

## الأزمة المالية العالمية Global Financial Crisis

### تمهيد:

يمر الاقتصاد العالمي منذ عام ٢٠٠٦م أغسطس ٢٠٠٧ م بأزمة مالية غير مسبوقه تجلت بوضوح في أغسطس ٢٠٠٧م، على الرغم من أن نواتها بدأت في التكون منذ ٢٠٠٠م. وهذه الأزمة هي نتاج سوء إدارة مالية ناجمة من النزعة إلى توسيع رقعة الأسواق المالية والتي لم تكن ضمن الضوابط المنطقية مع الأخذ بعين الاعتبار الآثار المترتبة على انعكاسات قانون تناقص الغلة ، ومن ثم أفرزت مشكلة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية، التي تسببت فيها القروض العقارية الرديئة، ومنذ ذلك التاريخ والأزمة تتمدد وتتفاقم وتضرب بأطنابها في جنبات الاقتصاد العالمي، وذلك رغم الجهود الكبيرة التي بذلتها البنوك المركزية في الولايات المتحدة والاتحاد الأوروبي وفي دول آسيا، ورغم مساندة الدول النامية والدول النفطية للمؤسسات المالية للخروج من الأزمة.

ولأن هذه الأزمة لم تتجاوب بشكل كبير مع جهود التغلب عليها، بدأ الحديث عن احتمالات دخول الاقتصاد الأمريكي ومن ثم الاقتصاد العالمي في مرحلة من الركود أو الكساد، حيث التباطؤ في معدلات النمو، والتراجع في فرص العمل، خاصة وأن هذه الأزمة تعتبر أزمة مختلفة عن سابقتها من الأزمات الكثيرة التي مر بها الاقتصاد العالمي كونها ناجمة عن تراجع الطلب خاصة على قطاع العقارات، وانتشار الديون المعدومة التي أدت إلى انهيار عدد كبير من المؤسسات المالية والعقارية حول العالم. كما أنها أزمة مركبة لأنها مصحوبة بارتفاع غير مسبوق في أسعار النفط العالمية، وارتفاع في معدلات التضخم وأسعار الغذاء العالمية، ولذلك تنفاوت وجهات النظر حول دراسة هذه الأزمة وتداعياتها والتوقعات بشأن السيناريوهات المستقبلية لهذه الأزمة ، والتعرف على كيفية الاستفادة من الدروس التي أفرزتها وسنفرزها هذه الأزمة، خاصة في مجال القروض العقارية، وعملية توريق الديون العقارية، والرقابة على الجهاز المصرفي .والأهم من ذلك هو معرفة كيفية الاستفادة من آليات تعامل البلدان المختلفة في العالم مع هذه الأزمة لوضع آلية وطنية دائمة للإنذار المبكر، تشارك فيها كافة الجهات المعنية للتنبؤ بالأزمات الاقتصادية وإدارتها، خاصة وأن هذه الأزمات أصبحت متكررة في السنوات الأخيرة.<sup>(١)</sup>

ولأن هذه الأزمة ما زالت تتفاعل في جنبات الاقتصاد العالمي ، كان من الملائم إعداد مثل هذا البحث، متضمنا التحليل والمرئيات لأبعاد هذه الأزمة، من حيث أسبابها وتداعياتها العالمية، والسيناريوهات المستقبلية لهذه الأزمة، ومداخل تأثيرها على الاقتصاد الوطني، وسبل علاجها عالمياً، وكيفية تجنب آثارها على المستوى المحلي، وقد تم جمع وترتيب مادته من العديد من الدراسات الاقتصادية والمالية ومتابعات الصحف المتخصصة، مع التركيز على

(١) الأزمة المالية العالمية وتداعياتها على الاقتصاد السعودي ، إعداد إدارة البحوث والدراسات الاقتصادية ، مجلس الغرف السعودية ( ١١ شوال ١٤٢٩ هـ الموافق ١٠ أكتوبر ٢٠٠٨ م) ص ١-١٨

الدراسات والمقالات المتميزة للعديد من المتخصصين والمهتمين بالشأن الاقتصادي والمالي بشكل عام ، وقد تم الإشارة إلى مصادر كل فصل في الهوامش. ويتكون البحث من تمهيد وستة فصول، على النحو التالي:

الفصل الأول ويتكون من أربعة مباحث :

المبحث الأول: تعريف الأزمة المالية.

المبحث الثاني: مقدمة تاريخية.

المبحث الثالث: تسلسل الأزمة الزمني.

المبحث الرابع: الأزمة المالية والمدارس الاقتصادية.

في حين ينقسم الفصل الثاني إلى ثلاث مباحث كما يلي:

المبحث الأول: أعراض الأزمة وآثارها.

المبحث الثاني: الهيكل التمويلي وملامحه وعلاقته بالأزمة المالية.

المبحث الثالث: أسباب الأزمة المالية.

ويتناول الفصل الثالث الأزمة في مبحثان كالتالي:

المبحث الأول: الوضع العالمي وتحتة مطلبان:

المطلب الأول : تداعيات الأزمة المالية على الاقتصاد الأمريكي.

المطلب الثاني : تداعيات الأزمة المالية على الاقتصاد العالمي.

المبحث الثاني: ملامح خطط إنقاذ القطاع المالي العالمي.

ويتطرق الفصل الرابع لآثار الأزمة المالية على الوضع المحلي مقسما إلى أربعة مباحث على النحو التالي:

المبحث الأول: الروابط بين الاقتصاد السعودي والاقتصاد العالمي.

المبحث الثاني: الاقتصاد الكلي في المملكة العربية السعودية.

المبحث الثالث: مداخل تأثير الأزمة المالية العالمية على اقتصاد المملكة.

المبحث الرابع: خلاصة آثار الأزمة المالية على الاقتصاد السعودي.

ويتحدث الفصل الخامس عن الوضع الأمني وتفاعله مع الأزمات الاقتصادية.

وأخير الفصل السادس ويتكون من ثلاثة مباحث :

المبحث الأول: الآثار المستقبلية المتوقعة للأزمة.

المبحث الثاني: السيناريوهات المحتملة للأزمة المالية العالمية.

المبحث الثالث: علاج الأزمة المالية، وتحتة مطلبان :

المطلب الأول : الإجراءات على الصعيد المحلي.

المطلب الثاني : الإجراءات على الصعيد العالمي.

راجيا أن كون قد وفقت في ترتيب وتلخيص غرر ما كتب في هذا الموضوع مع تصرف لا يخل بالهدف العام وإضافات تسهم بتحقيق الفائدة المرجوة بحكم تخصصي في هذا المجال، وهدفي من ذلك كله التيسير على القارئ الكريم والباحث المهتم بهذا الموضوع الهام، مع حفظ حقوقهم بالإشارة إليها، ليتمكن من يرغب الاستزادة بالرجوع إلى الأصل، علماً أن الأزمة المالية العالمية لا تزال تمثل حديث الساعة، وتتوالى أحداثها اليومية لحظة بلحظة، والبحث فيها يتطلب متابعة مستمرة للمجريات، حتى نرى ما تسفر عنه الأزمة ، ومدى نجاح الخطط والإجراءات لعلاج هذه الأزمة العالمية الخطيرة ، وبالله التوفيق،،،،،.

## الفصل الأول

### المبحث الأول: تعريف الأزمة المالية

هي الوضع الذي تتدهور في ظلّه كفاءة النظام المالي والمصرفي في أداء وظيفته الأساسية في تحويل الأرصدة المالية من الوحدات الاقتصادية التي لديها فائض مالي (مدخرات مثلًا) إلى الوحدات الاقتصادية التي تحتاج إلى تلك الأرصدة، ويقترن هذا التدهور بانتشار حالات الذعر المالي (الذي يسبب تدهور أسعار الأصول المالية، ولاسيما الأسهم) والذعر المصرفي (والذي يسبب سحب واسع النطاق للودائع من البنوك) وإفلاس كثير من المؤسسات الاقتصادية (والذي يسبب ارتفاع حجم القروض المعدومة)، مع تدهور قدرة المؤسسات المالية ولاسيما المصارف وشركات الاستثمار وشركات الأوراق المالية على الوفاء بالتزاماتها، فتنشر حالات الفشل والإفلاس المصرفي والمالي على نطاق كبير، وهذا يسبب انخفاض حجم التمويل المتاح للاستثمار الحقيقي، فيخفض حجم النشاط الاقتصادي، ويزداد معدل البطالة.<sup>(٢)</sup>

وهذا ما ينطبق على الأزمة المالية العالمية الحالية، إذ تعتبر هذه الأزمة من أسوأ الأزمات التي مر بها الاقتصاد العالمي منذ عقد الثلاثينات، بل وتعتبر الأخطر في تاريخ الأزمات المالية، خاصة بعدما ثبت عجز النظام الاقتصادي العالمي عن احتوائها والتخفيف من آثارها بشكل سريع وفعال. وتأتي خطورة هذه الأزمة من كون انطلاقها كان من اقتصاد الولايات المتحدة الذي يشكل قاطرة النمو في الاقتصاد العالمي، فاقتصادها هو الأكبر في العالم بحجم يبلغ حوالي ١٤ تريليون دولار، وتشكل التجارة الخارجية لها أكثر من ١٠% من إجمالي التجارة العالمية. ومن ناحية أخرى تحتل السوق المالية الأمريكية موقع القيادة للأسواق المالية العالمية، لذا فإن أية مخاطر تتعرض لها هذه السوق تنتشر آثارها إلى باقي الأسواق المالية الأخرى بسرعة كبيرة.<sup>(٣)</sup>

(٢) الناقه، أحمد أبو الفتوح، الأزمة المالية العالمية، بحث غير منشور، ١٤٢٩ هـ

(٣) الأزمة المالية العالمية وتداعياتها على الاقتصاد السعودي، إعداد إدارة البحوث والدراسات الاقتصادية، مجلس الغرف السعودية (١١ شوال ١٤٢٩ هـ الموافق ١٠ أكتوبر ٢٠٠٨ م) ص ١-١٨

## المبحث الثاني : مقدمة تاريخية

شهد العالم خلال القرن الماضي العديد من الأزمات المالية وفي دول مختلفة ، إلا أن الدول التي تعرضت لتلك الأزمات استطاعت بناء ذاتها من جديد والمضي قدما في تحقيق النمو والازدهار المالي. ومن الأمثلة المختصرة على تلك الأزمات ما يلي :<sup>(٤)</sup>

- أكبر أزمة عالمية معروفة على نطاق كبير هي أزمة الكساد العالمي الكبير (١٩٢٩-١٩٣٣)م نجم عنها انهيار أسعار الأسهم ، وإفلاس مصرفي على نطاق واسع ، حيث أفلس حوالي ثلث المصارف الأمريكية (نحو ٩٠٠٠ بنك)، مع انخفاض حجم القروض المصرفية التجارية إلى النصف ، وانخفاض مستوى الإنفاق الاستثمار، وارتفاع معدل البطالة (بلغت النسبة أكثر من ٤٠% في الشعب الأمريكي) ، انخفاض مستوى الأسعار، مع اختلالات اقتصادية كبيرة جدا.
- أزمة تساقط البنوك التجارية في الولايات المتحدة في الثمانينات الميلادية (١٩٨٥-١٩٩٢م) فقد سقط ما معدله ١٠٠ بنك سنوياً
- أزمة الدين العام الخارجي في دول أمريكا اللاتينية في بداية الثمانينات ( البرازيل و الأرجنتين والمكسيك ) ، حيث فقدت هذه الدول قدرتها على سداد الديون الخارجية لأن إيراداتها لم تكن كافية لتغطية هذه الديون .
- أزمة الاثنين الأسود في عام ١٩٨٧ ، حيث انهارت الأسواق المالية في معظم دول العالم وخلال وقت قصير، وقد بدأت الأزمة من هونج كونج ثم انتقلت إلى أوروبا ومن ثم الولايات المتحدة في نفس اليوم مع الأخذ بعين الاعتبار فوارق التوقيت . حيث يعد الانخفاض المتحقق في ذلك اليوم أكبر انخفاض يومي تسجله الأسواق على مدار تاريخها حيث مني المستثمرون في سوق نيويورك في ذلك اليوم بخسائر تفوق ٥٠٠ مليار دولار. وبالمجمل ، لم يأت نهاية شهر أكتوبر حتى فقدت سوق هونج كونج ٤٥,٨% من قيمتها و بورصة أستراليا ٤١,٨% و إسبانيا ٣١% وبريطانيا ٢٦,٤% والولايات المتحدة وكندا نحو ٢٢,٧% .
- أزمة القروض والادخار في الولايات المتحدة (١٩٨٩-١٩٩١) ، حيث أخفقت ٧٤٧ مؤسسة إدارية و إقراضية في الوفاء بالتزاماتها . وللخروج من الأزمة ، تحملت الحكومة الأمريكية حينها مبلغ ١٢٤.٦ مليار دولار من أصل ١٦٠.١ مليار دولار مثلت تكلفة الأزمة .
- أزمة انهيار الأصول اليابانية خلال التسعينيات . وإخراج الاقتصاد من حالته أبقى البنك المركزي الياباني أسعار الفائدة عند مستوى الصفر .

(٤) أنظر :

- مؤتمر الأزمة المالية العالمية وأثارها على الاقتصاد السعودي ، ورقة عمل شركة أرباح العالمية، ٢٨ أكتوبر، ٢٠٠٨م.  
- الناقة، أحمد أبو الفتوح ، الأزمة المالية العالمية، بحث غير منشور، ١٤٢٩ هـ

- الأزمة الآسيوية عام ١٩٩٧ ، حيث تدهورت أسعار صرف العملات و تدهورت أسعار الأصول وارتفع حجم المديونيات .
- الأزمة المالية الروسية ( أزمة الروبيل في عام ١٩٩٨ ) ، حيث كانت الأسعار المتدنية جدا للنفط والغاز حينها ، واللذان يشكلان معا ٨٠% من الدخل الروسي ، سببا في عدم دفع شركات النفط للضرائب مما أدى إلى تدهور سعر صرف العملة الروسية وتأثر الاقتصاد ككل بشكل سلبي .
- الأزمة الاقتصادية الأرجنتينية (١٩٩٩-٢٠٠٢) ، حيث انهيار العملة المحلية بسبب عدم قدرة الحكومة على تسديد قيمة السندات وانهيار القطاع المالي وارتفاع قياسي في معدل البطالة وبلوغ التضخم نسبة ٥٠٠٠% في عام ١٩٨٩ ( ٢٠٠% لشهر يوليو ) .
- طبقا للبيانات المتاحة فقد مني العديد من دول العالم بظهور عدد من الكوارث المصرفية ، وخاصة منذ عام ١٩٨٠م ، ولاشك فإن تكلفة الكوارث المصرفية مرتفعة و عملية إنقاذ البنوك كانت في معظم دول أمريكا اللاتينية وتمثل نحو ٢٠% من الناتج المحلي الإجمالي، وفي دول جنوب آسيا كانت ما بين ٥٥%-٣٥% .
- ما يسمى بقاعة الأنترنت وكذا أزمة شركات الاستثمار وشركات الحسابات ، وفيها أفلست مجموعة من الشركات الضخمة كشركة إنرون وشركة ورلد كوم

## المبحث الثالث : تسلسل الأزمة الزمني<sup>(٥)</sup>

فبراير ٢٠٠٧: الولايات المتحدة تشهد ارتفاعا كبيرا في عدم قدرة المقترضين على دفع مستحقات قروض الرهن العقاري، ما أدى إلى أولى عمليات إفلاس مؤسسات مصرفية متخصصة.

يونيو ٢٠٠٧: مصرف الاستثمار الأمريكي Stearns Bear، هو أول بنك كبير يُعاني من خسائر قروض الرهن العقاري.

أغسطس ٢٠٠٧: البنك المركزي الأوروبي يضخ ٩٤,٨ مليار يورو من السيولة، والخزينة الفدرالية الأمريكية تضخ من جانبها ٢٤ مليار دولار، كما تدخلت العديد من البنوك الأخرى، مثل بنك اليابان والبنك الوطني السويسري.

سبتمبر ٢٠٠٧: بنك إنجلترا يمنح قرضا استعجاليا إلى مصرف Northern Rock لتجنبه الإفلاس، وقد تم بعد ذلك تأميمه.

أكتوبر ٢٠٠٧: مصرف يو بي إس السويسري يُعلن عن انخفاض قيمة موجوداته بـ ٤ مليار فرنك.

يناير ٢٠٠٨: الخزينة الفدرالية الأمريكية تُخفّض نسبة الفائدة الرئيسية بثلاثة أرباع النقطة، لتصل إلى ٣,٥٠%، وهو إجراء وصفه الخبراء بأنه ذو بُعد استثنائي.

مارس ٢٠٠٨: الخزينة الفدرالية الأمريكية تقول إنها مستعدة لتقديم مبلغ يصل إلى ٢٠٠ مليار دولار إلى مجموعة محدودة من البنوك الكبرى.

مارس ٢٠٠٨: العملاق المصرفي الأمريكي Chase JP Morgan يُعلن شراء لمصرف Bear Stearns، الذي يعاني من صعوبات، وهي العملية التي حظيت بدعم مالي من طرف الخزينة الفدرالية الأمريكية.

يوليو ٢٠٠٨: الضغط يشتد على مؤسستي Fannie Mae و Freddie Mac الأمريكيتين المتخصصةتين في إعادة تمويل القروض العقارية، والخزينة الأمريكية تُعلن عن خطة لإنقاذ القطاع العقاري.

ثم توالى بعد ذلك آثار أزمة الرهن العقاري الأمريكية لتلقي بتوابعها على الاقتصاد العالمي، حيث طالت مختلف القطاعات الاقتصادية في الولايات المتحدة وأوروبا وأدت إلى خسائر مالية يصعب حصرها .

ففي بريطانيا عقر الخصخصة تم تأميم بنك نورثرن روك البريطاني للتمويل العقاري والاستغناء عن أكثر من ٢٠٠٠ موظف في إطار جهود الحكومة البريطانية لإخراج البنك من أزمتة الطاحنة وخسائره الضخمة من جراء تلك الأزمة . وأعلن رويال بنك أوف أسكتلند (آر بي إس) البريطاني عن خسائر بلغت ٦٩١ مليون جنيه استرليني (١.٣٥ مليار دولار) في النصف الأول من العام الجاري .

وفي ألمانيا قرر مصرف كوميرتس بنك ثاني أكبر البنوك الألمانية الاستغناء عن تسعة آلاف وظيفة في إطار صفقة شراء منافسه دريسدنر بنك . وبلغت قيمة الصفقة ١٤.٥ مليار دولار فيما يوصف بأنه أكبر عملية إعادة هيكلة في القطاع المصرفي الألماني منذ أكثر من سبعة أعوام .

(٥) أنظر :

- مؤتمر الأزمة المالية العالمية وأثارها على الاقتصاد السعودي ، ورقة عمل شركة أرياح العالمية، ٢٨ أكتوبر، ٢٠٠٨م.  
- الموقع الإلكتروني لأخبار سويسرا اليوم.

## المبحث الرابع : الأزمة المالية والمدارس الاقتصادية

أدت مساوئ (الرأسمالية المتوحشة) إلى ظهور الاشتراكية، وأدت النظرية الكلاسيكية وأزمة ١٩٢٩م إلى ظهور الأفكار الكينزية، كما أن ظهور سلوك وأزمات الرأسمالية اليوم سيؤدي بلا شك إلى ظهور أفكار أو مدارس فكرية جديدة، تسهم في بناء نظام اقتصادي عالمي والفرصة مواتية لإبراز النموذج الإسلامي كنموذج اقتصادي يحقق تطلعات كافة قطاعات المجتمع المحلي والعالمي.

ويتناول هذا المبحث رؤية الأزمة من وجهة نظر المدارس الاقتصادية الأساسية التي سادت و لازالت في مجال الفكر الاقتصادي الكلي انطلاقاً من الكينزين وانتهاءً بالمدرستين المعاصرتين - التقليدية الجديدة والكينزية الجديدة . والتفسير الذي تطرحه هذه المدارس الفكرية المختلفة للأسباب المؤدية لدورات الأعمال .

يفترض الكلاسيك أن الأجر النقدي ومستوى السعر يتسمان بمرونة كاملة ، لكن الأجر الحقيقي يتسم بالجمود ويترتب على الافتراضات الكلاسيكية أن يكون الناتج ثابتاً لا يتزحزح عند مستواه الطبيعي حيث جميع الموارد مستخدمة استخداماً أمثلاً . وفي ظل هذا الوضع فإن سياسات الطلب ليس لها أي تأثير على الناتج ونموه . وتكون الوسيلة الوحيدة للتأثير على مستوى الناتج هي إتباع سياسات تؤثر على كميات الموارد المتاحة في البلاد ، مثل تشجيع زيادة السكان لزيادة مورد العمل في البلاد ومثل استخدام التقنية المتقدمة وتطويرها ، كما يفترض الكلاسيك أن المستهلك رشيد لا يندفع بالتوهم النقدي، لكن هذه الافتراضات خلاف ما حدث من أسباب للأزمة ولما تم من إجراءات لعلاجها والذي أبرزه التدخل الحكومي القوي .

وتناقض رؤية الكلاسيك ما يراه الكينزيون الذين يعتقدون بجمود الأجر النقدي ، فإذا انخفض الطلب على العمل مثلاً تسود البطالة في الاقتصاد ويعم الكساد . ولمعالجة هذا الأمر ينبغي استعمال سياسات الطلب الكلي التحفيزية بأنواعها المالية والنقدية - أي استخدام سياسات التثبيت . ويشترك الكينزيون الجدد مع الكينزيون الأول في طرح تفسير لدورات الأعمال يستند على فشل الأسعار في التأقلم بما فيه الكفاية للحفاظ على التوازن المستمر في سوق العمل ، ويختلف الكينزيون الجدد في إضافتهم لأطروحات جزئية تفسر جمود الأجور والأسعار ، وتعتمد هذه الأطروحات على آلية التوقعات الرشيدة ومبدأ تعظيم الأرباح . وقد أعادوا تفسير النظرية الكينزية الأم على أنها نظرية لاختلال توازن مستخدمين في ذلك أسس الامتلية الجزئية ، ويستبقي هؤلاء مبدأ جمود مستويات السعر والأجر كركيزة أساسية من ركائز نموذجهم المتعددة .

