



نصيب أميرة

طالبة دكتوراه تخصص نقود ومالية



أ.د. سحنون محمود

أستاذ في كلية العلوم الاقتصادية وعلوم  
التسيير - جامعة منتوري - قسنطينة

## دور معدّل الفائدة في إحداث الأزمات المالية

### الملخص

لقد شهد النظام المالي العالمي بمختلف مكوناته من مؤسسات وأسواق مالية ونقدية، وما يزال يشهد العديد من الهزات والاضطرابات المالية المتكررة والمتنامية؛ التي كشفت عن مواطن ضعف صارخة في هذا النظام، وكانت في كل مرة سببا في بروز ظاهرة الكساد وتراجع معدلات النمو الاقتصادي، ويرجع الكثير من المفكرين والباحثين هذه الأزمات إلى تركيبة النظام المالي الرأسمالي وطبيعته الأزمية المستوحاة من مبادئه وطرق وآليات التعامل فيه.

ومما لا شك فيه أن معدّل الفائدة يعدّ أحد أهم آليات عمل النظام المالي العالمي والمؤشر الأول لتوازنه النقدي والمالي؛ إذ يُعتبر المحرك الأساس لمختلف المعاملات المالية وأداة مهمة في يد السلطات النقدية لمعالجة الاختلالات والاضطرابات المالية، إلا أنه من جانب آخر يُعتبر حسب الكثير من المفكرين ومنهم الرأسماليون أنفسهم أمثال هيمن منسكي أداة لعدم الاستقرار المالي وسببا في حدوث الأزمات المالية وتكررها وتنامي وتفاقم آثارها على الاقتصاد العالمي ككل.

وسنحاول من خلال هذه المداخلة أن نبين دور معدّل الفائدة في إحداث الأزمات المالية من خلال فرضية عدم الاستقرار المالي لمنسكي. بعد توضيح بعض المفاهيم الأساسية المرتبطة بمعدّل الفائدة ودوره على مستوى الأسواق والمؤسسات المالية وعرض مختلف الأزمات المالية التي عرفها النظام المالي العالمي مركزين في الوقت ذاته على الأزمة العالمية لسنة ٢٠٠٨ م.

### Résumé:

Le système financier mondial et ses diverses composantes ; institutions. marchés financiers et monétaires. a connu et continue de connaître beaucoup de turbulences financières récurrentes et croissantes. Ces dernières ont révélées les faiblesses de ce système et ont été pendant longtemps la cause de l'émergence du phénomène de la récession et la baisse des taux de croissance économique.

Un grand nombre de penseurs et chercheurs mettent en cause de ces crises la composition du système financier capitaliste. ses principes. les mécanismes de son fonctionnement et sa nature génératrice de crises.

Il ne fait aucun doute que le taux d'intérêt est l'un des mécanismes les plus importants du système financier mondial et le premier indicateur de son équilibre monétaire et financier. car il est le principal moteur de diverses opérations financières et un outil important dans les mains des autorités monétaires pour faire face aux déséquilibres et aux turbulences financières. Cependant. il est considéré par de nombreux intellectuels. y compris les capitalistes. tel l'économiste Hyman Minsky. comme un outil d'instabilité financière et une cause de la répétition des crises financières et l'accroissement ainsi que l'aggravation de son impact sur l'économie mondiale dans son ensemble. Nous tenterons à travers cette communication de montrer le rôle du taux d'intérêt dans la provocation des crises financières en nous basant sur l'hypothèse de l'instabilité financière de Minsky. Aussi nous clarifierons certains concepts fondamentaux associés aux taux d'intérêt et son rôle au niveau des marchés et des institutions financières et nous exposerons un panorama des différentes crises financières qu'a connu le système financier mondial en mettant l'accent sur la crise financière mondiale de 2008.

### مقدمة

عرّف الاقتصاد العالمي وخاصة في العقود الثلاثة الأخيرة حالة من عدم الاستقرار المالي، انعكست في عديد الأزمات والاضطرابات المالية التي وإن اختلفت في حجمها ومدتها وآثارها على الاقتصاد العالمي؛ إلا أنها أثبتت وفي كل مرة وجود اختلالات في الهيكلية المالية الدولية المبنية على مبادئ النظام المالي الرأسمالي، الذي يعدّ حسب العديد من المحللين الاقتصاديين سببا في حدوث الأزمات المالية وتكررها بالنظر لتركيبة مبادئه وآليات عمله.

ويعتبر معدّل الفائدة أحد آليات عمل النظام المالي الرأسمالي ومعدداً لتوازنه النقدي والمالي حسب الكثير من المفكرين الذين بنوا في سبيل تسويغه وتحديد مستواه وقياسه العديد من النظريات استرسلت في دراسته وتحليله، واعتبرته المؤشر الفعلي والاستراتيجي للنظام الاقتصادي المعاصر، والجهاز العصبي للنظام المصرفي الحديث؛ كونه العامل المؤثر في المدخرات ومعيار الانتقاء الأمثل للمشروعات، كما جعلته المحرك الرئيس لمختلف التعاملات التي تتم على مستوى الأسواق

والمؤسسات المالية، في حين يُعد لدى بعض المفكرين الآخرين أمثال هيمان منسكي سبباً في عدم الاستقرار المالي وتكوين الأزمات المالية وتكررها، ومحاولة منا للتصني والبحث حول هذه النقطة نعرض الإشكال التالي:

فيم يتمثل دور معدل الفائدة في الأزمات المالية؟

وبغية الإجابة عن هذا الإشكال قسمنا هذه المداخلة إلى ثلاثة محاور:

أولاً: معدل الفائدة: المفهوم، المسوغات والوظائف

ثانياً: الأزمات المالية: ماهيتها، تاريخها وتطورها

ثالثاً: دور معدل الفائدة في الأزمات المالية

أولاً: معدل الفائدة: المفهوم، المسوغات والوظائف

يُعتبر معدل الفائدة المتغير الأساس في النموذج الاقتصادي الرأسمالي، ومسلمة لا يمكن تصور النشاط الاقتصادي بدونها حسب الكثير من

الأبحاث والدراسات التي تناولته بالدراسة والتحليل

أعطته أهمية بالغة كمؤشر رئيس للنظام المالي العالمي ومحدد أولي لتوازنه واستقراره؛ لذا فقد بُني له العديد من النظريات في سبيل تسويغه وشرعنة

التعامل به وكيفية قياسه وتحديد دوره في النشاط الاقتصادي بشكل عام.

١. مفهوم معدل الفائدة

يُجد الباحث في موضوع الفائدة مداخل عديدة لتعريفها؛ وذلك بالنظر

للتباين المرصود حولها في مختلف الأنظمة الاقتصادية؛ فالفائدة في النظام

الاقتصادي الإسلامي ليست ذاتها في النظام الرأسمالي ولا الاشتراكي،

ففي النظام الاقتصادي الإسلامي نجد أن مفهوم الفائدة مطابق تماماً

للربا المحرم شرعاً، وإن كانت هناك العديد من وجهات النظر لدى بعض

الباحثين المسلمين أو الغربيين تحاول أن ترسم خطأ فاصلاً بين الربا

usure والفائدة intérêt إذ اعتبروا الربا ما زاد معدله على حد معين (

أضعافاً مضاعفة) أمام ما هو واقع ضمن الحد الذي يتعين قانوناً أو في

سوق رأس المال فتلك فائدة مباحة، إلا أن الفائدة الممثلة للمبلغ المدفوع

مقابل اقتراض أو استخدام النقود لفترة زمنية متفق عليها مسبقاً لا

تختلف في جوهرها عن الربا الممثل لكل فضل خال عن عوض، أي كل

زيادة مشروطة ومجددة على رأس المال بلا مقابل سواء في الديون أو البيوع

أمام وجهه نظر أخرى فقد اعتبر شومبيتر Schumpeter × في إطار

النظام الاشتراكي أن معدل الفائدة يمثل النسبة بين فائض القيمة الذي

يحصل عليه الرأسمالي من عمل العامل إلى رأس المال الثابت والمتغير

ويمكن التعبير عن ذلك من خلال العلاقة التالية:

$$i = pl / (c+v)$$

حيث:

i: معدل الفائدة

Pl: فائض القيمة

C: رأس المال الثابت (الألات والمعدات)

V: رأس المال المتغير (أجور العاملين)

والملاحظ من خلال هذا التعريف أن فائض القيمة كله يحصل عليه

الرأسمالي يُعتبر فائدة دون التمييز بين عوائد الاستثمار من ربح وفائدة.

