



أثر الأزمة المالية العالمية على الدول العربية: قناة أسواق رأس المال

عماد موسى

جامعة الكويت – دولة الكويت

[E-mail:imad.moosa@buseco.monash.edu.au](mailto:imad.moosa@buseco.monash.edu.au)

المؤتمر الدولي حول " القطاع الخاص في التنمية: تقييم واستشراف "
(23-25 مارس 2009 ، بيروت ، الجمهورية اللبنانية)

”أثر الأزمة المالية العالمية على الدول العربية : قناة أسواق رأس المال”

عماد موسى

أولاً - مقدمة :

نشأت الأزمة المالية العالمية التي نشهدها اليوم من أزمة القروض الإسكانية رديئة النوعية والتي كانت نتاجاً للزيادة المفرطة في القروض الإسكانية المقدمة من المؤسسات المالية الأمريكية إلى مقترضين غير مؤهلين مالياً للحصول على مثل هذه القروض. هذه الأزمة هي في حقيقة الأمر أزمة ائتمانية تتميز بانخفاض حجم وشروط القروض المقدمة إلى المستثمرين والمستهلكين مما أدى إلى التأثير عكسياً على مستوى الاستهلاك والاستثمار وبالتالي إلى دفع الاقتصاد الأمريكي واقتصاديات الدول الكبرى إلى مرحلة الركود الاقتصادي. كما تتميز الأزمة المالية بالفوضى الحاصلة في الأسواق المالية لعدم تمكن المؤسسات المالية من تحديد القيم الحقيقية للأصول المالية التي لم تعد تتداول بكميات تكفي لهذا الغرض.

إن الأزمة المالية الحالية أكثر تعقيداً من الأزمات السابقة لأن الابتكار المالي أدى (عن طريق التوريق) إلى ظهور أصول مالية غاية في التعقيد ومن الصعب تحديد مستوى المخاطر فيها. الميزة الأخرى للأزمة الحالية هي سرعة انتشارها من الولايات المتحدة إلى الدول الأخرى. كما أن هناك فرق كبير بين هذه الأزمة والأزمات التي حصلت في منتصف السبعينات وأوائل الثمانينات وهو أن الأزمات السابقة تميزت بالمخاوف من التضخم، أما في هذه الأزمة فإن المخاوف تتعلق بالانكماش.

وبالرغم من معرفتنا بخصائص الأزمة الحالية فإن السؤال الصعب الذي يجابه صانعي السياسة الاقتصادية والمراقبين، على حد سواء، هو المتعلق بتوقيت، وكيفية انتهاء الأزمة. ما نعرفه أيضاً أن هذه الأزمة أثرت على الدول النامية والناشئة، بما فيها الدول العربية، وعليه تهدف هذه المداخلة إلى تقييم آثار الأزمة على الدول العربية، بما في ذلك الآثار المترتبة على الأسواق المالية، والمؤسسات المالية، والاقتصاديات بشكل عام.

ثانياً - أصول ونشوء الأزمة:

يمكن تلخيص أصول ونشوء الأزمة بالنقاط التالية:

1. إفراط المؤسسات المالية الأمريكية في تقديم القروض الإسكانية رديئة الجودة.
2. بيع هذه القروض إلى البنوك الاستثمارية، والتي تقوم بدورها بتحويلها إلى أوراق مالية معقدة تسمى التزامات الدين المضمونة إضافة إلى أنواع أخرى من الأوراق المالية المدعومة بالقروض الإسكانية. وتصنف هذه الأوراق المالية عند مستويات عالية من قبل وكالات التصنيف.
3. كما تباع هذه الأوراق المالية إلى المستثمرين في كافة أنحاء العالم على أنها أوراق عالية المردود وقليلة المخاطر. ثم تقوم البنوك التجارية والاستثمارية بأخذ مراكز على هذه الأوراق ولكنها لا تحتفظ بها في دفاترها بل في حسابات خاصة تدعى "مركبات استثمارية خاصة". كما تقوم البنوك التجارية، أيضاً، بمنح المستثمرين في هذه الأوراق قروضاً لتمويل شرائها.
4. وتعتبر كافة الأطراف في وضع جيد طالما كانت أسعار المساكن في ارتفاع، حيث يتمكن المقترضون من إعادة تمويل قروضهم ودفع ما عليهم من التزامات. ويحصل المستثمرون في الأوراق المالية على عوائدهم عن طريق مدفوعات تسديد القروض. ويحصل الوسطاء، أيضاً، على عمولاتهم، وكذلك تحصل وكالات التصنيف على رسومها.
5. إلا أن المشاكل تبدأ عندما تبدأ أسعار المساكن بالتراجع، حيث لا يتمكن المقترضون من تسديد قروضهم، ولا المستثمرون في الأوراق المالية من كسب عوائدهم. وهنا تبدأ أسعار الأوراق المالية بالانخفاض، وبالتالي تقوم وكالات التصنيف بتخفيض التصنيف.
6. بعد ذلك يبدأ التأثير على كافة الأسواق المالية، ويتقلص الائتمان، تتحول أزمة القروض الإسكانية رديئة الجودة إلى أزمة ائتمانية ومالية عامة يمتد أثرها إلى القطاع الحقيقي من الاقتصاد الأمريكي وإلى الدول الأخرى.

