

المؤتمر العلمي السنوي الثالث عشر
لكلية الحقوق - جامعة المنصورة



الجوانب القانونية والاقتصادية للأزمة المالية العالمية

في الفترة من ١ - ٢ إبريل ٢٠٠٩
بقاعة السنهورى بكلية الحقوق - جامعة المنصورة

بحث بعنوان
الازمة المالية العالمية وتداعياتها
على إقتصادات دول مجلس التعاون الخليجي

إعداد

أ.د/ صفوت عبد السلام عوض الله

أستاذ القانون العام
كلية الحقوق - جامعة الكويت

مقدمة

يمر الاقتصاد العالمي منذ أغسطس ٢٠٠٧م بأزمة مالية غير مسبوقة ، حيث يعاني الاقتصاد العالمي بصفة عامة ، والأسواق المالية الدولية والوطنية بصفة خاصة ، اضطرابات واختلالات لم يشهدها منذ الكساد العالمي الكبير الذي حدث في عام ١٩٢٩ م . ولم تقتصر تلك الاضطرابات على أسواق المال والنقد والبورصات فقط ، ولكن كانت هناك اضطرابات وانهيارات في المؤسسات المالية مثل بنوك الاستثمار وشركات التأمين ومؤسسات مالية متخصصة في التمويل العقاري ، وهي مؤسسات مالية كبرى وذات سمعة عالمية . وبدأت تلك الانهيارات في الولايات المتحدة الأمريكية ، ثم تبعتها بعض المؤسسات المالية في أوروبا وخصوصاً في إنجلترا وألمانيا . هذا بالإضافة إلى أسواق النفط التي شهدت تقلبات حادة سواء بالارتفاع أو الانخفاض ، وكذلك المعادن الثمينة وبصفة خاصة الذهب ، علاوة على التقلبات المستمرة في سعر صرف الدولار الأمريكي في مواجهة سائر العملات الرئيسية ، والأزمة الغذائية العالمية .

وقد جعلت كل هذه الاضطرابات من الأزمة المالية الحالية أزمة معقدة ومركبة لأنها تنطوي على عدة أزمات في الوقت نفسه ، الأزمة المالية ، أزمة الطاقة ، أزمة الدولار ، الأزمة الغذائية .. الخ ، وبالتالي فإن هذه الأزمة مرشحة لأن تكون ليست فقط أزمة مالية واقتصادية وإنما أزمة اجتماعية وإنسانية وربما سياسية تفوق كافة الأزمات المالية والاقتصادية التي سبقتها . وقد نتجت هذه الأزمة المالية عن مشكلة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية التي تسببت فيها القروض العقارية الرديئة التي منحت للمستهلكين والأفراد الذين لم يستطيعوا سدادها . وقد استمرت هذه الأزمة المالية في التمدد والتفاقم وظلت تضرب بأطنابها كافة أرجاء الاقتصاد العالمي ، حتى أنها أصبحت ككرة الثلج المنتشرة ، وذلك رغم الجهود الكبيرة التي بذلتها - ولا تزال تبذلها - البنوك المركزية في الولايات المتحدة والاتحاد الأوربي ودول آسيا ، بل ورغم مساندة الدول النامية ، والدول النفطية للمؤسسات المالية للخروج من الأزمة .

وقد أثارت حدة هذه الأزمة التي لم يشهد لها الاقتصاد العالمي مثيلاً منذ أزمة الكساد العالمي الكبير ١٩٢٩ ، التساؤل حول احتمالات دخول الاقتصاد الأمريكي و من ثم الاقتصاد العالمي في مرحلة من الركود والكساد ، حيث التباطؤ في معدلات النمو الاقتصادي والتراجع في فرص العمل . وتتوقف درجة تأثير كل دولة بالأزمات على درجة انفتاحها على الأسواق العالمية ، وقوة الروابط التي تربطها مع منظومة الاقتصاد العالمي . ولما كانت دول مجلس التعاون الخليجي تتميز بانها ذات درجة إنفتاح اقتصادي

ومالي مرتفعة ، لذلك يثور التساؤل حول مدى تاثر هذه الدول بأزمة الرهن العقاري الأمريكية ، وما أعقبها من إنهيارات متعاقبة ومكثفة للمؤسسات المالية الأمريكية والعالمية . ولقد طرحت هذه الأزمة المالية العالمية التساؤل من جديد حول أهمية الالتجاء نحو إعادة الأموال العربية المستثمرة في الخارج ، بصفة خاصة في الولايات المتحدة وأوروبا الغربية ، إلى أوطانها ، بصفة خاصة في أعقاب التضيق على الاستثمارات العربية في الدول الغربية ، كما أعادت الأزمة الرهنة طرح المخاوف المتنامية من احتمالات تجميد أو مصادرة الأرصدة العربية هناك بدعوى مساندة المؤسسات المالية للخروج من أزمتها .

الهدف من البحث : يهدف هذا البحث إلى دراسة وتحليل الأزمة المالية العالمية من حيث أسبابها ، وتداعياتها بصفة خاصة على اقتصادات دول مجلس التعاون الخليجي ، للوقوف على أهم تلك التداعيات وأبعادها ، وذلك من أجل التخفيف من الآثار السلبية للأزمة وتحديد نتائجها السلبية ، بحث تتمكن هذه المجموعة من الدول من الخروج من الأزمة الرهنة بأقل خسائر ممكنة .

أهمية موضوع البحث : ترجع أهمية موضوع البحث إلي ضخامة حجم النشاط المالي لدول مجلس التعاون الخليجي في العالم الخارجي ، حيث قامت هذه المجموعة من الدول باستثمار جزء كبير من عوائد النفط والفوائض البترولية بالأسواق المالية الدولية وبصفة خاصة في الولايات المتحدة ودول أوروبا الغربية ، كما قامت حكومات دول مجلس التعاون الخليجي بإنشاء عدد كبير من صناديق ثروات السيادة والتي تستثمر أموالها في الخارج ، ومن هنا تبدو أهمية طرح هذا الموضوع للبحث للوقوف على مدى تداعيات هذه الأزمة على اقتصادات هذه المجموعة من الدول ، وسبل الخروج من تلك الأزمة . وبناء على ما تقدم ، وتحقيقاً للهدف من الدراسة ، فقد قسمنا خطة بحث هذا الموضوع إلى ثلاثة مباحث ، وذلك على النحو التالي :

خطة البحث :

المبحث الأول: نشأة الأزمة المالية وتطورها .

المبحث الثاني: أسباب الأزمة المالية العالمية .

المبحث الثالث: تداعيات الأزمة المالية على اقتصادات دول مجلس التعاون الخليجي .

خاتمة : ونتائج الدراسة .

المبحث الأول نشأة الأزمة المالية العالمية وتطورها

تعتبر الأزمة المالية التي مرت بها أسواق المال انطلاقةً من نيويورك ثم شملت بقية أسواق المال في آسيا وأوروبا من أسوأ الأزمات التي شهدتها الاقتصاد العالمي منذ عقد الثلاثينات ، بل وتعتبر الأخطر في تاريخ الأزمات المالية خاصة بعدما عجز النظام الاقتصادي العالمي عن احتوائها والتخفيف من آثارها بشكل فعال وسريع . وتأتى خطورة هذه الأزمة من كونها إنطلقت من الولايات المتحدة التي يشكل اقتصادها قاطرة النمو في الاقتصاد العالمي، فاقصادها هو الأكبر في العالم بحجم إجمالي للإنتاج يبلغ نحو ١٤ ترليون دولار ، وتشكل التجارة الخارجية لها أكثر من ١٠% من إجمالي التجارة العالمية . ومن ناحية أخرى تحتل السوق المالية الأمريكية موقع القيادة للأسواق المالية العالمية ، ومن ثم فإن أية مخاطر تتعرض لها هذه السوق تنتشر آثارها في باقى الأسواق المالية الأخرى بسرعة كبيرة . كما تأتى خطورة هذه الأزمة المالية الحالية من كونها ذات تأثيرات غير مباشرة ولكنها حقيقية على مستويات النمو والإزدهار ، حيث من المتوقع أن تؤثر هذه الأزمة بصورة كبيرة على الاقتصاد الحقيقي (قطاع الإنتاج) وهو ما يؤدي على حالة كساد اقتصادي والتي يشعر بتأثيرها الأفراد ، كما تتأثر بها المنشآت الاقتصادية في سائر أنحاء العالم .

وبالنظر إلى خطورة الأزمة المالية الحالية وتداعياتها على الاقتصاد الأمريكي والاقتصاد العالمي ، فسوف نحاول من خلال هذا المبحث التعرف على أسباب هذه الأزمة المالية وتطورها .

المطلب الأول

نشأة الأزمة المالية العالمية ومشكلات التمويل العقاري

ساهم القطاع المصرفي - والقطاع المالي بصفة عامة - بدور كبير في حدوث الأزمة المالية الحالية والتي انطلقت في أغسطس ٢٠٠٧ م وبالرغم من أن البوادر الأولى لهذه الأزمة حدثت في أغسطس عام ٢٠٠٧ ، إلا أن جذورها بدأت تتكون داخل الاقتصاد الأمريكي قبل ذلك التاريخ . فممنذ بداية الثمانينات شهدت نظم التمويل العقاري تطورات كبيرة في العديد من الدول المتقدمة ، فحتى بداية الثمانينات خضعت أسواق الرهن العقاري لدرجة عالية من التنظيم ، وكان الائتمان العقاري يخضع لسيطرة جهات الإقراض المتخصصة التي صادفت قدرأ محدوداً من التنافس في الأسواق الحرة^(١) .

<http://www.aljazeera.net/NR/exeres/D1625> .

(1)

فقد وضعت القواعد التنظيمية حدوداً قصوى لأسعار الفائدة وحدوداً للقروض العقارية وفترات السداد . وأسفرت هذه القواعد التنظيمية عن ترشيد استخدام الائتمان فى أسواق الرهن العقارى وأدت إلى تنظيم حصول المستهلكين (القطاع العائلى) على القروض العقارية . وفى بداية الثمانينات ومع تحرير أسواق الرهن العقارى فى العديد من الدول المتقدمة ، بدأت تظهر الضغوط التنافسية من جهات الإقراض غير التقليدية . وترتب على ذلك نتيجة هامة وهى أن الأسعار أصبحت أكثر تفاعلاً واتسع نطاق الخدمات المتاحة ، مما أدى إلى زيادة فرص المستهلكين للحصول على القروض العقارية ، بالرغم من أن عملية التحرير لأسواق الرهن العقارى أخذت أشكالاً متعددة فى الدول المختلفة .

فى الولايات المتحدة تزامنت عملية تحرير أسواق التمويل العقارى مع الإلغاء التدريجى للقيود على أسعار الفائدة فى بداية الثمانينات^(٢) . وفى الوقت نفسه ترتب على إنشاء سوق ثانوية للرهن سهولة كبيرة فى تمويل القروض العقارية عن طريق أسواق رأس المال . وقد أدى ذلك التطور إلى تشجيع مجموعة كبيرة من البنوك والمؤسسات المالية الأخرى على دخول سوق الرهن العقارى . وفى بريطانيا ، كان رفع قيود الائتمان هو الطريق الأساسى للتحرير فى عام ١٩٨٠ ، مما كثف الضغوط التنافسية فى سوق الرهن العقارى . وفى استراليا وكندا ودول شمال أوربا كان تحرير أسواق التمويل العقارى يسير بخطى حثيثة نسبياً واكتمل تقريباً بحلول منتصف الثمانينات .

وفى كل هذه الدول كان إلغاء الحد الأقصى للإقراض ولأسعار الفائدة على الودائع والغاء القيود على الائتمان وراء فتح المجال أمام زيادة المنافسة فى قطاعات جديدة بسوق الائتمان . وفى الولايات المتحدة وكندا واستراليا ارتفعت نسب إجمالى قروض المستهلكين (الأفراد) من المؤسسات المالية غير المصرفية فى عام ٢٠٠٧ إلى ما يزيد عن ضعف ما كانت عليه فى الثمانينات . واقترن هذا التطور باستحداث أدوات جديدة مرتبطة بالقروض العقارية وسياسات إقراض أكثر مسايرة للتطورات . وأسهمت كل هذه العوامل والمتغيرات فى سرعة نمو الائتمان العقارى فى هذه الدول . وبعد تحرير (1) د.(٢) د. منير الحمش ، للحصول على القروض المرتبطة بالمساكن بسهولة أكبر ، بسبب زيادة تنوع مصادر التمويل . وقبل أن نوضح كيف حدثت الأزمة فإنه

الأزمة المالية والاقتصادية . F76 - 11FA - 49 EC - AAA 6 - DEAC 122 B 7604. الراهنة التفسير المالى والاقتصادى ، شؤون الأوسط ، العدد (١٣٠) ، فريقي ٢٠٠٨ ، ص ٣٦ - ٣٧ .

