتوبر 2009	4.57	4.77	3.85	3.78	4.1	4.6	3.85	3.56	3.21
نوفمبر 2009	4.84	4.82	3.8	3.79	4.06	4.6	3.8	3.56	3.22
ديسمبر 2009	5.49	4.88	3.91	3.81	4.01	4.6	3.91	3.56	3.14
جانفي 2010	6.02	4.83	4.17	3.99	4.08	4.6	4.17	3.48	3.26
فيفري 2010	6.46	4.73	4.56	3.98	4.05	4.6	4.56	3.52	3.17
مارس 2010	6.24	4.53	4.31	3.83	3.95	4.6	4.31	3.5	3.1
أفريل 2010	7.83	4.76	4.78	3.9	4	4.6	4.78	3.44	3.06
ماي 2010	7.97	4.86	5.02	4.08	3.99	4.6	5.02	3.4	2.73
جوان 2010	9.10	5.31	5.54	4.56	4.1	4.6	5.54	3.08	2.54
جويلية 2010	10.34	5.32	5.49	4.43	4.03	4.6	5.49	3.07	2.62
أوت 2010	10.7	5.3	5.31	4.04	3.8	4.6	5.31	2.99	2.35
سبتمبر 2010	11.34	6.14	6.08	4.09	3.86	4.6	6.08	2.68	2.3
أكتوبر 2010	9.57	6.42	6.05	4.04	3.8	4.6	6.05	2.68	2.35
نوفمبر 2010	11.52	8.22	6.91	4.69	4.18	4.6	6.91	2.72	2.53
ديسمبر 2010	12.01	8.45	6.53	5.38	4.6	4.6	6.53	3.34	2.91
جانفي 2011	11.73	8.75	6.95	5.38	4.73	4.6	6.95	3.44	3.02
فيفري 2011	10.4	9.1	7.34	5.26	4.74	4.6	7.34	3.6	3.2
مارس 2011	12.44	9.67	7.8	5.25	4.88	4.6	7.08	3.61	3.21
أفريل 2011	13.86	9.79	9.19	5.33	4.84	4.6	9.19	3.69	3.34
ماي 2011	15.94	10.64	9.63	5.32	4.76	4.6	9.63	3.49	3.06
جوان 2011	16.69	11.43	10.87	5.48	4.82	4.6	10.87	3.43	2.89
جويلية 2011	16.15	12.45	12.15	5.83	5.46	4.6	12.15	3.4	2.74
أوت 2011	15.9	9.57	10.93	5.25	5.27	4.6	10.93	2.98	2.21
سبتمبر 2011	17.78	8.51	11.34	5.2	5.75	4.6	11.34	2.64	1.83
أكتوبر 2011	18.08	8.1	11.72	5.26	5.97	4.6	11.72	2.99	2
نوفمبر 2011	17.92	8.51	11.89	6.20	7.06	4.6	11.89	3.41	1.87
ديسمبر 2011	21.14	8.7	13.08	5.53	6.81	4.6	13.08	3.16	1.93
جانفي 2012	25.91	7.71	13.85	5.41	6.54	4.6	13.85	3.18	1.82
فيفري 2012	29.24	7.02	12.81	5.11	5.55	4.6	12.81	3.02	1.85
مارس 2012	19.07	6.9	13.01	5.17	5.05	4.6	13.01	2.95	1.83
أفريل 2012	21.48	6.88	12.01	5.79	5.68	4.6	12.01	2.99	1.62
ماي 2012	26.9	7.12	11.59	6.13	5.78	4.6	11.59	2.75	1.34
جوان 2012	27.82	7.09	10.56	6.59	5.9	5.78	10.56	2.57	1.3
جويلية 2012	25.82	6.12	10.49	6.79	6	6.25	10.49	2.28	1.24
أوت 2012	24.34	5.91	9.89	6.58	5.82	6.42	9.89	2.12	1.34
سبتمبر 2012	20.91	5.28	8.62	5.91	5.25	7	8.62	2.24	1.49
أكتوبر 2012	17.96	4.77	8.17	5.64	4.95	7	8.17	2.19	1.47
نوفمبر 2012	17.2	4.59	8.32	5.69	4.85	7	8.32	2.14	1.34
ديسمبر 2012	13.33	4.67	7.25	5.34	4.54	7	7.25	2.01	1.3
جانفي 2013	11.1	4.18	6.24	5.05	4.21	7	6.24	2.17	1.51
فيفري 2013	10.95	3.78	6.4	5.22	4.49	7	6.4	2.24	1.54
مارس 2013	11.38	3.83	6.1	4.92	4.64	7	6.10	2.07	1.35