لقد نشأت الأزمة بسبب تضافر العديد من العوامل والأدوار التي لعبتها العديد من الجهات، ويمكن تلخيص هذه الأدوار كما يلي:

1. دور المؤسسات المالية المانحة للقروض الإسكانية وتجاهل المخاطر الائتمانية من قبل هذه المؤسسات وذلك يعود لسببين: الأول، استعداد الحكومات للتدخل لنجدة المؤسسات الفاشلة، والثاني، تحويل القروض إلى أوراق مالية وبذلك إزالة المخاطر الائتمانية من دفاتر هذه المؤسسات. إلا أن المثير للسخرية أن هذه المؤسسات احتفظت بأرصدة من هذه الأوراق المالية أو قامت بتمويل عمليات شراء الأوراق من قبل المستثمرين، وبذلك تحولت المخاطر الائتمانية إلى مخاطر سوقية.

2. دور وكالات التصنيف التي منحت الأوراق المالية درجات عالية، على أساس أن هذه الأوراق قليلة المخاطر الائتمانية. وفي هذا تضارب واضح في المصالح إذ أن وكالات التصنيف تحصل على رسومها من المؤسسات المصدرة للأوراق المالية.

3. دور صانعي السياسة الاقتصادية والمنظمين، حيث أن أحد الأسباب الرئيسية للإفراط في تقديم القروض الإسكانية هو السياسة المالية الإنكماشية التي اتبعتها بنك الاحتياطي الفيدرالي في أعقاب الركود الاقتصادي عام 2001 والتي أدت إلى هبوط معدلات الفائدة إلى مستويات متدنية لفترة طويلة. كما لعبت السياسات الإشرافية والتنظيمية المستندة إلى مبدأ السوق الحر دوراً في هذا الصدد. ومن الأمثلة على ذلك التخلي عن قانون جلاس-ستيجال الذي كان ينص على الفصل بين عمليات البنوك التجارية والبنوك الاستثمارية. إضافة إلى ذلك لعبت عمليات التنظيم، المستندة على رأس المال كما تنص عليه اتفاقيات بازل الأولى وبازل الثانية، دوراً سلبياً. إذ أن من الأفضل تنظيم نسب المديونية بدلاً من رأس المال. فعلى سبيل المثال، عندما انهار بنك بيرن ستيرن كانت نسبة مديونيته 1:32.

4. دور التوريق، وهي العملية التي أنتجت العديد من الفوائد منذ بداية الثمانينات، إلا أن الإفراط في هذه العملية أدى إلى الكثير من السلبيات، منها ظهور أدوات مالية غاية في التعقيد ومن الصعب تسعيرها.

5. دور العولمة، أو بالأحرى المغالاة في العولمة، وهذا ما أدى إلى انتقال الأزمة بشكل سريع للغاية من الولايات المتحدة إلى دول العالم الأخرى.

ثالثاً - تأثير الأزمة على الأسواق المالية والاقتصاديات:

أدت الأزمة إلى ابتعاد المستثمرين عن المخاطر والاتجاه نحو الأصول المالية عالية الجودة ومنخفضة المخاطر مثل سندات الخزنة، مؤدية بذلك إلى انخفاض حاد في العائد على هذه السندات. كما تراجعت مستويات السيولة في أسواق التعامل ما بين البنوك، حين أحجمت البنوك عن التعامل مع بعضها البعض مما أدى إلى انهيار بعض البنوك التي لم تكن معرضة للقروض الإسكانية رديئة الجودة مثل البنك البريطاني نورثرن روك كما تراجعت أسواق الأسهم بشكل حاد بسبب الخسائر التي تعرضت لها المؤسسات المالية والشركات العقارية وبسبب نقص السيولة اللازمة لتمويل الاستثمار في الأسهم. على العكس من ذلك، أقدم المستثمرون على بيع الأسهم والتحول نحو الودائع وسندات الخزنة بسبب عدم الرغبة في التعرض إلى المخاطر السوقية.