وبالنسبة للنماذج الجديدة يشترك نموذج دورة الأعمال الحقيقية RBC مع نموذج لوكاس في افتراض التوقعات الرشيدة وتصفية الأسواق حيث تبقى المنشآت والعمال على منحنيات طلب وعرض العمل ، ويركز هذا النموذج على صدمات التقنية والإنتاجية - وهي الصدمات التي تؤثر على دالة الإنتاج - كمنبع لتقلبات دورات الأعمال . ويفسر النموذج التحركات المترامنة دورياً للناتج مع كل من التوظف ، الأجر الحقيقي وإنتاجية العمال غير أنه يفشل في

تفسير التحركات المتعارضة دورياً لمستوى السعر مع الناتج . ومن هنا نلاحظ أن نموذج دورة الأعمال الحقيقية RBC يعنى فقط في معالجته للأزمة الاقتصادية وللتقلبات الاقتصادية عموماً بالمتغيرات الحقيقية .

ويختلف لوكاس بحكم اعتماده في التحليل على العوائق المعلوماتية ، بينما يختلف فريدمان وكينز عن الاثنين السابقين ( لوكاس ودورة الأعمال الحقيقية RBC ) في أن الاقتصاد يعمل على منحى طلب العمل حيث تحتفظ تغيرات عرض العمل الناجمة عن خطأ التوقعات مسارها على منحى طلب العمل ، ولا يفسر نموذج لوكاس كيف أن عوائق المعلومات - والتي تتصف بقصر الفترة - بوسعها التحكم في تقلبات تستمر لعدة سنوات .

يعتمد نموذج الطلب الكلي / العرض الكلي AD / AS في تدخله ومعالجته للأزمات والتقلبات الاقتصادية على المزج بين المتغيرات الحقيقية والنقدية وأخذها سوياً في الاعتبار.<sup>(٦)</sup>

وبعد أن استعرضنا الأفكار الأساسية لكل مدرسة يبقى السؤال :

ما النظرية التي يمكننا استخدامها للخروج بسرعة وبشكل موثوق من الهبوط الاقتصادي الوشيك؟<sup>(٧)</sup>

استخدام نظرية "الكلاسيكية الجديدة" للتقلبات، التي بدأت في شيكاغو في السبعينيات (النظرية التي تتضمنها نماذج "إدارة المخاطر") أمر غير وارد على الإطلاق، لأنها تحديداً النظرية التي أثبت زيفها انهيار أسعار الأصول. وتحولت أفكار البعض باتجاه جون ماينارد كينز، الذي كانت رؤاه حول المجهول والمضاربة عميقة. ومع ذلك، نظريته للتوظيف كانت مسببة للمشكلات، كما أن الحلول السياسية التي تطرحها "الكينزية" مشكوك فيها في أفضل الأحوال .

تحدثت البنوك عن التراجع في أسعار المنازل كأثار لبعض أنواع الصدمة. وبحسب نماذجها، فإن الهزات العشوائية تخفض على الدوام أسعار الأصول عن مستوى تقييمات التوقعات. وفي حقيقة الأمر، لم تسبب أي هزة، أو قحط، أو قوة من منشأ خارجي، انخفاضاً في الأسعار. وكان السبب الرئيسي هو التوقع بنماذج خطأ للغاية. فالمضاربون، ومشتروا المنازل، لاعتقادهم أن الإيجارات، أو تكاليف البناء سترتفع، راهنوا على أسعار البيوت الأعلى في المستقبل، الأمر الذي أدى أيضاً إلى رفع أسعار البيوت الموجودة. لكن مع مرور السنوات، لم ترتفع الإيجارات، ولا التكاليف (بالأسعار الفعلية). وإذا لم ترتفع، فإن الأسعار الفعلية سترجع عاجلاً أم آجلاً، وهذا ما كان يعتقد كينز في التوظيف، لكنه بعدما علق في انهيار أسعار السلع في أوائل ١٩٢٩. واستنتج أن معتقدات المستثمرين كانت "واهية". وعندما يهرب أحد المستثمرين، ثم يتبعه آخرون، فإن أسعار الأصول التي كانت ترتفع سابقاً، يمكن أن تستقر لفترة قصيرة فقط، لكنها تنهار في نهاية المطاف بحدّة، ومعها تنهار المعتقدات التقليدية. وضع كينز أسعار الأصول في مركز تحديد التوظيف في كتابه المنشور عام 1936 بعنوان "نظرية عامة. General Theory" فإذا سبب التغير في المشاعر تراجعاً حاداً في

(٦) د. عبد المحمود محمد عبد الرحمن ، الاقتصاد الكلي - النظرية المتوسطة، دار الخريجي للنشر، الفصل السادس عشر - مدارس الفكر الاقتصادي الكلي، ص ٧٠٤.

(٧) ادموند فيليبس، مقال بجريدة الاقتصادية، [http://www.aleqt.com/2008/11/18/article\\_165296.html](http://www.aleqt.com/2008/11/18/article_165296.html)



تقييمات الأصول التجارية (إلى جانب أسعار الأسهم وأسعار المنازل)، فإن الاستثمار التجاري ينخفض وينكمش التوظيف - وترتفع البطالة - وفي الغالب في صناعات السلع الرأسمالية .

لكن كينز خطأً جسيماً في عدم تمييزه بين الانخفاض في أسعار الأصول الناشئ عن أسباب نقدية - زيادة في الطلب على النقود من منشأ خارجي، أو بشكل مستقل ذاتياً - وبين الانخفاض الناشئ عن أسباب ليست لها علاقة بالعرض والطلب على النقود - لنفرض مثلاً، التوقعات المتضائلة بشأن العوائد المستقبلية على الأصول التجارية أو المنازل. ويمكن حل الظاهرة السابقة بالوسائل النقدية: يستطيع البنك المركزي زيادة العرض النقدي (بشراء الدين العام مثلاً)، الأمر الذي من شأنه أن يرفع أسعار الأصول إلى أعلى دون أن يرفع الأسعار الأخرى والأجور على نحو مماثل في دوامة ليس لها جدوى .

إن الانهيار الأخير في المضاربات على البيوت، على أية حال، ظاهرة غير نقدية. وكان لا بد أن يكون هناك انخفاض في السعر النقدي لسلة من البيوت نسبة إلى السعر النقدي إلى سلة من السلع الاستهلاكية. وجادل كينز بالقول إن أية زيادة في العرض النقدي من شأنها أن تتجح هنا أيضاً: لن يكون العمال مدركين أن الأجور في الوظائف المنافسة في أماكن أخرى قفزت بالقدر الذي قفزت به أجورهم، وبناءً عليه سيخشون طلب أجور فعلية أعلى كما في السابق، ولذا سيتم تحفيز التعيين، وسيعود التوظيف إلى الارتفاع. غير أن استدامة هذا التعافي تقتضي، دون أدنى شك، تضخماً في الأجور إلى ما لا نهاية بمعدل يسبق التوقعات بخطوة واحدة دائماً وعلى نحو متزايد، ركز كينز على التدابير غير النقدية لتغيير التوازن الجديد غير النقدي الذي يعقب فقدان ثقة المستثمرين .

ركز كينز دائماً على الطلب على الاستثمار والطلب الاستهلاكي لدفع التوظيف أيضاً، لكن في اقتصاد مفتوح يملك عملته الخاصة سيذهب الحافز في الغالب إلى الخارج. وفي اقتصاد عالمي، فإن الطلب الاستثماري والاستهلاكي المتزايد لن يفعل الكثير في نهاية المطاف لزيادة معدلات الفائدة، وبالتالي يساهم في انطلاق التراجع في أسعار الأصول الفعلية، والاستثمار، والأجور الفعلية .

ولا شك أن ما تعرّض له النظام الرأسمالي خلال هذه الأزمة بمدارسه المختلفة يشكّل تحدياً حقيقياً لبعض ثوابته الرئيسية؛ مثل: الحرية الاقتصادية، والدولة الحارسة غير المتدخلة في النشاط الاقتصادي، فالذي يحدث الآن هو "تدخل" شديد العمق وشديد الوضوح؛ ليس من السلطات النقدية فحسب، بل من السلطتين التنفيذية والتشريعية.

ولقد سُميت خطة الإنقاذ على اسم وزير الخزانة الأمريكي؛ أي خطة "بولسون"؛ ولذلك دفاعاً عن هذا النظام، وقّع أكثر من (٥٠) اقتصادياً أكاديمياً على وثيقة ترفض هذا التدخل وترفض هذه الخطة؛ بحجة أن هذه الخطة جاءت كمكافأة المسيء الفاسد، ويتحمّل تكلفتها المواطن الأمريكي العادي؛ الذي لا يعدُّ بأية حال مشاركاً في صنع هذه الأزمة، وإن كان يتحمل كل تبعاتها، وفي الوقت نفسه، يرى الموقعون أن النظام قادر على أن يصحّ نفسه بنفسه، وإن كان هذا الرأي محلّ جدل كبير وشك أكبر.

ولقد علّق أحد الاقتصاديين الأمريكيين على التدخل الحكومي الحادث الآن في النشاط الاقتصادي بالقول: "مرحباً بكم في اتحاد الجمهوريات الاشتراكية الأمريكية"، بينما يرى الآخر

ناقداً هذا التدخل بالقول: "لقد تسبب أباطرة "ول ستريت" في تلويث الاقتصاد بقروض الرهن العقاري الفاسدة، وعليهم أن يتحملوا تكاليف التنظيف".<sup>(٨)</sup>

ومن هنا يمكن القول أن جميع المدارس الاقتصادية السائدة حالياً لم تكن بمنحى عن اللائمة في حدوث الأزمة المالية الحالية وان كانت المدرسة الكلاسيكية والكلاسيكيون الجدد هم أكثر المساهمين بها بحكم افتراضهم سيادة المنافسة الكاملة وقدرة السوق على التصحيح الذاتي وهو ما لم يحدث بل إن الأزمة أكدت على ضرورة التدخل الحكومي في الاقتصاد لتصحيح انحرافاته خلال الدورات الاقتصادية ، وعلى كل حال فإن شيوع الجشع والتضليل في المعلومات والفساد الإداري والمالي لا يمكن أن ينسب إلى أي من المدارس الاقتصادية بل و لا يمكن لأي مدرسة اقتصادية مهما بلغت من الكفاءة والنجاح أن تحقق الأهداف التي ترنو إليها طالما وجدت مثل هذه الممارسات المدمرة للعملية الاقتصادية .

---

(٨) - د/ عبد الحميد الغزالي ، الأزمة المالية العالمية التشخيص والمخرج، بحث غير منشور، ١٤٢٩هـ.

## الفصل الثاني

### المبحث الأول : أعراض الأزمة وأثارها<sup>(٩)</sup>

(أ) الذعر المصرفي: فعندما يعرف الجمهور أن أحد البنوك أو بعضها في أزمة ، يسارع بسحب ودائعه من المصارف ، سواء السليمة أو المصابة ، فتقل احتياطات المصارف ، وتعاني أزمة سيولة.

(ب) أزمة سيولة لدى المصارف : نتيجة ارتفاع حجم القروض المدومة وغير المسددة ونتيجة الذعر المالي، يقل حجم السيولة لدى المصارف.

(ج) امتناع المصارف عن الإقراض خوفاً على ضياع تلك القروض ، ولعدم قدرتها على تمييز المقترض الجيد من الرديء ، وتفاقم مشكلة السيولة لديها.

(د) الذعر المالي: فحاملي الأسهم عندما يشعرون بالأزمة المالية ، يندفعون لبيع الأسهم ، خوفاً من انهيار أسعارها ، فتنتشر حالات البيع، مع انخفاض الطلب على الأسهم ، تنهار أسعارها فعلاً، كما تجد شركات الأوراق المالية وشركات السمسرة وتجار الأوراق المالية صعوبة في ممارسة نشاطهم لعدم توافر السيولة لديهم ، نتيجة امتناع البنوك عن إقراضهم.

(هـ) انهيار أسعار الأسهم: حيث انخفاض ضخم في الرقم القياسي لأسعار الأسهم .  
(و) الفشل المصرفي : فالمصرف يفشل عندما تكون القيمة السوقية لأصوله أقل من القيمة السوقية لالتزاماته ، ويحدث ذلك نتيجة الاندفاع في الإقراض عالي المخاطر ، والاستثمار في أصول متقلبة في قيمتها السوقية، وارتفاع حجم القروض المدومة ، واندفاع الجمهور لسحب ودائعه، وفي الأزمة الحالية كان السبب الرئيسي هو الاستثمار في الرهون العقارية ، حدث ذلك للبنوك في الولايات المتحدة ، واليابان ، ودول شرق آسيا ، ودول أمريكا اللاتينية ، ودول أوروبا الشرقية التي تحولت إلى اقتصاد السوق الحر، وقد أعلن عن فشل وإفلاس عدد كبير من المؤسسات المالية في مختلف دول العالم، مع تكبدها خسائر ضخمة.

(ز) ارتفاع خسائر شركات التأمين: فنتيجة حالات الإفلاس ودفع التعويضات ، واستثمارها لجزء من أرصدها في أسهم انهارت قيمتها ، وانهيار سوق الرهون العقارية الذي يعتبر الاستثمار في أصوله جذاباً لشركات التأمين.

(ح) خسائر الصناديق السيادية: وهي صناديق استثمار تمتلكها حكومات ، مثل صندوق استثمار أبو ظبي أو الصندوق الصيني والروسي والقطري، ومصدر أرصدها عائدات النفط والاحتياطات الرسمية بالعملات الأجنبية للبلد، وتستثمر أموالها في أصول سوق المال، وسوق القارات للرهن العقاري، وانهيار أسعار تلك الأصول مع حدوث الأزمة يفضي إلى حدوث خسائر لتلك الصناديق، والتقديرات تدور حول خسائر بمقدار ٢٥% من قيمة استثمارات تلك الصناديق.

(ط) خسائر صناديق الاستثمار الوطنية: فهي تباع أسهم تصدرها بنفسها لتجميع الأرصدة ، وتستثمر تلك الأرصدة في الأوراق المالية ، وتكون محفظة متنوعة لتدنيها

(٩) أنظر :

- الناقه، أحمد أبو الفتوح ، الأزمة المالية العالمية، بحث غير منشور، ١٤٢٩ هـ  
- مؤتمر الأزمة المالية العالمية وأثارها على الاقتصاد السعودي ، ورقة عمل شركة أرياح العالمية، ٢٨ أكتوبر، ٢٠٠٨ م.

المخاطر ولكن إذا كانت معظم الأوراق المالية تهبط قيمتها فإن هذه الصناديق تصاب بخسائر كبيرة، ولقد قام الاحتياطي الفيدرالي في أمريكا بمساعدة تلك الصناديق بشراء ما قيمته ٥٤٠ مليار دولار من الديون قصيرة الأجل من صناديق الاستثمار عندما لم تستطع بيع أوراقها وأصولها لسداد ديونها.

(ي) أزمة الرهن العقاري:

القروض العقارية هي القروض التي تمنح لشراء مساكن أو أرض أو هياكل إنتاج حقيقية، حيث يكون المسكن أو الأرض هي الضمان collateral للقروض. وفي الولايات المتحدة الأمريكية ، يعتبر سوق القروض العقارية هو أكبر أسواق الدين ، وأكبر المقرضين فيه مؤسسات الادخار والإقراض and loan associations saving mutual saving banks (أو التعاونية) وبانوك الادخار المشتركة (أو التعاونية) ودخلت البنوك التجارية بشراة بعد ذلك، بعد ظهور الأوراق المالية المغطاة برهون عقارية mortgage-backed securities نتيجة توريق securitization الرهون العقارية. حيث توسعت الرهون العقارية المورقة بدرجة ضخمة لتمثل ثلثي الرهون العقارية ، وتزيد قيمتها عن أكثر من ٦ تريليون دولار.

(ك) كثرة العقارات الشاغرة في الولايات المتحدة وصعوبة بيعها.

(ل) امتداد الأزمة إلى سوق القروض التجارية وقروض السيارات وقروض بطاقات الائتمان.

(م) فقد أكثر من مليون أمريكي منازلهم المرهونة بقروض عقارية.

(ن) إفلاس وفشل كثير من المؤسسات المالية وتكديدها خسائر ضخمة .

(س) الارتفاع الكبير في الديون حيث بلغت الديون الفردية ٩,٢ تريليون دولار تشكل الديون العقارية منها نحو ٦,٦ تريليون دولار ، كما بلغت ديون الشركات قرابة ١٨,٤ تريليون دولار كما بلغت الديون الحكومية ما يعادل ١٢ تريليون، حيث بلغ المجموع الكلي للديون ما يعادل ٣٩ تريليون دولار ، وهذه الديون تمثل .. ما يعادل ٣ أضعاف الناتج المحلي الإجمالي.

(ع) الارتفاع في نسبة البطالة وطلبات المساعدة حيث بلغت نسبة البطالة نحو ٥ % ، وتعتبر هذه النسبة عالية جدا بالنسبة للاقتصاد الأمريكي ، الذي تعود نسب بطالة لا تزيد ١.٥ %

(ف) الارتفاع في نسبة التضخم فقد بلغت حوالي ٤ % ، وذلك بسبب ارتفاع اسعار مستلزمات الانتاج وعلى رأسها اسعار البترول ، وارتفاع الانفاق الامني والعسكري في الداخل والخارج.

## المبحث الثاني : الهيكل التمويلي وملامحه وعلاقته بالأزمة<sup>(١٠)</sup>

الهيكل التمويلي financial structure هو النسب المختلفة للتمويل من المصادر المختلفة التي يمكن منها الحصول على هذا التمويل، والهيكل التمويلي له علاقة بالأزمة المالية لأنه : " كلما كان الطابع الغالب على الهيكل التمويلي هو التمويل بالدين ، كلما كان هناك احتمال لوقوع أزمة مالية كبرى ، لأن تعثر المدين ، يفضي إلى تعثر الدائن معه"

وملامح الهيكل التمويلي المعاصر تتمثل في :

- التمويل بالأسهم ليس هو المصدر المهم للتمويل الخارجي لمؤسسات الأعمال، فالأسهم لا تمول سوي ٢.١% في الولايات المتحدة ، ولا يختلف الوضع عنها في بقية الدول المتقدمة اقتصاديا.
- القروض المصرفية هي المصدر الرئيسي لتمويل قطاع الأعمال.
- التمويل بالدين هو الغالب على الهيكل التمويلي ويشتمل على التمويل بالقروض المصرفية وبإصدار سندات ، ويمثل في الولايات المتحدة حوالي ٩٢%.
- الضمان Collateral هو السمة السائدة في عقود الدين الممنوحة للقطاع العائلي وقطاع الأعمال، ولهذا كانت الرهون العقارية المرهونة بالوحدات السكنية هي أفضل أنواع التمويل الذي تقدمه المؤسسات التمويلية.
- الشركات الكبيرة صاحبة السمعة هي التي تستطيع الحصول على التمويل من سوق الأوراق المالية، لأنها تستطيع إصدار أسهم أو سندات ، ولا تستطيع الشركات الصغيرة ذلك.

النظام المالي والمؤسسات المالية هي أكثر القطاعات خضوعا للإجراءات التنظيمية، لأن انضباط عملية التمويل يساهم في التشغيل السلس للاقتصاد القومي ، ويضفي على عمل المؤسسات المالية مزيدا من الثقة، ولكن خضوع النظام المالي والمؤسسات المالية لصور التحايل المحاسبي وإخفاء المعلومات وعدم تماثلها بين أطراف العقد المالي ، يفضي إلى أزمة مالية وفقد الثقة وإلى الفشل والإفلاس المالي والمصرفي واسع النطاق ، وهذا يخفض حجم التمويل المتاح للاستثمار، فينخفض الاستثمار والنشاط الاقتصادي، وهذا بالضبط من يقف وراء الأزمة المالية، التي جسدت في التمويل بالدين للقروض العقارية برهن عقاري ، ثم توريق تلك الدون في صورة سندات ن ودفع تلك السندات إلى طرف ثالث ، ومن ثم فحدوث الأزمة بدأ من تدهور الجدارة الائتمانية للمقترض قروضا عقارية، فزاد حجم القروض المعدومة ، وأصبحت السندات المغطاة برهون عقارية قيمتها = صفر ، مما أدى إلى شطب تلك الديون من ميزانيات كثير من المؤسسات المالية التي استثمرت أرصدها المالية في تلك القروض المعاد بيعها في صورة سندات (عن طريق التوريق).

(١٠) الناقه، أحمد أبو الفتوح ، الأزمة المالية العالمية، بحث غير منشور، ١٤٢٩ هـ (باختصار)

## المبحث الثالث : أسباب الأزمة (١١)

يكاد يجمع أكثر المحللين لهذه الأزمة العالمية على أن أسبابها الرئيسية تنحصر في الأسباب التالية:

١- يرى خادم الحرمين الشريفين الملك عبدالله بن عبد العزيز أن الأزمة تمثل حربا اقتصادية خفية، تحاول اسنزاف القدرات المالية للدول التي تقع ضحيتها.