أما في النظام الرأسمالي فإن معدل الفائدة يُعد من المتغيرات الاقتصادية

المهمة على المستويين الكلي والجزي في النشاط الاقتصادي، والتي تؤثر

وبشكل مباشر على قرارات العديد من الوحدات الاقتصادية ذات الفائض

وذا العجز؛ فتحدد طريقة التصرف في الدخل بين استهلاك وادخار

وكيفية استخدام هذه المدخرات من جهة ومدى لجوء المستثمرين ورجال

الأعمال إلى الاقتراض لتمويل مشاريعهم من جهة أخرى؛ لذا يُقدم معدل

الفائدة من وجهة نظر الرأسماليين على أنه: "السعر الذي يدفعه المقترض

نظير استخدامه مبلغ من المال خلال فترة زمنية معينة"، لكنه يختلف

بعض الشيء عن أسعار السلع والخدمات بأنه ليس سعراً مطلقاً؛ وإنما هو

نسبة بين التكلفة النقدية للاقتراض والمبلغ المقترض، وعادة ما يُعبر عنه

بنسبة مئوية لفترة زمنية تُقدر بالسنة. أو هو السعر الاقتصادي للزمن،

فالعنوان الاقتصادي المقترض يشتري منفعة آنية للنقود تمنحه قدرة W

شرائية عاجلة، مقابل تأجيل الاستهلاك من قبل المقرض ويمكن التعبير

عن ذلك رياضياً كما يلي:

$$i = I / C$$

حيث:

i: معدل الفائدة

I: التكلفة النقدية للاقتراض (مبلغ الفائدة)

C: المبلغ المقترض

وقد عرفت لدى بعض أعلام الرأسمالية ومفكرها؛ إذ عرفها آدم سميث

على أنها ثمن لاستخدام رأس المال الناتج عن تضحية (ادخارية) حقيقية

وعليه فهو لم يفرق بين الربح والفائدة، كما اعتبر كاسل في كتابه "طبيعة

وضرورة الفائدة" أن الاستثمار هو الطلب على الانتظار والادخار هو عرض

الانتظار بينما معدل الفائدة هو "الثمن الذي يحقق التعادل بينهما،

واعتبرها فيشر في كتابه "نظرية الفائدة" ثمن عدم الصبر على إنفاق

الدخل وفرصة الاستثمار، أما مارشال في كتابه "أصول علم الاقتصاد"

فقد قدمها على أنها الثمن الذي يدفع لاستخدام رأس المال في أية سوق،

في حين عرفها والراس على أنها المعدل الذي يعادل بين الادخار والاستثمار

الكلي، ويوازن بين الرغبة في الاحتفاظ بالثروة في شكل نقدي مع الكمية

المتاحة من النقود حسب كينز.

وبالتأمل في هذه التعريفات نجد أن معدل الفائدة يُنظر له تارة على أنه

عائد على الأموال المقرضة بالنسبة للوحدات المقرضة وتارة أنه تكلفة على

الأموال المقرضة بالنسبة للوحدات المقرضة، أما بالنسبة للبنوك وتماشيا

مع دورها في الوساطة المالية؛ فإنه يُعتبر تكلفة عندما يدفع للمودعين

ويراداً عندما يحصل من المقرضين.

٢. مسوغات معدل الفائدة

إن المتتبع لتاريخ الفكر الاقتصادي والباحث في موضوع الفائدة يجد أن

تسويغها وشرعنة التعامل بها. شرُ لغنة يرجع إلى العصور الوسطى في

أوروبا؛ وذلك بعد تنازل الكنيسة تدريجياً عن موقفها المناهض للربا أو

الفائدة من جهة وسعي اليهود لتدويل التعامل بها بالنظر للدور التجاري

الذي يؤديه من جهة أخرى، لتتوسع الفكرة أكثر مع بداية ظهور الدولة

الحديثة وتطور النشاط الاقتصادي وتطور العلوم الطبيعية واكتشاف

عدم سداده كله والضمان الذي يقدمه المقرض كفيلاً بمواجهة هذا النوع من الخطر، وثانيهما أن المخاطرة ليست شيئاً نافعاً يقدمه المقرض للمقرض حتى يأخذ ثمناً عنه، إنما هو حالة شعورية يعيشها الإنسان الذي يقدم على أمر يخشى عواقبه<sup>١</sup>.

إن كل هذه النظريات الموسوعة لمعدل الفائدة، أو حتى المحددة له. كمنظريه الأرصدة القابلة للإقراض ونظرية تفضيل السيولة أو نظرية هيكل. قد اتفقت على اعتبار سعر الفائدة ثمناً وإن اختلفت فيما يتعلق بمقابل هذا الثمن.

### ٢. وظائف معدل الفائدة

باعتبار معدل الفائدة جزءاً من الآلية السعرية في اقتصاد السوق الرأسمالي، فإن له عدة وظائف يختص بها:

١، ٢ دوره في الادخار والاستثمار: يؤدي معدل الفائدة حسب منطري الفكر الرأسمالي دوراً في ضمان تدفق الأموال من الوحدات المدخرة إلى الوحدات ذات العجز، ويعطي إشارات عن حالة السوق بجانب العرض والطلب؛ فارتفاع معدلات الفائدة يعطي إيعازاً للوحدات المدخرة بتقديم حجم أكبر من الادخار، بينما يؤدي انخفاضها إلى تقليص الأموال المتدفقة للأسواق المالية والقطاع المصرفي، بالمقابل وبالنسبة للوحدات ذات العجز يعني ارتفاع معدلات الفائدة زيادة تكلفة الاقتراض لغرض الاستثمار مما يؤدي لانخفاضه، بينما يحفز انخفاضها الإسراع بتنفيذ المشاريع الاستثمارية ورفع وتيرة النمو الاقتصادي<sup>١١</sup>. والجدير بالذكر أن قيام معدل الفائدة بهذا الدور يرتبط بمرور كل من العرض والطلب؛ فبالنسبة للمدخرين يؤدي مستوى الدخل الدور الأهم في الادخار، بينما تؤدي تغيرات الفائدة دوراً أقل في تحفيزه وتنشيطه، ومن جهة العرض يتخذ المستثمرون قراراتهم على أساس إنتاجية رأس المال المستثمر؛ وهذا ما أثبتته النظرية الكينزية وقوفاً على الانتقادات التي وجهتها للكلاسيك.

٢، ٢ دوره في تخصيص الموارد: يؤدي معدل الفائدة دوره في عملية تخصيص الموارد في الاقتصاد الرأسمالي على ثلاثة محاور<sup>١٢</sup>:

- تخصيص الاستهلاك والإنتاج عبر الزمن. تحديد الادخار والاستثمار؛ إذ عن طريق معدل الفائدة يتم تسوية المعاملات الحديثة للتحويل والإحلال بين كل زوج من العناصر والنواتج عبر الزمن، وهو شرط الأمثلية عبر الزمن.

ترتيب البدائل الاستثمارية المتاحة؛ إذ يقدم معدل الفائدة أداة لخصم القيم المستقبلية لغرض مقابلة البدائل الاستثمارية؛ بحيث يمكن اختيار البدائل ذات العائد الأقصى.

- يؤدي معدل الفائدة دوراً توزيعياً؛ إذ أنه يعتبر العائد الذي يحصل عليه رأس المال النقدي كأحد عناصر الإنتاج، ويقوم معدل الفائدة بدوره في تسوية الإنتاجات الحديثة مع معدل الفائدة في كافة أوجه الاستخدام المختلفة على نحو لا يمكن معه لأي من مالكي رأس المال النقدي عند التوازن أن يحصل على عائد أكبر نتيجة نقل رأس ماله من نشاط إلى آخر.