أما عن أثر الأزمة على أسواق العملات فهو غير واضح. إلا أن أحد نتائج الأزمة هو قيام تجار العملات بمحل مراكزهم الطويلة في العملات ذات الفائدة المرتفعة مما أدى إلى تراجع هذه العملات بما في ذلك الدولار الاسترالي الذي انهار في أكتوبر 2008. ويعتقد الكثيرون أن من المفروض أن تؤدي الأزمة إلى انهيار الدولار الأمريكي ولكن ما حدث هو العكس. إذ ارتفع الدولار مقابل العملات الأخرى باستثناء الين. وهناك العديد من العوامل التي تفسر ارتفاع الدولار منها: العوامل الدورية، وتدفقات الاستثمار الخارجي المباشر إلى الولايات المتحدة، وتضاؤل إمكانية تخفيض معدلات الفائدة الأمريكية، وقيام المستثمرين الأمريكيين بتسييل استثماراتهم في الأسواق الأجنبية لتجنب المخاطر والحصول على سيولة دولارية.

وليس من الواضح علاقة سوق النفط بالأزمة، وفيما إذا كان التراجع الحاد في أسعار النفط هو أحد نتائج الأزمة. ولكن يمكن الربط بين الإثنين على أساس المبدأ الذي يقضي بأن سعر النفط أصبح يشابه الأسعار المالية من حيث السلوك والتقلبات الحادة. حيث أن سعر النفط يحدد بشكل رئيسي في أسواق العقود المستقبلية. ولا يمكن بأي حال من الأحوال تفسير التقلبات الحادة في أسعار النفط بعوامل اقتصادية حقيقية، مثل النمو الاقتصادي في الصين والهند، ولكن يمكن تفسيرها بسلوك المتداولين في الأسواق المستقبلية.

ومع حلول عام 2009 أصبح واضحاً أن آثار الأزمة لا تقتصر على الأسواق المالية، وإنما يتعدى أثرها إلى الأسواق الأخرى بشكل عام أعلنت العديد من الدول الرئيسية أنها في وضع ركود اقتصادي وتنوي مجابهة هذا الركود عن طريق سياسات مالية توسعية تستند إلى إنفاق المليارات من الدولارات. ومن المتوقع أن يكون النمو الاقتصادي سلبياً عام 2009، ولكن معظم التنبؤات تشير إلى عودة النمو الاقتصادي الموجب عام 2010، مع بقاء هذه الاقتصاديات دون مستوى الاتجاه العام للنمو الاقتصادي. فعلى سبيل المثال، تشير التنبؤات التي أعدها بنك HSBC إلى تراجع نمو الاقتصاد العالمي إلى -0.1 بالمائة في عام 2009 ومن ثم ارتفاعه إلى 2.6 بالمائة في عام 2010. ومن المتوقع أيضاً أن يكون معدل نمو الدول المتقدمة في عام 2009 حوالي -1.1 بالمائة، والولايات المتحدة -0.9 بالمائة، ومنطقة اليورو -1.4 بالمائة، وألمانيا -1.5 بالمائة، والمملكة المتحدة -1.5 بالمائة، واليابان -1.4 بالمائة.

رابعاً - تأثير الأزمة على المؤسسات المالية في الدول العربية:

كما هو الحال في باقي دول العالم تأثرت المؤسسات المالية في الدول العربية (وعلى الأخص في دول مجلس التعاون الخليجي) بالأزمة عن طريق عدد من القنوات هي: (1) التعرض المباشر لسوق العقار أو الأوراق المالية المدعومة بالقروض الإسكانية في الولايات المتحدة، و(2) التعامل مع المؤسسات المالية الأمريكية المتعاملة في سوق العقار أو الأوراق المالية المدعومة بالقروض الإسكانية، و(3) تأثير الأزمة على متطلبات السيولة للمؤسسات المالية العربية.

لنبدأ، أولاً، بمناقشة تأثير الأزمة عن طريق التعرض المباشر وغير المباشر للخسائر الناتجة عن القروض الإسكانية رديئة الجودة، وتتركز هذه، كما قلنا، في دول مجلس التعاون الخليجي. ففي نهاية عام 2008 كان لدى هذه الدول ما قيمته 1.8 - 2 ترليون دولار من الأصول المالية الأجنبية منها 60 بالمائة مقومة بالدولار الأمريكي. إلا أن عدداً قليلاً من المؤسسات المالية في دول مجلس التعاون الخليجي أقرت بالتعرض إلى خسائر القروض الإسكانية رديئة الجودة. ومن هذه المؤسسات بنك أبوظبي الوطني، وشركة الخليج للاستثمارات

ويعتقد، أيضاً، أن الصناديق السيادية لدول مجلس التعاون الخليج قد تكبدت خسائر كبيرة نتيجة لتعرضها المباشر وغير المباشر للقروض الإسكانية رديئة الجودة، حيث أن من المعتقد أن هذه الصناديق استثمرت في التزامات المديونية المضمونة، وفي أنواعٍ أخرى من الأوراق المالية المدعومة بالقروض الإسكانية. كما أن هيئة الاستثمار الكويتية ضحّت أموالاً طائلة في البنك الاستثماري ميريل لينش الذي تعرض لانهيار في قيمة أسهمه.