(2) د. منير الحمش ، الأزمة المالية والاقتصادية الراهنة التفسير المالى والاقتصادى ، شؤون الأوسط ، العدد (١٣٠) ، فريقي ٢٠٠٨ ، ص ٣٦ - ٣٧ .

تجدر الإشارة إلى بعض الخصائص الأساسية لأسواق الرهن العقاري بالدول المتقدمة .

وتتمثل الخصائص الرئيسية لأسواق الرهن العقاري في الدول المتقدمة في الآتي (٣) :

* زيادة نسبة القرض على القيمة (أي نسبة القرض العقاري إلى قيمة المساكن) وزيادة مدة القرض • ارتفاع نسبة القرض إلى القيمة يفسح المجال أمام المقترضين لاقتراض المزيد ، بينما تسمح فترات السداد الأطول بالمحافظة على نسبة خدمة الدين (خدمة الدين هي مدفوعات الأقساط مضافاً إليها الفائدة المستحقة) إلى الدخل في حدود يمكن استيعابها .

* إمكانية تكرار الاقتراض بضمان قيمة المسكن والسداد المبكر للقرض بدون رسوم • فإمكانية الاقتراض بضمان القيمة المتراكمة للمساكن تسمح للمستهلكين بالاستفادة مباشرة من ثرواتهم السكنية والحصول على المزيد من القروض عند ارتفاع أسعار المساكن . أما رسوم السداد المبكر فتتسبب في تقييد قدرة المستهلكين على إعادة تمويل قروضهم العقارية في حالة انخفاض أسعار الفائدة .

* إنشاء أسواق ثانوية للقروض العقارية . فكلما ازداد تطور أسواق القروض العقارية الثانوية سيجد المقرضون سهولة أكبر في الحصول على التمويل عبر أسواق رأس المال ومن ثم تقديم القروض للمستهلكين .

المطلب الثاني

تطورات الأزمة المالية العالمية

ترجع جذور الأزمة المالية العالمية إلى التطورات التي حدثت في الأسواق العقارية في الولايات المتحدة الأمريكية منذ عام ٢٠٠٠ ، حيث انخفضت أسعار الفائدة لتصل إلى أقل من ١% ، كما توافرت أعداد كبيرة من المساكن نتيجة لانفجار فقاعة شركات الانترنت في ذلك الوقت ، ثم بدأت قيمة المساكن في الارتفاع بعد ذلك ، وارتفعت معها أسهم الشركات العقارية المسجلة بالبورصة بشكل مستمر ، سواء في الولايات المتحدة أو غيرها من دول العالم مقابل انخفاض الأسهم في القطاعات الإقتصادية الأخرى بما فيها قطاعات التكنولوجيا والاتصالات الحديثة ، الأمر الذي أدى إلى إقبال الأمريكيين أفراداً وشركات على شراء المساكن والعقارات بهدف الاستثمار طويل الأجل .

[http:// www. Aljazeera. Net / NR/ exeres.](http://www.Aljazeera.Net/NR/exeres)

(3)

المصدر : الفرنسية نقلاً عن الجزيرة .

وكان السائد في تلك الفترة ان يدفع الفرد أو الأسرة دفعة أولى لشراء مسكن ، ثم يقوم المشتري بدفع أقساط شهرية محددة " ثابتة " تستمر لمدة ٣٠ سنة أو أكثر من ذلك بقليل . والمهم أن أقساطا ثابتة لا تتغير على مدى لا يقل عن ثلاثة عقود ، وكانت مصادر التمويل العقاري التجاري والسكنى ، سواء أكانت شركات تمويل أو مصارف إيداع معروفة ومحددأ عددها ، ثم حدثت تطورات هامة بدأت في أسواق العقار المشتعلة في ولايات غرب وشرق أمريكا ، ثم لم تلبث أن شملت بقية الولايات الأخرى وأجزاء ومناطق من أوروبا الغربية .

ومن أهم هذه التطورات التي حدثت ، هي قيام سماسرة العقار بإغراء الأسر والأفراد بشراء المساكن من دون دفعة أولى ، وعلى أساس أقساط ثابتة لمدة قصيرة جداً (سنة أو ثلاث سنوات) ، ثم يخضع مبلغ الأقساط الشهرية بعد مرور الأشهر القليلة الأولى التي كانت ثابتة خلالها لتكاليف القروض في أسواق المال في نيويورك وشيكاغو ، وفي حالة تردد المشتري فيقال له أن قيمة المنزل سترتفع وبالتالي يمكن إعادة وسائل تمويل ، وهذا هو التطور السلبي الأولى ، والذي كان من نتيجته زيادة عمليات الإقراض من قبل البنوك لشراء المساكن ، كما ازداد التوسع والتساهل في منح القروض العقارية للأفراد ذوي الدخل المنخفضة ، والمسماة بالقروض " متدنية الجودة ، وذلك دون التحقق من قدرتهم على السداد أو حتى الاستعلام عن جدارتهم الائتمانية^(٤) .

والتطور السلبي الثاني ، هو أن البنوك والشركات المتخصصة في التمويل العقاري ، تقوم ببيع سندات الرهن أو القروض التي منحتها لمشتري المساكن إلى مؤسسات أخرى متخصصة بالمضاربة في شراء وبيع سندات التمويل أو تعهدات القروض ، فيما يعرف بعمليات التوريق Securitization . وهكذا فإن البنوك وشركات التمويل العقاري لم تكتف بالتوسع في منح القروض الأقل جودة ، بل استخدمت " المشتقات المالية " financial derivatives " لتوليد مصادر جديدة للتمويل وبالتالي التوسع في الإقراض . فعندما يتجمع لدى البنك محفظة كبيرة من الرهونات العقارية، فإنه يلجأ إلى استخدام هذه " المحفظة " من الرهونات العقارية لإصدار أوراق مالية جديدة يفترض بموجبها من المؤسسات المالية الأخرى بضمان هذه المحفظة فيما يعرف بالتوريق . فكأن البنك لم يكتف بالإقراض الأول بضمان هذه العقارات ، بل أصدر موجة ثانية من الأصول المالية بضمان هذه الرهون العقارية ، فالبنك يقدم بذلك محفظته من الرهونات العقارية كضمان للإقراض الجديد من السوق عن طريق إصدار سندات أو أوراق مالية مضمومة

(4) Olivev Blanchard, Cracks in the system, Repairing the damaged global Economy, Finance & Development, December 2008 , p. 8 .

بالمحافظة العقارية ، وهكذا فإن العقار الواحد يعطى مالكة الحق فى الاقتراض من البنك ، ولكن البنك يعيد استخدام نفس العقار ضمن محفظة أكبر والتي يفترض بموجبها من جديد من المؤسسات الأخرى . وهكذا أدى تركيز الإقراض فى قطاع واحد " العقارات " إلى زيادة المخاطر ، وساعدت الأدوات المالية الجديدة " المشتقات المالية " على تفاقم هذا الخطر بزيادة أحجام الإقراض مرحلة تلو الأخرى .

ثم حدث تطور " سلبي " ثالث : ، تمثل فى دخول ما يسمى " محافظ تقادى الأخطار " ، وهذه المحافظ لا تشتري ولا تباع سندات القروض ذاتها ، وإنما تباع أو تشتري ما يسمى " مشتقات السندات " . وهذا يعنى دفع أو قبض جزء صغير من مبلغ السند " أنيا " أو مستقبلاً " أملاً " أن يرتفع ثمن البيع فى المستقبل ، أن تم الشراء أنيا ، أو أملاً أن ينخفض مبلغ الشراء فى المستقبل إن كان الشراء مستقبلاً حتى يحل أجل الدفع كاملاً فيكون مبلغ التكلفة أقل بالنسبة لمن وعد بدفع المبلغ فى المستقبل⁽⁵⁾ .

وقد أدى تناقص السيولة فى أسواق المال إلى إحداث حالة من الذعر والهلع حينما اكتشفت بيوت التمويل الضخمة مالحة بحق بمحافظها من خسائر بسبب مضارباتها فى مشتقات الرهون العقارية ، حينما عجز الأفراد عن الوفاء بالأقساط الشهرية المتصاعدة ، وتبع ذلك تراجع أسعار العقار السكنى كافة ، وهذا بدوره أدى إلى تصاعد الأقساط مرة أخرى بحيث تزيد عدد العاجزين عن الوفاء بتعهداتهم .

أما التطور الرابع والأخير فى هذه الأزمة فهو نقص أو انعدام الرقابة أو الإشراف الحصيف على المؤسسات المالية الوسيطة . فبالرغم من خضوع البنوك التجارية فى معظم الدول لرقابة دقيقة من قبل البنك المركزى ، ولكن هذه الرقابة تضعف أو حتى تنعدم بالنسبة لمؤسسات مالية أخرى مثل " بنوك " الاستثمار " وسماسرة الرهون العقارية أو الرقابة على المنتجات المالية الجديدة مثل " المشتقات المالية " أو الرقابة على الهيئات المالية التى تصدر شهادات الجدارة الائتمانية ، وبالتالي تشجع المستثمرين على الإقبال على الأوراق المالية .

وقد تفاعلت العناصر السابقة جميعها فى خلق الأزمة المالية ، ولم يقتصر أثرها على التأثير على القطاع المالى بزيادة حجم المخاطر نتيجة التوسع المحموم فى الأصول المالية ، بل إنه هدد أهم ركائز هذا القطاع وهو " الثقة " ، فرغم أن العناصر الأربعة المشار إليها - زيادة الإقراض ، المشتقات المالية ، تركيز المخاطر ، ونقص الرقابة والإشراف - كافية لإحداث أزمة مالية عميقة، فإن الأمور تصبح أكثر خطورة إذا فقدت الثقة أو ضعفت فى النظام المالى

(5) /679. (27) eqtesad - 20% alabwab/edare Siironline. Org/ http:// www. hTm.

الذي يقوم على ثقة الأفراد ، ويزداد الأمر تعقيداً نتيجة للتداخل بين المؤسسات المالية فى مختلف الدول ، فجميع المؤسسات المالية - وبلااستثناء - تتعامل مع بعضها البعض ، وأى مشكلة كبيرة تتعرض لها إحدى هذه المؤسسات ، لا بد وأن تنعكس بشكل مضاعف على بقية النظام المالى العالمى .

ومع بداية عام ٢٠٠٦ وحدث حالة من التشبع فى سوق التمويل العقارى، أرتفعت أسعار الفائدة لتصل إلى ٥,٢٥% ، وعليه أصبح الأفراد المستفيدين من القروض متدنية الجودة غير قادرين على سداد الأقساط المستحقة عليهم ، وازداد الأمر سوءاً مع انتهاء فترة الفائدة المثبتة والمنخفضة للقروض ، ومن ثم ازدادت معدلات حجز البنوك على عقارات من عجزوا عن السداد ، وفقد أكثر من ٢ مليون أمريكى ملكيتهم لهذه العقارات ، وأصبحوا مكبلين بالالتزامات المالية طيلة حياتهم^(٦) . وقد ساهم فى تفاقم الأزمة ما قامت به البنوك المقدمة لهذه القروض من عمليات توريق للديون العقارية (وذلك من خلال تجمع القروض العقارية المتشابهة فى سلة واحدة وإعادة بيعها للمؤسسات والشركات المالية والعقارية الأخرى ، لتقوم الأخيرة بتجميع أقساط القروض من المدينين) ، وذلك فى محاولة للحد من المخاطر المترتبة عليها ، وهو ما أدى إلى امتداد آثار الأزمة المالية لعدد كبير من البنوك والشركات فى الولايات المتحدة وفى سائر العالم .

وبدأت الأزمة المالية إنطلاقها مع إعلان " بنك ليمان براذرز " وهو مؤسسة مالية عملاقة عن إفلاسه الوقائى ، وهذه كانت البداية ، لأن هذا البنك كان من البنوك القليلة التى صمدت أمام أزمة الكساد العالمى الكبير عام ١٩٢٩ ، كما أنه يعتبر من أقدم المؤسسات المالية الأمريكية التى تأسست فى القرن التاسع عشر . وبدأت الأزمة تتحرك ككرة الثلج المتدحرجة وأخذت تنتشر لتشمل معظم الشركات المالية والعقارية ، ومن هنا بدأ الحديث عن أزمة مالية مصدرها الاقتصاد الأمريكى ، ولكنها تتجاوز حدود الولايات المتحدة الأمريكية لتمتد آثارها الاقتصادية إلى معظم دول العالم .