العالم الجديد؛ فأصبح التعامل بالفائدة أمراً طبيعياً وقد سوّغت آنذاك بأمرين اثنين أولهما أنها تعويض للمقرض عن التكلفة التي يتحملها من ناحية المخاطرة أو من ناحية الربح الذي يضيعه نتيجة عدم استعماله لنقوده بنفسه، وثانيهما أنها تمثل نصيب الدائن من الأرباح التي حصل عليها المقرض باستخدامه للأموال المقرضة، وبظهور الرأسمالية بمدارسها ومنظريها بنيت نظريات عديدة في سبيل تسوية آلية التعامل بالفائدة وتحديد مستواها نحاول سردها في النقاط التالية:

٢، ١ نظرية إنتاجية رأس المال: جعل الفكر الاقتصادي الرأسمالي الذي وضعت أسسه المدرسة الكلاسيكية لكل عنصر من عناصر الإنتاج عائداً يُقابلُه (الأرض، رأس المال، العمل والتنظيم)؛ فاعتبرت رأس المال ذا طبيعة إنتاجية وشرعت أخذ الفائدة عنه عند تقديمه للآخرين؛ أي أن هذه النظرية تجزم بأن جلب الربح صفة ذاتية في رأس المال، فيكون أخذ المقرض شيئاً من ذلك الربح أمراً طبيعياً، ولكن أصحاب هذه النظرية لم يفرقوا بين رأس المال النقدي الممثل لمجموع المبالغ النقدية التي تستخدم في تمويل العملية الإنتاجية ورأس المال المادي (الآلات والمعدات) الذي يساهم في العملية الإنتاجية ويقابله أجر يُحسب على أساس مساهمة الآلة في عملية الإنتاج ومقدار الإهلاك الدوري لها، أما رأس المال النقدي فإن صفة الربحية فيه ليست قطعية؛ فكثيراً ما يؤدي استثماره إلى خسارة؛ لذا لا يصح القول بقطعية إنتاجية رأس المال لئتم أخذ فائدة عليه. أما عن كون الفائدة عنصراً من عناصر التكلفة تسوية مرفوض؛ لأنها تتميز عن غيرها من العناصر بأنها أكيدة السداد ولا تتساوى مع التكاليف الأخرى في تحمل نتائج العمل من ربح أو خسارة، كما لا يمكن اعتبارها ثمناً أو أجراً لرأس المال؛ لأنه يدخل جنباً إلى جنب مع العمل في عنصر التنظيم الذي يقابل عائد الربح؛ لذا فالربح يقابل عنصر العمل ورأس المال معاً.

٢، ٢ نظرية التفضيل الزمني: يتأثر معدل الفائدة حسب يوم بافريك Bohm Bawrek مؤسس هذه النظرية بمدى تضحية الأفراد بدخولهم الحاضرة في مقابل تكوين استثمارات مستقبلية، ويسوغه بوجود فرق بين الثمنين الحاضر والمؤجل في قيم السلع، فقيمة الحاضر أكثر من قيمة المستقبل؛ لذا يزداد في ثمن القروض حتى تساوي قيمة الحاضر، ويضاف لها تسوية آخر يعتبر الفائدة بمثابة ثمن يدفع مقابل انتظار المدخر وتعويضه عن حرمانه من ماله بمال يضاف إلى أصل القرض هذه النظرية أعطت للزمن قيمة اقتصادية كبيرة واعتبرته عنصراً من عناصر الإنتاج مثل العمل ورأس المال وهذا هو مدخل النقد فيها؛ إذ لا يتفق الجميع على اعتباره عنصراً من عناصر الإنتاج، حتى وإن كان له تأثير قوي على النشاط الاقتصادي وعلى قرارات الأفراد والجماعات.

٢، ٣ نظرية المخاطرة: هذه النظرية مفادها أن الدائن يخوض نوعاً من المغامرة قد تفقده ماله إذا عجز المدين عن الوفاء بدينه؛ لذا يكون من حقه الحصول على أجر أو مكافأة له على مغامرته بماله وتعويضاً له عن خطر عدم السداد الذي قد يتعرض له، والجواب على هذه الدعوى من وجهين: أولهما أن أخذ الفائدة لا يشكل في الحقيقة تعويضاً عن عدم السداد؛ لأن هذه الفائدة غير مرتبطة بالخطر ولن تغطي مبلغ القرض الذي يحتمل

تحقيقه أعلى من معدل الفائدة يتم اتخاذ القرار بالاستثمار فيها، وهكذا فإن معدل الفائدة في مقابلته بمعدل العائد المتوقع هو الذي يحدد الاستثمار في الأسواق النقدية من عدمه<sup>١٥</sup>.

٢, ٥ دوره في السوق المالي: يتجلى دور معدل الفائدة على مستوى السوق المالي في السوق السندي:

إذ يعتبر أهم متغير في هذا السوق؛ فيؤثر على قرارات المستثمرين في المفاضلة بين فرص الاستثمار المختلفة داخل السوق وخارجها، وذلك لأنه المتغير الأول في حساب العائد على السندات؛ إذ أن القاعدة العامة في حساب هذا العائد هو: أنه سعر الفائدة الذي يساوي بين القيمة الحالية للمدفوعات المستقبلية من وراء الأصل المالي مع قيمة الأصل الجارية، وبعبارة أخرى فإن سعر السند في سوق كنفو يساوي في كل لحظة مجموع القيم الحالية للتدفقات النقدية التي يحصل عليها حامل السند على طول فترة الاستحقاق<sup>١٦</sup>، ويمكن التعبير عن ذلك رياضياً كما يلي:

$$P = C/(1+r)^t + C/(1+r)^{t+1} + C/(1+r)^{t+2} + \dots + C/(1+r)^{t+n} + v/(1+r)^{t+n}$$

حيث: P: هو سعر السند في السوق C: هو الكوبون أو مبلغ الفائدة I: معدل العائد V: القيمة الاسمية للسند

t+n: المدة الكلية (المدة الباقية إلى تاريخ الاستحقاق) حيث تمثل n عدد السنوات الباقية وت تمثل المدة الباقية إلى تاريخ تقطيع الكوبون المالي.

فالسعر السوقي للسند يرتبط بمعدل الفائدة السائد في السوق (الجاري) مقابله بمعدل الفائدة على السند (الاسمي)، فإذا انخفض معدل الفائدة الجاري عن معدل الفائدة الاسمي؛ فإن القيمة السوقية للسند سوف ترتفع؛ نظراً لأن المستثمر يتوقع عائداً أكبر عليها، والصد بالصد؛ ففي حال ارتفاع معدل الفائدة الجاري عن معدل الفائدة الاسمي؛ فإن السوقية للسند سوف تنخفض بالنظر لحصول المستثمر على عائد أقل من عائد السوق. ومن خلال هذا كله يمكن القول أن معدل الفائدة يؤدي دوراً مهماً في قرار الاستثمار في أوراق المالية معينة (سندات) دون غيرها.

٢, ٦ دوره في إدارة التدفقات المالية الدولية: يعتبر معدل الفائدة من المتغيرات المهمة في التأثير على تدفق الأموال على المستوى الدولي؛ فارتفاع معدل الفائدة في بلد ما يؤدي إلى تدفق الأموال تجاه ذلك البلد؛ وذلك وفق آليتين اثنتين: أولاً أن ارتفاعه يشجع الوحدات المقرضة في البلدان الأخرى على استثمار أموالها في البلد الذي يعطي عائداً أعلى، في حين يدفع الوحدات المقرضة إلى البحث عن مصادر أخرى للإقراض وبسعر فائدة أقل، وثانياً وفق آلية الصرف الذي يتغير تبعاً للتدفقات النقدية من وإلى البلد؛ إذ تساهم التدفقات النقدية الداخلية (التي تعني زياد الطلب على العملة المحلية) في تحسين سعر صرفها تجاه عملة البلد المقابل إلى الحد الذي تصبح فيه عملية التوظيف غير مربحة؛ فارتفاع قيمة العملة المحلية يعني انخفاض عائدها عند القيام بعملية التحويل من قبل المستثمر الأجنبي<sup>١٧</sup>، وتستمر عملية التعديل إلى حد مستوى تعادل معدلات الفائدة، وهكذا يتضح جلياً دور معدل الفائدة على المستوى الدولي.

ويستند الرأي القائل بكفاءة معدل الفائدة في التخصيص الأمثل للموارد إلى نظرية كينز في الكفاية الحدية لرأس المال والتي مفادها: أن أي مشروع استثماري إنما يراعى لإنجازه دراسة معدل الربح المتوقع مقابلة بمعدل الفائدة<sup>٣</sup>، غير أننا نرى أن هذه القاعدة تتنافى والتخصيص الأمثل للموارد؛ لأنها تدفع للاستثمار في المشاريع الأكثر ربحية حتى وإن لم تكن في خدمة المجتمع، في حين أنه وإذا ما احتاج المجتمع إلى مشاريع أقل ربحية؛ فإن أصحاب رؤوس الأموال يتجهون للادخار، أضف إلى ذلك أن الغريزة الربحية للبنوك والمؤسسات المالية تدفع بها لتمويل المشروعات الكبيرة بالنظر للملاءة المالية لأصحابها، أما بالنسبة للمشروعات المتوسطة والصغيرة فإن فرصة حصولها على تمويل تكون أقل، وإن وجدت فتتكلف أعلى أي بمعدلات فائدة أكبر؛ وهذا ما يكون ويعزز من الاتجاهات الاحتكارية ويوسع الهوة بين طبقات المجتمع الواحد.