٢- الرهون العقارية والسندات المغطاة برهون عقارية التي عصفت بداية في الولايات المتحدة الأمريكية ثم أصابت لاحقا دول أوروبا وشرق آسيا. إضافة إلى قيام المؤسسات المالية بشراء السندات المالية بضمان الديون العقارية ، وهذه السندات يتم إعادة إنتاجها وبيعها في السوق الموازية عدة مرات طالما أن هناك من يشتريها. بمعنى آخر أنه كان يتم تداول القروض العقارية في الأسواق دون رقابة ودون ضوابط. وقد أفرطت المؤسسات النقدية في تقديم كمٍّ ضخمٍ للغاية من القروض للأفراد، وبالذات في مجال الرهن العقاري، دونما دراسات استعلامية تُذكر عنهم، ودونما اعتبار للسيولة وكفاية رأس المال؛ مما أدى إلى تعثر الكثير من المقترضين عن السداد، في الوقت الذي انخفضت فيه أسعار العقارات، ومن ثم غرق المواطنون في الديون، وأصبحت المؤسسات النقدية على مشارف الإفلاس، وخالصة ذلك انه تم بناء هياكل مالية متعددة على أصل واحد فقط (القروض)، وهو أساسا أصل ضعيف وغير قوى ومهدد دائما ، فإذا إنهار جزء ينهار الكل وهو ما تم بالفعل ، وكان من نتيجة ذلك أن طلبت شركات كبرى وبنوك وشركات تأمين المساعدة من الحكومة وبعضها أعلن إفلاسه وبعضها مهدد بالإفلاس والتصفية مع تسريح الآلاف من العاملين في تلك الشركات وساعد على

### هذا الوضع المأزوم أربعة عوامل:

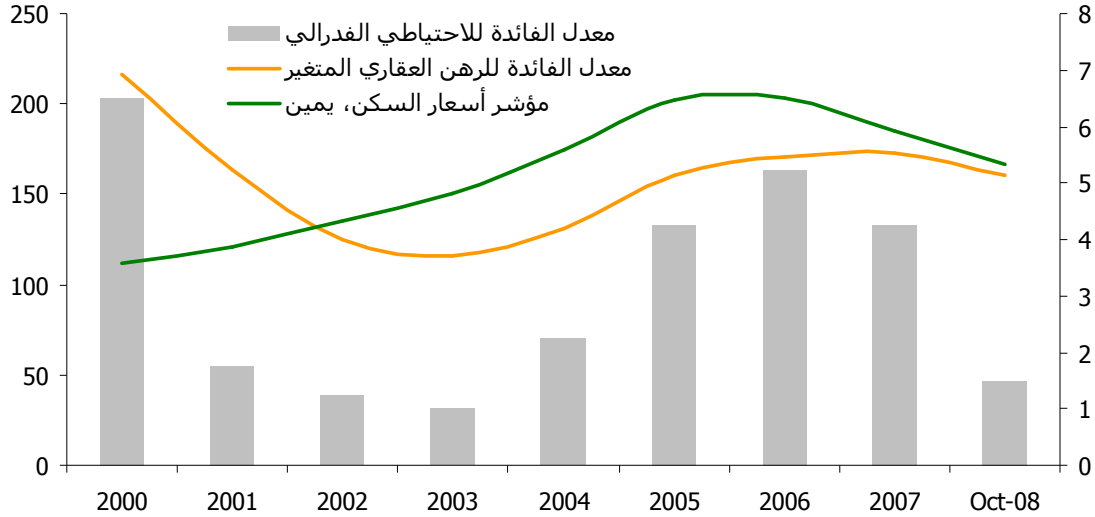
الأول يتمثل في شبه غياب الرقابة من قبل السلطات النقدية على العمل المصرفي، خاصة أن أكثر من أربعة أخماس هذا العمل كان يتم "خارج بنود الميزانية". والثاني يتركز في المضاربات- أي المقامرة- المحمومة في "ول ستريت"، والتي تتصاعد بلا ضابط ، كلما تقلصت "الثقة" في السوق وفي الاقتصاد. والثالث يدور حول انتشار استخدام أدوات مالية مبتكرة، يرفضها بالطبع شرعنا الحنيف، وهي المشتقات: المستقبلات والخيارات والتحوطات ضد تغيير سعر الفائدة؛ أي المتاجرة في المخاطر.

(١١) أنظر :

- الناقية، أحمد أبو الفتوح ، الأزمة المالية العالمية، بحث غير منشور، ١٤٢٩ هـ
- مؤتمر الأزمة المالية العالمية وأثارها على الاقتصاد السعودي ، ورقة عمل شركة أرباح العالمية، ٢٨ أكتوبر، ٢٠٠٨م.
- د/ عبد الحميد الغزالي ، الأزمة المالية العالمية التشخيص والمخرج، بحث غير منشور، ١٤٢٩هـ.
- د/ حازم الببلاوي ، الأزمة المالية العالمية محاولة للفهم ، ١٤٢٩هـ.
- عماد أبو شعبان ، الأزمة المالية - مدخل في الأسباب، جامعة الأزهر بغزة ، ١٩ نوفمبر ٢٠٠٨م.
- د/ جاسم المناعي ، الأزمة المالية العالمية ... وقفة للمراجعة ، منشورات الشبكة العنكبوتية، ٢٠٠٨م .
- سعيد عبد الله الشيخ ، الأزمة المالية الدولية وانعكاساتها على الاقتصاد السعودي، البنك الأهلي ، أكتوبر ٢٠٠٨م.
- موقع ( المجد- نحو وعي أمني )، الأزمة المالية العالمية .. حقيقتها - أسبابها - تداعياتها - وسبل العلاج، منشورات الشبكة العنكبوتية، ٢٠٠٨م .
- موقع أخبار سويسرا في عالم اليوم ، ١٥ - ٨ - ٢٠٠٨م.
- متابعة مستمرة للعديد من المقالات والتحليلات الصحفية اليومية في الصحف اليومية العامة والمتخصصة.

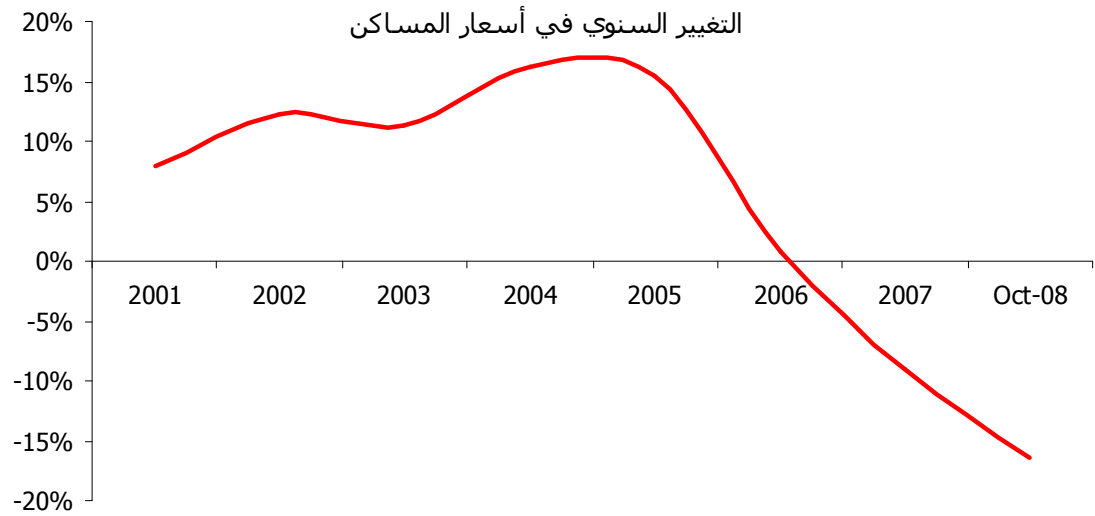
والرابع ينحصر في فساد الإدارة العليا في كثير من هذه المؤسسات؛ مما جعلها لا تهتم كثيراً بالقواعد المصرفية قدر اهتمامها بالمرتبات الخيالية التي كانت تتقاضاها؛ فمثلاً بلغت مرتبات ومكافآت رئيس بنك "ليمان برانرز" (٤٨٦) مليون دولار عن عام ٢٠٠٧م.

**\*\*تدني أسعار الفائدة و التوسع في إقراض الرهون المتدنية الجودة (٢٠٠١-٢٠٠٤) سببت فقاعة الاسكان و لكن زيادة أسعار الفائدة (٢٠٠٥-٢٠٠٧) قادت إلى زيادة تعثر السداد على الرهون العقارية المتدنية الجودة .**



مصدر الرسوم: رويترز والبنك الأهلي - بحث سعيد الشيخ

**فائض المساكن نتيجة زيادة تعثر السداد و الإغلاق يضع ضغوطاً كبيره على تراجع الأسعار**



مصدر الرسوم: رويترز والبنك الأهلي - بحث سعيد الشيخ

٣- عدم تماثل المعرفة asymmetric information بين أطراف التعامل المالي، يفضي إلى منح قروض لأفراد ومؤسسات جدارتها الائتمانية منخفضة، لعدم القدرة على فرز الجيد من الرديء، ويؤدي إلى الاستثمار في أصول عالية المخاطر.

٤- قيام المصارف بأنشطة عالية المخاطر خارج نطاق الميزانية off-balance sheet activities.

٥- الزيادة في درجة عدم اليقين uncertainty : وله نفس أثر عدم تماثل المعرفة ويعمل بنفس الآلية.

٦- ارتفاع أسعار الفائدة يؤدي على خروج المقترضين أصحاب المخاطر الائتمانية الجيدة ويبقى في السوق المقترضين أصحاب المخاطر الائتمانية الرديئة الذين يرغبون في الاقتراض ومستعدين أن يدفعوا أسعار فائدة مرتفعة وهذا يعرض المؤسسات المالية لمخاطر مرتفعة لأنها ستتمول مقترضين أصحاب مخاطر ائتمانية عالية .

٧- إتباع سياسة أن البنك كبير بحيث لا يجب أن يفشل Too Big to fail، جعل المؤسسات المالية الكبيرة تتماهى في الاستثمار في أصول عالية المخاطر وهي تضمن أنه في حالة تعثره ستحصل على المساعدة من قبل مؤسسة التأمين على الودائع ، والاتحادي الفيدرالي.

٨- من الأسباب الهامة الأخرى لحدوث الأزمة التطور الهائل الأسواق المالية، وهذا التطور جعل هذه الأسواق بالغة التعقيد والتركيب الأمر الذي يخلق فرصا كثيرة لكنه في ذات الوقت يزيد من المخاطر.

٩- الأزمة التي يعيشها العالم الآن بعامه، وتعيشها الولايات المتحدة الأمريكية خاصة، نجمت عن عدم الالتزام غير المسئول، بل المتعمد، بالسياسات المصرفية والمتطلبات من قبل البنوك، ومن الإهمال غير المسئول، بل عدم الاكتراث الذي يكاد يكون متعمداً طوال الست سنوات الماضية وحتى الآن، من قبل الاحتياطي الفيدرالي؛ أي البنك المركزي- الأمريكي- في القيام بواجباته الإشرافية والرقابية والنفتيشية، ومن ثم وقعت الأزمة المالية الحادة، والتي امتدت إلى الدول الأوروبية، ودول جنوب شرق آسيا واليابان والصين ثم الدول النامية، تنذر بكساد عالمي.

١٠- فشل بنكي الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي، والبنك المركزي الأوروبي في التخفيف من حدة تراجع المؤشرات على الرغم من ضخ نحو ١٢١.٦ مليار دولار لطمأنة المستثمرين ووقف نزيف التراجع، حيث إنه خلال يوم واحد من التعامل فقد مؤشر داو جونز قرابة ٤٠٠ نقطة في حين تراجع مؤشر ستاندرد أند بورز بواقع ١٥٠ نقطة.

١١- عدم قدرة مؤسسات التمويل العقاري على القيام بعمليات الاستحواذ التي أعلنت عنها الحكومة الأمريكية ، وذلك بسبب عدم توافر التمويل اللازم للقيام بهذه العمليات، وهو ما أعطى مؤشرا سلبيا لأداء الاقتصاد الأمريكي.

١٢- السبب كان له بالغ الأثر في تراجع البورصات الأمريكية هو عجز الحكومة عن توفير فرص العمل التي كانت قد أعلنت عنها في وقت سابق، مما ولد شعورا لدى المستثمرين بأن أكبر اقتصاد على مستوى العالم يمر بأزمة حقيقية، ومن



المعروف أن أسواق المال بالغة الحساسية لمثل هذه المؤشرات فكان التراجع الحاد في كافة مؤشرات البورصات الأمريكية .

- ١٣- تعدد الجهات الرقابية على المعلومات المحاسبية واختلاف قوة الالزام .
- ١٤- مشكلات في قواعد ومعايير المحاسبة ساهمت في المشكلة المالية العالمية مثل عدم اثبات الالتزامات المستقبلية ،عدم اثبات الخيارات المستقبلية،عدم وضع ضوابط ومعالجات محاسبية للأدوات المالية المبتكرة، وعدم وضع ضوابط ومعالجات كافية للتمويل خارج الميزانية.
- ١٥- اختلالات محاسبية مثل تقدير حجم الإفصاح المالي.
- ١٦- إخلال واضح في تطبيق مبدأ الشفافية لدى كافة الجهات المتسببة في الأزمة وعلى رأسها البنوك وشركات التقييم وشركات التأمين وأسواق البورصة والشركات التجارية العاملة.
- ١٧- عدم انضباط أساسيات العمل المصرفي السليم. ومحاولات التحايل على إجراءات الرقابة المصرفية المعتادة من خلال التخلص من هذه القروض المشكوك في تحصيلها في شكل نقلها من ميزانيات البنوك وتحويلها إلى سندات تم تسويقها إلى كثير من المؤسسات المالية بعروض وعوائد مغرية، نتج عنها خسائر مالية كبيرة بسبب ارتفاع أسعار الفائدة، إضافة لظهور مشكلة نقص السيولة الأمر الذي يؤكد على وجود أزمة أو خلل في النظام المالي والمصرفي .
- ١٨- تفشي ظاهرة التقليل من شأن المخاطر على نطاق واسع. وكان من تجليات ذلك التقليل من سعر وحدة الخطر، والتقليل من مقدار الخطر الذي كان المشغلون المليون يأخذونه على عاتقهم. فقد أوضح العديد من صانعي السياسة خلال عام ٢٠٠٦ وأوائل عام ٢٠٠٧ أن على المشاركين في السوق أن يستعدوا ويهيئوا أنفسهم لعملية تصحيح كبيرة ومهمة.
- ١٩- العامل النفسي، إذ فقد المستثمر الثقة في الأسواق بعد أزمة الرهونات العقارية، ولم يعد يصدق جدوى الآليات المالية الحديثة للقرن الحادي والعشرين مثل آليات تحويل القروض وتحويلها إلى سندات مركبة . بل وفقد أيضاً ثقته في قدرته على تقييم الدين بشكل حقيقي وفعال، وبحسب "الفائنانشيال تايمز" فإن تكلفة علاج الأزمة تصل إلى ٦٤ تريليون دولار! ، ويمكن القول ان البنوك المركزية لدول الغرب ضخت إلى الأسواق سيولة ضخمة تهدف لتوفير التمويل قصير الأمد للبنوك، إلا ان هذه الخطوة لا يمكن بالطبع أن تكفي لاجتثاث مخاوف المستثمرين مع تنامي الخسائر الائتمانية وتزايد أجواء التشاؤم .

## الفصل الثالث

### المبحث الأول : الوضع العالمي<sup>(١٢)</sup>

#### المطلب الأول : تداعيات الأزمة على الاقتصاد الأمريكي

زادت هذه الأزمة من معاناة الاقتصاد الأمريكي، الذي يعاني بالفعل منذ سنوات من النمو المتباطئ نتيجة العجز التجاري، وظهرت أعراض هذه الأزمة على كافة مؤشرات الأداء الاقتصادي الكلي للولايات المتحدة على النحو التالي:

• ارتفاع حجم المديونية ليصل إلى ( ٣٦ تريليون دولار) لتشكل حوالي ٦٤ % من الناتج المحلي الإجمالي، هذا إلى جانب ارتفاع مديونيات الأفراد والشركات لتصل إلى ٢٧.٦ تريليون دولار، منها حوالي ٩.٢ تريليون دولار ديون أفراد نتيجة التمويل العقاري، وحوالي ١٨.٤ تريليون دولار ديون على الشركات.

• ارتفاع معدلات التضخم التي تجاوزت ٤.٥ %، وارتفاع معدلات البطالة إلى ٥.١ % وفقدان أكثر من ٣ مليون شخص لوظائفهم بمعدل ٨٠٠٠٠ وظيفة شهرياً ليصل إجمالي من فقدوا وظائفهم في الاقتصاد الأمريكي بسبب أزمة الرهن العقاري حتى مايو ٢٠٠٨ م أكثر من نصف مليون شخص.

• انخفاض المؤشر العام لثقة المستهلكين إلى أدنى مستوى له منذ عام ١٩٩٢ م نتيجة تخوف المستثمرين، حيث تراجع كل من مؤشر النشاط الصناعي في نيويورك، ومؤشر الطلب على الاستهلاك إلى أدنى قيم لهما منذ أكتوبر ٢٠٠١ م، كما انخفض معدل استخدام الطاقة الإنتاجية لأدنى مستوى له.

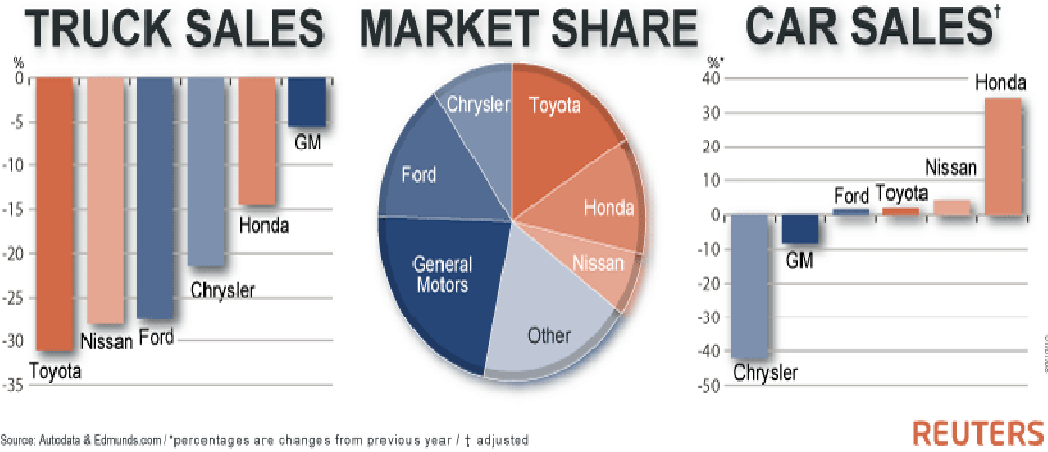
• تراجع تحويل رؤوس الأموال إلى الولايات المتحدة الأمريكية بحوالي ٥٠ %، لدرجة أن تحويل رؤوس الأموال أصبح كافيًا فقط لمجرد سد العجز في الميزان التجاري الأمريكي، الذي بلغ حوالي ٦٠ مليار دولار.

• تزايد تباطؤ نمو الاقتصاد الأمريكي منذ شهر يناير ٢٠٠٨ م، حيث شهدت قطاعات الإسكان والتصنيع وحركة البيع والشراء ضعفاً في أنشطتها نتيجة لارتفاع أسعار المواد والسلع الأولية والطاقة، ولعل ما يشهده قطاع السيارات الأمريكية من كساد وخسائر مالية وعزوف من المشترين يؤكد على هذا الأمر، فقد أعلنت كبرى شركات صناعة السيارات جنرال موتورز وفورد وكرايزلر عن حاجتها لتدخل حكومي ودعمها بنحو ٣٤ مليار دولار، وقد وافقت الحكومة الأمريكية على دعم الشركات الثلاث بـ ١٧ مليار دولار وفق شروط معينة. ويوضح الجدول التالي حركة مبيعات السيارات الأمريكية.

(١٢) انظر :

- الناقه، أحمد أبو الفتوح ، الأزمة المالية العالمية، بحث غير منشور، ١٤٢٩ هـ
- مؤتمر الأزمة المالية العالمية وأثارها على الاقتصاد السعودي ، ورقة عمل شركة أرياح العالمية، ٢٨ أكتوبر، ٢٠٠٨ م.
- د/ حازم الببلاوي ، الأزمة المالية العالمية محاولة للفهم ، ١٤٢٩ هـ.
- سعيد عبد الله الشيخ ، الأزمة المالية الدولية وانعكاساتها على الاقتصاد السعودي، البنك الأهلي ، أكتوبر ٢٠٠٨ م.
- الأزمة المالية العالمية وتداعياتها على الاقتصاد السعودي ، إعداد إدارة البحوث والدراسات الاقتصادية ، مجلس الغرف السعودية ( ١١ شوال ١٤٢٩ هـ الموافق ١٠ أكتوبر ٢٠٠٨ م) ص ١-١٨
- متابعة مستمرة للعديد من المقالات والتحليلات الصحفية اليومية في الصحف اليومية العامة والمتخصصة.