Source : statistical data warehouse, european central bank

الملحق رقم (2) و (3): الموازنة العامة والميزان التجاري

	الموازنة العامة				الميزان الجاري				
	2010	2011	2012	2013	2009	2010	2011	2012	2013
اليونان	10.3-	9.1-	6.7-	4.8-	11.1-	10.1-	8.6-	6.3-	5.4-
ايرلندا	31.2-	13.1-	8-	8.4-	2.9-	0.5	0.5	1.7	2.2
البرتغال	9.8-	4.2-	5.5-	4.5-	10.9-	9.9-	8-	3.8-	1.7-
اسبانيا	9.3-	8.9-	7.4-	6.6-	5.2-	4.6-	4-	2.3-	2-
ايطاليا	4.6-	3.9-	2.5-	1.3-	2-	3.5-	3.6-	2.6-	1.8-
قبرص	5.3-	6.3-	6.3-	-	-	-	-	-	-
سلوفينيا	5.9-	6.4-	4-	-	-	-	-	-	-
فرنسا	7.1-	5.2-	4.4-	3.6-	1.5-	1.8-	2.3-	2.2-	2.2-
ألمانيا	4.3-	1-	0.5-	0.7-	5.7	5.6	4.9	4.9	5.3

Source : www.gecodia.fr (OCDE)

الملحق رقم (4): الدين الحكومي

السنة	اليونان	ايرلندا	البرتغال	اسبانيا	ايطاليا	قبرص	سلوفينيا	فرنسا	ألمانيا
2009	129.7	64.8	83.7	53.9	116.4	58.5	22	79.2	74.5
2010	148.3	92.1	94	61.5	119.3	61.3	35	82.4	82.4
2011	170.3	106.4	108.3	69.3	120.8	71.1	38.6	85.6	80.4
2012	156.9	117.6	123.6	84.2	127	85.8	46.9	90.2	81.9

Source : www.gecodia.fr (OCDE)

الملحق رقم (5): نمو الناتج المحلي الإجمالي

	2010				2011				2012			
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
فرنسا	0.3	0.5	0.4	0.4	0.8	0	0.2	0.1	0.1-	0.1-	0.2	0.3-
ألمانيا	0.5	2.1	0.8	0.4	1.3	0.3	0.6	0.2-	0.5	0.3	0.2	0.6-
منطقة اليورو	0.2	1	0.4	0.3	0.6	0.2	0.1	0.3-	0.1-	0.2-	0.1-	0.6-

Source : www.gecodia.fr (OCDE)

الملحق رقم (6): معدل التضخم لمنطقة اليورو و سعر صرف اليورو/الدولار.

	اكتوبر 2009	نوفمبر 2009	ديسمبر 2009	جانفي 2010	فيفري 2010	مارس 2010	أفريل 2010	ماي 2010	جوان 2010	جويلية 2010	أوت 2010
التضخم	0.1-	0.5	0.9	1	0.9	1.4	1.5	1.6	1.4	1.7	1.6
م أورو/دو لار	1.47	1.50	1.38	1.36	1.35	1.32	1.22	1.22	1.30	1.26	1.36

سبتمبر 2010	أكتوبر 2010	نوفمبر 2010	ديسمبر 2010	جانفي 2011	فيفري 2011	مارس 2011	أفريل 2011	ماي 2011	جوان 2011	جويلية 2011	أوت 2011
1.8	1.9	1.9	2.2	2.3	2.4	2.7	2.8	2.7	2.7	2.5	2.5
1.36	1.39	1.29	1.33	1.37	1.38	1.41	1.48	1.44	1.44	1.43	1.43
سبتمبر 2011	أكتوبر 2011	نوفمبر 2011	ديسمبر 2011	جانفي 2012	فيفري 2012	مارس 2012	أفريل 2012	ماي 2012	جوان 2012	جويلية 2012	أوت 2012
3	3	3	2.7	2.7	2.7	2.7	2.6	2.4	2.4	2.4	2.6
1.33	1.38	1.34	1.29	1.30	1.33	1.33	1.32	1.23	1.26	1.22	1.25
سبتمبر 2012	أكتوبر 2012	نوفمبر 2012	ديسمبر 2012	جانفي 2013	فيفري 2013	مارس 2013	أفريل 2013				
2.6	2.5	2.2	2.2	2	1.8	1.7	1.2				
1.28	1.29	1.29	1.31	1.36	1.30	1.28	1.31				

Source : <http://www.tradingeconomics.com/euro-area/indicators>

الملحق رقم (7): مؤشرات الأداء لبورصة باريس

السنة	2009	2010	2011	2012
رسملة السوق	973 199 040 972 1	470 295 488 926 1	722 793 729 568 1	1 082 266 339 823
معدل الدوران	78.8	75.3	84.4	66.4
الشركات المحلية المدرجة	741	901	893	862
الأسهم المتداولة	52.1	57.6	53.2	—

Source : <http://data.albankaldawli.org/indicator/CM.MKT.TRAD.GD.ZS>

الملحق رقم (8): أداء وحجم المؤشر "CAC40"

date	cours	volume	date	cours	volume
1-2009	2973.92	65607	3-2011	3989.18	94877
3-2009	2807.34	66318	4-2011	4106.92	62152
4-2009	3159.85	64810	5-2011	4006.94	75825
5-2009	3277.65	59904	6-2011	3982.21	74428
6-2009	3140.44	60749	7-2011	3672.77	74252
7-2009	3426.27	56228	8-2011	3256.76	94361
8-2009	3693.14	53085	9-2011	2981.96	79650
9-2009	3795.41	72711	10-2011	3242.84	67824