٢, ٢ دوره في السياسة النقدية: يعد معدل الفائدة أداة مهمة من أدوات السياسة النقدية الرامية لتحقيق الاستقرار الاقتصادي والتوازن العام إلى جانب كل من معدل إعادة الخصم، سياسة السوق المفتوحة والاحتياطي الإجمالي، وهدفاً عاملاً ووسيطاً ونهائياً من أهدافها؛ إذ يعد من أهداف السياسة النقدية العاملة (الممكن السيطرة عليها) بالنظر لقابليته للقياس والدقة في تحديده تماشياً مع الوضع الاقتصادي السائد من تضخم أو كساد وذلك إما برفعه (سياسة نقدية انكماشية) أو تخفيضه (سياسة نقدية توسعية)، وهدفاً وسيطاً ونهائياً تسعى السلطات النقدية للمحافظة على استقراره والسيطرة على تقلباته.

ولكن تغيرات هذا المعدل لا تكون دائماً حسب المتوقع أو المرغوب؛ فقد ينخفض مع اتباع سياسة توسعية، وقد ينخفض لأسباب أخرى، فقرار قطاع الأعمال بتخفيض الاستثمار أو انخفاض الطلب الاستهلاكي ولو مع اتباع سياسة إنكماشية، وبالمثل قد يرتفع بزيادة الإنفاق الحكومي والطلب الاستهلاكي المحفز للاستثمار ولو مع اعتماد سياسة توسعية، مما حدا بالنقديين خاصة إلى اعتبار معدل الفائدة مؤشراً مضملاً فيما يتعلق باتجاه السياسة النقدية؛ إذ أن استخدامها كمؤشر قد يؤدي لاعتماد سياسات غير مناسبة<sup>١٨</sup>.

٢, ٤ دوره في السوق النقدي: يؤدي معدل الفائدة دوراً مركزياً في عمل الأسواق النقدية؛ وذلك من خلال ارتباطه بمعظم إن لم يكن بكل أدوات التعامل فيها؛ حيث يمثل الثمن الذي يدفعه المقرض لكي يكون له التصرف في رأس المال أو في مقابل الفرصة البديلة التي يتم التضحية بها من طرف المقرض عند تخليه عن رأس ماله خلال فترة زمنية معينة، ويمثل معدل الفائدة في الأسواق النقدية تكلفة فعلية يتحملها المستثمر (تكلفة مضحى بها في حالة استخدام الأموال الذاتية وتكلفة فعلية في حالة اللجوء للأموال الخارجية) من جهة وعائداً لبعض الأوراق المالية المتداولة في الأسواق النقدية من جهة أخرى، كما أن المستثمر في الأغلب يقابل بين معدل الفائدة الذي يمكنه الحصول عليه من توظيف أمواله بشكل ودعية مصرفية، وبين عائد استخدام هذه الأموال بالاستثمار في شراء الأوراق المالية والأدوات المالية التي يتم التعامل بها في الأسواق النقدية، فإذا كان العائد المتوقع



نصيب أميرة

طالبة دكتوراه تخصص نقود ومالية



أ.د. سحنون محمود

أستاذ في كلية العلوم الاقتصادية وعلوم  
التسيير - جامعة منتوري - قسنطينة

## دور معدّل الفائدة في إحداث الأزمات المالية

الحلقة (٢)

### ثانياً: الأزمات المالية: ماهيتها، تاريخها وتطورها

ماهية الأزمات المالية: تُعدُّ الأزمة المالية مفهوماً مُتعدد الأبعاد؛ لم يُحدّد له تعريفٌ خاصٌ حسب رأي مُعظم الاقتصاديين؛ وذلك بالنظر للاختلاف الكامن بينها، وتعدّد أسبابها؛ فعرّفها كينز. وفق ما عايشه خلال أزمة ١٩٢٩ م. على أنّها: الانخفاض المفاجئ، والسريع في الكفاية الحدية لرأس المال، لتعرّف مع تطوّر الأسواق المالية على أنّها: التدهور الحاد في الأسواق المالية لدولة، أو مجموعة من الدول، والتي من أبرز سماتها فشل النظام المصرفي في أداء مهامه الرئيسية؛ والذي ينعكس في تدهور كبير في قيمة العملة وفي أسعار الأسهم<sup>١</sup>. فهي تلك الوضعية التي يتم فيها فقدان الثقة في المؤسسات المالية، أو الأسواق المالية بصفة عامّة؛ ممّا يتسبّب في حدوث أضرار للمُدخّرين والمستثمرين الذين لا تربطهم علاقة مباشرة بالمؤسسة، أو المؤسسات منبَع الأزمة، وتمسُّ الأزمة المالية الأسواق المالية لدولة ما، أو لمجموعة من الدول نظراً لترابطها، وتنتج الأزمة من تدهور قيمة العملة، أو في أسعار الأوراق المالية؛ ممّا يسبّب نقصاً شديداً في السيولة يعم السوق المالي كله.

أنواع الأزمات المالية: هناك أشكال عدّة للأزمات المالية نُوجزها فيما يلي:

١. أزمات أسواق المال (أسواق الأسهم، وأسواق الديون): يحدث هذا النوع من الأزمات عند تشكّل ما يُعرف بالفقاعة المضاربية المصاحبة للحالات التي تبتعد فيها قيم الأصول المحوطة بصفة دائمة عن قيمها الأساسية، أو الحقيقية؛ ممّا يؤدي في النهاية إلى انفجار الفقاعة؛ فيحدث معه انهيار مفاجئ في الأسعار مُتسبباً في وقوع الأزمة المالية<sup>٢</sup>، فهذا النوع من الأزمات ببساطة يحدث على مستوى أسواق الأسهم والديون عندما يرتفع سعر الأصل المالي بشكل يتجاوز قيمته العادلة بالنظر للطلب المتزايد عليه، والناتج عن قدرته على تحقيق العائد، وبمجرد أن تكون هناك توقعات متشائمة حول هذا الأصل، يبدأ سعره في الانهيار، ثم تظهر حالة من الذعر المالي تعم السوق كافة؛ فتتهار الأَسعارُ، ويمتدُّ الأثر نحو أسعار الأصول الأخرى في القطاع نفسه، أو في قطاعات أخرى.
  ٢. الأزمات المصرفية: يحدث هذا النوع من الأزمات عندما يكون هناك اندفاع فعلي، أو مُحتمل لسحب الودائع من أحد البنوك، أو إخفاقها؛ بإيقاف قابلية التزاماتها الداخلية للتحويل، ممّا يؤدي بالحكومة، أو البنك المركزي للتدخل لمنع ذلك بتقديم دعم مالي واسع النطاق للبنوك<sup>٣</sup>.
  ٣. أزمة العملة: يحدث هذا النوع من الأزمات عندما يكون هناك هبوط شديد في قيمة عملة بلد ما، وانخفاض احتياطياته الأجنبية؛ حيث يتجه المتعاملون إلى تحويل موجوداتهم المالية، والنقدية بعملة البلد. محل الأزمة. إلى عملات أخرى أجنبية أكثر استقراراً؛ وذلك تجنباً للهبوط المتوقع في قيمة هذه العملة نتيجة ظهور بعض الاختلالات على صعيد مؤشرات الاقتصاد الكلي لذلك البلد، أو ما يُعرف بظاهرة الهروب نحو الجودة.
- إضافة إلى ذلك هناك العديد من أنواع الأزمات الأخرى؛ كأزمات الديو السيادية، الأزمات الصناعية، أزمات العقارات، هذه الأزمات لا ترتبط مباشرة بالسوق المالي؛ لذا لا تعتبر أزمات مالية إلا بتأثيرها على الأسواق، والمؤسسات المالية من خلال قيد السيولة.

تاريخ الأزمات المالية: يحكي التاريخ المالي تعرّض النظام المالي العالمي لعديد من الأزمات المالية، اختلفت في أسبابها، ومدّاتها، وآثارها على الاقتصاد العالمي، ولن يسعنا المقام هنا لسردها كلها؛ بل سنكتفي بعرض أهمّها؛ بدءاً بأزمة ١٩٩٢م، وإلى غاية الأزمة المالية ٢٠٠٨م، مُبيّنين في الوقت ذاته أسبابها، وميكانيزم حدوث كل منها.