## U.S. June auto sales



- تراجعت عمليات بناء المساكن بنسبة 0.6% لتصل الى 1.065 مليون وحدة سنويًا، مقارنة بالمعدل السنوي المسجل وهو 1.071 مليون وحدة، وتراجعت أسعار المساكن بحوالي 10%، مع وجود توقعات بتراجعها بنسبة 10% أخرى بنهاية عام 2008 م.
- الهبوط السريع في سعر العملة الأمريكية مقابل العملات الرئيسية الأخرى في العالم، حيث وصل الدولار إلى مستوى 100 ين ياباني وهو أدنى سعر له منذ التسعينات، كما وصل اليورو إلى ما بعد حاجز الدولار والنصف لأول مرة منذ صدور اليورو. وهو ما أدى لتزايد التحول عن التعامل بالدولار الضعيف سواء من الأفراد أو الدول.
- تراجع أرباح البنوك الأمريكية، وذلك بعد إعدام مبالغ كبيرة من الديون العقارية التي لم تتمكن من تحصيلها، وتوالي إعلان انهيار صناديق التحوط التابعة لعدد من البنوك، بسبب القروض العقارية الرديئة، وحدوث عمليات بيع واستحواذ في الجهاز المصرفي بأسعار متدنية جدًا، بعد تراجع أسعار أسهم المصارف بشكل كبير.
- زيادة مشتريات الأجانب لحصص في الشركات والمصانع الأمريكية، وذلك بسبب تراجع أسعار الأسهم وتراجع قيمة الدولار، حيث بلغت هذه المشتريات حوالي 414 مليار دولار في نهاية الربع الأول من عام 2008 م، وذلك بنسبة زيادة حوالي 90% مقارنة بنفس الفترة من عام 2006 م.
- قدرت منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية إجمالي الخسائر الاقتصادية الأمريكية بسبب أزمة الرهن العقاري بحوالي 350 540 مليار دولار، بينما قدر صندوق النقد الدولي هذه الخسائر بحوالي 945 مليار دولار. ومهما كانت درجة الدقة في هذه الأرقام فإنها تبين مدى خطورة الأزمة التي يمر بها الاقتصاد الأمريكي من حيث حجمها، وتكمن خطورة هذه الأزمة من كونها ناجمة عن تراجع الاستهلاك الفردي .
- أدت الأزمة حتى الآن إلى اختفاء 11 بنكا من الساحة، من بينها بنك إندي ماك الذي يستحوذ على أصول بقيمة 32 مليار دولار وودائع تصل إلى 19 مليار دولار. وتوقع كريستوفر والين، العضو المنتدب لشركة أبحاث "تحليلات المخاطر المؤسسية" أن يتم إغلاق ما يقرب من 110 بنوك تصل قيمة أصولها إلى حوالي 850 مليار دولار وذلك بحلول منتصف العام القادم.

- العجز في الموازنة الأمريكية بلغ ٤٥٠ مليار دولار بينما زاد العجز التجاري عن ٦٥ مليار دولار.
- القيمة السوقية لـ ٨ مؤسسات مالية عالمية تراجع بنحو ٥٧٤ مليار دولار خلال فترة عام واحد فقط كانعكاس للتدهور الذي تشهده الأسواق العالمية والذي تأثر به القطاع المصرفي والمالي بشكل أكبر.

## المطلب الثاني: تداعيات الأزمة على الاقتصاد العالمي

أكدت العديد من المؤسسات المالية الدولية وفي مقدمتها صندوق النقد الدولي أن أزمة الاقتصاد الأمريكي بسبب الرهن العقاري لن تنجو منها أي دولة من دول العالم، وأنها ستطول اقتصاد جميع الدول ولكن بنسب متفاوتة. وقد ظهرت تداعيات هذه الأزمة على الاقتصاد العالمي بوضوح خلال الفترة المنقضية من عام ٢٠٠٨ م، بشكل يؤكد أن العالم سيدفع ثمن التعافي من هذه الأزمة مع الولايات المتحدة الأمريكية، وتمثلت أهم تداعيات هذه الأزمة على الاقتصاد العالمي في الآتي:

- تراجع التوقعات بشأن النمو في الاقتصاد العالمي عام ٢٠٠٨ م ليصل إلى حوالي 1.5% وهو نمو يراه البعض صدى لنمو عام ٢٠٠٧ م، وأنه لن يكون هناك نمو فعلي عام ٢٠٠٨ م.
- تعرض العديد من البنوك حول العالم وخاصة في آسيا وأوروبا لخسائر من جراء هذه الأزمة، الأمر الذي أدى إلى انتشار المخاوف بين البنوك من الإقراض، وتراجعت معدلات تقديم الائتمان في العديد من دول العالم، الأمر الذي دفع البنوك المركزية لضخ المزيد من الأموال في أسواق المال لتقليل حدة هذه الأزمة.

صندوق النقد الدولي يقدر خسائر القروض بنحو ٤٢٥ بليون دولار مع خسارة البنوك ما بين ٢٢٥-٢٩٠ بليون دولار

نوع الإقراض	تقدير الخسائر	
	القائمة	بليون دولار
متدني الملاءة	300	50
رهون عقارية متوسطة الجودة	600	35
ملاءة جيدة	3800	85
عقار تجاري	2400	90
قروض أفراد	1400	45
قروض شركات	3700	110
قروض على مديونيات	170	10
الإجمالي	12,370	425
حصة البنوك		225-290

المصدر: البنك الأهلي دراسة سعيد الشيخ

يقدر صندوق النقد الدولي الخسائر على الأوراق المالية بنحو ٩٨٠ بليون دولار، مع خسارة البنوك ما بين ٧٢٥-٨٢٠ بليون دولار

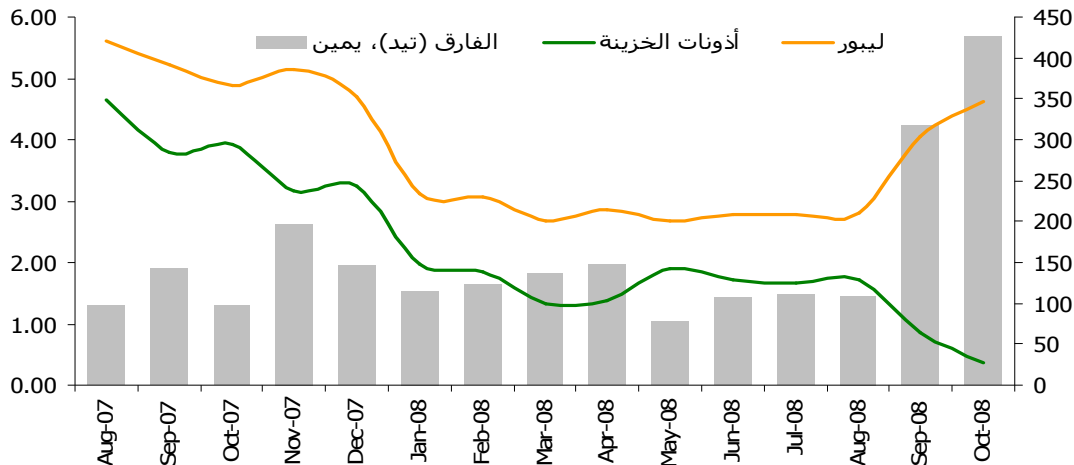
نوع الضمان	تقدير الخسائر	
	القائمة	بليون دولار
السندات المقومة بأصول	1,100	210
التزامات ضمان الدين	400	290
سندات مقومه برهون جيدة	3,800	80
سندات مقومه برهون تجارية	940	160
سندات مقومه بأصول أفراد	650	-
سندات شركات عالية الجودة	3,000	130
سندات شركات عالية العائد	600	80
التزامات ضمان القروض	350	30
<b>الإجمالي</b>	<b>10,840</b>	<b>980</b>
<b>حصة البنوك</b>		<b>725-820</b>

المصدر: البنك الأهلي دراسة سعيد الشيخ

• أدت هذه الأزمة إلى إيجاد نوع من عدم الاستقرار والتذبذب في الأسواق المالية العالمية، وإلى وجود حالة من الخوف الشديد في أوساط المستثمرين بشأن مستقبل الاقتصاد والاستثمار، دفعت بالكثيرين منهم إلى عدم الرغبة في تحمل المخاطر، والبحث عن استثمارات آمنة في قطاعات أخرى، بل ودفعت البعض منهم للمطالبة بعلاوات عن المخاطر تفوق ما تقدمه الحكومات، علاوة على ما أحاط بعمليات الاندماج والاستحواذ من شكوك وغموض حيال الصفقات التي تتضمن مبالغ جديدة من أدوات الدين.

• أدت الأزمة إلى شطب عدد من البنوك الكبرى في العالم (حوالي ٢٥ بنك) لأكثر من ٣٠٠ مليار دولار من قيمة أصولها، نتيجة انخفاض قيمة الأوراق المالية المضمونة بقروض عقارية منذ ٢٠٠٧ م، الأمر الذي أدى إلى تراجع السيولة النقدية المتاحة لدى البنوك لإقراضها للمستهلكين، وهناك تقديرات بأن تصل القيمة إلى حوالي ٤٠٠ مليار دولار بنهاية هذا العام.

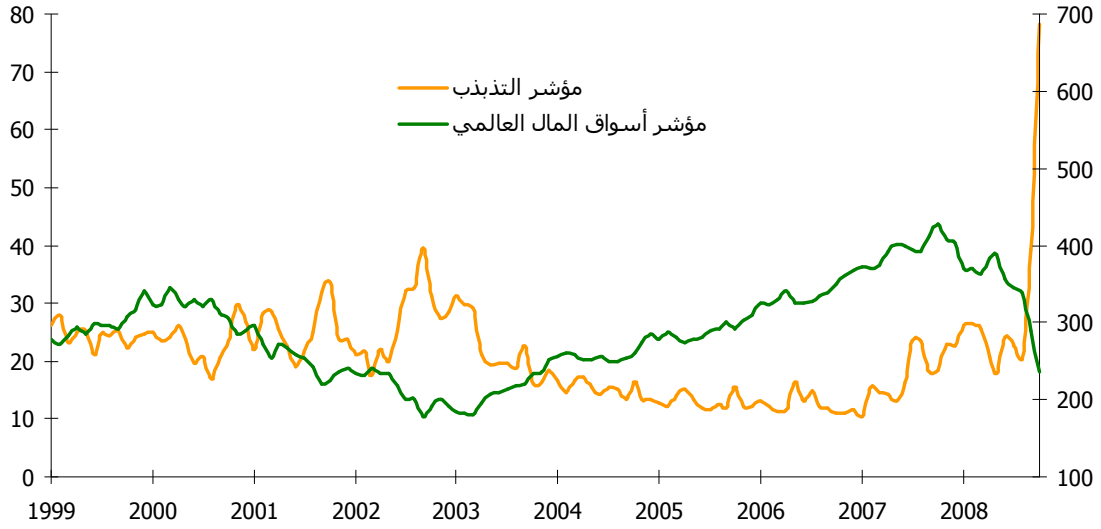
انعدام الثقة بين البنوك و الاحتفاظ بالسيولة وسع الفارق ما بين سعر الاقراض البنكي و مستويات الفائدة الرسمية، ليجمد سوق الائتمان



المصدر: البنك الأهلي دراسة سعيد الشيخ

وتشير الأرقام إلى أن الأزمة قد امتدت إلى مناطق مختلفة من العالم، ففي دول الاتحاد الأوروبي، وبرغم التوقعات التي سادت بعدم تأثرها بالأزمة إلا أن الواقع الفعلي أثبت مدى خطأ هذه التوقعات، خاصة مع انخفاض وتراجع أسعار العقارات في أوروبا وخاصة في إسبانيا. كما تراجع معدل النمو، حيث خفضت مفوضية الإتحاد الأوروبي توقعاتها للنمو الاقتصادي في منطقة اليورو إلى 1.8 % هذا العام نتيجة للشكوك حول مصير الاقتصاد العالمي، كما حذر وزراء مالية دول منطقة اليورو والبنك المركزي الأوروبي من ارتفاع معدلات التضخم، والتي وصلت إلى 3.5 % نتيجة لاقتران ارتفاع أسعار النفط والمواد الغذائية مع التباطؤ الاقتصادي وانخفاض ثقة المستهلكين، كما بلغ الذعر أعلى مستوياته في أسواق المال العالمية.

### الذعر في الأسواق المالية وصل إلى أعلى مستوياته لتهبط مؤشرات أسواق المال في العالم



المصدر: البنك الأهلي دراسة سعيد الشيخ

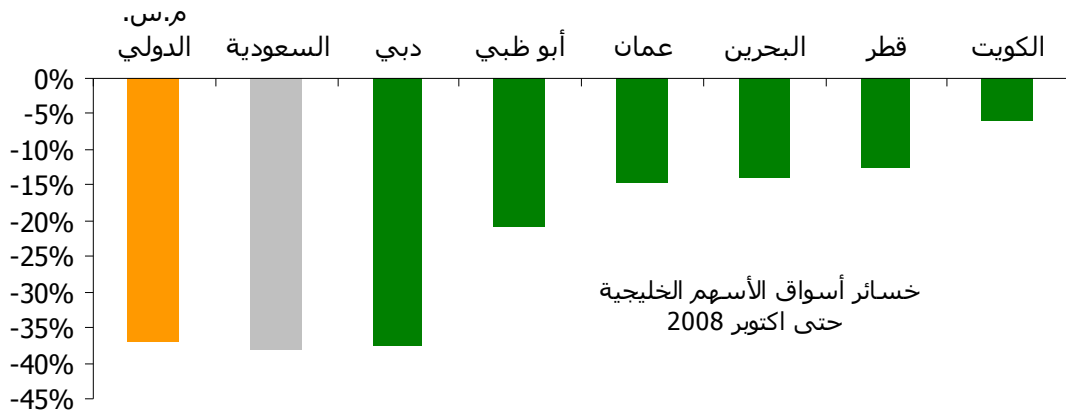
من ناحية أخرى أطلقت العديد من الشركات الأوروبية الكبرى مثل "سيمنز" و"ميتشلان" إشارات تحذيرية من تأثير الأزمة الأمريكية عليها، كما أثرت الأزمة على الشركات الأوروبية التي تعمل في الولايات المتحدة الأمريكية، حيث تحملت شركة بي إم دبليو لصناعة السيارات خسائر بقيمة ٢٣٦ مليون دولار نتيجة تزايد الديون المعدومة وتراجع نشاط تأجير السيارات، وانتاع تأثير الأزمة ليشمل قطاعات مثل الصناعات الدوائية وصناعات البناء.

أما في الصين والهند فبرغم التفاؤل لدى بعض الشركات المتواجدة في الأسواق الصينية والهندية بأن يكون تأثير الأزمة على الأسواق الصينية ضئيلاً، إلا أن الواقع يؤكد حتمية تأثر الصين بهذه الأزمة بشكل واضح، وذلك لأن الصين تصدر حوالي ٢١ % من صادراتها إلى الولايات المتحدة الأمريكية. على صعيد آخر أثرت هذه الأزمة على الاقتصاد الياباني الذي شهد تراجعاً في النمو الاقتصادي، وعدم استقرار أسواق الأسهم، مما دفع البنك المركزي للإبقاء على معدل الفائدة منخفضاً عند 0.5 %، كما تراجعت مبيعات الشركات المصدرة نتيجة

لانخفاض الدولار، وانخفض إنتاج المصانع لأدنى مستوياته منذ خمس سنوات بمعدل 3.1% .<sup>(١٣)</sup>

كما منيت أسواق الائتمان العالمية يتدهور شديد ، نتج عنه تخوف لدى المؤسسات الائتمانية والبنوك المتخصصة من شيخ ركود اقتصادي عالمي ، الأمر الذي أدى إلى ضغط شديد على البورصات العالمية أجبرها على التراجع لمستويات قياسية.

### التدهور الحاد في سوق الائتمان و الخوف من ركود اقتصادي عالمي يضغط على بورصات العالم بالتراجع



المصدر: البنك الأهلي دراسة سعيد الشيخ

وفي الحقيقة هناك خوف حقيقي وقد عبر عنه بوضوح بان كي مون الأمين العام للأمم المتحدة من أن تتحول هذه الأزمة الاقتصادية إلى أزمة إنسانية تطول الشعوب الفقيرة بالشكل الذي يهدد الاستقرار العالمي.

وقد شملت الولايات المتحدة والعديد من الدول الأوروبية موجات قاسية ومنتالية من حالات إفلاس وتليص نشاطات لبنوك وشركات إئتمان وشركات تجارية نجم عنها تسريح الملايين من العاملين وارتفاع نسب البطالة في تلك الدول الى أرقام قياسية لم تصلها منذ عدة سنوات ، ويمكن الاطلاع على الفصل الخامس للتعرف على وضع البطالة عالميا.

(١٣) الأزمة المالية العالمية وتداعياتها على الاقتصاد السعودي ، إعداد إدارة البحوث والدراسات الاقتصادية ، مجلس الغرف السعودية ( ١١ شوال ١٤٢٩ هـ الموافق ١٠ أكتوبر ٢٠٠٨ م) ص ١-١٨



## المبحث الثاني : ملامح خطط إنقاذ القطاع المالي العالمي (١٤)

منذ وقوع الأزمة تبنت البنوك المركزية في معظم دول العالم وفي مقدمته البنك المركزي الأمريكي سياسة تقوم على توفير السيولة سواء من خلال ضخ أموال في الأسواق، أو من خلال تخفيض أسعار الفائدة.

### ➤ خطة الإنقاذ الأمريكية أهم ملامح الخطة :

- إنشاء صندوق لشراء الديون المتعثرة من المؤسسات المالية بمبلغ ٧٠٠ مليار دولار. وتعد هذه الخطة أكبر تدخل حكومي في الأسواق المالية منذ الكساد الكبير الذي تعرضت له الولايات المتحدة وكثير من دول العالم في مطلع الثلاثينات من القرن العشرين.
- أطلق على الخطة اسم "قانون دعم الاستقرار الاقتصادي العاجل لعام ٢٠٠٨"، ويهدف القانون إلى تأمين حماية أفضل للمدخرات والأموال العقارية التي تعود إلى دافعي الضرائب وحماية الملكية وتشجيع النمو الاقتصادي وزيادة عائدات الاستثمارات إلى أقصى حد ممكن.
- خفض أسعار الفائدة الأساسية ، حيث تم خفض أسعار الفائدة حوالي ٨ مرات منذ بداية الأزمة، كان آخرها خفض بنسبة ٠.٢٥ % وذلك لدعم الاقتصاد الأمريكي الضعيف في مواجهة الاضطرابات المتزايدة في أسواق المال العالمية، لئيلج سعر الفائدة ١.٥ % .
- إجراء تخفيضات ضريبية تصل إلى ٤٥ مليار دولار لتشجيع الإنفاق الاستهلاكي.
- زيادة مخصصات وزارة الدفاع في الموازنة العامة للدولة، لترتفع من ٤٧٩.٥ مليار دولار في موازنة ٢٠٠٨ م إلى ٥١٥.٤ مليار دولار عام ٢٠٠٩ م.
- قامت بعض المؤسسات المالية وكبار المساهمين بدعم مؤسسات مالية وعقارية في الولايات المتحدة الأمريكية، مثل سيتي جروب وميريل لينش لإنقاذها من الانهيار . حيث ضخت سنغافورة والكويت وكوريا الجنوبية حوالي ٢١ مليار دولار لإنعاش كلا المؤسستين المشار إليهما باعتبارهما أكثر البنوك الأمريكية تأثراً بهذه الأزمة، وقام الوليد بن طلال قام بضخ حوالي ١٢.٥ مليار دولار في سيتي جروب في يناير ٢٠٠٨ م.
- ورغم هذه الإجراءات إلا أن عدم الاستقرار ما زال مسيطراً على الأسواق العالمية بسبب الشكوك حول مستقبل الاقتصاد الأمريكي، خاصة مع استمرار تدني المؤشرات الاقتصادية الكلية، ومع عدم وجود بوادر إيجابية تشير إلى حل مشكلة الائتمان الراهنة، هذا علاوة على المشاكل الخاصة بانخفاض أسعار المساكن وتدني قيمتها، الأمر الذي جعل صندوق النقد يصف الاقتصاد الأمريكي بأنه على مشارف الركود

(١٤) انظر :

- مؤتمر الأزمة المالية العالمية وأثارها على الاقتصاد السعودي ، ورقة عمل شركة أرياح العالمية، ٢٨ أكتوبر، ٢٠٠٨ م.  
- الأزمة المالية العالمية وتداعياتها على الاقتصاد السعودي ، إعداد إدارة البحوث والدراسات الاقتصادية ، مجلس الغرف السعودية ( ١١ شوال ١٤٢٩ هـ الموافق ١٠ أكتوبر ٢٠٠٨ م) ص ١-١٨

والتوقف، بل إنه سيمر بفصول من النمو السلبي وتراجع في النمو سيكون له عواقبه  
الوخيمة على مجمل الاقتصاد العالمي.

#### ➤ **خطة الإنقاذ في منطقة اليورو:**

- تقضي الخطة بضمان القروض بين المصارف، مع إمكانية اللجوء إلى إعادة تمويل هذه المصارف. كما أعلن قادة الدول المشاركة استعداد الحكومات تملك حصص في البنوك.
- التعهد بتوفير رأس المال ، وضمان أدوات الدين الجديدة أو شرائها مباشرة.
- التعهد بالمساعدة أو الاكتتاب بشكل مباشر لرفع الديون عن البنوك لفترات تصل إلى خمسة أعوام في تكملة لجهود البنك المركزي الأوروبي لاستئناف عمليات التسليف بين البنوك.

#### ➤ **خطة الإنقاذ البريطانية**

- تقتضى الخطة بإمداد أربعة بنوك وهي إتش بي أو إس، ورويال بنك أوف سكوتلند، ولويدز تي إس بي، وباركليز بنحو ٣٧ مليار جنيه إسترليني .ويعد هذا التدخل الأكبر على مدار تاريخ بريطانيا .

#### ➤ **خطة الإنقاذ في الدول الصناعية السبع :**

- تعهدت هذه الدول بمواصلة العمل الجماعي من أجل استقرار الأسواق المالية وإعادة تدفق القروض لدعم النمو الاقتصادي العالمي، كما تم الاتفاق على اتخاذ إجراءات حاسمة واستعمال جميع الوسائل الممكنة لدعم المؤسسات المالية الكبرى والحيلولة دون إفلاسها.