أما المشكلة الكبرى، التي تواجه المؤسسات المالية في دول مجلس التعاون الخليجي، فهي شح السيولة وزيادة تكاليف الاقتراض في الوقت الذي تتعرض فيه هذه الدول لخسائر نتيجة للديون المدومة. وفي الحقيقة فإن شح السيولة قد ظهر حتى قبل نشوء الأزمة بسبب معدلات الفائدة الحقيقية السالبة. إلا أن ظهور الأزمة قد شجع المستثمرون الأجانب على الخروج من الأسواق المالية الخليجية لحاجتهم للسيولة.

خامساً - تأثير الأزمة على الأسواق المالية العربية:

مرة أخرى يتركز النقاش هنا على دول مجلس التعاون الخليجي حيث تلعب البنوك الدولية دوراً مهماً في أسواق المال المالية. فقد ارتفعت في النصف الثاني من عام 2008 معدلات الفائدة على الودائع المتداولة بين البنوك بشكل حاد. فعلى سبيل المثال ارتفعت في دولة الإمارات العربية المتحدة معدلات الفائدة لثلاثة أشهر بمقدار 2.3 نقطة مئوية في غضون ثلاثة أشهر. ولازال هذا الارتفاع مستمراً بالرغم من تخفيض معدلات الفائدة الواقعة تحت سيطرة السلطات النقدية، مثل سعر الخصم، وبالرغم من تراجع معدلات الفائدة على الودائع الدولارية الدولية. كما ارتفع الفارق بين العائد على سندات الشركات الصادرة في دول مجلس التعاون الخليجي، ومعدل الفائدة على الودائع الدولارية الدولية من 1.45 بالمائة، في نهاية عام 2007، إلى 5 بالمائة في نهاية عام 2008. وتدل هذه المؤشرات على شح السيولة في أسواق الائتمان لدول مجلس التعاون الخليجي.

ولقد تأثرت، بطبيعة الحال، أسواق الأسهم بالأزمة، إلا أن هبوط هذه الأسواق يعكس عوامل محلية، إضافة إلى تأثير انهيار الأسواق العالمية. ويبين الجدول رقم (1) التغيرات في أسعار الأسهم في سبعة أسواق

جدول رقم (1) : التغيرات في أسعار الأسهم
(2008/12/31 – 2007/1/2)

التغير من أعلى قيمة (%)	التغير إلى أعلى قيمة (%)	أعلى قيمة (الشهر/السنة)	المشاهدة الأخيرة	المشاهدة الأولى	السوق
53.38-	71.81	(2008/6) 171.81	79.75	100	أبوظبي
37.84-	30.39	(2008/6) 130.39	81.04	100	البحرين
45.46-	77.33	(2008/6) 177.33	91.23	100	قطر
73.99-	52.52	(2008/1) 152.52	39.66	100	دبي
50.28-	56.38	(2008/6) 156.58	77.84	100	الكويت
55.06-	115.52	(2008/6) 215.25	96.72	100	عمان
59.62-	49.26	(2008/1) 149.26	60.26	100	السعودية
38.04-	13.54	(2007/10) 113.54	70.54	100	الولايات المتحدة

أما الجدول رقم (2) فيوضح معاملات الارتباط بين الأسواق الخليجية وسوق الولايات المتحدة. وكما هو واضح فإن معاملات الارتباط ليست مرتفعة، وتختلف من سوق إلى آخر. إذ تتراوح بين صفر في حالة عمان و 0.52 في حالة السعودية ودبي. كما أن الانحراف المعياري لمعدل تغير أسعار الأسهم يختلف من حالة إلى أخرى. حيث أن الانحراف المعياري لأسعار الأسهم في بعض الدول الخليجية يبلغ ثلاثة أمثال الانحراف

جدول رقم (2): معاملات الارتباط والانحراف المعياري

السوق	معامل الارتباط مع الولايات المتحدة	الانحراف المعياري للتغير المتوي في أسعار الأسهم
أبوظبي	0.18	1.52
البحرين	0.34	0.71
قطر	0.09	1.89
دبي	0.55	2.10
الكويت	0.34	0.90
عُمان	0.00	4.80
السعودية	0.52	4.96
الولايات المتحدة	1.00	1.81

سادساً - الآثار الاقتصادية للأزمة على الدول العربية:

تشير العديد من الدراسات التي أجريت مؤخراً إلى تأثر الدول العربية بالأزمة، إلا أن هذا الأثر لن يكون بالسوء الذي يتصوره البعض. وتختلف هذه الدراسات في تقديراتها، لذلك سوف نعلم، هنا، على التنبؤات التي أعدها صندوق النقد الدولي، كما هي مبينة في الجدول رقم (3).