## الجدول رقم ١: تاريخ الأزمات المالية وتطورها.

أسبابها وميكانيزم حدودها	الأسواق المالية الناشئة فيها	الأزمة المالية
هبوط أسعار الأسهم في السوق الأمريكية بنسبة ١٢٪ ثم توالى الانهيارات لتمتد لتشمل الاقتصاد الحقيقي فانخفض الاستهلاك الكلي والاستثمارات في القطاع الإنتاجي وارتفعت معدلات البطالة لتصل إلى ثلث قوة العمل الأمريكية في ١٩٣٢م.	سوق الأسهم الأمريكي بورصة وول ستريت	أزمة ١٩٢٢
إفلاس البنك الألماني "هيرستات" بسبب تفاوت التوقيت بين ألمانيا والوم أ، وهي أول مرة يتم التعرف فيها على مفهوم الخطر النظامي	البنوك	أزمة ١٩٧٤
رفع أسعار الفائدة المرجعية من أجل امتصاص التضخم وهي سياسة أثبتت نجاحها آنذاك.	البنك الفدرالي الأمريكي	أزمة ١٩٧٩
تراكم ديون الدول النامية عقب أحداث ١٩٧٣ في قطاع المحروقات، وتوجيه القروض لتغطية العجز في موازين المدفوعات بدل استثمارها، ومع حدوث أزمة البترول الثانية ١٩٧٨ أجبرت هذه الدول على الاستدانة بأسعار فائدة أعلى وعلى المدى القصير.	البنوك، أسعار الفائدة والمخاطر النظامية	أزمة ١٩٨٢ أزمة الديون البنكية
توقف نظام التشغيل على مستوى بنك نيويورك لمدة ٢٨ ساعة أوقف كل عمليات السحب والدفع مما استدعى تدخل البنك المركزي ب ٢٠ مليار دولار، وكان ذلك سبقاً تاريخياً.	بنك نيويورك، خطر نظامي	أزمة ١٩٨٥
انخفاض سعر صرف الدولار وارتفاع أسعار الفائدة، ومع ذلك مواصلة نمو أسواق الأسهم إلى أن بلغت معدلات الفائدة ٤٠٠ نقطة فكان أكبر انهيار تاريخي في يوم واحد مما استدعى تدخل البنك الفدرالي الأمريكي.	سوق السندات الحكومية ثم سوق الأسهم ( خطر نظامي )	انهيار ١٩٨٧
اتباع سياسة سعر الصرف الثابت شكل ضماناً وهمياً شجع على الاستدانة الأجنبية مما سبب عجزاً في ميزان المدفوعات تدعم بقيام المتعاملين ببيع سندات الخزينة المكسيكية خشية عجز الحكومة عن السداد وقيامهم بشراء الدولارات، مما ولد أزمة ثقة وانهيار أسعار الصرف، هذا الأمر استدعى تدخل الوم أ وFMI بتقديم ٥٠ مليار دولار لإنقاذ المكسيك.	أسعار الفائدة، خطر نظامي	الأزمة المكسيكية ١٩٩٤
زيادة الاقتراض الخارجي من قبل البنوك للقيام بعمليات الإقراض الداخلي أدى إلى رفع المخاطر الائتمانية ومع ثبات سعر الصرف لم تعتمد البنوك تغطية ضد المخاطر فأعرضت البنوك الدولية عن إفراضها بسبب ارتفاع المخاطر مما دفع بالبنوك المحلية لتغطية ديونها من العملة الصعبة بشراء الدولارات فانهارت قيمة العملة المحلية والذي سرع من العملية هروب رؤوس الأموال الأجنبية نتيجة الهلع الذي مس هذه الأسواق.	البنوك وأسواق العملة	أزمة جنوب شرق آسيا ١٩٩٧
امتداد الأزمة الآسيوية إلى روسيا حيث قام المستثمرون بتخفيض طلبهم على الأوراق المالية للدول الناشئة مما أدى إلى ارتفاع أسعار الفائدة، صاحبته ارتفاع في خدمة الدين الروسي قصير الأجل، إلى الحد الذي تدخل فيه FMI لمساعدة روسيا للخروج من الأزمة.	أسعار الفائدة ( خطر نظامي )	أزمة روسيا ١٩٩٨

<p>قامت هذه الصناديق بالمضاربة من أجل تعظيم أرباحها عن طريق قيامها باقتراض الأوراق المالية لبيعها على أمل شرائها بسعر أقل قبل أجل سدادها للمقرض، وفي ١٩٩٨ توقعت هذه الصناديق انخفاض أسعار الفائدة العالمية واقترب سعر الفائدة على السندات الخاصة من سعر الفائدة على سندات الخزينة الأمريكية فباعت سندات الخزينة واشترت السندات الخاصة، ليحدث عكس ما كان متوقفاً فتكبد الصندوق خسائر مالية قاربت ٥٢٪ من رأس ماله.</p>	<p>صناديق الاستثمار الأمريكية LTCM</p>	<p>أزمة صناديق الاستثمار الأمريكية ١٩٩٨</p>
<p>سُميت بأزمة الاقتصاد الحديث المواكبة للتطور التكنولوجي الذي عرفه قطاع تكنولوجيا المعلومات والاتصال مما أدى إلى ارتفاع أسعار أسهم مؤسساته، ومع بدء نمو الاقتصاد الأمريكي ونتيجة اعتقاد المستثمرين بأن الأرباح المحققة في البورصة لا تتوافق مع قدرة المؤسسات على تحقيق هذه المداخيل، فقد هؤلاء المستثمرين الثقة فيها وقاموا ببيع القيم التكنولوجية التي كانت بحوزتهم، مما أدى إلى انهيار أسعارها.</p>	<p>الأنترنت الأسهم</p>	<p>أزمة الأنترنت ٢٠٠٠</p>
<p>سياسة نقدية توسعية أتبعها الـ FED. للخروج من حالة الركود عقب أزمة الأنترنت ٢٠٠٠، والتزام الإدارة الأمريكية بقانون الرئيس نيكسون الذي مفاده "منزل لكل أمريكي" أدى إلى توسع حجم الإقراض من قبل البنوك الأمريكية وازدهار سوق العقار الذي كان الضمان الوحيد لهذه القروض، واستغلالاً لهذه الفرص الربحية أقدمت البنوك على منح مزيد من القروض إلى متعاملين أقل ملاءة مُستخدمة في ذلك تقنية التوريق وهكذا تواصل ارتفاع أسعار العقارات وأخذت تتفصل عن قيمتها الحقيقية أكثر فأكثر، مما أدى إلى تشكل فقاعة مضاربية، واستمر الوضع إلى غاية بروز ظاهرة التضخم نتيجة الحركة الإق السريعة ومعدلات النمو العالية، حيث اتخذت السلطات النقدية قراراً برفع أسعار الفائدة، ما أدى إلى عجز المقرضين عن الوفاء بالتزاماتهم ومن ثمة أزمة سيولة حادة تحولت إلى أزمة نظامية عمّت أسواق المال والنظم المصرفية العالمية رغم تدخلات البنوك المركزية لمختلف الدول بضح السيولة، لكن الأزمة استمرت وتحولت إلى أزمة اقتصادية مسّت قطاعات عدة أبرزها قطاع السيارات وهي الآن في أحدث شكل لها فيما يُعرف بأزمة الديون السيادية.</p>	<p>سوق العقار الأمريكي، البنوك وسوق الأسهم والسندات ( خطر نظامي)</p>	<p>الأزمة المالية ٢٠٠٨</p>

#### المصدر: من إعداد الباحثين

ثالثاً: دور مُعدّل الفائدة في الأزمات المالية

إنَّ المُمحصَّ للتاريخ المالي، والمتصفِّح لتكنولوجيا الأزمات المالية التي عرفها؛ يجد أنَّ مُعدّل الفائدة كان له دور بارز في حدوثها، وترتيبها.

دور مُعدّل الفائدة في حدوث الأزمة

لقد قام الاقتصادي الأمريكي هيمان فيليب منسكي<sup>xx</sup>. ومن خلال فرضيته حول عدم الاستقرار المالي الداخلي Hypothèse Endogène D'instabilité عام ١٩٨٢ م. بإبراز دور مُعدّل الفائدة في إحداث الأزمات المالية؛ حيث ركّز على الخاصية الداخلية لوقوع الأزمات؛ إذ يُعتقد أنَّ المُتسبب في وقوع الأزمة هو هيكل الاستدانة في الاقتصاد؛ فيعبر عن ذلك بالقول: "أنَّ منبع الأزمة المالية

هو التوسع في منح القروض المصرفية<sup>22</sup>، وتبدأ الأزمة حسب منسكي بظهور فرص استثمارية جديدة (نهاية الحروب والأزمات السياسية، بروز قطاعات جديدة...) توفر فرص ربح جديدة؛ وهذا ما يولد ازدهاراً اقتصادياً يتم تمويله بالتوسع في الإقراض من قبل البنوك استجابة منها لهذا الطلب الجديد، وسعيها منها لتحقيق فرص ربح جديدة<sup>23</sup>، وتمر الأزمة المالية حسب منسكي بمرحلتين اثنتين:

مرحلة الازدهار الاقتصادي: إن تزايد الاستثمارات يُعطي انطباعاً لدى المستثمرين بوجود فرص لتحقيق عوائد، وأرباح مجزية تُغري مُستثمرين آخرين للدخول للسوق المالي، أو القيام بالمضاربة على الأصول المالية المدرة للدخل؛ لذا سمى منسكي هذا النوع من الاستثمار بالاستثمار المغربي Induced investment<sup>22</sup>، وساعدهم في ذلك اتباع السلطات النقدية لسياسة نقدية توسعية؛ من خلال انخفاض أسعار الفائدة؛ مما يشجع على التوسع في الإقراض تلبية لطلب المستثمرين، وبعثاً عن العائد، خاصة مع تزايد ثقة البنوك حول الوضعية الاقتصادية المستقبلية للاستثمارات في القطاع الجديد.