- كما تعهدت مجموعة السبع باتخاذ جميع الإجراءات الضرورية لتحريك القروض والأسواق النقدية كي تتمكن المؤسسات المالية من الحصول على السيولة ورؤوس الأموال فضلا عن المطالبة بتحركات ملموسة لاستعادة ثقة المودعين من خلال تأمين ودائعهم عن طريق توفير ضمانات من قبل السلطات.

#### ➤ **اتفاق مجموعة العشرين (السعودية عضو فيها):**

- اتفقت هذه الدول على استعمال جميع الأدوات الاقتصادية والمالية لتأمين الاستقرار وحسن العمل في الأسواق المالية.

وعلى الرغم من هذه الجهود وخطط الإنقاذ والتنسيق بين الدول المتقدمة وغيرها من الدول المعنية ، وعلى الرغم من التطمينات المستمرة عن سلامة الوضع المالي على مستوى العالم إلا أنها لم تفلح بشكل كاف في كبح جماح الأزمة ، وما زالت الأسواق المالية العالمية في حالة تخبط وثقة المستثمرين في أدنى مستوياتها جراء مخاوف حدوث ركود اقتصادي عالمي، مع استمرار النزيف في الأسواق المالية العالمية ، وتهاوي أسعار النفط على الرغم من قرار أوبك خفض الإنتاج بمقدار المليون ونصف المليون برميل يوميا، وتراجع أسعار الذهب والمعادن النفيسة .

## الفصل الرابع

### الأزمة المالية والوضع المحلي:<sup>(١٥)</sup>

#### المبحث الأول : الروابط بين الاقتصاد السعودي والاقتصاد العالمي

يعمل الاقتصاد السعودي كاققتصاد منفتح ضمن منظومة الاقتصاد العالمي، ومن ثم فهو يتأثر بالتقلبات والأزمات الاقتصادية الدولية شئنا أم أبينا، وذلك نتيجة لوجود مجموعة من الروابط بين الاقتصاد السعودي والاقتصاد العالمي والتي يتمثل أهمها في الآتي:

#### التجارة الخارجية للمملكة مع العالم:

تمثل التجارة الخارجية أهم روابط المملكة مع العالم الخارجي، وخاصة فيما يتعلق بالصادرات، حيث تلعب الصادرات دوراً أساسياً في النمو الاقتصادي في المملكة وخاصة صادرات النفط، كما تلعب الواردات دوراً أساسياً في النمو أيضاً، من خلال توفير مستلزمات الإنتاج، ناهيك عن توفير المستلزمات الاستهلاكية من السلع.

ولا شك أن النمو الاقتصادي العالمي وتزايد الطلب على النفط وارتفاع أسعاره لمستويات قياسية تجاوز ١٤٠ دولار للبرميل، قد أفاد الاقتصاد السعودي بشكل واضح، من خلال زيادة حصة الصادرات النفطية، وزيادة الفائض في الموازنة العامة رغم تزايد النفقات العامة بشكل كبير، وزيادة قدرة المملكة على تمويل الواردات اللازمة للتوسع الإنتاجي وزيادة الاستهلاك . كما أدت الزيادة في حصة الصادرات إلى زيادة تراكم الأصول الأجنبية الرسمية في الخارج .

#### الاستثمارات السعودية في الخارج:

تتنوع الاستثمارات السعودية في الخارج بين استثمارات خاصة واستثمارات رسمية، وهي استثمارات إما في أصول كالعقارات وغيرها من الموجودات العينية، أو استثمارات في أسواق المال العالمية، ورغم عدم وجود بيانات دقيقة حول حجم هذه الاستثمارات إلا أنه من المتوقع أن تكون هذه الاستثمارات بمبالغ كبيرة، وهذه الاستثمارات تحقق فوائد للمملكة متمثلة في تحقيق عوائد تؤثر بدورها في معدلات النمو في الاقتصاد الوطني.

#### الاستثمارات الأجنبية في المملكة:

تعتبر المملكة في مقدمة دول المنطقة من حيث جذب الاستثمارات الأجنبية، سواء كانت استثمارات أجنبية مباشرة أو استثمارات أجنبية في سوق الأوراق المالية، وتشير الأرقام إلى تطور حجم هذه الاستثمارات بشكل كبير خلال السنوات الأخيرة، وتساهم هذه الاستثمارات في زيادة الإنتاج، ورفع معدلات النمو، وخلق فرص عمل للمواطنين، ناهيك عن الفوائد الأخرى لهذه الاستثمارات الأجنبية مثل جلب التكنولوجيا المتقدم للمملكة، والمساهمة في زيادة الصادرات غير البترولية.

(١٥) أنظر :

- الأزمة المالية العالمية وتداعياتها على الاقتصاد السعودي ، إعداد إدارة البحوث والدراسات الاقتصادية ، مجلس الغرف السعودية ( ١١ شوال ١٤٢٩ هـ الموافق ١٠ أكتوبر ٢٠٠٨ م) ص ١-١٨
- مؤتمر الأزمة المالية العالمية وأثارها على الاقتصاد السعودي ، ورقة عمل شركة أرباح العالمية، ٢٨ أكتوبر، ٢٠٠٨ م.
- د/ رجاء البقمي ، محاضرة ألقاها في الغرفة الصناعية بالرياض ، أنظر موقع الغرفة الإلكتروني.
- سعيد عبد الله الشيخ ، الأزمة المالية الدولية وانعكاساتها على الاقتصاد السعودي، البنك الأهلي ، أكتوبر ٢٠٠٨ م.
- متابعة مستمرة للعديد من المقالات والتحليلات الصحفية اليومية في الصحف اليومية العامة والمتخصصة.

## المبحث الثاني : الاقتصاد الكلي في المملكة العربية السعودية

• أعدت الميزانية السعودية لعام ٢٠٠٨ على أساس متحفظ لسعر برميل النفط ، حيث اعتمد سعر البرميل عند ٤٥ دولار ، وهو أقل بكثير من الأسعار التي وصل إليها في الأسواق العالمية . ويتوقع أن تعتمد الدولة لميزانية ٢٠٠٩ سعرا أقل من ذلك في ضوء المعطيات الراهنة لأسعار النفط ، حيث بلغت الإيرادات التقديرية لميزانية ١٤٣٠/١٤٣١هـ - ٤١٠ مليار ريال ، في حين بلغت المصروفات ٤٧٥ مليار بعجز قدره ٦٥ مليار ريال يمول من الاحتياطات السابقة.

• يتوقع استمرار الأداء القوي للاقتصاد السعودي عام ٢٠٠٩ على الرغم من تراجع أسعار النفط . فالاحتياطات القوية لمؤسسة النقد والتي تبلغ حاليا مستوى ١.٦ تريليون ريال كافية لدعم المشاريع التنموية في الاقتصاد مهما تراجعت أسعار النفط .

• بلغت استثمارات السلطات النقدية السعودية في الخارج حتى نهاية ٢٠٠٧ بحسب إحصائيات سابقة لـ«ساما» نحو ١٠.٤ تريليون ريال (٣٧٣ مليار دولار) مقابل ٨٧٥.٢٥ مليار ريال (٢٣٣ مليار دولار) قبل ذلك بعام. ويعتقد أن خسائر موجودات مؤسسة النقد الأجنبية في السوق الأمريكية كانت محدودة جدا بالنظر إلى تدني مخاطر هذه الاستثمارات. كما بلغت استثمارات صندوق الاستثمارات العامة بلغت ما بين عشرة إلى ١٥ مليار دولار.

• تشير التقارير إلى أن المواطنين السعوديين خسروا ٤٠% من قيمة استثماراتهم الخاصة في أمريكا بما يقدر بما لا يقل عن ٤٠٥ مليار دولار، وهذا رقم سيؤثر على حجم الاستثمار الكلي للمملكة وعلى الناتج.

• تراجع الدين العام إلى ١٩ في المائة تقريبا من الناتج الإجمالي.

• أعلن خادم الحرمين الشريفين الملك عبد الله بن عبد العزيز أمام قمة العشرين منتصف هذا الشهر، حيث قال الملك إن الحكومة ستستمر في الإنفاق الحكومي على المشاريع الاستثمارية، وسيبلغ هذا الإنفاق نحو ٤٠٠ مليار دولار خلال الأعوام الخمسة المقبلة.

• توقع تراجع مستوى التضخم في المملكة . ففي ضوء الأزمة المالية العالمية وتحسن الدولار ، من المتوقع انخفاض معدل التضخم في المملكة خاصة المواد الغذائية .

• تقديرات الميزانية العامة للدولة لعامي ٢٠٠٧ و ٢٠٠٨ و ٢٠٠٩ : (مليون ريال )

٢٠٠٧	٢٠٠٨	٢٠٠٩	
٣٣٠٠٠٠	٣٧٠٠٠٠	٣٢٠٠٠٠	الإيرادات النفطية
٧٠٠٠٠	٨٠٠٠٠	٩٠٠٠٠	إيرادات أخرى
٤٠٠٠٠٠	٤٥٠٠٠٠	٤١٠٠٠٠	المجموع
٣٨٠٠٠٠	٤١٠٠٠٠	٤٧٥٠٠٠	المصروفات
٢٠٠٠٠	٤٠٠٠٠	(٦٥٠٠٠)	الفائض

سيبرز الأثر الأكبر للأزمة المالية العالمية على الاقتصاد الحقيقي للمملكة في العناصر التالية:

الادخار : يتوقع انخفاض الادخار الحكومي بسبب انحسار الإيرادات البترولية نتيجة لانخفاض البترول ، كما يتوقع انخفاض الادخار الخاص بسبب انخفاض ربحية الشركات.

الاستثمار: انخفاض الادخار سيؤثر على الاستثمار ، كما أن هناك ٢٥٦ مشروع تحت التنفيذ مدعومة من بنوك محلية وخارجية ، وانخفاض السيولة لديها سوف يؤثر على التزامها بتنفيذها إلا أن المظمن إعلان الحكومة استمرار الإنفاق الحكومي على المشاريع التنموية بمبلغ ٤٠٠ مليار ريال.

الإيرادات : يمثل الإنفاق نحو ٢٦ % من الناتج المحلي ، ولذا يتوقع انخفاض الإنفاق الاستثماري ، في حين لا يمكن المساس بالإنفاق الثابت (رواتب ونحوها).

الميزان التجاري : سوف يتأثر بشكل كبير بانخفاض البترول .

الدين العام : الحكومة مدينة للبنوك المحلية بـ ٢٢٠ مليار ريال ، ومع ذلك فالدول الخليجية لديها القدرة على التغلب واستيعاب الأزمة المالية فلديها فوائض مالية ضخمة من العوائد البترولية.

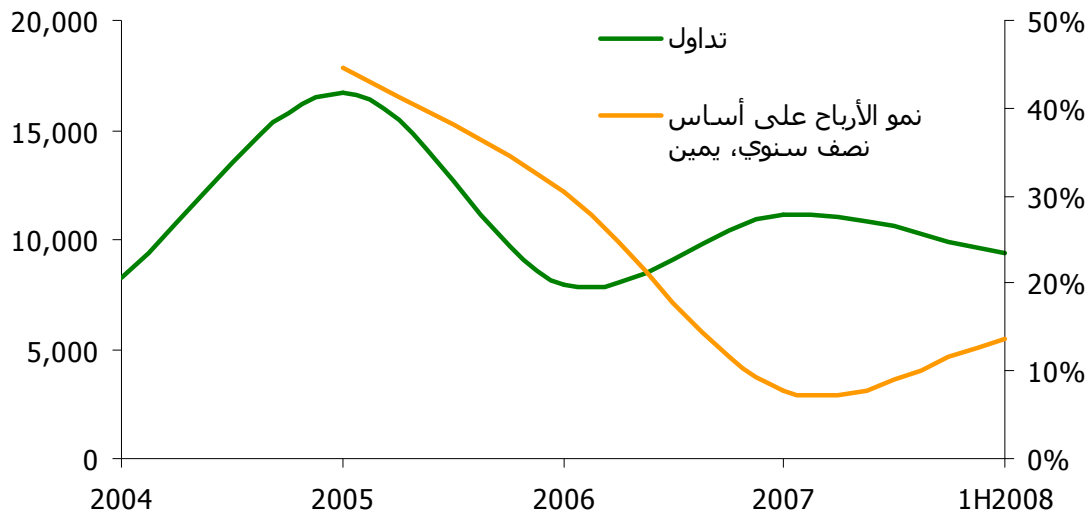
### المبحث الثالث : مداخل تأثير الأزمة المالية العالمية على اقتصاد المملكة

في ضوء الروابط السابقة بين الاقتصاد الوطني والاقتصاد العالمي يمكن القول أن اقتصاد المملكة يتأثر بالأزمة المالية العالمية الناجمة عن أزمة الرهن العقاري الأمريكية عبر مجموعة من المداخل والتي تتمثل في:

#### ١ مدخل سوق الأسهم:

من المعروف في الأزمات المالية العالمية أن الأزمة تشتعل في بدايتها وبسرعة في سوق الأسهم، ثم تنتقل بعد فترة ( تتراوح بين شهرين إلى ثلاث ) لسوق السلع، ثم تنتقل بعد فترة أطول ( من ثلاثة إلى أربعة أشهر ) إلى سوق العمل. وهذا ما حدث في تداعيات وتطورات أزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة، حيث ضربت الأزمة أسواق الأسهم في البداية، ثم انتقلت إلى أسعار السلع والأصول بعد فترة وخاصة أسعار العقارات، ثم بدأت تداعياتها تنتقل لسوق العمل ممثلة في فقد عدد كبير لوظائفهم في المؤسسات التي ضربتها الأزمة، ولاشك أن الاستثمارات السعودية للأفراد والمؤسسات الرسمية في أسواق المال العالمية (رغم عدم معرفة حجمها الحقيقي) قد تأثرت بهذه الأزمة.

وتعتبر سوق الأسهم السعودية جزء من منظومة السوق المالية العالمية، فبالرغم من عدم تأثرها بالسوق العالمية في الفترة من ٢٠٠٥ م وحتى ٢٠٠٧ م إلا أن الأزمة الأمريكية ألفت بظلالها عليها في الأونة الأخيرة، وتلقت السوق صدمة نتيجة حالة الهلع التي انتابت أسواق المال العالمية في بداية أزمة الرهن العقاري، حيث شهد سوق الأسهم بالمملكة تراجعاً كبيراً ومفاجئاً في المؤشر العام، أعتبر كافل مستوى للمؤشر منذ أربع سنوات ، حيث خسرت السوق في يوم واحد حوالي ١٤١ مليار ريال من قيمتها السوقية. وبالتالي فقدت السوق نحو نصف قيمتها بسبب تأثرها غير المباشر بالأزمة نتيجة للهلع الذي أصاب المستثمرين في غياب التدخل الحكومي القوي الذي يبعث على الثقة. وليس نتيجة لسوء أداء الشركات المدرجة ولا لخلل في الاقتصاد الوطني، ومن ثم فالسوق المالية ما زالت لا تعكس الأوضاع الممتازة للاقتصاد الوطني.



## ٢ مدخل الجهاز المصرفي:

من الطبيعي أن يكون الجهاز المصرفي أحد المداخل التي يمكن أن يتأثر بها الاقتصاد السعودي من الأزمة المالية العالمية، وذلك بسبب استثمارات المصارف في الخارج، وارتباطاتها مع المصارف العالمية. وبعد مرور حوالي عام على اندلاع شرارة هذه الأزمة المالية العالمية فإن المصارف السعودية تؤكد مراراً أنها في مأمن من هذه الأزمة، وأن هناك العديد من العوامل التي أدت إلى صمودها أمام هذه الأزمة، ومن أهمها ما يلي:

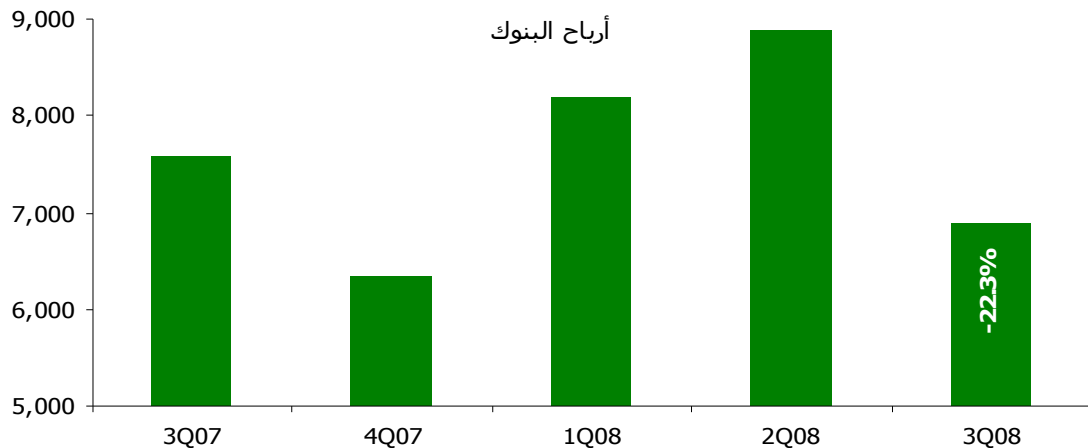
• المميزات التي يتمتع بها القطاع المصرفي السعودي وخاصة ما يتعلق بتطبيق مقررات لجنة بازل.

• بعد البنوك السعودية عن ثقافة توريق القروض المنتشرة في بنوك أمريكا والدول الغربية.

• توفر السيولة في البنوك السعودية، وعدم وجود أي شح في تقديم الائتمان المصرفي ، حيث أن النمو في السيولة خلال الأشهر الثمانية الماضية ارتفع لحوالي ٢١ % مقارنة بحوالي ١٨ % في العام الماضي، كما سجلت الودائع نمواً كبيراً يتجاوز ٢٢ % من المعدل السنوي للنمو في الأشهر الثمانية الأولى أكثر مما شهدته العام الماضي . كما حدث نمو في الإقراض من جانب البنوك بمعدل أكثر من ٣٨ % ، حيث كان معدل الإقراض ١١ % في الأشهر الثمانية الأولى من هذا العام.

ورغم الطفرة التي حققها الاقتصاد السعودي في القطاع المصرفي، وارتفاع أرباح المصارف السعودية بشكل واضح، ما زال الأمر يتطلب مزيداً من الشفافية فيما يتعلق بتأثر هذه البنوك بالأزمة المالية العالمية، وخاصة ما يتعلق باستثماراتها وصناديقها الاستثمارية في الخارج، ونوعية ومجالات هذه الاستثمارات، فحتى الآن قام عدد محدود من البنوك بالإعلان عن خسائرها الناجمة عن تعرضها exposure للمنتجات المالية التي كانت سبباً في نشوء الأزمة المالية. وفي تقرير لمؤسسة S&P عن تعرض بنوك دول المجلس للأزمة أقرت المؤسسة بأن تعرض تلك البنوك لأزمة الرهن العقاري محدود، ولكنها انتقدت عدم الإفصاح والشفافية.

مع اكتشاف البنوك السعودية على التزامات ضمان الدين و التزامات ضمان القروض قامت البنوك السعودية برفع مخصصات الخسائر الذي ساهم في تراجع أرباحها في الربع الثالث من ٢٠٠٨



المصدر: تداول والبنك الأهلي(سعيد الشيخ)

لقد اتخذت مؤسسة النقد السعودي إجراءات إحترازية تهدف لتوفير السيولة لدى المصارف الوطنية تراوحت بين الإقدام على ضخ سيولة مباشرة تجاوزت **١١ مليار ريال** ،<sup>(١٦)</sup> إلى دعم المصارف الوطنية بطريقة غير مباشرة تهدف إلى ضمان توفير سيولة دائمة في تلك المصارف ، إما عن طريق تخفيض حجم الاحتياطي النظامي أو خفض تكلفة تمويل البنوك بما تقتضيه من ساما.

ومن ناحية أخرى يبلغ إجمالي حجم استثمارات البنوك إلى ٣٣١ مليار ريال حسب إحصاءات الربع الثالث من ٢٠٠٨م. منها ٧٠ مليار ريال تمثل حجم استثمارات البنوك في الخارج ، ولعل هذا الرقم هو سبب القلق والمخاوف من الأزمة العالمية، لأنه هو الرقم المعرض لخسارته أو جزء منه. وتعتبر قيمة الاستثمارات في الخارج هي قيمة متدنية وليس كبيرة مقارنة بحجم الودائع المصرفية، ولعل ذلك ما يمكن أن يثير الطمأنينة ضد حدوث تأثيرات واسعة على البنوك المحلية من الأزمة العالمية. كما أن رقم الأرباح المتراكمة للبنوك المحلية والذي يصل إلى ٢٣ مليار ريال ربما يلعب دوراً ملطفاً في الحد من التأثيرات السلبية لأي خسائر في الأزمة العالمية.

ولنا أن نعلم أن حجم الائتمان المصرفي للبنوك مضافاً إليه حجم الاستثمارات في الخارج يصلان معاً إلى حوالي ٧٩٠ مليار ريال أي ما يقل عن حجم الودائع المصرفية. لذلك، فيمكن استنتاج أن البنوك المحلية لا تزال تعمل في ضوء سياسات متحفظة تحتاط للمخاطر العالية. ورغم صغر حجم استثمارات البنوك في الخارج وأيضاً رغم امتلاك الحكومة لاحتياطات ضخمة ، فإنها رغم كل ذلك فضلت اتخاذ خطوات احتياطية لمنع وصول أي تأثيرات سلبية للأزمة إلى الاقتصاد الوطني .