ويتضح مما تقدم حقيقة الأزمة الراهنة باعتبارها أزمة مالية بالدرجة الأولى نجمت عن التوسع الكبير فى الأصول المالية على نحو مستقل - إلى حد كبير - عن الاقتصاد العينى ، ويرجع ذلك إلى اسراف المؤسسات المالية فى إصدار الأصول المالية بأكثر من حاجة الاقتصاد العينى ، ومع هذا التوسع الكبير فى إصدار الأصول المالية ، زاد عدد المدينين ، وزاد بالتالى حجم المخاطر ، بحيث إذا عجز أحدهم عن السداد سوف تتوقف مؤسسات وشركات أخرى عن سداد ديونها ، ومن ثم يتعرض النظام المالى بأكمله للإنهيار .

(6) الأزمة المالية العالمية ، مجلس الغرف السعودية ، إدارة البحوث والدراسات الاقتصادية ، ١٤٢٩ هـ ، أكتوبر ٢٠٠٨ م ، ص ٣ .

المبحث الثاني أسباب الأزمة المالية العالمية

يثور التساؤل حول الأسباب الحقيقية للأزمة المالية وطبيعة هذه الأسباب ، وهل هي أسباب عارضة مرجعها نقص السيولة لدى المصارف بسبب اضطراب سوق العقار نتيجة عجز المقترضين عن سداد الديون ، أم أنها أسباب بنيوية بمعنى أنها مرتبطة بهيكل النظام الرأسمالي نفسه ، وبالآليات التي يعتمد عليها النظام الرأسمالي لا سيما جهاز السوق والحرية الاقتصادية وقدرة جهاز السوق على تصحيح نفسه وتحقيق التوازن الاقتصادي المنشود في ظل الحرية الاقتصادية وحافز الربح .

لاشك أن الأزمة المالية الراهنة هي أزمة متفردة ، فهذه الأزمة لم تحدث بين ليلة وضحاها ، بل إن جذورها ممتدة في عمق النظام الرأسمالي ، فمنذ أواخر سبعينات القرن الماضي ، مرت المراكز الرأسمالية الكبرى ، خاصة الولايات المتحدة بعملية انتقلت بموجبها الرأسمالية الغربية من الاعتماد على الأسواق المحلية إلى الشكل المتعولم الحالي من العولمة من خلال نقل الصناعات الثقيلة الملوثة للبيئة إلى بعض دول العالم النامي كالصين والهند وغيرهما⁽⁷⁾ . وتزامن ذلك مع تحرير أسواق المال ونزع كل القيود المنظمة لها ، كما تم رفع القيود على النمو وعلى إمكانية جنى الأرباح التي كانت مفروضة على المؤسسات المالية وذلك على أثر سلسلة من التغييرات القانونية والتكنولوجية . وهكذا فقد سمح لصناديق التقاعد بالاستثمار في أسواق الأوراق المالية ، وأصبح بإمكان السماسرة عرض بيع أسهمهم في الصناديق الاستثمارية المشتركة ، وسمح لأنواع مختلفة من البنوك الاندماج ودخول مجالات تجارية جديدة ، وأدى استعمال ماكينات الصرف الآلية ATM وبرمجيات الاتجار بالأسهم إلى خلق شبكة مالية إلكترونية تعمل على مدار الساعة . وأدت التطورات المالية السابقة إلى إحداث حالة هجرة جماعية لرؤوس الأموال إلى الدول الآسيوية ، وأيضاً إلى تقسيم عمل دولي جديد . فالصناعات التكنولوجية المتطورة والبحث والتطوير R&D والخدمات المالية في المراكز الرأسمالية ، والعمليات الصناعية التقليدية في الأطراف . فمنذ سبعينات القرن الماضي وحتى عام ٢٠٠٥ ، ارتفعت نسبة الأمريكيين الذين يمتلكون أسهماً من ١٦ بالمائة إلى أكثر من ٥٠ بالمائة ، كما حدث تغيير جذري في نظرة الأمريكيين إلى المسائل الاقتصادية ، وتحول المدخرون إلى

(7) د. حازم الببلاوي ، الأزمة المالية الحالية محاولة للفهم ، بدون دار نشر ، ص ٥ .

مستثمرين في الأسواق المالية . وهذه التطورات لم تؤد إلى خلق بطالة واسعة النطاق في الدول الغربية فحسب، بل أيضاً إلى توسع هائل للأسواق المالية التي سرعان ما تعولمت نتيجة للتطور المذهل في الشبكات المالية الإلكترونية . فعلى سبيل المثال فقد أصبح القطاع المالي في بريطانيا مسؤولاً عن نصف النمو الاقتصادي ، وكذلك الأمر بالنسبة للقطاع المالي - العقاري في الولايات المتحدة حتى عام ٢٠٠٦ ، وكلا القطاعين اعتمدا بشكل كامل على المضاربات وليس على الاقتصاد الحقيقي^(٨) .

فمنذ بداية الثمانينات انتشر التعامل في المشتقات المالية ، وقد تخللت ذلك فترات من الإزدهار المفرط والانهيارات لا سيما أزمة بنوك الإذخار والإقراض في ثمانينات القرن الماضي ، والتي سرعان ما تم نسيانها في غمرة تنامي الإزدهار الذي أدى إلى انتشار الفلسفة الداعمة لقدرة السوق على إدارة نفسها واستعادة التوازن بطريقة تلقائية ، وخلال تسعينات القرن الماضي، استمر رفع القيود ، حيث تم إلغاء القانون الذي كان يفرض الفصل بين البنوك التجارية والبنوك الاستثمارية في الولايات المتحدة . وهكذا أصبح الأقتصاد الرأسمالي المعاصر يقوم أساساً على التعامل في الأدوات والمشتقات المالية والمضاربات على تلك الأدوات ، ومن هنا تم خلق تعاملات نشطة على أسهم وسندات دون أن يكون هناك تبادل فعلي حقيقي للسلع أو المنافع .

ولا يخفى أن المضاربات في هذه المشتقات المالية تعد واحدة من أخطر آفات السوق ، وقد كانت ولا تزال سبباً رئيسياً في كثير من الكوارث والأزمات ولخطورتها أصدرت السيدة (لاروش) رئيسة معهد شلر العالمي بيان بعد كارثة تسونامي بعنوان (ما هو أجدى من المساعدات نظام اقتصادي عالمي عادل جديد) ، وقد تضمن البيان توصية في غاية الأهمية مفادها أن المضاربات في المشتقات المالية والعملات التي وصلت مؤخراً وفق احصائية لبنك التسوية العالمي إلى ٢٠٠٠ ترليون دولار يجب محوها كلياً بل وتجريمها عن طريق اتفاقية بين الحكومات .

وهكذا قام الأقتصاد الرأسمالي المعاصر على التعامل في الأدوات والمشتقات المالية والمضاربة عليها ، كما استفادت البنوك من تحرير أسواق المال وإزالة كل القيود المنظمة لها لتنمو أكثر ، وقامت بإبرام صفقات دمج ضخمة متنامية الأرباح ومن ثم تعرض أسهمها في الأسواق بطريقة مربحة جداً . فالغاء القانون المشار إليه مكن البنوك التي تقدم خدمات مصرفية للأفراد مثل " سيتي جروب " وغيره دخول سوق المشتقات المالية المربحة (التي تضمنت إمكانية الاستثمار في أسهم مدعومة بقروض سكنية والقروض

(8) د. عبد اللطيف الهميم ، الأزمة المالية والبديل الثالث (سقوط الرأسمالية) ، بدون دار نشر ، ص ٢٨ .

المدعومة بأصول ، التي تشكل خليطاً من قروض مختلفة ، وهي من المسببات الأساسية للأزمة الحالية .

ومنذ عام ٢٠٠١ ومع تدنى معدلات الفائدة (خفض بنك الاحتياطي الفيدرالي معدل الفائدة إلى ١ بالمائة في عام ٢٠٠٣ في فترة رئاسة جرينسبان) ، ظلت القروض متاحة بسهولة . فتدنى معدلات الفائدة أدى أيضاً إلى ازدهار سوق المشتقات المالية القائمة على القروض ، أى الأوراق المالية التي تشكل مزيجاً من القروض والتي تسببت بالأزمة الحالية . وفي الفترة بين عامي ٢٠٠٠ و ٢٠٠٦ أرتفعت قيمة سوق المشتقات المالية القائمة على القروض المختلفة ، وهو نوع من المشتقات المالية الأساسي ، من ١٠٠ مليار دولار إلى ٦٢ ترليون دولار^(٩) .

وهكذا قدمت البنوك الأمريكية للمواطنين قروضا بأسعار فائدة متحركة والتي تتضاعف مع طول المدة بغض النظر عن الضمانات التي يقدمها المقترض أو الحد الائتماني المسموح به للفرد لشراء منازل ، ونشطت الشركات العقارية في تسويق المنازل لمحدودي الدخل ، مما نتج عنه ارتفاع أسعار العقار . وأستغل الأفراد ارتفاع أسعار عقاراتهم بأكثر من قيمة شرائهم لها ليحصلوا من البنوك على قروض كبيرة بضمان منازلهم التي لم يسدد ثمنها والتي ارتفع سعرها بشكل مبالغ فيه نتيجة للمضاربات ، وقدمت المنازل رهنا لتلك القروض^(١٠) .

ومن هنا أصبحت الرهون العقارية هي المحرك الرئيسي في الاقتصاد الأمريكي نظراً لأنه كان يتم إعادة تمويل المقترض كلما ارتفعت قيمة عقاراته، مما شجع على استمرار زيادة الانفاق الاستهلاكي وبالتالي استمرار النمو في الاقتصاد الأمريكي . ولكن ما لم يتم التنبيه إليه من قبل السلطات الاقتصادية هو أن هذه الطفرة في الإزدهار لم تكن نتاج اقتصاد حقيقي لأنها كانت قائمة على سلسلة من الديون المتضخمة التي لم يكن لها أى ناتج في الاقتصاد الحقيقي ، فهي عبارة عن أوراق مالية من السندات والمشتقات يتم تبادلها والمضاربة عليها في البورصات . وعندما عجز المقترضون عن السداد وشعرت البنوك وشركات العقار بحجم الكارثة الحقيقية لجأت إلى وسائل أدت إلى تفاقم الأزمة ، وذلك من خلال قيامها ببيع ديون المواطنين على شكل سندات لمستثمرين عالميين بضمان المنازل ، كما قامت بتحويل الرهون العقارية إلى سندات فيما يعرف بعملية التوريق وتم بيعها في البورصات . وبعد تفاقم المشكلة لجأ الكثير من المستثمرين إلى شركات التأمين التي وجدت في الأزمة فرصة للربح حيث يمكنها في حالة امتناع

(9) د. حازم البيلالي ، الأزمة المالية الحالية ، المرجع السابق .

(10) د. عبد اللطيف الهميم، الأزمة المالية والبديل الثالث، المرجع السابق ، ص ٣٠ .

محدودي الدخل عن السداد أن تمتلك مساكنهم ، وبدأت شركات التأمين فى تحصيل أقساط التأمين على السندات من المستثمرين العالميين ، وكان كل ذلك يحدث بخداع كبير لهؤلاء المستثمرين من خلال اخفاء الحقائق عن طبيعة موقف هذه السندات . وبدأت الأزمة مع عجز أصحاب المنازل من محدودى الدخل عن سداد الأقساط والفوائد المصاحبة لها مما أضطر الشركات والبنوك من بيع المنازل موضوع القرض ، وأدى هذا الأجراء إلى هبوط أسعار العقارات مما جعلها غير قادرة على تغطية ديون الشركات العقارية ولا البنوك ولا شركات التأمين . وعندما طالب المستثمرون الدوليون هذه الشركات والبنوك والمؤسسات المالية بحقوقهم تبين لهم إفلاسها⁽¹¹⁾ . وهكذا إنهارت شركات ومؤسسات مالية كبرى وتعرضت للإفلاس مثل (فريدى ماك) و (فانى ماي) . وقد كانت أسهم القطاع المصرفى وعلى وجه التحديد بنوك يوبى إس ، واتش إس بى سى ، وباركليز ومصرف ليمان براذرز بمثابة قاطرة الإنهيار فى أسعار الأسهم ، حيث كانت هى الأكثر تضرراً خلال الأزمة . كما سيطرت الحكومة الأمريكية على ٨٠% من أسهم شركة التأمين " اي اي جي مقابل قرض بقيمة ٨٥ مليار دولار لدعم سيولة الشركة . ثم إنهار بنك الإقراض العقاري " واشنطن ميوتشوال " الذي تم بيعه إلى بنك " جي بي مورجان " . وفى هذا السياق علقت نحو ٧٠ شركة رهن عقارى أمريكية عملياتها وأعلنت إفلاسها أو عرضت للبيع منذ بداية عام ٢٠٠٦ ، كما أعلنت شركة " هوم مورجيج أنفستمنت إفلاسها ، وأعلنت شركة هوم ديبو العاملة فى المجال العقارى توقع تراجع أرباحها أيضاً بسبب تراجع سوق العقارات السكنية .