مرحلة الأزمة المالية: مع استمرار مرحلة الازدهار الاقتصادي، يزداد حجم القروض الممنوحة من قبل البنوك للمتعاملين الأقل ملاءة، مما يؤدي بها إلى حماية نفسها ضد المخاطرة الائتمانية؛ من خلال رفع أسعار الفائدة؛ فتزداد بذلك المصاريف المالية لدى المقترضين. الذين قد يتحولون إلى فئة ذات مخاطرة أعلى. وفق التصنيف الذي اعتمده منسكي للمؤسسات في الاقتصاد؛ إذ ميّز بين ثلاثة أنواع من المؤسسات، تمتاز بثلاث هياكل استنادة مختلفة<sup>23</sup>:

- فئة المتعاملين الحذرين: الذين تفوق مداخيلهم المصاريف المالية؛ مما يسمح لهم بسداد القروض وفوائدها في الأجل المحددة.
- فئة المتعاملين المضاربين: تمتاز مداخيلهم بقلتها مقارنة بالمصاريف المالية، لكنها كافية لتغطية فوائد القروض؛ مما يستلزم من هذه الفئة ضرورة إعادة التمويل بالديون لأجل سداد أصل الدين.
- فئة المتعاملين السيئين: وهي الفئة التي لا تستطيع مداخيلها تغطية فوائده وأصل القروض، مما يحتم عليها الاقتراض من أجل التسديد.

ومن خلال هذا العرض؛ يتضح أن ارتفاع معدلات الفائدة يمثل عاملاً أساسياً في التحول من مرحلة الازدهار، إلى مرحلة الأزمة؛ ذلك أن أسعار الفائدة المنخفضة السائدة في مرحلة الازدهار الاقتصادي تؤدي إلى زيادة الطلب على الاستثمار بالنظر لانخفاض التكلفة من جهة، وارتفاع العوائد من جهة أخرى، وتلبية لهذا الطلب. ومن وجهة نظر ربحية. تقوم البنوك بمنح المزيد من القروض بحثاً عن العائد (أسعار الفائدة منخفضة)؛

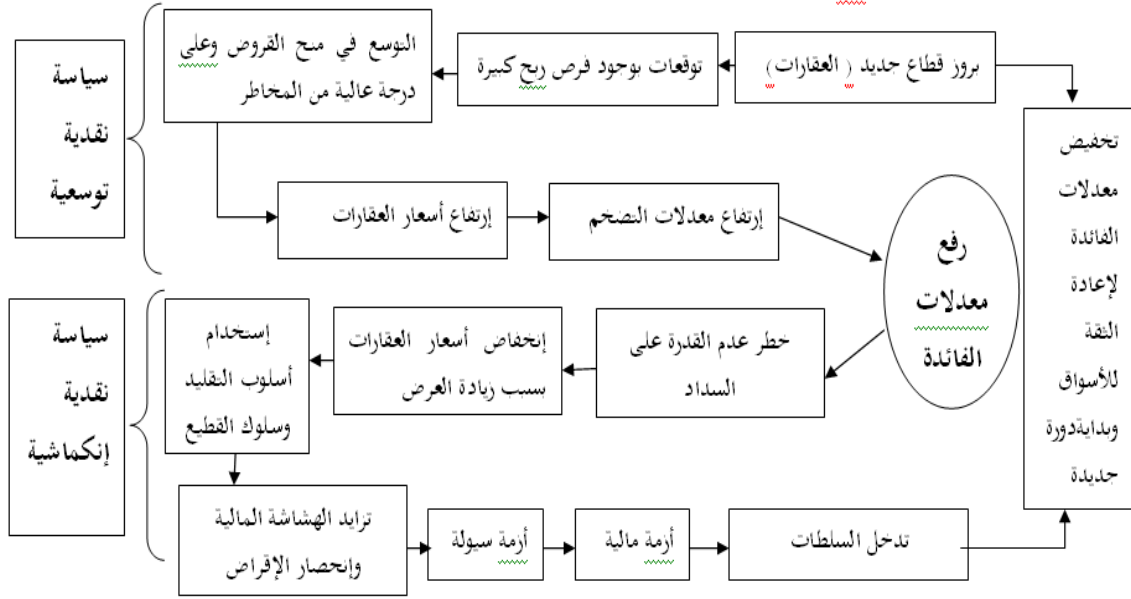
مما يُعطي فرصة لدخول متعاملين أقل ملاءة، وهو ما يدفع بالبنوك لرفع أسعار الفائدة حماية لنفسها من المخاطرة الائتمانية، وعلى هذا الأساس فإن خطر حدوث الأزمة يزداد مع ارتفاع أسعار الفائدة التي تجعل خطر عدم القدرة على السداد، ويزداد بذلك الطلب على قروض جديدة لضمان سداد الديون السابقة؛ مما يدفع بأسعار الفائدة للارتفاع أكثر، وتتحوّل المؤسسات من فئة المتعاملين الحذرين إلى فئة المتعاملين السيئين؛ فتزداد الهشاشة المالية، ويزداد خطر عدم القدرة على السداد المؤدي لأزمة سيولة، ومن ثمة إلى أزمة مالية.

وكمثال على ذلك؛ سنحاول فيما يلي أن نبين دور مُعدّل الفائدة في إحداث الأزمة المالية لسنة ٢٠٠٨ م من منظور منسكي، ووفق فرضيته لعدم الاستقرار المالي الداخلي.

فبُغية التصدي لمخاوف الانكماش في أعقاب أزمة الأنترنت ٢٠٠٠م؛ قام البنك الفدرالي الأمريكي باتباع سياسة نقدية توسعية؛ من خلال تخفيضات مُتتالية لأسعار الفائدة، خاصة في الفترة ما بين ١٩٩٨ م حتى ٢٠٠٢ م، لتنتقل من ٦,٥٪ عام ٢٠٠٠ م إلى ١,٧٥٪ عام ٢٠٠١ م، ثم إلى ١٪ عام ٢٠٠٢ م<sup>24</sup>، نشطت الطلب على العقارات؛ خاصة مع تمسك الإدارة الأمريكية بقانون الرئيس نيكسون القاضي "بمنزل لكل فرد أمريكي"؛ مما أدى إلى ارتفاع أسعار العقارات، ومن أجل استغلال هذه الفرص الربحية؛ توجهت البنوك والمؤسسات المالية لمنح القروض العقارية إلى جهات تميز بدرجة عالية من المخاطر (منحت قروضاً لمتعاملين لا دخل ولا عمل لهم، ولا يملكون أية أصول No job. No income. No assets)<sup>25</sup>، هذه القروض شكّلت درجة خطر عالية على المؤسسات المالية المقرضة وتُسمى ب.قروض Subprimes ومن خصائصها أن سعر الفائدة المرفوض عليها ثابت في السنتين الأولى والثانية، ثم يتحول إلى سعر متغير. كما يُضاف إلى سعر الفائدة علاوة خطر تتراوح بين (١-٥٪) وتُعطى للمقرض إمكانية الحصول على قروض استهلاكية مُجدداً بالاعتماد على نفس الضمان عند زيادة قيمته السوقية، بمعنى آخر: أن هذه القروض من النوع القابل لإعادة التعبئة Rechargeables<sup>26</sup>، ومثل هذا النوع من القروض نسبة ٢٠٪ من إجمالي القروض العقارية الممنوحة في سنة ٢٠٠٦ م<sup>27</sup>، وانطلاقاً من عام ٢٠٠٤م ارتفعت أسعار الفائدة الرئيسية من ١٪ عام ٢٠٠٤ م إلى ٥٪ عام ٢٠٠٧ م بقرار من ال. FED؛ بُغية كبح جماح التضخم، وهو الأمر الذي جعل المقرضين يواجهون خطر عدم القدرة على السداد، ونتيجة لذلك قام المستثمرون ببيع عقاراتهم من أجل تسديد الديون؛ مما أدى إلى انهيار أسعارها، لينعكس الأمر بعدها على البنوك، والمؤسسات المالية؛ فتتحوّل الأزمة من عقارية، إلى أزمة مالية عمّت الأسواق المالية كافة، بفعل تقنية التوريق التي اعتمدها البنوك لإخراج الخطر من ميزانيتها. ويمكن تمثيل ميكانيزم الأزمة المالية العالمية ٢٠٠٨ م، ودور مُعدّل الفائدة فيها من خلال الشكل التالي:



الشكل رقم 1: ميكانيزم حدوث الأزمة المالية العالمية وعلاقة معدل الفائدة بها

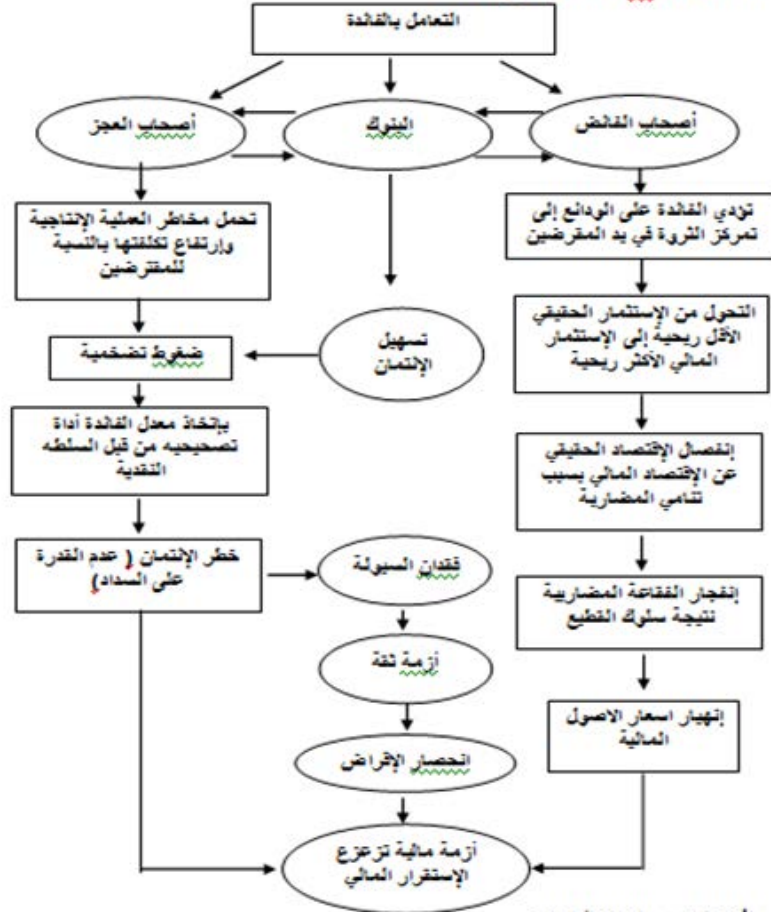


المصدر: من إعداد الباحثين.

### دور المؤسسات المصرفية في الأزمات المالية

للمؤسسات المصرفية التي تقوم نشاطها على الفائدة دور مهم في حدوث الأزمات المالية، ويمكن أن نشرح ذلك وببساطة من خلال الشكل الموالي:

الشكل رقم 2: دور البنوك في الأزمات



المصدر: من إعداد الباحثين

من خلال هذا المخطط يبرز وبوضوح كيف لآلية الفائدة أن تؤدي إلى تركز الثروة في يد أصحاب الفائض الذين ينمو لديهم حب المال؛ فيتوجهون إلى الاستثمار المالي المدر للدخل بدل الاستثمار الحقيقي، وإلى ارتفاع تكاليف العملية الإنتاجية لدى أصحاب العجز الذين يحملونها بدورهم في أسعار السلع والخدمات؛ مما يجعل ضغوطا تضخمية تزداد أكثر مع توسع البنوك في الإقراض بحثا عن الربح، ومع تدخل السلطات النقدية باتخاذها معدل الفائدة؛ كأداة تصحيحية يظهر خطر عدم القدرة على السداد الذي تتم تغطيته ببيع الأصول الحقيقية؛ مما يؤدي إلى زيادة المعروض منها؛ فتتهار أسعارها، وتتحوّل المشكلة إلى أزمة سيولة، ومن ثمة أزمة فقدان الثقة، وأزمة مالية تعم السوق المالي ككل.

وهكذا ومن خلال دور الوساطة الذي تؤديه المؤسسات المصرفية، والقائم على آلية الفائدة، تساهم في توسيع الهوة بين الاقتصاد المالي، والحقيقي؛ من خلال عمليات التوريق التي تقوم بها، وفي زيادة حدة الأزمة، وانتشارها، وتحويل الخطر من خطر غير نظامي إلى خطر نظامي.

#### دور معدل الفائدة في ترابط الأزمات المالية

يجد الباحث في تاريخ الأزمات المالية أن معدل الفائدة دورا كبيرا في ترابط هذه الأزمات وتكررها؛ فبعد الحرب العالمية الأولى انخفضت أسعار الفائدة في أوروبا واليوم أ للخروج من حالة الركود الاقتصادي خاصة في الفترة ما بين ١٩٢٤-١٩٢٨م؛ مما أدى إلى حدوث أزمة الكساد الكبير عام ١٩٢٩م؛ التي تولد عنها نظرية كينزية دعت إلى ضرورة تخفيض معدلات الفائدة، وضرورة تدخل الدولة في الحياة الاقتصادية، وهو ما اتبعت دول عديدة في العالم طيلة عقود الأربعينيات، والخمسينيات، والستينيات، فقاد ذلك اقتصاديات هذه الدول إلى مستويات عالية من التضخم؛ أنجر عنها انهيار النظام النقدي الدولي بداية التسعينيات، ولمعالجة هذه الظاهرة ارتفعت أسعار الفائدة في عديد من الدول الصناعية مخلفة أزمات مالية، ونقدية كان الخروج منها في كل مرة يستدعي تخفيض معدلات الفائدة، ومع تواصل انخفاض هذه الأخيرة في الدول الصناعية توجهت رؤوس الأموال إلى الأسواق المالية الناشئة؛ حيث أن العائد مرتفع، وأسعار الفائدة عالية؛ فتوسّع الإقراض في هذه الأسواق، ونشطت المضاربة، وارتفعت أسعار الفائدة أكثر؛ إلى أن انفجرت فقاعة المضاربة، وعمت الأزمة دول جنوب شرق آسيا، وروسيا، والبرازيل، والمكسيك، والأرجنتين؛ مما أدى إلى هروب رؤوس الأموال عائدة إلى الدول الصناعية الكبرى، ومُتسببة في تشكيل موجة تضخمية عولجت بسياسة نقدية انكماشية، صاحبها ارتفاع في معدلات الفائدة؛ فتكوّنت فقاعة الأنترنت، وانفجرت سنة ٢٠٠٠م، الأمر الذي دفع بالبنك الفدرالي الأمريكي للقيام بتخفيضات متتالية وصلت إلى ١٪ سنة ٢٠٠٣م، تبعه في ذلك كل من البنك المركزي الأوروبي، والبنك البريطاني، وهنا تكوّنت فقاعة جديدة؛ هي فقاعة الرهن العقاري والتي انفجرت بمجرد رفع معدلات الفائدة استجابة لمتطلبات النمو، وللمحافظة على معدلات التضخم عند مستويات معينة؛ لتتولد أزمة مالية جديدة هي أزمة ٢٠٠٨م، هذه الأخيرة وفي محاولة للتقليل من آثارها ومعالجتها خفضت أسعار الفائدة مرّات عديدة وصلت إلى حد الصفر في بعض دول العالم.

وهكذا ومن خلال هذا التحليل يمكننا القول؛ أن تخفيض معدلات الفائدة، بهدف الخروج من أزمة، يُشكل موجات تضخمية تعالج بسياسة نقدية إنكماشية تجعل أزمة مالية جديدة.