أيضاً فإن الخطة الحالية بإجراءاتها تكاد تكون قد ضحت بسياسة الحد من التضخم الجاري العمل بها منذ أكثر من ٦ شهور، في سبيل الحد من أي أثار سلبية للأزمة العالمية.. إلا إن التوجهات الرسمية ربما تكون على حق في هذا التغيير لأن التأثير الرئيس للأزمة العالمية هو تأثير ركودي على الاقتصاد العالمي والذي للاقتصاد السعودي جزء منه.. وبالتالي فإن تبني فلسفة الحرص على ضخ سيولة جديدة وزيادة عرض النقود خلال الفترة الحالية يعتبر أسلوباً ناجحاً لأن الميول التلقائية للاقتصاد يحتمل أن تكون هي ميول ركودية أكثر من تضخمية خلال الفترة القصيرة المقبلة.

### ٣ مدخل النمو الاقتصادي:

فالنمو الاقتصادي في المملكة مرتبط بشكل كبير بالعلاقات والروابط الخارجية للاقتصاد السعودي وخاصة ما يتعلق بالصادرات. ورغم تأثير الأزمة على معدل النمو الاقتصادي العالمي، ومن ثم وجود احتمالات لتأثيرها على حجم الطلب على النفط وعلى أسعاره ومن ثم تأثيرها على نمو الاقتصاد السعودي من الناحية النظرية، إلا أن الواقع يؤكد أن هذا الأثر لم يظهر بعد، فما زالت أسعار النفط مرتفعة عن المستوى الذي يشكل خطورة على الموازنة العامة رغم انخفاضها مؤخراً، وهناك توقعات باستمرارها مرتفعة خلال السنوات القادمة رغم احتمالات تباطؤ النمو الاقتصادي العالمي، ومن ثم فتأثير الأزمة على نمو الاقتصاد السعودي من مدخل صادرات النفط

(١٦) انظر :

- عكاظ الاقتصادي ، الاثنيين ٢٨ شوال ، العدد ٢٠٠٢ ، ١٥٤٠٢ .

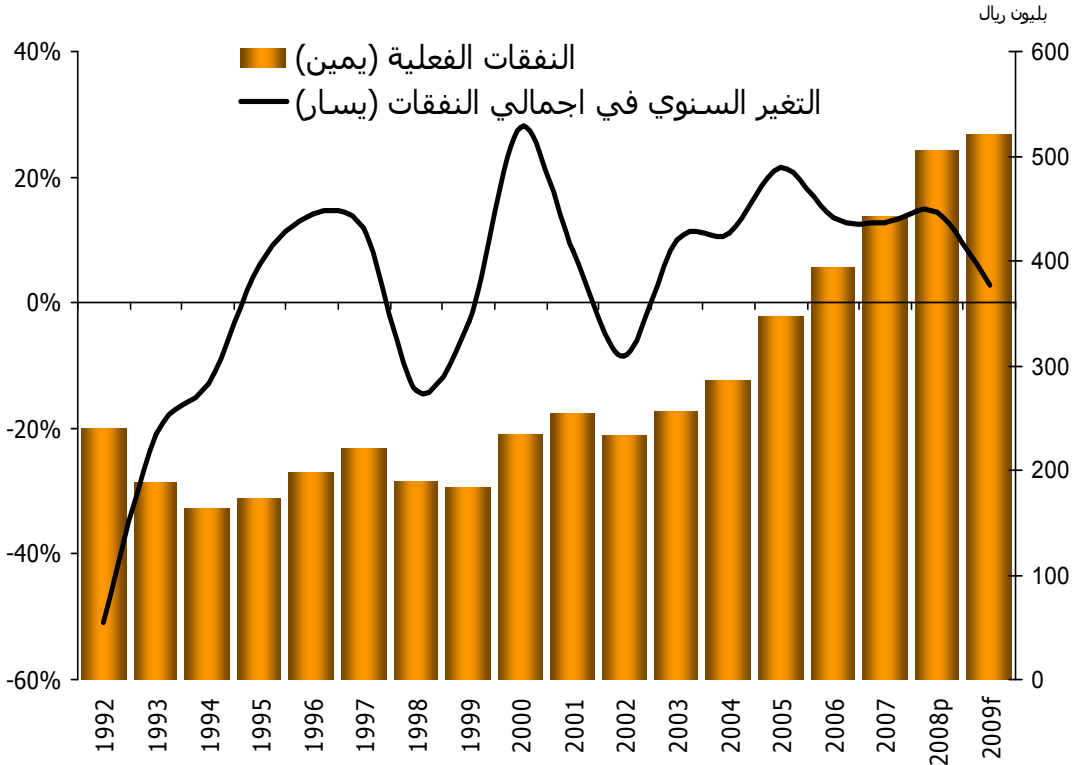


يعتبر ضعيفاً جداً على الأقل في الأجل القصير، ومع ذلك لا يمكن إغفال تأثير هذه الأزمة على الصادرات غير النفطية للمملكة، وخاصة صادرات البتروكيماويات التي سينخفض الطلب العالمي عليها في ظل تباطؤ معدل النمو الاقتصادي العالمي، وربما يؤدي ذلك بشكل نسبي ما حدث من تراجع في أرباح أكبر الشركات في هذا القطاع.

ويتوقع أن تؤثر الأزمة على الاستثمارات الحكومية فقد تم تقدير تلك الاستثمارات قبل الأزمة بحوالي ١.٨ تريليون دولار، منها حوالي ٦٠% مقيمة بالدولار، إضافة إلى تأثير الأزمة على تمويل المشاريع، سواء من البنوك المحلية التي أصبحت متشددة في الإقراض، أو البنوك الأجنبية التي أوقفت كثيراً من خطوط الائتمان .

وجملة القول أن تأثير معدل النمو الاقتصادي في المملكة نتيجة للأزمة المالية العالمية سيكون محدوداً، ويمكن تلافيه في الأجل الطويل، وذلك لسبب جوهري، وهو أن الزيادة في الاستثمارات الداخلية والخارجية نتيجة العوائد النفطية المتراكمة ستقلص أو تلغي الآثار السلبية للأزمة على الاقتصاد الوطني، مما يتيح استمرارية تحقيق القطاعات الاقتصادية المختلفة لمعدلات نمو مناسبة لسنوات مقبلة.

**في ظل التوقع بتراجع العوائد لعام ٢٠٠٩، من المحتمل أن ترشد الحكومة المصروفات الجارية و تبقى على مستويات الإنفاقات الرأسمالية**



#### ٤ مدخل علاقة الريال بالدولار الأمريكي:

المعروف أن العلاقة بين الريال والدولار وضع سابق لازمة المالية الراهنة ، وتتفاوت الآراء حول هذه العلاقة بين ضرورة فك عراها وبين الإبقاء عليها دون تغيير، إلا أن المملكة ما زالت تؤكد على استمرارية هذه العلاقة بين الريال والدولار، وتسوق في ذلك مبررات كثيرة في مقدمتها الحفاظ على الاستقرار الاقتصادي ومنع المضاربة على العملة الوطنية .وقد اتخذت الدولة من السياسات المالية والنقدية ما تتطلبه هذه العلاقة بغض النظر عن درجة الانسجام بين مجمل السياسات الاقتصادية في المملكة، وقد ظهر ذلك بوضوح في تتبع مؤسسة النقد السعودي لخطوات البنك المركزي الأمريكي فيما يتعلق بإجراء تخفيضات على معدلات الفائدة الأمريكية للتخفيف من أثار الأزمة، حتى بلغ عدد مرات تخفيض الفائدة من قبل المملكة حوالي سبع مرات، رغم أن ذلك لا يخدم هدف كبح جماح التضخم الذي بلغ ١١.١ % في المملكة في يوليو ٢٠٠٨ م . وهو ما أدى إلى تحول الفرق بين سعر الفائدة بين البنوك على الودائع بالريال وسعر الفائدة على الودائع بالدولار إلى فرق بالسالب لصالح الدولار، وذلك منذ عام ٢٠٠٥ م .

ورغم ذلك فإن لدى مؤسسة النقد العربي السعودي مساحة للتحرك واستخدام أدوات أخرى مساعدة للحد من التضخم بعيداً عن سعر الفائدة، ممثلة في قرار رفع الاحتياطي القانوني للبنوك الوطنية أكثر من مرة، ولكن هذا الوضع وهذا التوجه في سياسة سعر الصرف والسياسة المالية والنقدية المتصلة بها تأثرت بتطورات الأزمة في الاقتصاد الأمريكي والاقتصاد العالمي، وتأثيرها على قيمة الدولار، وعودة البنك المركزي الأمريكي لخفض سعر الفائدة لمستوى ١.٥ % ، حيث قامت مؤسسة النقد العربي السعودي بتخفيض الاحتياطي القانوني لدى البنوك إلى ١٠ % ، وخفض فائدة إعادة الشراء "الريبو" نصف نقطة مئوية من ٥.٥ % إلى ٥ % في ١٢ أكتوبر ٢٠٠٨ م، وذلك لتعزيز وضع السيولة في الجهاز المصرفي.

ومع ذلك فإن حدوث تقادم للأزمة، وحدث المزيد من التراجع في قيمة الدولار، ومزيد من التخفيض لسعر الفائدة الأمريكي قد يضع سياسة سعر الصرف في المملكة عند مفترق طرق.

#### ٤ مدخل التجارة الخارجية:

قد تتأثر الصادرات الوطنية بتداعيات هذه الأزمة على الأقل في الأجل القصير، وهذا التأثير سيكون محدوداً لأنه سيكون هناك معدلات نمو في الصادرات الوطنية ولكن هذه المعدلات ستكون أقل من السنوات الماضية، لأن نظام المدفوعات لدى الأسواق الخارجية خاصة في الولايات المتحدة وأوروبا لن يكون قادراً على مساندة المستوردين هناك بالقدر الكافي كما أن هذه الأزمة قد تخلق فرصاً للمستوردين المحليين، لأن الشركات في الأسواق العالمية ستقدم تسهيلات كبيرة لشراء البضائع من قبل المستوردين، أم لا في الحصول على سيولة تتفادى بها المشاكل التي تمر

بها بسبب الأزمة، وهو ما سيجعل الاستيراد عن طريق الدفع الفوري مرغوباً ويحقق فرصاً كبيرة للمستوردين المحليين.

وبجانب ذلك فإن الأسواق المحلية قد تكون مستهدفة خلال الفترة القادمة لتصريف البضائع المستوردة من الدول التي تدعم عملتها بشكل كبير، والتي ستسعى جاهدة لتعويض تراجع أسواق صادراتها في أوروبا وأمريكا، بالتوجه إلى الأسواق ذات القوة الشرائية المرتفعة مثل أسواق المملكة.

وعلى كل حال ستتأثر الصادرات السعودية بطريقة غير مباشرة بسبب انخفاض الطلب على النفط والمنتجات البتروكيمياوية وانخفاض أسعارهما من جهة، والتأثيرات النفسية في قرارات المستثمرين داخل المملكة.

## المبحث الرابع : خلاصة آثار الأزمة على الاقتصاد السعودي

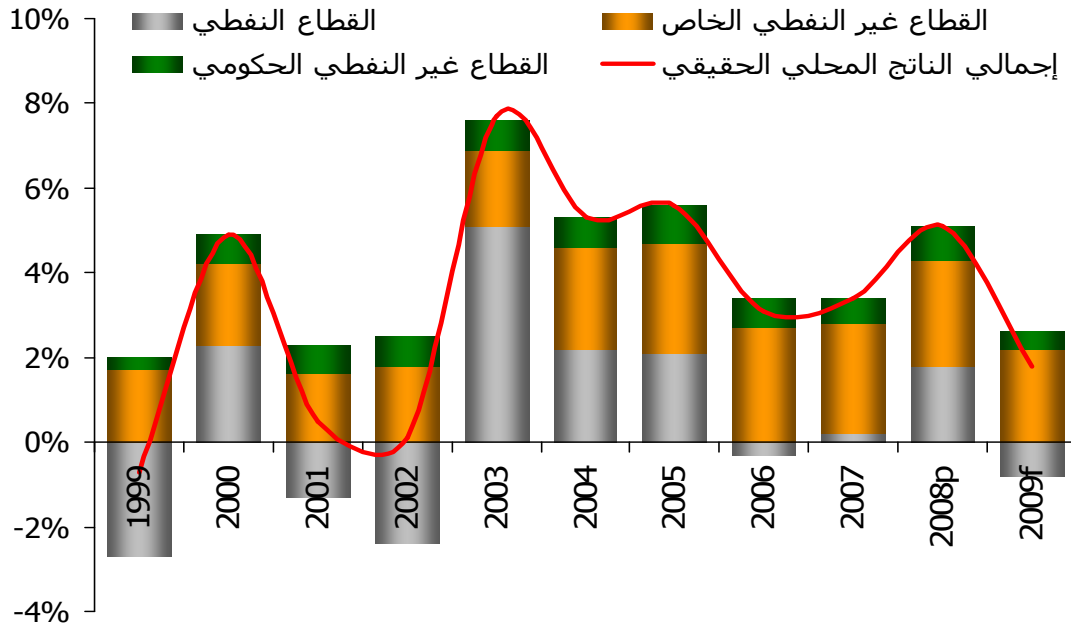
وبالنسبة للآثار المستقبلية المتوقعة في الاقتصاد السعودي فعلى الرغم من أن الوضع الاقتصادي لازال حقيقياً وجميع المؤشرات الاقتصادية مباشرة إلا أن هناك آثار متوقعة للأزمة العالمية على الاقتصاد السعودي من أهمها:

- انخفاض العائدات النفطية نتيجة لانخفاض أسعار النفط، إضافة إلى توقع تراجع الصادرات غير النفطية .

- انخفاض قيمة الدولار.

- استمرار معدل النمو الاقتصادي بوتيرة أقل من السنوات السابقة حيث يتوقع أن يكون معدل النمو الحقيقي في حدود ٣ في المائة، وتشير تقديرات المؤسسات المتخصصة المحلية (وزارة الاقتصاد والتخطيط) والدولية مثل (صندوق النقد الدولي وبعض مراكز الدراسات المتخصصة في أكسفورد بالملكة المتحدة وغيرها) إلى أن الاقتصاد السعودي سيستمر في تحقيق معدلات نمو إيجابية مطمئنة خلال الفترة المقبلة، وبهذا الشأن ، سوف يستمر تدفق الاستثمارات بشقيها الحكومي والخاص في ضوء مستويات السيولة العالية في الاقتصاد . وقد ارتفعت قيم المشاريع الكبيرة المعلنة بنسبة ١٨٠% خلال ٢٩ شهراً مضت لتصل قيمتها إلى ٥٥٦ بليون دولار. التذبذب في سوق الأسهم للعام المقبل وتباطؤ دوره في الاقتصاد.

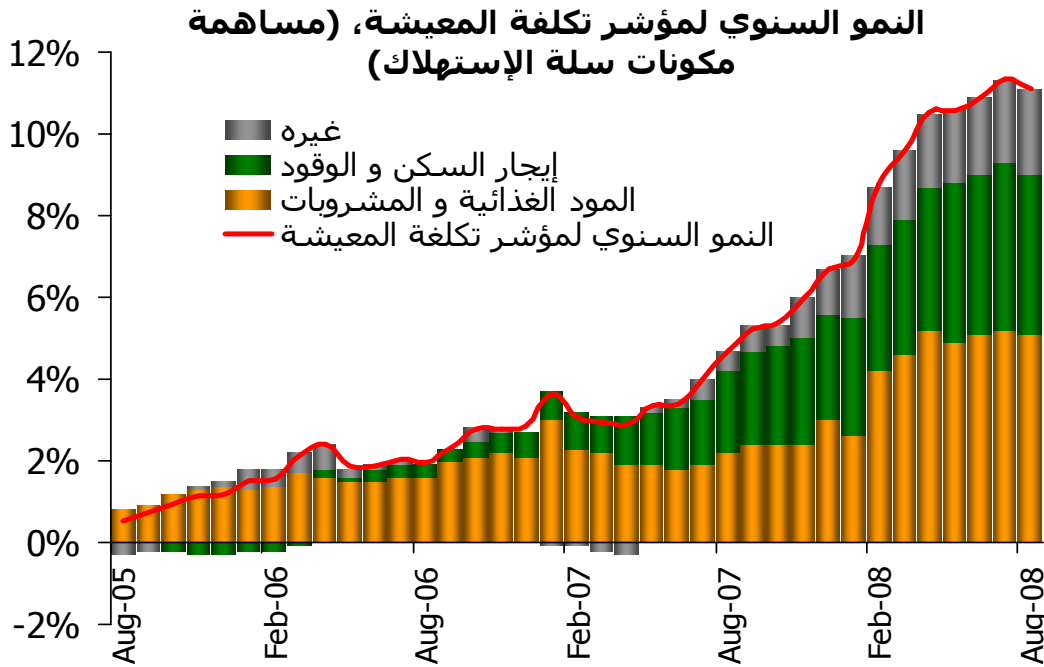
من المتوقع أن يتباطأ النمو الاقتصادي بالأسعار الحقيقية في عام ٢٠٠٩، إذا أن تقلص النمو في قطاع النفط بالأسعار الحقيقية سوف يقلل من نمو القطاع الخاص



المصدر: مؤسسة النقد العربي السعودي. (بحث سعيد الشبخ)

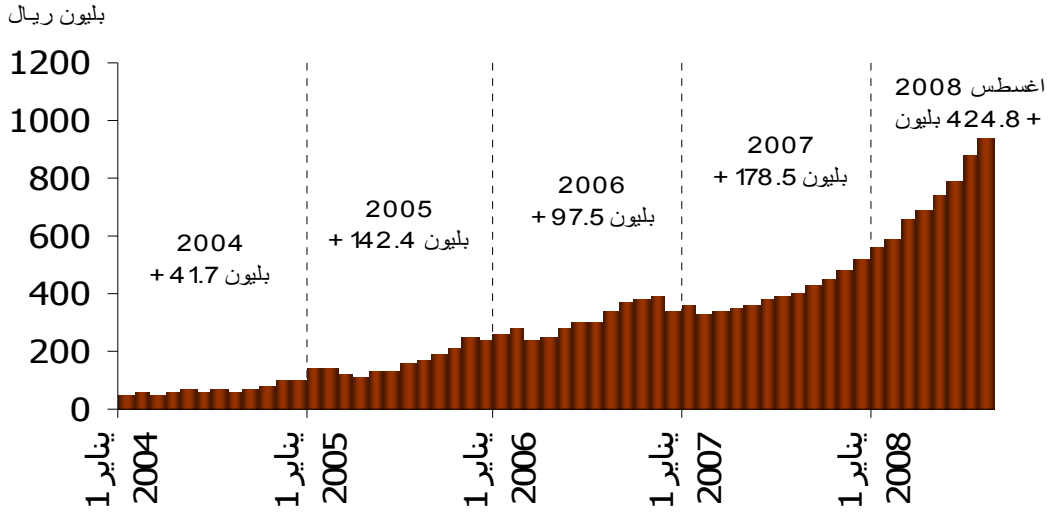
- رجوع بعض الاستثمارات السعودية في الخارج، خاصة بعد خسارة المواطنين السعوديين ٤٠% من قيمة استثماراتهم الخاصة في أمريكا بما يقدر بما لا يقل عن ٤٠٥ مليار دولار (العربية).
- نجاح الاستثمارات المحلية التشغيلية في تحقيق المزيد من المكاسب.
- جذب أنظار المستثمرين الأجانب للسوق السعودية .
- استمرار تراجع تكاليف المعيشة في المملكة في ضوء استمرار تراجع أسعار السلع عالميا ، ويتوقع مختصون أن تتراجع أسعار السلع المحلية بنسبة ٣٠ % تقريبا.
- توقع انخفاض نسبة البطالة إلى ٦.٨ % .

وصول التضخم إلى حده الأقصى يوليو ٢٠٠٨ مدفوعاً بالطلب المحلي و تراجع سعر الصرف، إلا أنه من المحتمل أنه يتجه إلى الاعتدال مع تراجع أسعار السلع الرئيسية وتباطؤ الطلب عام ٢٠٠٩م



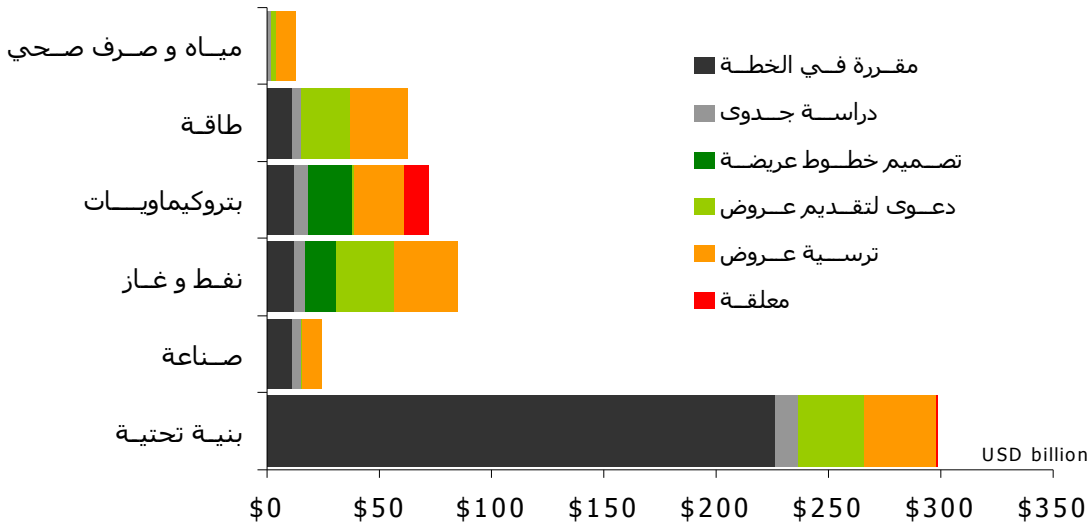
- تولد آفاق استثمارية جديدة في الغرب وبأسعار مغرية في ضوء انهيار أسعار الأصول
- يتوقع انخفاض الإيرادات البترولية نتيجة لانحسار الطلب العالمي على النفط ، ومن ثم يتوقع أن تشهد أسعاره مزيداً من الانخفاض قد تصل إلى حدود الأربعين دولاراً. ولذا سيتم تعويض الانخفاض في الإيرادات النفطية من خلال الاحتياطات الضخمة المتحققة من سنوات الارتفاع البترولي السابقة.