وعلى الرغم من كل الإجراءات التى تم اتخاذها إلا أن هذا لم يمنع من انتشار الظاهرة عالمياً ، والتى تجسدت فى تراجع أسواق المال فى كل من تايلاند وماليزيا وهونج كونج وأندونيسيا وكوريا وسنغافورة وتايوان . وكان تراجع سوق الصين اقل من نظيراتها الآسيوية ، حيث أعلنت البنوك فى الصين انها لا تمتلك استثمارات مرتبطة بمشكلات الرهن العقارى الأمريكى . وفى أوروبا تراجع أسواق السويد والنرويج وهولندا وبلجيكا والنمسا والدانمارك وفنلندا ، وانخفض مؤشر فاينانشيال تايمز البريغانى وداكس الألمانى وميبتل الإيطالى وتوبكسس ، ومؤشر نيكاي اليابانى ، ومؤشر داوجونزالصناعى الذى اهتز بعنف لينخفض إلى مستوى أدنى من حاجز الـ ١٣٠٠٠ نقطة ، بينما فقد مؤشر ناسداك نحو ١,٧ من قيمته .

ومن خلال ما تقدم يمكننا القول بأن الأسباب الرئيسية للأزمة المالية الحالية تتلخص فى مجموعتين من الأسباب . المجموعة الأولى وتضم الأسباب

Roger c. Altman The Great Crash, 2008 , Geopolitical Setback For the West, (11) Foreign Affairs, January/February 2009 , P. 3 -5 .

الظاهرة أو الطارئة للأزمة والتي تتمثل في أزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية وما صاحبها من مظاهر وعوامل ساهمت في تفاقم الأزمة والتي يتمثل أهمها فيما يلي^(١٢) .

١ - التوسع في منح القروض العقارية لراغبي السكن دون التحقق من المقدرة المالية لمتلقى القرض ، حيث شهدت القروض المقدمة لضعيفي الملاءة طفرة في أمريكا خلال الأعوام الأخيرة ولم يكن هناك ما هو أسهل من الحصول على قرض سكني .

٢ - انتشار المضاربات والعمليات الوهمية والصفقات الصورية ، وتفشي المعاملات بالفائدة وتنوعها وتعددتها ما أدى إلى تضخم الثروات والأرباح بشكل مبالغ فيه دون أن يقابل ذلك أية زيادة في الإنتاج أو العمليات الحقيقية أو خلق المنافع ، وهو ما ساهم في انحراف جهاز السوق وعدم قدرته على أداء وظيفته في المجتمع لاسيما في تحقيق التوازن الاقتصادي في المجتمع .

٣ - انتشار عمليات بيع الديون وبيع الرهون ، فضلاً عن اتساع دائرة التعامل في المشتقات المالية .

وفي سياق هذه المجموعة من الأسباب ، فهناك ثلاثة أسباب رئيسية وراء تراجع البورصات العالمية ، والتي تجدر الإشارة إليها لأنها زادت الأمور تعقيداً ، لا سيما بعد فشل بنكي الاحتياطي الفيدرالي ، والبنك المركزي الأوربي في التخفيف من حدة تراجع المؤشرات على الرغم من ضخ نحو ١٢١,٦ مليار دولار لطمأنة المستثمرين ووقف حدة الانهيار^(١٣) .
وتتمثل هذه الأسباب والعوامل فيما يلي :

العامل الأول : يرجع إلى توسع المؤسسات المالية في منح الائتمانات عالية المخاطر للشركات والمؤسسات العاملة في مجال الرهن العقاري ، والتي لا تتوافر لديها الضمانات المالية الكافية لسداد التزاماتها تجاه الجهات المقرضة ، ووصل الأمر إلى حد معاناة هذه الجهات من عام توافر السيولة اللازمة لتمويل أنشطتها .

العامل الثاني : ويتمثل في عدم قدرة مؤسسات التمويل العقاري على القيام بعمليات الاستحواذ التي أعلنت عنها الحكومة الأمريكية مؤخراً ، وذلك بسبب عدم توافر التمويل اللازم للقيام بهذه العمليات ، وهو ما أعطى مؤشراً سلبياً لأداء الاقتصاد الأمريكي .

(12) ففي خلال يوم واحد من التعامل فقد مؤشر داو جونز قرابة ٤٠٠ نقطة ، في حين تراجع مؤشر ستاندر أند بوز بواقع ١٥٠ نقطة .

(13) Roger c. Altman, the Great Crash, 2008, foreign Affairs, January / February 2009 , P. P. 3 – 4 .

العامل الثالث : ويتمثل في تراجع البورصات الأمريكية عن توفير فرص العمل التي كانت قد أعلنت عنها في وقت سابق ، مما ولد شعوراً بأن أكبر اقتصاد على مستوى العالم يمر بأزمة حقيقية . ومن المعروف فإن أسواق المال بالغة التأثير لمثل هذه المؤشرات فكان التراجع الحاد في كافة مؤشرات البورصات الأمريكية .

أما المجموعة الثانية : من الأسباب التي أدت إلى الأزمة المالية فهي أسباب بنيوية بمعنى أنها مجموعة من الأسباب المرتبطة بهيكل النظام الرأسمالي ذاته وبالفلسفة التي يقوم عليها الفكر الاقتصادي الرأسمالي . فالفكر الاقتصادي الرأسمالي الذي ساد على مدى الأربعين عاما الماضية والقائم على فكرة أن الأسواق الحرة قادرة على تصحيح نفسها واستعادة التوازن بطريقة تلقائية في حالة حدوث أى خلل في السوق ، هذه الفكرة التي روجت للعولمة الاقتصادية لم تعد قادرة على الصمود في مواجهة تداعيات الأزمة المالية الراهنة ، ومن هنا أصبح تأثير الأيدولوجية الرأسمالية الغربية والتي أسس لها ميلتون فريدمان وسائر أنصار مدرسة شيكاغو ، وروج لها ريجان وتاتشر منذ بداية الثمانينات من القرن الماضي ، فهذه الفكرة أصبحت في مهبط الريح^(٤) ، حيث كشفت الأزمة المالية الحالية هشاشة فكرة العولمة الاقتصادية التي تقودها الرأسمالية الأنجلوسكونية والتي حاولت التقليل من فكرة الدولة القومية وتدخلها في النشاط الاقتصادي لتحقيق مصالح شعوبها على أساس فلسفتها في قيادة المجتمع وفقاً لأولويات تحقيق التوازن الاقتصادي والاجتماعي في المجتمع وليس على أساس أولويات العولمة الاقتصادية . لقد أثبتت الأزمة المالية الحالية أن هناك اختلالات هيكلية وبنيوية في النظام الرأسمالي الأنجلو سكسوني والذي ساد العالم خلال الأربعين سنة الماضية ، فهذا النظام الذي قام على الحرية الاقتصادية الطليقة من كل القيود ومنع الدولة من التدخل في النشاط الاقتصادي أو في عمل قوى السوق بزعم أن السوق الحرة قادرة على تصحيح نفسها تلقائياً ، وأن السوق تتمتع بالكفاءة في قيادة كافة القطاعات الاقتصادية وتوزيع الموارد على مختلف القطاعات بكفاءة دون تدخل من جانب الدول ، فهذه الأفكار ثبت عدم دقتها وأنها تفتقر إلى المصداقية والواقعية، حيث دخل العالم عصراً جديداً يدعو إلى اعتماد قوانين جديدة ، وإصلاح النظام المالي ، ونادى بعض زعماء الدول الرأسمالية بإقامة منتدى عالمي لإعادة النظر في الرأسمالية كما عبر عن ذلك (الرئيس الفرنسي ساركوزي) ، حين أعلن أن شرعية تدخل القوى العامة في عمل النظام المالي

(14) د. عبد اللطيف الهميم ، الأزمة المالية والبدل الثالث ، (سقوط الرأسمالية) ، المرجع السابق ، ص ٢٨ .

لم تعد موضع نقاش ، بل أن وزير المالية الألماني (بييرشتا ينبروك) ذهب إلى أن الأزمة المالية ستؤدي إلى نهاية أمريكا كقوة مالية عظمى^(١٥) . وهكذا أصبحت الأزمات المالية من صفات النظام المالي العالمي ، وهي تحدث بصورة متكررة وبوتيرة متسارعة وتعبّر عن الاختلالات البنوية في النظام الرأسمالي ، خصوصاً بعد إنهيار نظام بريتون وودز في أوائل السبعينات ، عندما قررت الولايات المتحدة إلغاء ربط الدولار بالذهب^(١٦) . ثم بعد الارتفاع الذي حدث في أسعار النفط ١٩٧٣ - ١٩٧٤ ، ثم توالى الأزمات التي وصلت إلى ١٢٤ أزمة خلال الثلاثين سنة الماضية ، كما يقول صندوق النقد الدولي ، ولكن أشهرها أزمة المديونية الخارجية عام ١٩٨٢ ، ثم انهيار بورصة نيويورك عام ١٩٨٧ ، فأزمة نظام النقد الأوربي ١٩٩٢ ، التي تلتها أزمة المكسيك عام ١٩٩٤ ، فالأزمة الآسيوية ١٩٩٧ ، التي انتقلت إلى روسيا والبرازيل ١٩٩٨ - ١٩٩٩ ، فأزمة الأرجنتين عام ٢٠٠١ ، حتى أزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة التي بدأت بوادرها عام ٢٠٠٦ ولا زالت مستمرة حتى الآن ، حيث لا تزال انهيارات البورصات والبنوك والمؤسسات المالية ، وانخفاض سعر الدولار إزاء العملات الأخرى ، الأمر الذي يعبر عن إختلالات بنوية في هيكل النظام الرأسمالي الأنجلوسكسوني القائم على حرية السوق وحافز الربح كمحرك أساسي للنظام الاقتصادي وسيطرة القطاع الخاص على كافة مجريات النشاط الاقتصادي في المجتمع دون رقابة أو حتى توجيه من جانب السلطات العامة في المجتمع ، هذا فضلاً عن السعي لجني الأرباح الهائلة والسريعة من خلال المجازفة ، وليس على أساس إنتاج حقيقي وانتشار التعاملات بالفوائد الربوية والعمليات الوهمية أو غير الحقيقية والتي لاتؤدي إلي أي زيادة في الناتج الحقيقي أو المنافع .

المبحث الخامس

تداعيات الأزمة المالية على اقتصادات دول

- (15) وفي هذا السياق قالت المستشارة الألمانية (انجيلا ميركل) قبل بضع سنوات كان من الشائع القول ان الحكومات ستزداد ضعفاً مع انتشار العولمة ، لكن رأي كان مخالفاً ، وقالت أن الأمريكيين والبريطانيين هم الذين رفضوا اقرار المزيد من القوانين المالية خلال قمة الدول الصناعية الكبرى الثمانية .
- Roger C. Altman, The Great Crash , 2008 , op. cit, P. 3.
- (16) منير الحمش ، الأزمة المالية والاقتصادية الراهنة بين التفسير المالي والاقتصادي، شؤون الأوساط ، العدد (١٣٠) ، خريف ٢٠٠٨ ، ص ٣٥ .

مجلس التعاون الخليجي

تمهيد وتقسيم :

ألقت الأزمة المالية الأمريكية بتبعاتها على معظم اقتصادات دول العالم ، حتى أنها أصبحت تعرف بالأزمة المالية العالمية . ففي ظل العولمة المالية وما تتصف به من زيادة درجة التشابك بين الأسواق المالية نتيجة التقدم المذهل في تكنولوجيا المعلومات وثورة الاتصالات ، فإن سرعة انتقال الأزمات المالية والاقتصادية على مستوى العالم تكون أمراً طبيعياً ، وتتوقف درجة تأثير كل دولة بالأزمات على درجة انفتاحها على الأسواق العالمية ، وقوة الروابط التي تربطها مع منظومة الاقتصاد العالمي⁽¹⁷⁾ .