جدول رقم (3): معدلات نمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي (%)

الدولة	2007	2008	2009
الجزائر	4.6	4.9	4.5
البحرين	6.0	6.3	6.0
العراق	1.5	9.0	7.3
الكويت	4.6	5.9	5.8
ليبيا	6.8	7.1	8.1
عمان	6.4	7.4	6.0
قطر	15.9	16.8	21.4
السعودية	3.5	5.9	4.3
سوريا	3.9	4.2	5.2
الإمارات	7.4	7.0	6.0
السودان	10.2	8.5	7.7
اليمن	3.3	3.5	8.0
مصر	7.1	7.2	6.0
الأردن	6.0	5.5	5.2
لبنان	4.0	6.0	5.0
المغرب	2.7	6.5	5.5
تونس	6.3	5.5	5.0

المصدر: صندوق النقد الدولي

وتعتبر إمارة دبي، ضمن دول مجلس التعاون الخليجي، في الوضع الأسوأ، بسبب اعتمادها الكبير على الاقتراض لتمويل المشاريع الإنشائية. وبالتالي فهي معرضة لمخاطر انهيار كبير في سوق العقار، وكذلك إلى مخاطر إعادة تمويل القروض. إلا أنه، بشكل عام، سوف تتجاوز دول مجلس التعاون الأزمة بدون حدوث الكارثة التي يتكلم عنها الكثير. ويعود ذلك إلى أن دول المجلس لديها مصادر مالية ضخمة، إضافة إلى أن السلطات النقدية والمالية في هذه الدول اتخذت العديد من الإجراءات المناسبة التي سوف تساعد على تجنب الأسوأ.

أما بالنسبة للدول غير الخليجية، فإن التنبؤات تشير إلى تراجع طفيف في النمو الاقتصادي في عام 2009. ويعود ذلك للعديد من الأسباب والتي من أهمها تحسن الأوضاع الاقتصادية الكلية خلال السنوات

سابعاً- ملاحظات أخيرة:

تعتبر الأزمة المالية العالمية، بدون أي شك، أزمة كبيرة إلا أنه ليس من الصواب تصوّر بأنها سوف تؤدي إلى إفلاس دول الخليج العربي وأن الدول غير الخليجية سوف تزداد فقراً. والمهم هو تعلم بعض الدروس من هذه الأزمة، خاصة بالنسبة لدول مجلس التعاون الخليجي. ويمكن عرض بعض التصورات والتوصيات فيما يخص الدول الخليجية:

1. التخلي عن نظام سعر الصرف الذي بموجبه تربط العملات المحلية بالدولار والتحول إلى نظام الربط بسلة من العملات التي تعكس التوزيع الجغرافي للواردات.
2. على دول الخليج التحلي بالمزيد من "الحكمة المالية" خاصة إذا لم تعاود أسعار النفط صعودها.
3. لا يمكن تجنب الإفلاسات والإندماجات خاصة في القطاعين العقاري والمالي، ولكن قد يكون هذا أمر جيد.
4. على البنوك المركزية أخذ الحذر من حدوث الفقاعات في أسواق العقار والمال، وتعديل السياسة النقدية بما يناسب الأوضاع السائدة.
5. على البنوك المركزية التحلي عن اتفاقية بازل الثانية حيث أثبتت الأزمة أن التنظيم القائم على أساس رأس المال لا يصلح. لهذا يجب التحول إلى القواعد التنظيمية القائمة على أساس نسب المديونية.

أما فيما يخص الدول العربية غير الخليجية فسوف تتأثر حتماً بالركود العالمي وما يترتب على ذلك من آثار على الصادرات، وتدفقات الاستثمارات المباشرة، والإيرادات من السياحة، والتحويلات الخارجية. إلا أنه ليس من المتوقع أن تمر هذه الدول بركود اقتصادي بمعنى النمو السالب. ويبقى أن نقول، أخيراً، أن على هذه الدول التآني في تحرير معاملات حساب رأس المال.