**وصول الاحتياطيات إلى ٩٤٠ بليون ريال سعودي سوف يمكن الدولة من المضي في خططها الاستثمارية إذا ما تراجع التمويل من القطاع الخاص**

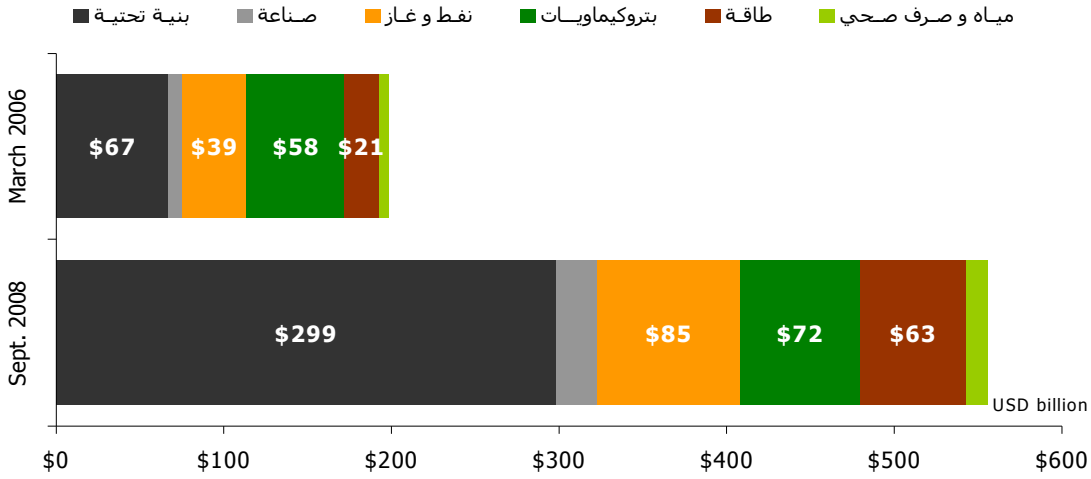


المصدر: مؤسسة النقد العربي السعودي والبنك الأهلي. (بحث سعيد الشبخ)

- تلكؤ في مسيرة الاستثمار الأجنبي نتيجة لضعف السيولة النقدية الخارجية.
  - استمرار الإنفاق الحكومي على الاستثمار في البنية التحتية للسنوات المقبلة.
- المشاريع التي في مراحل متقدمة من التنفيذ تقدر بنحو ٢٧٢ بليون دولار، ولكن مع تراجع رغبة الممولين الأجانب و محدودية التمويل بالدولار محلياً ربما تدفع بإعادة الأولويات**



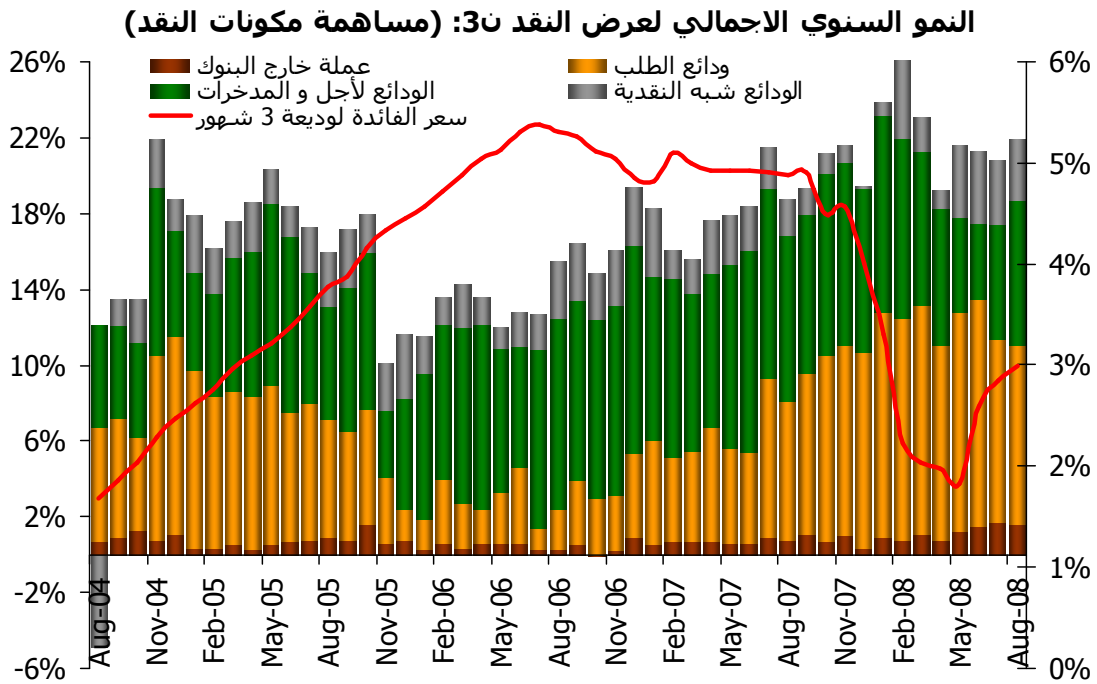
المصدر : مجلة مييد والبنك الأهلي التجاري ( بحث سعيد الشبخ )



المصدر: مؤسسة النقد - بحث سعيد الشيخ

- توقع زيادة متاطئة للمعرض النقدي خلال عام ٢٠٠٩م مقارنة بعام ٢٠٠٨م.

**المعرض النقدي مستمر في الارتفاع الحاد إلا أنه من المتوقع أن يتباطأ رغم خفض أسعار الفائدة**



المصدر: مؤسسة النقد - بحث سعيد الشيخ

- مع توقع وصول سعر النفط فوق مستوى السعر المطلوب لبقاء الميزانية متوازنة، من المتوقع أن تصل الفوائض إلى ٢٩٨ بليون ريال في عام ٢٠٠٩ رغم إعلان عجز الموازنة التقديرية لعام ٢٠٠٩م بـ ٦٥ مليار ريال .

(بليون ريال)	2008 ميزانية	2008 التوقعات	2009 التوقعات	2009 ميزانية
إجمالي الإيرادات	450	974	819	410
نفطي	383	899	731	320
غير نفطي	67	75	88	90
إجمالي النفقات	410	507	521	475
النفقات الجارية	245	405	413	175
النفقات الرأسمالية	165	102	108	300
عجز / فائض	40	467	289	-65

نمو الاقتصاد قوي في ٢٠٠٨، و لكن تقلص نمو قطاع النفط سوف يؤدي إلى ضعف النمو الاقتصادي الإجمالي في عام ٢٠٠٩

إجمالي الناتج المحلي	2007	2008p	2009f
إجمالي الناتج المحلي (مليار دولار)	1,431	1,715	1,569
معدل النمو (%)	7.1%	19.9%	-8.5%
إجمالي الناتج المحلي حسب القطاعات (مليار دولار)			
القطاع النفطي	779	1,007	841
القطاع غير النفطي	640	699	719
القطاع الخاص	404	441	453
القطاع الحكومي	236	258	266
رسوم جمركية على الواردات	12	9	9
النمو القطاعي (%)			
القطاع النفطي	8.0%	29.4%	-16.5%
القطاع الخاص	8.0%	9.1%	2.8%
القطاع الحكومي	2.9%	9.2%	2.8%



## الفصل الخامس

### الوضع الأمني<sup>(١٧)</sup>

---

(١٧) هذا الفصل مقدم للنشر في إحدى المجلات المتخصصة، وسوف يتم إدراجه بإذن الله قريباً في بحث مستقل.

## الفصل السادس

### المبحث الأول : الآثار المستقبلية المتوقعة<sup>(١٨)</sup>

مع امتداد الركود الاقتصادي خارج الولايات المتحدة إلى أوروبا و اليابان و حتى الدول الناشئة، من المتوقع:

- تراجع الطلب على النفط في عام ٢٠٠٩

دولار أمريكي/ مليون برميل	2006	2007	2008p	2009f
خام غرب تكساس	66.1	72.3	100	85
معدل النمو السنوي	16.6%	9.5%	38.2%	-15.0%
عربي خفيف	60.3	68.5	90	78
الإنتاج السعودي / مليون برميل يوميا	9.2	8.7	9.3	8.9

المصدر : دراسة سعيد الشيخ

مخاطر الهبوط:

- ↓ النمو العالمي الضعيف يؤدي إلى تباطؤ الطلب
- ↓ التوجهات العكسية للمضاربات في سوق السلع مع تدهور أوضاع القطاع المالي
- ↓ وصول المخزون والطاقات الإنتاجية إلى مستويات مريحة

مخاطر الصعود:

- ↓ استمرار الطلب على النفط للأسواق الناشئة
- ↓ معدل إنتاج النفط من خارج أوبك لا يفي بمستوى الطلب
- ↓ تماسك دول الأوبك لا يزال قوياً مع الالتزام بمستويات الإنتاج
- ↓ اشتداد حدة التوترات الجيوسياسية في بعض الدول المنتجة

- إعادة تقييم وإعادة نظر ومراجعة كبيرة لكثير من الممارسات المالية والاقتصادية التي اعتبرت لفترة طويلة من المسلمات ،بدءاً من إعادة النظر في الممارسات المصرفية

(١٨) أنظر :

- الأزمة المالية العالمية وتداعياتها على الاقتصاد السعودي ، إعداد إدارة البحوث والدراسات الاقتصادية ، مجلس الغرف السعودية ( ١١ شوال ١٤٢٩ هـ الموافق ١٠ أكتوبر ٢٠٠٨ م) ص ١-١٨
- مؤتمر الأزمة المالية العالمية وآثارها على الاقتصاد السعودي ، ورقة عمل شركة أرياح العالمية، ٢٨ أكتوبر، ٢٠٠٨م.
- د/ عبد الحميد الغزالي ، الأزمة المالية العالمية التشخيص والمخرج، بحث غير منشور، ١٤٢٩هـ.
- د/ جاسم المناعي ، الأزمة المالية العالمية ... وقفة للمراجعة ، منشورات الشبكة العنكبوتية، ٢٠٠٨ م .
- سعيد عبد الله الشيخ ، الأزمة المالية الدولية وانعكاساتها على الاقتصاد السعودي، البنك الأهلي ، أكتوبر ٢٠٠٨م.
- متابعة مستمرة للعديد من المقالات والتحليلات الصحفية اليومية في الصحف اليومية العامة والمتخصصة.

- والتحويل وتكاليف التمويل، وكذلك الرقابة المصرفية والاستثمار وحركة رؤوس الأموال وكذلك درجة تحرير الأنشطة المالية والاقتصادية ومستوى المديونية إضافة لقضايا أخرى تتعلق بالمعايير المحاسبية .
- بروز التساؤل حول مدى ملائمة النظام الاقتصادي والأدوار الملائمة لكل من الدولة والقطاع الخاص في إدارة الاقتصاد .
- التكاليف الباهظة لمعالجة وضع المؤسسات المالية المتضررة من هذه الأزمة سوف تنعكس في شكل عبء مالي كبير على الاقتصاد .
- حرمان كثير من القطاعات الاقتصادية الأخرى من التمويل المطلوب نتيجة لما يتوقع من تردد البنوك وتقلص قدرتها على الإقراض وبالتالي ينعكس ذلك في شكل انكماش للأنشطة الاقتصادية المختلفة التي لا يبدو بأنها سوف تفلت من تأثير هذه الأزمة الكبيرة.
- يتوقع أن ينخفض معدل نمو الاقتصاد الأمريكي إلى ما يقرب الصفر يليه الاقتصاد الأوروبي الذي هو أصلاً ليس أحسن حالاً حيث أن معدل نموه لا يتوقع أن يتجاوز النصف في المائة بالنسبة للاقتصاد الياباني الذي كان يعتقد بأنه بدأ يتعافى من كساد طويل خيم عليه طيلة الخمسة عشرة سنة الماضية يتوقع له الآن على أثر هذه الأزمة أن يرجع في انتكاسة تقوض تعافيه الذي طال انتظاره . وحتى الصين والهند التي كانت تحقق معدلات نمو عالية خلال الثلاثين سنة الماضية يتوقع أيضاً أن تتأثر بهذه الأزمة وتتخفف فيها معدلات النمو بشكل ملموس .

وكذلك الحال بالنسبة للنمو الاقتصادي في الدول العربية حيث من المتوقع أن تتخفف فيها معدلات النمو الاقتصادي بدلاً مما أصبحت تحققه خلال السنوات القليلة الماضية من معدلات نمو تصل إلى 6% في المتوسط يمكن أن تتخفف معدلات النمو إلى حدود 4.5% على أفضل تقدير، وسيتركز التأثير على القطاعات التالية:

#### **أولاً: الطلب على النفط ومستوى أسعاره:**

أدت الأزمة إلى انخفاض سعر البترول بأكثر من 60% هذا إضافة إلى اضطراب دول الأوبك إلى تخفيض إنتاجها من النفط، وبما أن الإيرادات النفطية هي المصدر الوحيد للدخل تقريباً في كثير من البلدان العربية فهذا يعني أن الإنفاق الحكومي وهو المحرك الأساسي للاقتصاد سوف يتأثر وفقاً لذلك.

#### **ثانياً: الحصول على التمويل وتكاليفه:**

سوف يكون هناك حرص أكبر في اختيار المقترضين والمشاريع القابلة للتمويل، بتكاليف تمويل مرتفعة نسبياً الأمر الذي قد يؤدي إلى ممارسات مصرفية أكثر حذراً وأكثر انتقائية.

#### **ثالثاً: الاستثمارات الأجنبية:**

المتوقع أن تتخفف الاستثمارات الأجنبية على أثر هذه الأزمة ووفقاً لبعض التقديرات فإن مثل هذا الانخفاض قد يصل إلى 30% مقارنة بالعام الماضي.

#### **رابعاً: التجارة:**

متوقع لها أن تتأثر سلباً بهذه الأزمة بما يشمل مرافق التجارة من موانئ وقنوات مائية.

#### **خامساً: تحويلات الأيدي العاملة:**

من المتوقع أيضاً أن تتأثر سلباً حيث أن انكماش النشاط الاقتصادي من شأنه أن يمثل فرص عمل أقل ومستويات رواتب وأجور أدنى.

### سادساً: الأسواق المالية:

وهي أكثر المتأثرين عالمياً وعربياً وهي تعكس مختلف التفاعلات مع هذه الأزمة من ضعف أوضاع المؤسسات المالية المتضررة إلى التوقعات السلبية لأداء الاقتصاد بشكل عام وما يترتب عليه من ضعف أداء الشركات ومختلف القطاعات إضافة إلى صعوبة وارتفاع تكاليف التمويل .

- يتوقع أن تكون الممارسات المصرفية في المرحلة القادمة أكثر انتقائية وأكثر حذراً كما أن التمويل وفقاً لذلك لن يكون بالضرورة متوفراً بكثرة وإن توفر فإن تكاليفه سوف تكون أعلى مما كانت عليه، الأمر الذي سوف يساعد على إدارة مخاطر الائتمان بشكل أكثر واقعية . مع الأمل بإعادة النظر في السلوك المصرفي غير المنضبط في منح الائتمان الذي كان سبباً رئيساً في المشكلة.
- يتخوف كثير من الاقتصاديين أن تتفاقم الأزمة لتشمل أنواعاً أخرى من الديون ، كديون البطاقات الائتمانية التي تزيد على ٤٥ تريليون دولار ، أو ديون الشركات ، وإن حصل ذلك فستكون النتائج مدمرة بكل المقاييس.
- قد تعني بعض الاستثمارات اللاحقة في البنوك الأمريكية من قبل صناديق ثروة سيادية محلية أن الشرق الأوسط هو المستفيد الأكبر على المدى الطويل من هذه الأزمة.
- يبدو أن سداد مئات المليارات من الدولارات لإنقاذ الصناعة المالية للعالم سيقبل من المساعدات الإنسانية ويعوق الجهود الدولية لمكافحة الأمراض وإطعام الاطفال الجائعين وإيواء اللاجئين.

## المبحث الثاني : السيناريوهات المحتملة للأزمة المالية العالمية<sup>(١١)</sup>

تفاوتت التوقعات بشأن التطورات المحتملة في الأزمة المالية الراهنة، فهناك من يرى أن المرحلة الصعبة فيها قد انتهت، وأن الاقتصاد العالمي سيتعافى في نهاية هذا العام، وهناك من يرى أن هذه الأزمة ستطول بعض الوقت، وقد تمتد حتى عام ٢٠١٠ م، وأن بوادر تعافي الاقتصاد الأمريكي ومن ثم العالمي ستكون في النصف الثاني من عام ٢٠٠٩ م على الأقل. ولذلك فإن وضع سيناريو معين لمستقبل الاقتصاد الأمريكي والاقتصاد العالمي في ظل هذه الأزمة يتوقف على طبيعة المرحلة التي يمر بها، وعلى مدى الاستقرار أو التخير في أسعار المساكن وقدرتها على تخفيف الضغط على شركات التمويل لشطب الخسائر المرتبطة بالرهون العقارية، ومن ثم فإنه قد يكون من الصعب في هذا الوقت تحديد عمق أو مدة هذا التباطؤ أو الركود. إلا أنه بشكل عام يمكن وضع ثلاثة سيناريوهات لما يمكن أن يكون عليه وضع الاقتصاد الأمريكي والاقتصاد العالمي في المرحلة القادمة:

### السيناريو الأول: التعافي الاقتصادي السريع (المتفائل):

وهذا السيناريو هو الأكثر تفاؤلاً ، ويقوم على توقع أن تكون مرحلة التباطؤ التي يمر بها الاقتصاد الأمريكي والاقتصاد العالمي قصيرة ومؤقتة، وسيليهما مرحلة من الانتعاش السريع وذلك للأسباب الآتية:

١ / الأثر الفعال المنتظر من الإجراءات السريعة التي اتخذتها الولايات المتحدة الأمريكية ودول العالم الأخرى بعد ظهور الأزمة، والتي سعت لإنعاش الإنفاق الاستهلاكي، وإجراء المزيد من التخفيضات الضريبية، والتي يتوقع لها أن تختصر فترة التباطؤ، وتعيد الانتعاش إلى الاقتصاد الأمريكي ومن ثم الاقتصاد العالمي.

٢ / أن معدل التخلص من الوظائف في الولايات المتحدة بلغ ٨٠٠٠٠٠ وظيفة شهرياً منذ ديسمبر ٢٠٠٧ م، ويعتبر هذا أمراً بسيطاً، وذلك لأن المعدل الطبيعي للتخلص من الوظائف في معظم فترات الركود كان من ١٥٠٠٠٠ ٢٠٠٠٠٠ وظيفة شهرياً وهو ما لم يصل إليه الاقتصاد الأمريكي بعد.

(١٩) الأزمة المالية العالمية وتداعياتها على الاقتصاد السعودي ، إعداد إدارة البحوث والدراسات الاقتصادية ، مجلس الغرف السعودية ( ١١ )  
شوال ١٤٢٩ هـ الموافق ١٠ أكتوبر ٢٠٠٨ م) ص ١-١٨

وأنظر :

- مؤتمر الأزمة المالية العالمية وأثارها على الاقتصاد السعودي ، ورقة عمل شركة أرباح العالمية، ٢٨ أكتوبر، ٢٠٠٨ م.  
- د/ رجاء البقمي ، محاضرة القاها في الغرفة الصناعية بالرياض ، أنظر موقع الغرفة الإلكتروني.  
- سعيد عبد الله الشيخ ، الأزمة المالية الدولية وانعكاساتها على الاقتصاد السعودي، البنك الأهلي ، أكتوبر ٢٠٠٨ م.  
- متابعة مستمرة للعديد من المقالات والتحليلات الصحفية اليومية في الصحف اليومية العامة والمتخصصة.

٣ / أن السياسات النقدية والمالية المرنة التي تتبعها الولايات المتحدة كفيلة بأن تساهم في إنهاء حالة الركود، وتعتبر عملية إنقاذ المصارف من الإفلاس مثالا على سرعة ومرونة التحرك إزاء السياسات المالية والنقدية لاحتواء هذه الأزمة.

٤ / سيادة التوقعات بقدرة الدول النامية الغنية ومنها الدول النفطية والخليجية على المساهمة بشكل فعال في انتشال الاقتصاد الأمريكي والعالمي من مستنقع الركود، وذلك من خلال ضخ المزيد من الأموال لامتناس هذه الأزمة، وفي هذا المجال يشار إلى قيام حكومات سنغافورة والكويت وكوريا الجنوبية بضخ أكثر من ٢١ مليار دولار لإنعاش سيى جروب وميرل لنش، وإلى ضخ صناديق الاستثمار بالدول النامية لحوالي ٩٦ مليار دولار بأكبر بنوك العالم منذ بدء الأزمة.