ولما كانت دول مجلس التعاون الخليجي تتميز بأنها ذات درجة انفتاح اقتصادي ومالي مرتفعة ، لذلك يكون من الطبيعي أن تتأثر هذه المجموعة بالأزمة المالية الأمريكية ، حيث تعد دول مجلس التعاون الخليجي من أكثر دول العالم انفتاحاً ، مصادرات و واردات هذه المجموعة من الدول تمثل نسبة كبيرة من الناتج المحلي الإجمالي . ومن ناحية أخرى ، يلاحظ أن النشاط المالي لدول مجلس التعاون الخليجي في العالم الخارجي كبير ، حيث تم استثمار جزء كبير من عوائد النفط في الأسواق المالية الدولية ، فضلاً عن قيام حكومات دول الخليج بإنشاء عدة صناديق ثروات سيادية والتي تستثمر أموالها في الخارج خصوصاً في الولايات المتحدة وأوروبا . ومما لا شك فيه فهناك بعض الصناديق التي قد تكون لها استثمارات في بعض المؤسسات المالية المتعثرة .

ومن المعروف في الأزمات المالية أن الأزمة تضرب في بدايتها وبسرعة أسواق الأسهم ، ثم تنقل بعد فترة (تتراوح بين شهرين إلى ثلاثة) 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 بعد فترة إلى أسعار السلع والأصول وخاصة أسعار النفط والعقارات ، ثم بدأت تداعياتها تنتقل لسوق العمل ممثلة في فقد عدد كبير لوظائفهم في المؤسسات التي ضربتها الأزمة .

ويهمنا الآن دراسة وتحليل تداعيات الأزمة المالية العالمية على اقتصادات دول مجلس التعاون الخليجي للوقوف على حجم هذه التداعيات وأبعادها ونطاقها ، بحيث يمكن الخروج من تلك الأزمة بأقل خسائر وسلبات ممكنة .

Graham Turner, The Credit Crunch, Housing Bubbles , Globalization and the (17) worldwide Economic Crisis, London, Pluto Press 2008 , p. 12.

وسوف نقوم بدراسة تداعيات الأزمة على اقتصادات دول مجلس التعاون الخليجي من خلال المطالب الثلاثة التالية :

المطلب الأول : مدخل الأثر على أسواق الأسهم .

المطلب الثاني : مدخل الأثر على القطاع المصرفي .

المطلب الثالث : مدخل الأثر على النمو الاقتصادي .

المطلب الرابع : مدخل الأثر على معدل التضخم .

المطلب الأول تداعيات الأزمة المالية على أسواق المال بدول مجلس التعاون الخليجي

ظلت أسواق الأسهم العربية لفترة منذ بداية الأزمة في أغسطس ٢٠٠٧ بعيدة عما يحدث في الأسواق العالمية ، وشهدت خلال شهر سبتمبر ٢٠٠٧ تقلبات شبه طبيعية ، والسبب في ذلك يرجع إلى أن غالبية المستثمرين الرئيسيين في هذه الأسواق هم من المستثمرين الأفراد الذين ليس لهم تواجد يذكر على الساحة العالمية ، إضافة إلى قلة الاستثمار في السندات المغطاة بأصول عقارية ، أو في صناديق التحوط التي تأثرت بشكل مباشر بالأزمة المالية الراهنة^(١٨) . ولكن مع تطور الأزمة من مرحلة لمرحلة بدأت تتكشف التأثيرات السلبية واحدة تلو الأخرى ، خصوصاً مع قيام بعض كبرى المؤسسات المالية في العالم بإعلان إفلاسها ، فكان لا بد وأن تتأثر أسواق المال العربية والخليجية بهذه الأزمة ، وهو ما تسبب في تراجعها بشدة خلال الربع الثالث من عام ٢٠٠٨ ، الذي أنتهى بنهاية شهر سبتمبر ٢٠٠٨ ، حيث فقدت الأسواق الخليجية والعربية في المتوسط نحو ٢٢% من قيمتها ، نتيجة عمليات البيع التي لجأت إليها المؤسسات متعددة الجنسيات والمستثمرين الأجانب خوفاً من تأثير الأزمة على البورصات العربية ، إضافة إلى سحب الأموال إما لتغطية المراكز المالية لمؤسساتها أو للإستثمار في الذهب والعملات المرتفعة

(18) صناديق التحوط هي عبارة عن مؤسسات مالية نخبوية تعرف باسم " Hedge Fund " وهي ليست مفتوحة لعامة الشعب ، بل للأثرياء فقط . كل صندوق يمكن أن يستوعب ٥٠٠ مستثمر كاقصى حد ، يدفع كل منهم رسوم اشتراك بقيمة مليون دولار كأدنى حد . ويصل أجر مدير الصندوق إلى ١ - ٢% من قيمة الأصول و ٢٠% من الأرباح وتعمل هذه الصناديق على أساس الاقتراض من مؤسسات مالية كالبنوك بأسعار فائدة منخفضة ، ثم تستثمر هذه الأموال مقابل فوائد مرتفعة وتربح من الفرق بين القيمتين وهو ما يسمى بالرفع المالي . د. حازم البلاوى ، الأزمة المالية محاولة للفهم ، المرجع السابق .

كالين وفي الاستثمارات التقليدية الآمنة ، وهو ما أدى إلى انهيار معظم الأسهم القيادية في معظم البورصات العربية^(١٩) .

وفقدت أسواق الأوراق المالية في منطقة دول مجلس التعاون الخليجي نسبة بلغت ٤٧,٥% منذ بداية عام ٢٠٠٨ لنخفض القيمة السوقية بمقدار ٥٣٨ مليار دولار أمريكي ، بينما شهدت هذه الأسواق انخفاض بمقدار ٣٧٣ مليار دولار أمريكي منذ بداية شهر أكتوبر من عام ٢٠٠٨ .

وشهدت الأسواق الكبيرة في دول مجلس التعاون الخليجي القدر الأكبر من الانخفاض ، حيث ألقى تباطؤ نمو الاقتصاد العالمي ، وانخفاض أسعار خام النفط والأزمة المالية السائدة بتبعاتهم على هذه الأسواق ، وفقد السوق السعودي^(٢٠) ، وهو أكبر أسواق المنطقة ٢٥٤ مليار دولار أمريكي من قيمة السوقية منذ بداية عام ٢٠٠٨ ، وذلك نتيجة حالة الهلع التي انتابت أسواق المال العالمية في بداية أزمة الرهن العقاري ، فوفقاً لنتائج الربع الأول من عام ٢٠٠٨ م ، شهد سوق الأسهم السعودي تراجعاً كبيراً ومفاجئاً في المؤشر العام، حيث وصلت الخسائر لأقصاها خلال الأسبوع الأخير من شهر يناير ٢٠٠٨ بفقد ٢١٨٤ نقطة ، ثم بدأت السوق منذ ذلك الوقت تشهد ارتفاعات محدودة تلتها انخفاضات كبيرة ، حيث سجلت سوق الأسهم هبوطاً جديداً في اليوم الأول لاستئناف التداولات بعد أجازة عيد الفطر ، وهو أقل مستوى منذ الهبوط الحاد في فبراير ٢٠٠٦ م الذي لحق بالأسهم وأثر على مدخرات المواطنين ، كما أنه يعتبر أقل مستوى للمؤشر منذ أربع سنوات حيث خسر السوق في يوم واحد حوالي ١٤١ مليار ريال من قيمتها السوقية ، وانخفضت جميع الأسهم بنسب تصل إلي ١٠% ، ليصل المؤشر إلى ٦٧٢٦ نقطة ، في حين كانت أقل قيمة سجلها مؤشر السوق أثناء هبوط فبراير ٢٠٠٦ هي ٦٧٦٧ نقطة

كما فقد سوق الإمارات والكويت ١٤١ و ١٠١ مليار دولار أمريكي من قيمتهما السوقية منذ بداية عام ٢٠٠٨ على التوالي^(٢١) .

وفي مصر ، والتي يعدها محللون إلى جانب سوق دبي السوق الأكثر ارتباطاً بالسوق العالمي بسبب نسب تداول الأجانب في البورصة ، كان وقع الأزمة على البورصة أشد وطأة بعد أن سجل تراجعاً تجاوز ٧٠% من قيمته

(19) وائل جمال ، الأزمة الاقتصادية العالمية والعالم العربي : نهاية نموذج ، شؤون عربية ، العدد (١٣٦) ، شتاء ٢٠٠٨ ، ص ٧٤ - ٧٥ .

(20) وفقاً لتقرير الاستثمار العالمي جلوبال ، القيمة السوقية لمجلس التعاون الخليجي ، الكويت ، نوفمبر ٢٠٠٨ .

(21) أمل عبد اللطيف ، الأزمة المالية العالمية ومخاطر الستنزاف فوائض الأموال العربية ، مجلة شؤون خليجية ، المجلد العاشر ، العدد (٥٥) ، خريف ٢٠٠٨ ، ص ١٠٢ .

بنهاية نوفمبر ٢٠٠٨ ، وذلك بسبب خروج مكثف للأجانب من السوق على أثر الأزمة .

وقد قدر الخبراء^(٢٢) خسائر دول مجلس التعاون الخليجي الست فى الربع الثالث من عام ٢٠٠٨ بنحو ١٥٠ مليار دولار ؛ إذ تراجعت السوق السعودية بنحو ٢٠,٢% ، كما تراجعت سوق الكويت ، والتي تمثل ثانى أكبر بورصة فى العالم العربي ، بنحو ١٧% ، وفقدت بورصة دبي ٢٤,٢% من قيمتها . تبتعتها بورصة أبو ظبي بخسارة بلغت نحو ٢٠,١% ، فى حين بلغت خسارة سوق الدوحة ٢١,٥% ، ومسقط ٢٥% ، والبحرين ١٤% خلال الفترة نفسها.

وتعكس حجم الخسائر فى البورصات العربية على النحو السابق عمق الأزمة فى سياسات العولمة ، وهى أزمة أصبحت تشكل تحدى مباشر للنموذج الاقتصادي القائم على السوق الحرة ، كما تعكس عمق تأثر أسواق المال بدول مجلس التعاون الخليجي بالأزمة المالية العالمية .

المطلب الثاني تداعيات الأزمة المالية على القطاع المصرفي بدول مجلس التعاون الخليجي

من الطبيعي أن يمتد تأثير الأزمة المالية إلى الجهاز المصرفي بدول مجلس التعاون الخليجي ، وذلك نتيجة استثمارات المصارف العربية بالخارج وارتباطها الوثيق مع المصارف العالمية ، فضلاً عن السياسات التحريرية التي تتبعها معظم المصارف العربية . فضلاً عن الخسائر الكبيرة التي تكبدتها البورصات العربية ، تتصاعد المخاوف بخصوص الاستثمارات المصرفية العربية فى المصارف العالمية . وتقدر احدي الدراسات^(٢٣) قيمة هذه الاستثمارات بما بين ١,٨ إلى ٢ ترليون دولار ، ستون بالمائة منها بالدولار الأمريكى . وبالرغم من أن عدداً محدوداً من البنوك العربية ، خاصة فى الخليج ، أفصحت عن حجم تعرضها للأزمة ، إلا أن الأرقام القليلة المعلنة تكشف حجم هذه المشكلة . إذ أفصح بنك أبو ظبي التجاري وحده أن حجم خسائر محفظة يتجاوز ٢٧٢ مليون دولار . وبلغت خسائر بنك الخليج بالكويت جراء الأزمة نحو ١٠٠ مليون دينار كويتي . وتصل الأرقام المعلنة

(22) وفقاً لتقرير الاستثمار العالمى لجلوبال ، القيمة السوقية لمجلس التعاون الخليجي ، الكويت ، نوفمبر ٢٠٠٨ .

(23) Eckert Woertz , Impact of the US Financial Crisis on Gcc Countries, Gulf Research Center, October, 2008 .

في بنوك الخليج فيما يخص خسائر المحافظ المالية المماثلة إلى نحو ٧,٢ مليار دولار . ومع ذلك فإن الأرقام الحقيقية لحجم الخسائر المالية قد تكون أكبر من ذلك بكثير ، لا سيما إذا أخذنا في الاعتبار حجم الاستثمارات العربية في الخارج عموماً ، وخاصة في الولايات المتحدة وأوروبا . وعلى الرغم من التقدم الملموس الذي تم إحرازه في القطاع المصرفي والتجاري بدول مجلس التعاون الخليجي ، لا سيما فيما يتعلق بتحرير السياسات الاقتصادية والاستثمارية لديها، وهو ما شجع على مزيد من تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية إلى المنطقة للاستثمار في القطاع المصرفي والتجاري والعقاري والنفطي ، إلا أن الأزمة المالية سوف تحدث أثراً سلبياً في هذا المجال ، وهو هروب وتراجع تلك الاستثمارات وخاصة الأمريكية والأوروبية منها ، والتي كانت تخطط للدخول إلى المنطقة العربية ، وذلك بسبب عدم توفر التمويل والتدعيم اللازمين لها بسبب الأزمة ، وكذلك انعدام ثقة المستثمرين في النظام المالي العالمي . وهكذا فبعد أن بلغت قيمة الاستثمارات الأجنبية في عام ٢٠٠٧ حوالي ٧٢,٥ مليار دولار، فمن المتوقع أن تتراجع هذه الاستثمارات في عام ٢٠٠٨ .