#### خاتمة

إنّ العرض السابق يبيّن أنّ التحليل النظري لمعدل الفائدة يعطيه أهمية كبيرة في إدارة النشاط الاقتصادي، لكنّ الأحداث الاقتصادية ممثلة وبالدرجة الأولى في الأزمات المالية المتعاقبة، والمتامي التي شهدتها النظام المالي العالمي أثبتت أنّ له الدور الكبير أيضا (ولكن من ناحية أخرى) في تشكيل الأزمات المالية؛ لأنّ تغيراته حسب فرضية عدم الاستقرار المالي الداخلي ل. (منسكي) هي العامل الأساس في التحول من مرحلة الازدهار الاقتصادي التي تميزها معدلات فائدة منخفضة إلى مرحلة الأزمة المالية التي ترتفع فيها معدلات الفائدة، كما أنّ للبنوك والمؤسسات المالية التي تتعامل بها دورا بارزا في زيادة حدة الأزمات، وتوسيع نطاقها بالنظر لأساليب عملها وأدواتها، إضافة لفعاليتها في ترابط الأزمات وتكررها؛ فالخروج من أزمة مالية بسياسة نقدية توسعية يجعل ضغوطا تضخمية تعالج برفع معدلات الفائدة، وتوقع في أزمة مالية أخرى أشد منها.

## قائمة المراجع

- الداوي الشيخ، الأزمة المالية العالمية: انعكاساتها وحلولها، مداخلة مقدمة لمؤتمر الأزمة المالية العالمية وكيفية علاجها من منظور النظام الاقتصادي الغربي والإسلامي، جامعة الجنان، طرابلس لبنان، ١٣-١٤ مارس ٢٠٠٩، ص ٠٥-٠٨.
- زغدار أحمد، ناصر المهدي، الأزمة المالية الآسيوية والأزمة العقارية الأمريكية... الأسباب والدروس المستخلصة من الأزمات، مداخلة مقدمة للملتقى الدولي الثاني حول الأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية والمصرفية، النظام المصرفي الإسلامي نموذجاً، جامعة خميس مليانة، ٥-٦ ماي ٢٠٠٩، ص ٥.
- ١. فارس مسدور، التمويل الإسلامي من الفقه إلى التطبيق المعاصر لدى البنوك الإسلامية، دار هومة للطباعة والنشر والتوزيع، الجزائر، دط، ٢٠٠٧، ص ٣٠.
- ٢. نجاح عبد العليم عبد الوهاب أبو الفتوح، الاقتصاد الإسلامي: النظام والنظرية، عالم الكتب الحديث، عمان، ط١، ٢٠٠١، ص ٤٦٨.
- ٣. جوزيف لويس شومبيتر هو اقتصادي نمساوي ولد عام ١٨٨٣ عرف بنظرياته في التقلبات الاقتصادية والتنمية الاقتصادية، من أشهر مؤلفاته الرأسمالية، الإشتراكية والديمقراطية، توفيت عام ١٩٥٠.
- ٤. عبد المنعم مبارك، محمود يونس، إقتصاديات النقود والصيرفة والتجارة الدولية، الدار الجامعية، الإسكندرية، دط، ١٩٩٧، ص ١٨١.
- 5. Ben patterson et kristina lygnerud. Détermination des taux d'interet. Document de travail. Série affaires économique. Direction générale des études. Parlement europeen. Luxembourg. Econ 116 fr. 2001 . P8.
- 6. Hubert de la bruslerie. Gestion obligataire. Marché. Taux d'intérêt et actifs financières. tome1. 2ème édition . Economica. Paris. 2002. P266.
- ٧. شريط عابد، سدي علي، معدل الفائدة ودورية الأزمات في الاقتصاد الرأسمالي " محاولة للفهم وإقتراح الحلول " ، مداخلة مقدمة في المؤتمر العالمي الثامن للإقتصاد والتمويل الإسلامي، النمو المستدام والتنمية الاقتصادية الشاملة من المنظور الإسلامي، الدوحة، قطر، ١٨-٢٠ ديسمبر ٢٠١١، ص ٣.
- ٨. مخلوف عبد السلام، العرابي مصطفى، أهم الإنتقادات الموجهة لسعر الفائدة كسعر إستراتيجي في النظام الاقتصادي المعاصر، مداخلة مقدمة للملتقى الدولي الثاني حول الأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية والمصرفية- النظام المصرفي الإسلامي نموذجاً، المركز الجامعي خميس مليانة، ٥-٦ ماي ٢٠٠٩، ص ٤.
- ٩. شريط عابد، سدي علي، مرجع سابق، ص ٤.
- ١٠. مخلوف عبد السلام، العرابي مصطفى، سعر الفائدة: تحقيق في أضراره الاقتصادية، مداخلة مقدمة للملتقى الوطني التاسع حول أداة سعر الفائدة وأثرها على الأزمات الاقتصادية، جامعة ٢٠ أوت ١٩٥٥ سكيكدة، ٠٩-١٠ ماي ٢٠١١، ص ٥.
- ١١. شريط عابد، سدي علي، مرجع سابق، ص ٥.
- ١٢. عبد المنعم السيد علي، نزار سعد الدين العيسى، النقود والمصارف والأسواق المالية، دار الحامد، عمان، الأردن، ٢٠٠٤، ص ٢٠٠.
- ١٣. نجاح عبد العليم عبد الوهاب أبو الفتوح، مرجع سابق، ص ٢٩٧.
- ١٤. مخلوف عبد السلام، العرابي مصطفى، سعر الفائدة: تحقيق في أضراره الاقتصادية، مرجع سابق، ص ٨.
- ١٥. وسام ملاك، النقود والسياسات النقدية، دار المنهل اللبناني، بيروت، لبنان، ٢٠٠٠، ص ١٩٩.
- ١٦. ١٥. سياستيان إدواردز، محسن خان، أسعار الفائدة في البلدان النامية، مجلة التمويل والتنمية، ١٩٨٨، مج ٢٢، رقم ٢، ص ٢٨.
- 17. Sophie brana et autres. économie monétaire et financiere . 2ème édition. Dunod. Paris. 2003. p75.
- 18. Michel jura. techniques financière internationales. 2ème édition. Dunod. paris. 2003. p124. 128.
- ١٩. مخفي أمين، هني طه، الأزمة المالية العالمية وعلاقتها بمعدل الفائدة، مداخلة للملتقى الوطني التاسع حول أداة سعر الفائدة وأثرها على الأزمات، جامعة ٢٠ أوت ١٩٥٥ سكيكدة، ٠٩-١٠ ماي ٢٠١١، ص ٣.
- ٢٠. بحري هشام، تفسير ميكانيزم الأزمة المالية من خلال ظاهرة الفقاعات المضاربية، مداخلة للمشاركة في الملتقى الدولي حول الأزمة المالية، كلية العلوم الاقتصادية، التسيير والعلوم التجارية، جامعة منتوري قسنطينة، يومي ١٤-١٥ نوفمبر ٢٠٠٩ ص ٤.
- ٢١. مخفي أمين، هني طه، مرجع سابق، ص ٠٤.
- ٢٢. هيمان فيليب منسكي اقتصادي أمريكي من أصول يهودية ولد في ٢٣ سبتمبر ١٩١٩ وتوفي في ٢٤ أكتوبر ١٩٩٦، تمحورت أعماله حول دراسة قضية الأزمات، الهشاشة المالية وعدم الاستقرار المالي والتقلبات الاقتصادية أبرزها فرضية عدم الاستقرار المالي الداخلي عام ١٩٨٢.
- ٢٣. ٢١. بحري هشام، محزم حسينة، الآثار المحتملة لتخفيض أسعار الفائدة على الاقتصاد العالمي، مداخلة للمشاركة في الملتقى الوطني التاسع حول أداة سعر الفائدة وأثرها على الأزمات الاقتصادية، جامعة ٢٠ أوت سكيكدة، يومي ٩-١٠ ماي ٢٠١١، ص ٤.
- ٢٤. أحمد مهدي بلواي، هيمان منسكي ماذا يمكن أن يستفيد الاقتصاديون المسلمون من أفكاره، مجلة جامعة الملك عبد العزيز: الاقتصاد الإسلامي، م ٢٤، ع ١، ٢٠١١، ص ١٠٢.
- ٢٥. بحري هشام، محزم حسينة، مرجع سابق، ص ٥.
- 26. 24. Artus P., J.P. Betbèze, C.D. Boissieu, G.C. Blancard. La crise des subprimes. La documentation Française. Paris. 2008. p 111.
- ٢٧. بحري هشام، محزم حسينة، مرجع سابق، ص ٦-٧.
- ٢٨. بن نعمون حمادو، دور تقنية التوريق وصناديق التحوط في أزمة المالية ٢٠٠٨، مداخلة في الملتقى الدولي حول: الأزمة المالية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير جامعة منتوري قسنطينة، يومي ١٤-١٥ نوفمبر ٢٠٠٩ ص ٥.