### السيناريو الثاني: الدخول في مرحلة من الركود غير القصيرة ( الأقل تفاؤلاً):

وهذا السيناريو أقل تفاؤلاً، ويقوم على أن الجزء الأسوأ من الأزمة المالية العالمية قد انتهى، وأنه على الرغم من عدم وجود توقعات بالمزيد من الانهيارات وأزمات السيولة في مؤسسات مالية ومصرفية جديدة، إلا أن الاقتصاد الأمريكي ومن ثم العالمي لن يعود لوضعه الطبيعي في المستقبل القريب، وستكون هناك مرحلة من الركود يتوقع أن تستمر حوالي ١٢ شهراً على أقل تقدير إن لم تمتد إلى ١٨ شهر. ويعزز هذه السيناريو ما أعلنه صندوق النقد الدولي بانخفاض توقعاته لنمو الاقتصاد العالمي ليصل إلى ١.٥ % عام ٢٠٠٨ م، وكذلك الضعف المستمر للدولار الأمريكي، وضعف المؤشرات الاقتصادية، وارتفاع معدلات التضخم، هذا إلى جانب تدهور المؤشرات الخاصة بسوق الإسكان، وما هو معروف من أن دورات الإسكان طويلة، حيث تستمر فترات التراجع فيها لمدة غير قصيرة.

### السيناريو الثالث: الدخول في نفق الكساد المظلم ( المتشائم):

وهذا السيناريو متشائم، واحتمالات حدوثه منخفضة، ويقوم على أن الاقتصاد الأمريكي، ومن ثم العالمي على مشارف الدخول لنفق مظلم من الركود سيؤدي بالتبعية إلى حالة من الكساد الاقتصادي طويل الأمد، وذلك عبر حدوث تداعيات أكثر سوءاً سيكون تأثيرها سلبي وكبير على العالم، ويستند التشاؤم في هذا السيناريو على الآتي:

• ارتفاع معدلات التضخم، التي ستزيد من الضغوط المفروضة على مالكي الرهونات العقارية، ومن ثم تنخفض معدلات تكوين مدخرات، سواء على مستوى الأفراد أو على مستوى الدول، والتي ستحتاج لوقت طويل لتجديد مدخراتها مرة أخرى.

• أن كل الجهود المبذولة من قبل الحكومة الأمريكية بالتعاون مع البنوك المركزية العالمية لحل هذه الأزمة هي مجرد مسكنات لامتناس الأثر النفسي عن طريق تأمين السيولة، ومنع انهيار

أسعار الأسهم والسندات والأصول الأخرى، خاصة في ظل استمرار التأثير السلبي لمشكلات قطاع الإسكان، والتي حتمًا ستأخذ وقتًا أطول لحلها قد يصل لسنتين.

• وصول سياسة تخفيض سعر الفائدة من أجل توفير السيولة لنهايتها دون أن تنتهي الأزمة، مع بقاء الصعوبة في سداد الديون الناجمة عن أزمة الرهن العقاري، وهو ما سيقود لمرحلة من الركود القوي في الاقتصاد الأمريكي ومن ثم العالمي.

وأيا كان السيناريو الذي سيحدث لهذه الأزمة خلال الشهور والسنوات القادمة، فإنه يبدو أن معدل النمو في الاقتصاد العالمي سيظل منخفضًا لفترة غير قصيرة حتى ولو لم يتحول لنمو سلبي فسيبقى أقل مما كان عليه عام ٢٠٠٧ م وعام ٢٠٠٨ م، كما أن الخسائر التي تكبدها الاقتصاد الأمريكي والعالمي ستحتاج لفترة لتعويضها، الأمر الذي يشير إلى استمرارية ضعف الاقتصاد العالمي لفترة زمنية طويلة قد تستغرق بعض الوقت.

## المبحث الثالث : علاج الأزمة المالية (٢٠)

هناك بعض الخطوات والإجراءات التي يمكن إتباعها لتلافي وعلاج آثار الأزمة المالية العالمية، منها ما يتعلق بالوضع المحلي ومنها ما يهتم الشأن العالمي ككل:

### المطلب الأول : الإجراءات المحلية

للتعامل مع هذه الأزمة والحد من أي آثار محتملة لها على الاقتصاد الوطني، وجه خادم الحرمين الشريفين رئيس المجلس الاقتصادي الأعلى - حفظه الله - الجهات الحكومية المعنية باستمرار متابعة الأزمة واتخاذ كل ما من شأنه الحد من آثارها على الاقتصاد الوطني ورفاهية ومعيشة المواطنين . وكذلك وجه - حفظه الله - بأن تقوم الهيئة الاستشارية للشؤون الاقتصادية بالمجلس الاقتصادي الأعلى بمتابعة الأزمة بصفة مستمرة ودراسة آثارها ووضع اقتراحات محددة للتعامل معها ورفع تقارير دورية عن ذلك . وقد أقر المجلس الاقتصادي الأعلى الإجراءات التالية :

أولاً: تقوم مؤسسة النقد العربي السعودي بالاستمرار في متابعة البنوك السعودية والحرص على سلامتها وتوفير السيولة اللازمة لها عند الحاجة .

ثانياً: تتابع مؤسسة النقد العربي السعودي القيود الموضوعة على توفير السيولة للبنوك وذلك بمزيد من التخفيض في نسبة الاحتياطي وخفض تكاليف التمويل إذا اقتضت الحاجة .

ثالثاً: استمرار الحكومة في ضمان سلامة المصارف المحلية، والودائع المصرفية .

رابعاً: دعوة وزراء المالية ومحافظي البنوك المركزية في دول مجلس التعاون لدول الخليج العربية لتنسيق المواقف

### ومن الإجراءات المقترحة كذلك ما يلي :

**\*\* ضرورة تعاون القطاعين الحكومي والخاص للحفاظ على معدل النمو الاقتصادي، ومنع تأثيره بتراجع معدل النمو في الاقتصاد العالمي في ظل هذه الأزمة، من خلال الآتي:**

- زيادة الاستثمارات المحلية بجميع أنواعها سواء العامة أو الخاصة، وبالذات الاستثمارات في المشروعات ذات الأثر التشغيلي والتنموي مثل مشروعات الطرق والنقل والعقارات والمشروعات التصديرية. بمعنى استمرار الإنفاق

(٢٠) أنظر :

الأزمة المالية العالمية وتداعياتها على الاقتصاد السعودي ، إعداد إدارة البحوث والدراسات الاقتصادية ، مجلس الغرف السعودية ( ١١ سوال

١٤٢٩ هـ الموافق ١٠ أكتوبر ٢٠٠٨ م) ص ١-١٨

- مؤتمر الأزمة المالية العالمية وآثارها على الاقتصاد السعودي ، ورقة عمل شركة أرباح العالمية، ٢٨ أكتوبر، ٢٠٠٨ م.

- د/رجاء البقمي ، محاضرة ألقاها في الغرفة الصناعية بالرياض ، أنظر موقع الغرفة الإلكتروني.

- سعيد عبد الله الشيخ ، الأزمة المالية الدولية وانعكاساتها على الاقتصاد السعودي، البنك الأهلي ، أكتوبر ٢٠٠٨ م.

- متابعة مستمرة للعديد من المقالات والتحليلات الصحفية اليومية في الصحف اليومية العامة والمتخصصة.



الحكومي على مشاريع البنية الأساسية وهو ما أعلنته المملكة وعلى لسان خادم الحرمين الشريفين - يحفظه الله - في قمة الدول العشرين الذي قال إن المملكة ستنفق نحو ٤٠٠ مليار دولار على مشاريع البنية الأساسية خلال الأعوام الخمسة المقبلة، وهو لاشك مبلغ ضخم بكل المقاييس إذ يتوقع أن يكون متوسط الإنفاق السنوي في حدود ٣٠٠ مليار ريال على مشاريع الباب الرابع في الميزانية العامة للدولة. ونفس الإجراء اتخذته الصين وذلك لأن استمرار معدلات مرتفعة للنمو الاقتصادي يرتبط بما ينفق على مشاريع البنية الأساسية، ولهذا فإن توجيه المملكة احتياطاتها النقدية للداخل في ظل ركود اقتصادي عالمي سيوقف النمو في كثير من الدول الكبرى، وبهذا تختصر خطوات طويلة في طريق التنمية الاقتصادية المستدامة.

- العمل على استمرار الجهود المبذولة في دعم التجارة الخارجية للمملكة، وبالذات ما يتعلق برفع معدلات نمو الصادرات الوطنية، وخاصة الصادرات غير النفطية، وتوسيع وتنويع أسواقها التصديرية وذلك من خلال الإسراع بتفعيل قرار إنشاء هيئة تنمية الصادرات السعودية. فالصناعات البتروكيمياوية مثلا تحتاج إلى دعم حكومي ولا نقول مادي من أجل صمودها في وجه انخفاض الطلب والأسعار على منتجاتها .
- أهمية التدخل الحكومي في الاقتصاد خلال الفترتين الحالية والمستقبلية، على أن يكون هذا التدخل لتوجيه الاقتصاد وليس لإعاقته، خاصة أن اتباع نموذج عدم التدخل غير مناسب في ظل التطورات العالمية الراهنة، خاصة في دولة نامية مثل المملكة. فتدخل الدولة واجب لضمان الالتزام بالتعليمات. فالأزمة تتطلب قيام الدولة بالدور الضامن المشجع لأصحاب المال بالعودة لاستثمار الأرصدة المالية .

\*\* ضرورة تحديد أهداف محددة قابلة للقياس والتطبيق لتوجيه الإنفاق الحكومي وتوجيهه نحو الاستثمارات التي تؤثر إيجابيا في القدرة الاستيعابية للاقتصاد المحلي وفي توزيع الدخل على الأفراد.

\*\* وضع خطة مشتركة لمواجهة تداعيات الأزمة الاقتصادية تشترك في إعدادها وتراقب تنفيذها وزارات: المالية، الاقتصاد، التجارة، الصناعة، البترول، ومؤسسة النقد .

\*\* أن يركز الإنفاق الحكومي (السياسة المالية) خلال الفترة المقبلة على تحسين الرفاه الاقتصادي ورفع كفاءة الاقتصاد وزيادة معدل الطاقة الاستيعابية، على أن يصاحب ذلك تقادي الإنفاق على مقاولين ومشاريع ليست ذات أولوية.

\*\* إعادة النظر في أهداف السياسة النقدية (هدف تثبيت سعر الصرف مع الدولار)، من المناسب في الوقت الراهن ربط الريال بسلة عملات بدل ارتباطه بالدولار، وهذا الأمر سيعمل على استقرار المستوى العام للأسعار".

\*\* ضرورة دراسة وضع شركات الائتمان بالمملكة وكذلك البنوك وذلك فيما يتعلق بالقروض والتسهيلات المقدمة للأفراد على وجه الخصوص ، فلدينا نحو ١٥٥ شركة تقسيط تعمل بالمملكة برساميل تقدر بـ ١٠٠ مليار ريال وبعملاء يقدروا بنحو ٤٠٠ ألف عميل منهم ١٤٠

ألف عميل تعثروا في السداد، وتفيد الإحصائيات أن الأفراد السعوديون مطالبون بقروض تصل إلى ٥٠٠ مليار ريال تتوزع بين البنوك وشركات القطاع الخاص ومؤسسات الإقراض الحكومية، بل إن ٩٧% من موظفي الدولة مقترضون ، وإذا لم تتسارع الجهود لعلاج هذا الوضع فلربما تحدث لدينا أزمة ائتمان محلية

\*\* ضرورة الاستفادة من المصرفية الإسلامية من خلال استقطاب الاستثمارات العالمية من خلال المصرفية الإسلامية، وأن تكون المملكة مركزاً لهذه الصناعة عالمياً.

\*\* على الدول الخليجية الحذر من تداعيات تلك الأزمة وأن تتأى بنفسها عن المشاركة في أية حلول لعلاجها تعتمد بصفة أساسية على تمويل البنوك المتعثرة عن طريق شراء أصول تعرف ب Toxic Securities وهي أوراق مالية ليست ذات قيمة حالياً نظراً لانعدام الطلب عليها رغم حجمها الكبير جداً وهي التي تسببت في تدهور أو بالأحرى تجمد القطاع المالي الأمريكي وبالتالي أدت إلى إفلاس العديد من البنوك.

## المطلب الثاني : الإجراءات الدولية

\*\* من المهم الشروع في تصميم الطرق الكفيلة بتعزيز النظام المالي العالمي على نحو مستدام. وأن تتم معالجة ثلاثة عوامل بشكل خاص كي يتم تصحيح الانتشار الواسع للمخاطر والتقليل الشديد من شأنها. وهذه العوامل هي: سرعة تحقيق الأرباح، وانعدام الشفافية، والإفراط في الاتجاهات المؤيدة لأثر الدورات على الاقتصاد. لقد أظهرت الأنظمة المالية الحديثة ميلاً لتفضيل الأدوات والوسطاء الذين يعدون بتحقيق عوائد كبيرة في مدى قصير. وتتعرض المؤسسات للضغط لاتباع استراتيجيات الجهات القادرة على تحقيق أرباح عالية في المدى القصير. وتؤدي هذه العملية إلى سلوك القطيع الذي تصبح فيه ضوابط الخطر بسهولة موضوعاً ثانوياً. لذلك يترتب علينا أن نواجه هذه الآليات ونرسي دعامة الحوافز الصحيحة لتحقيق توازن بين مستثمري الأجل القصير والأجل الطويل والوسطاء. ويجب تعزيز الحوافز الخاصة بالمشاركين في السوق على هذا الصعيد، بما في ذلك عبر برامج المكافآت الداخلية المعدلة.

ويتعلق العامل الثاني بالشفافية. فرغم كل ما جرى من تقدم على الصعيد التنظيمي وفي مجال تقنية المعلومات، اتصف النظام المالي بانعدام الشفافية فيما يتعلق بالجهة التي تذهب إليها المخاطر في نهاية المطاف. وهناك مثالان على ذلك: التعقيد التام للمنتجات المالية المهيكلية التي لا يستطيع حتى عتاة المستثمرين أن يقيموا بالشكل المناسب، وانعدام الضوابط في بعض المؤسسات المالية. لذلك، يترتب على المنظمين أن يقوموا خاصة بتشديد المتطلبات الخاصة بالأسواق التي يتم فيها تداول المنتجات المالية المهيكلية، وزيادة متطلبات التقارير بالنسبة للمؤسسات التي لم تكن خاضعة للضوابط في السابق.

وأخيراً، السلوك القائل بأثر الدورات على الاقتصاد، وهذا أمر واضح في الأنظمة المالية. لكن الأنظمة المالية العالمية الحالية فيها آليات تزيد من التذبذبات. ويتمثل التحدي هنا في إيجاد نظام مالي فعال ليظل بمثابة المحرك للنمو الاقتصادي، وفي الوقت نفسه يضمن استقراره. مثلاً، القوانين الخاصة برأس المال، والقواعد الخاصة بتوفير أسباب التحوط التي وافقت عليها لجنة معاهدة بازل الخاصة بالإشراف على البنوك وهيكل إدارة الصناعة المالية، خاصة في مجال إدارة المخاطر، يجب أن تفرض قيوداً على المجازفات المفرطة في دورات الصعود الاقتصادي وألا تشجع التحفظ المبالغ فيه عندما تكون هناك حاجة ماسة لتوفير الائتمان للشركات والأسر، وتتطلب استمرارية الاستقرار المالي أيضاً سياسات على صعيد الاقتصاد الكلي تكون موجهة للأجل المتوسط وتعمل على تحقيق الاستقرار وتكون هي نفسها مستدامة.

\*\* ضرورة تعزيز إشراف صندوق النقد الدولي على الاقتصادات ذات العلاقة بالنظام.

\*\* منح مزيد من فرص المشاركة لدول كالهند والصين والبرازيل وتشاركهم المملكة في إدارة وتوجيه الاقتصاد العالمي، وإعطائها صوتاً أكبر ومساحة أوسع في التأثير في صناعة القرار في المؤسسات المالية العالمية مثل صندوق النقد والبنك الدوليين، وضرورة تفعيل دور هذه المؤسسات المالية العالمية في التوجيه والتنسيق والمراقبة لحركة الاقتصاد العالمي. من خلال تقوية أدواتها المالية، وذلك من خلال ضخ مزيد من الرساميل فيها، وتوجيهه بعيداً عن تسييس قراراته المتخذة من خلال الأعضاء الأساسيين.

\*\* المحافظة على مستويات سعرية مقبولة ومتوازنة للنفط تأخذ في الاعتبار ما يمر به الاقتصاد العالمي من جهة ومتطلبات التنمية في الدول المنتجة من جهة أخرى، وهذا لن يتأتى إلا بتكاتف جميع الدول الأعضاء في منظمة أوبك وخفض حقيقي ومتدرج قد يكون مؤلماً في بعض الأحيان.

\*\* وقف المضاربات، أي المقامرة، وبالذات المشتقات.

\*\* محاسبة المسؤولين عن هذه الأزمة في الجهاز المصرفي.

\*\*تشديد رقابة البنك المركزي على العمل المصرفي بعامة وعلى ضخ الائتمان بخاصة.

\*\*تفعيل السياسات المصرفية بحزم وصرامة، خاصة فيما يتصل بإدارة السيولة والعائد، ومخاطر الائتمان، وكفاية رأس المال.

\*\* الاستمرار في ضخ السيولة في شرايين الاقتصاد حتى لا تنهار أساسيات القاعدة الإنتاجية .

\*\* أهمية إعادة التوازن وضبط التعاملات وفق المعايير الاقتصادية (الابتعاد عن سياسة الإفراط والتفريط).

\*\* التفكير الجاد في دراسة تطبيق النظام الإسلامي؛ البعيد عن سعر الفائدة "الربوي"، والقائم على معدل الربح كأداة فاعلة لإدارة النشاط الاقتصادي المعاصر، والذي يستند إلى القيام باستثمار "حقيقي" لتوسيع القاعدة الإنتاجية، وليس على أساس استثمار مالي قوامه المضاربات؛ أي المقامرات والاستغلال والفساد. فمنذ سنوات والشهادات تتوالى من عقلاء الغرب ورجالات الاقتصاد تنبه إلى خطورة الأوضاع التي يقود إليها النظام الرأسمالي الليبرالي على صعيد واسع، وضرورة البحث عن خيارات بديلة تصب في مجملها في خانة البديل الإسلامي. ففي كتاب صدر مؤخراً للباحثة الإيطالية لوريتا نابليون بعنوان "اقتصاد ابن أوى" أشارت فيه إلى أهمية التمويل الإسلامي ودوره في إنقاذ الاقتصاد الغربي. واعتبرت نابليون أن "مسئولية الوضع الطارئ في الاقتصاد العالمي والذي نعيشه اليوم ناتج عن الفساد المستشري والمضاربات التي تتحكم بالسوق والتي أدت إلى مضاعفة الآثار الاقتصادية". وأضافت أن "التوازن في الأسواق المالية يمكن التوصل إليه بفضل التمويل الإسلامي بعد تحطيم التصنيف الغربي الذي يشبه الاقتصاد الإسلامي بالإرهاب، ورأت نابليون أن التمويل الإسلامي هو القطاع الأكثر ديناميكية في عالم المال الكوني". وأوضحت أن "المصارف الإسلامية يمكن أن تصبح البديل المناسب للبنوك الغربية، فمع انهيار البورصات في هذه الأيام وأزمة القروض في الولايات المتحدة فإن النظام المصرفي التقليدي بدأ يظهر تصدعا ويحتاج إلى حلول جذرية عميقة".

وبمثل هذا طالب "بوفيس فانسون" رئيس تحرير مجلة "تشانلنجز" في افتتاحية المجلة وأثار موضوعه موجة عارمة من الجدل وردود الأفعال في الأوساط الاقتصادية. وفي الإطار ذاته لكن بوضوح وجرأة أكثر طالب رولان لاسكين رئيس تحرير صحيفة "لوجورنال د فينانس" في افتتاحية هذا الأسبوع بضرورة تطبيق الشريعة الإسلامية في المجال المالي والاقتصادي لوضع حد لهذه الأزمة التي تهز أسواق العالم من جراء التلاعب بقواعد التعامل والإفراط في

المضاربات الوهمية غير المشروعة، وقدم سلسلة من المقترحات المثيرة في مقدمتها تطبيق مبادئ الشريعة الإسلامية برغم تعارضها مع التقاليد الغربية ومعتقداتها الدينية.

وقد أصدرت الهيئة الفرنسية العليا للرقابة المالية - وهي أعلى هيئة رسمية تعنى بمراقبة نشاطات البنوك - قراراً يقضي بمنع تداول الصفقات الوهمية والبيوع الرمزية التي يتميز بها النظام الرأسمالي واشتراط التقابض في أجل محدد بثلاثة أيام لا أكثر من إبرام العقد، وهو ما يتطابق مع أحكام الفقه الإسلامي. كما أصدرت نفس الهيئة قراراً يسمح للمؤسسات والمتعاملين في الأسواق المالية بالتعامل مع نظام الصكوك الإسلامي في السوق المنظمة الفرنسية.

ولعلنا نتذكر خطاب عمدة لندن الشهير الذي أعلن فيه أن لندن ستكون مركزاً للمصرفية الإسلامية.

لقد أن الأوان لطرح النموذج الإسلامي في الاقتصاد كحل مناسب وملئم لكافة الأطراف المشتركة في العملية الاقتصادية والمالية والتمويلية ، ومن خلاله سيتم علاج مسببات وأثار الأزمة المالية العالمية الحالية وتلافي وقوع أزمات مستقبلية بإذن الله، ومع ذلك يجب التنبيه على أمر في غاية الأهمية وهو أنه وإن كان الاقتصاد الإسلامي يمنع ما لا يقل عن ٨٠% من عمليات السوق المالية كالربا وبيع الديون المالية المصككة أو المسندة ولابيع الغرر ونحو ذلك لكن ليس كافياً لمنع حدوث أزمات مالية طالما كانت هناك ثقافة الاستثمار العشوائي والكذب وتضليل المستثمرين مع طغيان الجشع وحب الكسب السريع ولو على حساب المصلحة العامة.

**تم بحمد الله ،،،**

**وآخر دعوانا أن الحمد لله رب العالمين**

**وصلى الله وسلم على نبينا محمد وعلى آله وصحبه أجمعين**