وعلى ضوء ما تقدم ، وفي إطار الآثار المتوقعة للأزمة على القطاع المصرفي ، فمن المتوقع أن تشهد أغلب المصارف في دول مجلس التعاون تراجعاً في الربحية بسبب تباطؤ النمو الاقتصادي في حجم الأنشطة الاقتصادية ، فضلاً عن تراجع حجم التدفقات الرأسمالية والاستثمارية من الخارج ، وبالتالي فإنه سيتعين على بعض المصارف المبادرة بإعادة الرسملة، أو القيام بعمليات الاندماج من أجل تقوية مراكزها المالية وبالتالي تمكينها من الصمود إزاء الأزمة المالية ، كما سيتعين على هذه المصارف خفض التوسع الائتماني وذلك بهدف رفع الملاءة المالية إلى مستويات ملائمة .

والأثر المباشر الأكثر فداحة للأزمة المالية على القطاع المصرفي هو ما يتعلق بالصناديق السيادية العربية ، وخاصة صندوق هيئة استثمار أبو ظبي وهو أكبر صندوق حكومي في العالم ، والتي قدرت قيمة محافظها الاستثمارية في نهاية ٢٠٠٧ بنحو ٥٢,١ ترليون دولار . وطبقاً لبنك سامبا السعودي تبلغ قيمة الخسائر المتوقعة للصناديق السيادية العربية السبعة الأكبر في عام ٢٠٠٨ م حوالي ١٩٠ مليار دولار ، والتي سوف تلغى تقريباً الزيادة في عوائد النفط بفعل ارتفاع أسعاره خلال عام ٢٠٠٨ ، والمقدرة بـ ١٩٨ مليار دولار^(٢٤) . ووفقاً لبloomberg في ١٥/١/٢٠٠٩ ، فإن صندوق أبو ظبي السيادي ربما يكون قد حقق خسائر بلغت حتى هذا التاريخ حوالي ١٢٥ مليار دولار ،

(24) اتحاد المصارف العربية ، الأزمة المالية الدولية وانعكاساتها على العالم العربي ، ٢٠٠٨ ، ص ٤ .

وتشير تقديرات معهد الصناديق السيادية لأصول الصندوق السيادي لأبوظبي أنها تبلغ ٨٧٥ مليار دولار ، غير أن هناك تقديرات أخرى تضع إجمالي أصول الصندوق بحدود ٤٥٠ مليار دولار. والخسائر الفعلية للصندوق ربما تكون أكبر من ذلك بكثير ، حيث تقدر نسبة الخسائر التي لحقت بالصناديق السيادية من جراء الأزمة المالية الحالية بحوالي ٤٠% ، وفي الكويت تشير بعض التقديرات الصادرة عن مدير الهيئة العامة للإستثمار إلى أن خسائر الصندوق السيادي للإستثمار في دولة الكويت بلغت ٩ مليارات دينار (٣١ مليار دولار أمريكي) من الإستثمارات المقدره بحوالي ٢٣٠ مليار دولار^(٢٥).

وبينما يرى البعض أن هذه الصناديق ، التي تستثمر ٤٠% من محافظها في الأسهم لديها مرونة أكثر من البنوك في مواجهة الأزمة ، بل ويرى أن أمامها فرصة لاقتناص فرص استثمارية رخيصة في الخارج مع تراجع أسعار الأموال ، وهو المر الذي يراهن عليه الغرب لإنقاذ أسواقه ، إلا أن حجم الخسائر يظل كبيراً ، ومخاطر المزيد من الدخول في إستثمارات في الأسواق المتقدمة تظل عالية مهما تراجع أسعار الأصول لمستويات مشجعة. ولم يتوقف الأمر عند خسائر القطاع المصرفي والبورصات ، ولكن نتيجة للخسائر المالية الضخمة التي تكبدها القطاع المصرفي والبورصات العربية ، لجأت بعض الحكومات إلى التدخل بضح سيولة في تلك الأسواق عبر صناديق حكومية أو هيئات استثمار ، كما حدث في الكويت ، حيث دعت اتحادات المصارف وشركات الإستثمار إلى إنشاء محفظة ضخمة بالاشتراك مع الشركات والهيئات الحكومية للإستثمار في البورصة ، وكذلك قامت مؤسسة النقد العربي السعودي بوضع مبلغ ١٥٠ مليار ريال من السيولة تحت تصرف البنوك المحلية عند الطلب في حال واجهت أي نقص في السيولة للإيفاء بالتزاماتها ، وذلك في محالة من المؤسسة لطمأنة البنوك والمستثمرين وبث الثقة في السوق رغم تأكيدها على أن البنوك السعودية لا تواجه نقصاً في السيولة ، الأمر الذي يعنى مزيداً من الأموال المهذرة التي كان من المفترض لها أن تتجه نحو المشروعات الانتاجية للاستفادة منها في تنويع الناتج المحلي، وزيادة فرص التوظيف أمام العمالة الوطنية .

وإزاء عدم إفصاح الكثير من البنوك والمؤسسات الائتمانية بدول مجلس التعاون الخليجي عن حجم خسائرها الحقيقية ونوعية هذه الخسائر فإن إصلاح تلك الأوضاع ما زال يتطلب المزيد من الشفافية فيما يتعلق بتأثر هذه البنوك

(25) د. محمد إبراهيم السقا ، هل حان وقت تسهيل صندوق الأجيال القادمة ، جريدة القبس الكويتية ، السنة (٣٨) ، العدد ١٢٨٤٥ ، ٤ مارس ٢٠٠٦ .

بالأزمة المالية العالمية ، وخاصة ما يتعلق باستثماراتها وصناديقها الاستثمارية في الخارج ونوعية ومجالات هذه الاستثمارات .

المطلب الثالث تداعيات الأزمة على الناتج المحلى الإجمالى بدول مجلس التعاون الخليجي

يثور التساؤل حول أثر الأزمة المالية العالمية على الناتج المحلى الإجمالى بدول مجلس التعاون الخليجي ، وعلى معدلات نمو الناتج المحتملة ، لا سيما وأن تأثير الأزمة قد أمتد إلى القطاعات التى تمثل مصادر دخل أساسية لدول مجلس التعاون الخليجي كالقطاع المالى والمصرفي والقطاع النفطي والعقارى، إضافة إلى أن الأزمة قد أثرت على معدلات النمو الاقتصادى العالمى ، ومن ثم وجود احتمالات قوية لتأثيرها على حجم الطلب على النفط وعلى أسعاره ، وعلى تدفق الاستثمار الأجنبي إلى دول مجلس التعاون الخليجي، ومن ثم تأثر بعض القطاعات الإنتاجية كالقطاع العقارى والانشاءات والبتروكيماويات ، وقطاع الاتصالات ... الخ .

تطور مستوى الناتج المحلى الإجمالى : كما يتضح لنا من الجدولين رقمي (١) و (٢) بالملحق الإحصائى ، يلاحظ تحسن أداء دول مجلس التعاون الخليجي مجتمعة خلال السنوات ٢٠٠٢ - ٢٠٠٦ ، فقد حققت دول المجلس ارتفاعا فى مستوى الناتج المحلى الإجمالى اعتباراً من عام ٢٠٠٢ ، بعد الانخفاض الذي حدث فى مستوى الناتج المحلى الإجمالى خلال عام ٢٠٠١ ، وبسبب ضعف النمو الاقتصادى العالمى ٠ واعتباراً من عام ٢٠٠٢ وحتى عام ٢٠٠٦ حققت دول المجلس ارتفاعاً فى مستوى الناتج المحلى الإجمالى ، حيث بلغ الناتج الإجمالى لدول المجلس ٣٤٩,٨١٩ مليون دولار ، وارتفع خلال عام ٢٠٠٤ إلى ٤٨٣,٨٤٥ مليون دولار ، وخلال عام ٢٠٠٥ ارتفع مستوى الناتج المحلى الإجمالى بدول المجلس إلى ٦١٦,٥٦٦ مليون دولار ، ويمكن إرجاع سبب هذا الارتفاع إلى عدة عوامل ، أهمها ارتفاع عوائد الصادرات النفطية التى ساهمت فى زيادة إيرادات الموازنات العامة لاقتصاداتها . وقد مكن هذا الارتفاع من التوسع فى الإنفاق الاستثمارى وانتعاش القطاعات والأنشطة الاقتصادية الأخرى . كما أن تطبيق سياسات وبرامج الإصلاح الاقتصادى والهيكلية وزيادة فعالية دور القطاع الخاص فى

التنمية أدى إلى تحسن الأداء الاقتصادي في غالبية دول المجلس وتعزيز فرص تحقيق معدلات مرتفعة للنمو الاقتصادي .

وفضلاً عن ذلك يمكن تفسير التحسن في مستوى نمو الناتج المحلي الإجمالي في معظم دول الخليج خلال السنوات من ٢٠٠٢ - ٢٠٠٦ إلى تحقق مستويات نمو عالمية مضطربة ، إذ ارتفعت معدلات النمو الحقيقي العالمي بنسب ٣% ، ٤% ، ٥,١% للسنوات ٢٠٠٢ ، ٢٠٠٣ ، ٢٠٠٤ على الترتيب في الدول المتقدمة ، وكذلك الحال في الدول النامية فقد كانت المعدلات للسنوات نفسها (٤,٧ ، ٦ ، ٤,٢ ، ٧) على الترتيب . حيث تترجم الزيادة في النمو الاقتصادي العالمي إلى زيادة في الطلب على النفط الخام خصوصاً المصدّر من دول مجلس التعاون ، مما يؤثر ايجابياً في تحسن النمو الاقتصادي للدول المصدرة للنفط الخام .

واستمر التحسن الذي طرأ على مستوى نمو الناتج المحلي الإجمالي في دول مجلس التعاون الخليجي خلال الفترة من ٢٠٠٥ - ٢٠٠٧ ، حيث ارتفع مستوى الناتج المحلي الاجمالي إلى ٦١٦,٥٦٦ مليون دولار خلال عام ٢٠٠٥ معدل نمو قدرة ٤% ، ثم ارتفع مستوى الناتج إلى ٧٢٦,٧١٧ مليون دولار ثم إلى ٨٠٣,٨١٤ مليون دولار خلال أعوام ٢٠٠٦ و ٢٠٠٧ على التوالي . ويمكن إرجاع تلك الزيادة في الناتج المحلي الإجمالي لدول مجلس التعاون إلى الطفرة الكبيرة التي حدثت في أسعار النفط والتي استمرت لمدة ستة أعوام منذ العام ٢٠٠٣ حتى منتصف عام ٢٠٠٨ ، وذلك بسبب النمو المتسارع في الاقتصاد العالمي ومن ثم زيادة الطلب على النفط الخام .

ويتضح مما سبق أن مستوى نمو الاقتصاد المحلي بدول المجلس ممثلاً بنمو الناتج المحلي الإجمالي هو دالة موجبة للتغيرات الحاصلة في نمو الاقتصاد العالمي ، ويتبين من ذلك مدى اعتماد اقتصادات دول المجلس على العوائد المتأتية من صادرات النفط ، والتي هي بطبيعة الحال تتأثر بمستوى التغيرات الحاصلة في الطلب والأسعار العالمية لهذه الصادرات .

ومن حيث أثر الأزمة المالية على الناتج المحلي الإجمالي بدول المجلس :
فيلحظ بداية أنه في خلال عام ٢٠٠٧ ومع بداية الأزمة المالية في أغسطس من ذلك العام بدأ التوسع في الاقتصاد العالمي يفقد معدلاته السريعة في النمو متأثراً بالأزمة المالية . فقد شهد النشاط الاقتصادي العالمي تباطؤاً في الاقتصادات المتقدمة خلال الربع الأخير من عام ٢٠٠٧ ، وعليه انخفض معدل النمو الحقيقي من ٥% في عام ٢٠٠٦ إلى ٤,٩% في عام ٢٠٠٧ . ولقد انخفض النمو في جميع الدول المتقدمة لا سيما الولايات المتحدة ومنطقة اليورو ، حيث تتركز التوترات المالية الأكثر حدة . وبالنسبة للدول النامية واقتصادات السوق الناشئة الأخرى ، فإن تأثرها بالأزمة المالية كان أقل حدة ، حيث حققت تلك الدول نمواً طفيفاً خلال عام ٢٠٠٧ ، في حين انخفض معدل

النمو فى دول وسط وشرق أوروبا وحافظت دول الشرق الأوسط على معدل النمو المسجل فى العام السابق .