10-2009	3607.69	84021	11-2011	3154.62	64392
11-2009	3680.15	65402	12-2011	3159.81	49415
12-2009	3935.50	54909	1-2012	3298.55	49552
1-2010	3739.46	66730	2-2012	3452.45	61119
2-2010	3708.80	74061	3-2012	3423.81	66494
3-2010	3974.01	72592	4-2012	3212.80	63324
4-2010	3816.99	77618	5-2012	3017.01	63050
5-2010	3515.06	102058	6-2012	3196.65	65755
6-2010	3442.89	85321	7-2012	3291.66	61330
7-2010	3.643.14	73420	8-2012	3413.07	50603
8-2010	3490.79	59640	9-2012	3354.82	60215
9-2010	3715.18	72752	10-2012	3429.27	59102
10-2010	3833.50	65494	11-2012	3557.28	49428
11-2010	3610.44	71383	12-2012	3620.25	39534
12-2010	3850.76	57898	1-2013	3732.60	51457
1-2011	4005.50	77541	2-2013	3723	58477
2-2011	4110.35	75818	3-2013	3731.42	58710

Source : <http://www.zonebourse.com/CAC-40-4941/>

الملخص :

تعالج هذه الدراسة موضوع أزمة الديون السيادية بمنطقة اليورو وانعكاساتها على الأسواق المالية الدولية، وتهدف هذه الدراسة إلى محاولة التعرف على حقيقة وأبعاد أزمة منطقة اليورو. انطلقت أزمة الديون السيادية باليونان حيث واجهت تحديا مزدوجا فهي تشهد أزمة حادة في المالية العامة تتسم بمستوى شديد من الارتفاع في العجز والدين العام، انتقلت الأزمة لباقي منطقة اليورو كإيرلندا، البرتغال، اسبانيا، إيطاليا ثم قبرص وسلوفينيا حاليا، أدت الأزمة إلى تراجع الثقة في الأسواق المالية مما أدى إلى ارتفاع معدلات الفائدة على السندات الحكومية وبالتالي ارتفاع تكلفة الاقتراض، ما أدى إلى إتباع سياسات تقشف لخفض العجز في الموازنة وطلب مساعدات مالية لتفادي الإفلاس نتيجة الديون الحكومية المتعثرة، أدت الأزمة إلى ركود اقتصادي في المنطقة ككل بما فيها فرنسا وألمانيا.

بعد استعراض مختلف الجوانب النظرية المتعلقة بأزمة منطقة اليورو، جاءت الدراسة العملية كمحاولة لتحليل أثر أزمة منطقة اليورو على أداء بورصة euronext-paris خلال الفترة 2009-2013 قسمت إلى فترتين قبل وبعد الأزمة باستخدام الأسلوب الإحصائي t-test des échantillons independants وأظهرت نتائج الدراسة أن أزمة منطقة اليورو انعكست بآثارها على أداء بورصة euronext-paris حيث أن هناك فروق ذات دلالة إحصائية للفترة قبل وبعد الأزمة.

الكلمات المفتاحية : الأسواق المالية الدولية، الديون السيادية.

Résumé :

Cette étude traite le sujet de la crise de la dette souveraine dans la zone Euro et son impact sur les marchés financiers internationaux et elle est pour but d'essayer d'identifier le fait que les dimensions de cette crise en zone Euro.

La crise de la dette souveraine a commencé en Grèce, où il a fait face à un double défi, il connaît une grave crise dans les finances publiques caractérisées par un niveau sévère de la hausse du déficit et de la dette publique, la crise s'installe au reste de la zone Euro comme : l'Irlande, le Portugal, l'Espagne, l'Italie, Chypre et la Slovénie.

La crise a conduit à une baisse de la confiance dans les marchés financiers, qui ont conduit à une hausse des taux d'intérêt sur les obligations d'état et d'augmenter ainsi le coût d'emprunt. Ce qui a conduit à suivre les politiques d'austérité pour réduire le déficit budgétaire et de la mauvaise dette publique. La crise a conduit à une récession dans la région dans son ensemble, y compris la France et l'Allemagne.

Après avoir examiné les différents aspects théoriques liés à la crise de la zone Euro, le processus d'étude pratique, est une tentative pour analyser l'impact de la crise de la zone Euro sur la performance de la bourse **Euronext-paris** au cours de la période 2009-2013 a été divisé en deux périodes avant et après la crise en utilisant la méthode statistique **t-test des échantillons indépendantes**, et les résultats de l'étude ont montré que la crise de la zone Euro reflète leur impact sur la performance de la bourse **Euronext-paris**, là où il y a des différences statistiquement significatives pour la période avant et après la crise.

Mots clés : les marchés financiers internationaux, la dette souveraine.