وبالنظر إلى أن قطاع النفط يعد هو القطاع الرئيسي التى تقوم عليه اقتصادات دول مجلس التعاون الخليجى ، حيث يساهم هذا القطاع وحده بما نسبته ٤٠% فى الناتج المحلى الإجمالى لدول الخليج ، وبالنظر إلى تباطؤ معدل نمو الاقتصاد العالمى خلال عام ٢٠٠٧ على أثر الأزمة المالية الأمريكية ، حيث سجل أداء الاقتصاد العالمى انخفاضاً فى عام ٢٠٠٧ ، بلغ معدل نموه الحقيقى ٤,٩% مقابل ٥% فى عام ٢٠٠٦ ، وذلك بسبب انخفاض معدلات النمو فى الدول المتقدمة من ٣% فى عام ٢٠٠٦ إلى ٢,٧% خلال عام ٢٠٠٧ ،

فقد انخفض معدل النمو فى الولايات المتحدة من ٢,٩% فى عام ٢٠٠٦ إلى ٢,٢% خلال عام ٢٠٠٧ ، وذلك بسبب أزمة الرهن العقارى فى الولايات المتحدة والتى أخذت بعداً جديداً فى أغسطس ٢٠٠٧ ، وما ترتب على ذلك من تذبذبات حادة فى أسواق الأسهم الأمريكية بسبب تراجع أسهم المصارف والمؤسسات المالية التى واجهت زيادة حالات التعثر فى سداد القروض العقارية ، وبناء على ما تقدم ، وعلى ما أسفرت عنه التطورات السابقة من آثار سلبية على أسعار النفط الخام ، فبعد أن شهدت أسعار النفط طفرة كبيرة من الارتفاع المتواصل وما صاحبها من إزدهار اقتصادى بدول الخليج ، نلاحظ أن أسعار النفط قد هبطت بنسبة كبيرة بلغت نحو ٧٥% من أعلى مستوى لها على الإطلاق والذى بلغ ١٤٧ دولار للبرميل فى يوليو ٢٠٠٨ ، بينما يتراوح سعر برميل البترول الآن عند متوسط قدرة أربعون دولاراً للبرميل ، وعلى ذلك يمكن القول بأن الناتج المحلى الإجمالى بدول مجلس التعاون الخليجى سوف يشهد تراجعاً كبيراً خلال عام ٢٠٠٩ ، وذلك بسبب التطورات السابقة والتى تتلخص فى تباطؤ معدل نمو الاقتصاد العالمى ومن ثم تراجع الطلب على النفط الخام والذى يشكل نحو ٤٠% من الناتج المحلى الإجمالى لدول مجلس التعاون الخليجى ، وإزاء انخفاض أسعار صادرات النفط الخام بنسبة كبيرة لذلك فمن المتوقع حدوث تراجع فى الناتج المحلى الإجمالى بدول مجلس التعاون الخليجى خلال الأعوام ٢٠٠٩ / ٢٠١٠ .

وبالنسبة للتوقعات بخصوص الطلب العالمى على النفط الخام فى المستقبل ، فهى بدورها غير مشجعة إزاء استمرار موجة الكساد وتراجع النمو الاقتصادى التى تمر بها الدول الرأسمالية الكبرى ، وفى هذا المجال فقد خفضت إدارة معلومات الطاقة التابعة لوزارة الطاقة الأمريكية تقديراتها للطلب العالمى على النفط فى العام ٢٠٠٩ بسبب احتمالات إنخفاض نمو الاقتصاد العالمى ، وصرحت الإدارة أن الإستهلاك العالمى للنفط سيبلغ فى المتوسط نحو ٨٧ مليون برميل يومياً فى العام ٢٠٠٩ ، مرتفعاً حوالى ٧٨٠

ألف برميل عن الطلب في العام ٢٠٠٨ ، ولكنه يقل ١٤٠ ألف برميل عن التوقعات التي أعلنتها في سبتمبر ٢٠٠٨ ، وهو الأمر الذي أدى إلى تراجع أسعار النفط في الأسواق لتصل إلى أدنى مستوياتها للمرة الأولى منذ نحو عشر سنوات ، (أقل من ٤٠ دولاراً للبرميل) ، مما خفض من سقف الإيرادات العربية النفطية المتوقعة ، ومما سيكون له أثراً سلبية على الناتج المحلي الإجمالي لدول مجلس التعاون الخليجي ، وعلى معدلات نموه خلال السنوات ٢٠٠٩ / ٢٠١٠ .

وعلى ضوء ما تقدم ، وفي إطار تداعيات الأزمة المالية السلبية على أسعار النفط الخام ، والذي يشكل العمود الأساسي لاقتصادات دول مجلس التعاون الخليجي ، وفي ضوء التوقعات السائدة بانخفاض حجم الطلب المستقبل على النفط الخام خلال الفترة المقبلة ، وما يتوقع أن تقوم به حكومات دول مجلس التعاون من خفض الانفاق الحكومي نظراً لتأثر ميزانيات دول مجلس التعاون جراء إنخفاض عوائد صادرات النفط ، يكون من المرجح أن يتراجع معدل النمو الاقتصادي في دول مجلس التعاون الخليجي في الأعوام ٢٠٠٩ / ٢٠١٠ ، والذي كان قد بلغ نحو ٥,٦% في عام ٢٠٠٧ ، بالمقارنة مع نحو ٦,٤% في عام ٢٠٠٦ ، وذلك بالأسعار الثابتة^(٢٦) .

المطلب الرابع تداعيات الأزمة المالية على معدلات التضخم بدول مجلس التعاون الخليجي

تطور معدلات التضخم بدول مجلس التعاون الخليجي :

شهدت دول مجلس التعاون الخليجي من الناحية التاريخية معدلات تضخم منخفضة نسبياً ، فقد بلغ متوسط معدل التضخم في هذه المجموعة بين عامي (١٩٩٥ - ٢٠٠٤) حوالي ١,٣٩ في المائة ، وعلى مدى العقدين السابقين ، نادراً ما تجاوز معدل التضخم في كل دولة عضو بمجلس التعاون الخليجي ٥ بالمائة . وعلى الرغم من ذلك ، أتسمت معدلات التضخم في كل دولة منها بتقلباتها في أحيان كثيرة ، ومثال على ذلك فترات ارتفاع نسبة التضخم التي أثرت في الكويت في أوائل فترة التسعينات ، حيث كان أجلها قصيراً في ظل الدور المهم الذي تقوم به أسعار الصرف الثابتة مقابل الدولار الأمريكي في استعادة الاستقرار بسرعة .

(26) التقرير الاقتصادي العربي الموحد ، سبتمبر ٢٠٠٨ .

ولكن هذه الحالة لم تدم طويلاً وذلك بسبب الطفرة التي شهدتها أسعار النفط ، حيث أصبح التضخم القائم في الوقت الراهن ، والضغوط التصحيحية المصاحبة له يمثلان أكبر التحديات الاقتصادية التي تواجه دول مجلس التعاون الخليجي . وقد تبلورت هذه الضغوط التضخمية على الرغم من قيام دول مجلس التعاون الخليجي منذ بداية العقد الحالي بتبني خطط استثمارية وتنموية مختلفة عن الخطط التي تمت صياغتها خلال فترات الطفرة النفطية السابقة خلال عقد السبعينات وأوائل عقد الثمانينات . وهكذا أقدمت دول مجلس التعاون على بناء احتياطات مهمة وسداد الدين العام وتحويل الفائض المتراكم إلى صناديق تهدف إلى تحقيق استقرار أسعار النفط وإنشاء صناديق الثروة السيادية وغيرها من الأدوات الاستثمارية التي تسيطر عليها الدولة ، وهي في مجملها تدابير ترمي إلى تخفيف الضغوط التضخمية .

ولكن محاولة السيطرة على التضخم في دول الخليج المصدرة للنفط ليست مسألة سهلة على الإطلاق . ذلك أن تدفق العائدات النفطية الخارجية بشكل مفاجئ وهائل عادة ما يتسبب في زيادة السعر النسبي من السلع غير القابلة للتداول مقارنة بالسلع القابلة للتداول . وبالتالي فإن حوافز السعر الناتجة تحت على تحقيق تحول لرأس المال والعمالة من السلع القابلة للتداول على مجال السلع غير القابلة للتداول (العقارات مثلاً) ، إذ يصبح استيراد السلعة أو الخدمة أقل تكلفة من إنتاجها محلياً .

ومما يزيد من الصعوبات التي تواجهها دول مجلس التعاون الخليجي في إطار مكافحتها لظاهرة التضخم هي ما تتعرض له قيمة الدولار من التراجع في أسواق العملات الدولية ، وبالتالي تتفاقم الآثار التضخمية الناجمة عن ارتفاع أسعار المواد الغذائية العالمية ، والتي تمثل أحد أهم العناصر على مستوى مؤشرات أسعار المواد الاستهلاكية . ومن الواضح أن تداعيات التضخم بسبب ارتفاع أسعار المواد الغذائية مقترنا بانخفاض قيمة الدولار يختلف من بلد إلى آخر تبعاً لطبيعة وهيكل وارداتها ، وهو الأمر الذي أسفر عن أنماط عدة من التضخم في دول مجلس التعاون الخليجي ، وذلك كما يتضح لنا من الجدول رقم (٣) بالملحق الإحصائي ، وذلك على النحو التالي :

* فهناك مجموعة الدول ذات معدلات التضخم المنخفضة والتي تقل نسبة التضخم فيها عن ١٠% ، وهذه الدول هي المملكة العربية السعودية ، الكويت ، سلطنة عمان ، والبحرين ، حيث تراوحت فيها معدلات التضخم خلال السنوات الأخيرة بين ٤,٠ إلى ٥,٥ في المائة .

* وهناك مجموعة الدول ذات معدلات التضخم المرتفعة ، وهذه الدول هي قطر ودولة الإمارات العربية المتحدة ، حيث تراوحت معدلات التضخم بين ١١ - ١٤ في المائة .

* وبصفة إجمالية يمكن القول أن الارتفاع الذي شهدته مؤخراً معدلات التضخم في دول مجلس التعاون الخليجي يعكس في معظمة الضغوط المنبثقة من زيادة الطلب المحلي ، بما في ذلك الزيادة في الأجور في القطاع العام والقيود والاختناقات في العرض . مع ملاحظة أنه عندما تكون معدلات التضخم منخفضة ، كما هي الحال في المملكة العربية السعودية ومملكة البحرين والكويت ، فإن السبب يرجع إلى توفر أنظمة تجارية تتميز بالمرونة مع مرونة سوق العمل ومحدودية القيود ، وأيضاً محدودية تأثير ارتفاع تكاليف الوقود في مستوى الأسعار المحلية .

أثر الأزمة المالية العالمية على معدلات التضخم بدول مجلس التعاون :

يثور التساؤل في هذا المجال حول تداعيات الأزمة المالية العالمية على معدلات التضخم بدول مجلس التعاون الخليجي . ويمكن القول بأنه ربما يكون من التداعيات الإيجابية للأزمة المالية العالمية على معدلات التضخم بدول مجلس التعاون الخليجي هي تراجع معدلات التضخم بدول مجلس التعاون الخليجي والتي بلغت مستويات قياسية قبل الأزمة مباشرة . ويرجع هذا الاعتقاد إلى أسباب مباشرة وأخرى غير مباشرة . فالأسباب المباشرة تتمثل فيما أدت إليه الأزمة المالية من انخفاض في أسعار النفط على أثر تباطؤ نمو الاقتصاد العالمي ، والمعروف أن انخفاض سعر النفط سوف يسهم في انخفاض أسعار سلع وخدمات أخرى والتي يكون النفط بمثابة أحد المدخلات الرئيسية فيها مثل الصناعات البلاستيكية والكيماويات وخدمات النقل وغيرها مما يؤدي إلى تراجع معدلات التضخم بشكل ملحوظ . ومن ناحية أخرى فإن الأزمة المالية وتداعياتها على القطاع المصرفي والمالي وما تؤدي إليه من الحد من التوسع الائتماني والحد من زيادة العرض النقدي سوف تؤدي إلى تراجع الطلب الكلي وبالتالي الحد من معدلات التضخم .

أما عن الأسباب غير المباشرة لتراجع معدلات التضخم على أثر الأزمة المالية فهي تشمل في السياسات التي لجأت وتلجأ معظم دول العالم إليها لمعالجة الأزمة والتي تمثلت في خفض أسعار الفائدة المدينة ومالها من دلالات مهمة في تخفيض التضخم ، إضافة إلى ذلك فإن حكومات دول مجلس التعاون وفي إطار الحد من تداعيات الأزمة المالية سوف تلجأ على الأرجح إلى خفض الانفاق العام ، وكذلك فإن المشروعات الخاصة سوف تقوم بخفض الانفاق ، وسوف يؤدي خفض الاتفاق الحكومي والخاص إلى تراجع معدلات التضخم ، علاوة على تراجع الائتمان الممنوح بواسطة البنوك والمؤسسات المالية مما يؤدي إلى خفض الطلب الاستهلاكي وبالتالي تراجع معدلات التضخم .

وينبغي على دول الخليج أن تعمل في المدى القصير والمتوسط على فك ارتباط عملاتها بالدولار الأمريكي المتذبذب والسعي نحو ربط عملاتها بسلة

عملات ، وعلى دولة الإمارات وقطر تحديداً ضمن جهودهما لمكافحة ظاهرة التضخم الأخذ بما أخذت به دولة الكويت من ربط عملتها بسلة عملات والقيام بعملية إعادة تقييم محدودة .

ومن المتوقع على المدى الطويل تراجع حدة الضغوط التضخمية بدول مجلس التعاون الخليجي على أثر اعتماد عملة محلية موحدة وسلة عملات ومن ثم فك الارتباط بالدولار الأمريكي ، مع العمل على توجيه جزء من النفقات الحكومية المخصصة لمشاريع البنية التحتية ودعم الأنشطة الاقتصادية الأخرى نحو رفع مستوى انتاجية المواطن وتنويع النشاط الانتاجي بهدف التخلص من النمط الريعي لاقتصادات دول مجلس التعاون الخليجي .

خاتمة

ألقت الأزمة المالية العالمية بتبعاتها على اقتصادات دول مجلس التعاون الخليجي بشقيها المالي والحقيقي ، حيث هبطت أسعار الأسهم وتراجعت البورصات العربية والخليجية ، وعلى الجانب الحقيقي هبطت أسعار النفط بنسبة كبيرة تصل إلى نحو ٧٠% ولما كان النفط يشكل النسبة الكبرى في صادرات دول الخليج ، لذلك فمن المتوقع أن يحدث تراجع كبير في النمو الاقتصادي بدول مجلس التعاون الخليجي خلال أعوام ٢٠٠٩ ، ٢٠١٠ على أثر الأزمة المالية العالمية . وفي مواجهة تلك التحديات التي تفرضها الأزمة المالية فإن الأمر يتطلب تكاتف الجهود بين الدول العربية والإسلامية لتوحيد مواقفها والتفكير في كيفية الاستفادة من تلك الأوضاع للتغلب على الآثار السلبية للأزمة ، مع عدم السماح باستمرار استنزاف الفوائض والمدخرات العربية والإسلامية لحل مشاكل الدول الغربية الرأسمالية – وتتمثل أهم تلك الحلول فيما يلي :

أولاً : من الحلول العاجلة التي يجب إتباعها هي ضرورة قيام المصارف العربية بإحاطة السوق بالمعلومات الدقيقة عن حجم وأضرار الكارثة على استثماراتها الخارجية وتحديد هذه الأضرار بدقة بدلاً من الوقوع في أخطاء بسبب نقص المعلومات والاعتماد على التخمين بالنسبة لواقعي السياسة النقدية والمالية ، فضلاً عن خفض الفائدة بخفض شروط الإقراض للأفراد والمشروعات مما يسهم في زيادة الطلب الكلي (الإستثمارى والاستهلاكى) فى الاقتصاد القومى ، وبالتالي تجنب مخاطر الركود والحد من تباطؤ النمو الاقتصادي فى الاقتصاد القومى .

ثانياً : وبالإضافة إلى مما سبق ، ينبغي العمل على توفير مناخ استثمارى مناسب على مستوى الدول العربية ، وبتث الثقة فى نفوس المستثمرين العرب والأجانب وتوفير أية بيانات يطلبونها حتى يعودوا للسوق العربية بالاستثمارات المباشرة وغير المباشرة ، فالشفافية والمصداقية وبتث الثقة هي أساس العمل المصرفى والمالى . وعلى المصارف العربية الاستفادة من هذه الظروف من أجل العمل على إعادة توطين الفوائض والمدخرات العربية واستثمارها فى العالم العربى والإسلامى ، وعلى الحكومات العربية أيضاً البحث فى الأسباب والعوامل التى دفعت الأموال العربية للهجرة طوال السنوات الماضية ، وأن تعمل على حلها على وجه السرعة لجذب هذه الأموال ، وذلك من خلال تحسين المناخ الاستثمارى على مستوى العالم العربى .

ثالثاً : دعم مسيرة التكامل الاقتصادي بين دول مجلس التعاون الخليجي وبينها وبين التجمعات الإقليمية العربية والإسلامية الأخرى ، وذلك من خلال المشروعات المشتركة ، والاستثمار فى خلق قاعدة إنتاجية متنوعة ومتطورة ، تسهم فى تحقيق معدلات نمو مرتفعة مما يساعد فى دعم مسيرة التنمية الاقتصادية والاجتماعية . ومن الأمور ذات الصلة فى هذا المجال الاستثمار فى دعم شبكات المواصلات والاتصالات بين دول مجلس التعاون الخليجي وبينها وبين التجمعات الإقليمية العربية والإسلامية الأخرى مما يسهم فى تفعيل السوق العربية المشتركة وزيادة كفاءتها .

رابعاً : تحقيق تقدم ملموس فى مجال التجارة البينية بين دول مجلس التعاون الخليجي ، والسعى بخطى حثيثة نحو احراز تقدم فى مجال توحيد العملة وصولاً إلى العملة الخليجية الموحدة " الدينار العربى " ، مع تنويع الاحتياطات النقدية لصالح الين الياباتى واليورو على حساب الدولار الأمريكى غير المستقر فى الأسواق النقدية . أن ارتباط اقتصادات الدول الخليجية النفطية بالدولار الأمريكى لا يؤدى إلى استقلال اقتصادى بمعناه القيادى الدولى ، بل التبعية للسقف المالى العالمى الذى تديره وتسيره الرأسمالية الاحتكارية الأمريكية ، والتى تكون الأولوية تجاه أى مخاطر مالية واقتصادية لصالح الجانب الأمريكى دائماً ، ولذلك نبه بعض الاقتصاديين والمحلين الماليين إلى أن الولايات المتحدة تحرص على انقاذ الشركات المرتبطة بالمجتمع الأمريكى فقط ، بينما يترك باقى المؤسسات لرؤوس الأموال الأجنبية وتحديداً للصناديق السيادية ، كما جرى فى تاميم شركتي فريدى ماك وفاني ماي عملاقى الرهن العقارى والذين تمتلكهما الحكومة الاتحادية لانقاذ موظفى الشركتين والمرتبطين بها ، فى حين تركت مصرف ليمان براذر ينهار .

خامساً : عدم الالتزام بأفكار أو قوالب أيولوجية أو اقتصادية جامدة فى إدارة الأزمات المالية ، بحيث تكون الأولوية دائماً لتحقيق الاستقرار المالى والنقدي وبث الثقة فى نفوس المستثمرين وأصحاب الودائع . فالحكومات تتدخل عندما يكون التدخل لازماً وتعمل على زيادة الانفاق الاستثمارى لرفع الطلب الكلى وتخطى مراحل الركود الاقتصادى دون التقيد بالأفكار الرأسمالية الأنجلوسكونية القائمة على حرية الأسواق والمضاربات .

سادساً : الحد من الاستثمارات فى العمليات غير الحقيقية والتي لا تؤدى إلى أى زيادة فى القيمة الحقيقية مثل عمليات التوريد والبيع الآجل والبيع على المكشوف وهى العمليات التى سببت الأزمة المالية ، والتركيز على الاستثمار فى الإنتاج الحقيقى ، وزيادة مبالغ الاستثمارات المخصصة لدعم وبناء الكوادر البشرية القادرة على الإنجاز ، والعمل على زيادة عرض طبقة المنظمين الصناعيين والتجاربيين فى العالم العربى ، إنطلاقاً من الارتباط الوثيق بين تحقيق التنمية الاقتصادية المستدامة وبين الانجاز المتحقق فى مجال التنمية البشرية واشباع الحاجات الأساسية .

سابعاً : وينبغى أيضاً ضرورة الحد من التبعية الاقتصادية للعالم الخارجى ، والتي تنجم عن ارتفاع نسبة مساهمة التجارة الخارجية إلى الناتج المحلى الإجمالى بدول مجلس التعاون الخليجى ، وهو ما يتحقق عن طريق تنويع مصادر الدخل وفك الارتباط المالى والاقتصادى مع الدول الغربية، وتنويع القاعدة الإنتاجية ودعم التجارة العربية البينية ، والسعى نحو تفعيل السوق العربية المشتركة ، وصولاً إلى العملة الخليجية الموحدة .

المراجع

أولاً : المراجع العربية :

- ١ - اتحاد المصارف العربية ، الأزمة المالية الدولية وانعكاساتها على العالم العربي ، الأسباب والنتائج والدروس المستفادة ، ٢٠٠٨ .
- ٢ - التقرير الاقتصادي العربي الموحد ، الصندوق العربي للإنماء الاقتصادي والاجتماعي ، ٢٠٠٧ ، ٢٠٠٨ .
- ٣ - أمل عبد اللطيف ، الأزمة المالية العالمية ومخاطر استنزاف فوائض الأموال العربية ، شؤون خليجية ، المجلد العاشر ، العدد (٥٥) ، خريف ٢٠٠٨ .
- ٤ - سامر مظهر قنطقجي ، ضوابط الاقتصاد الإسلامي فى معالجات الأزمات المالية العالمية ، الناشر دار النهضة، دمشق ، سورية ، ١٣٢٩ هـ - ٢٠٠٨ م .
- ٥- د. صفوت عبدا لسلام ، تقويم تجربة التكامل الاقتصادي لدول مجلس التعاون الخليجي ، مجلة الكويت الاقتصادية ، العدد الحادي والعشرون ، السنة الحادية عشر ، ٢٠٠٧ .
- ٦ - د. عبد اللطيف الهميم ، الأزمة المالية والبيديل الثالث (سقوط الرأسمالية) بدون ناشر ، ٢٠٠٨ .
- ٧ - عبد الستار عبد الحميد سلمي ، ظاهرة الركود الاقتصادي فى مصر ، (أسبابها وطرق علاجها) ، الناشر دار النهضة العربية ، القاهرة ٢٠٠٥ .
- ٨ - عبد الفتاح الجبالي ، الأزمة العالمية وانعكاساتها على الاقتصاد العالمي، جريدة القبس الكويتي ، السنة ٣٧ ، العدد ١٢٧٨٢ ، الثلاثاء ، ٣٠ ديسمبر ٢٠٠٨ .
- ٩ - غالب أبو مصلح ، أميركا وأزمة النظام الاقتصادي العالمي ، شؤون الأوسط ، العدد (١٣٠) خريف ٢٠٠٨ .
- ١٠ - صندوق النقد الدولي ، قاعدة بيانات آفاق الاقتصاد الدولي ، أكتوبر ٢٠٠٧ .
- ١١ - مجلس الغرف السعودية ، إدارة البحوث والدراسات الاقتصادية ، الأزمة المالية العالمية وتداعياتها على الاقتصاد السعودي ، ١١ شوال ١٤٢٩ هـ الموافق ١٠ اكتوبر ٢٠٠٨ م .
- ١٢ - د. منير الحمش ، الأزمة المالية والاقتصادية الراهنة بين التفسير المالي والاقتصادى والتحليل السياسي والثقافي ، شؤون الأوسط ، العدد (١٣٠) خريف ٢٠٠٨ .

- ١٣ - محمد إبراهيم السقا ، هل حان وقت تسجيل صندوق الأجيال القادمة
جريدة القبس الكويتي ، ٤ مارس ٢٠٠٩ ، السنة ٣٨ ، العدد ١٢٨٤٥ .
- ١٤ - وائل جمال ، الأزمة الاقتصادية العالمية والعالم العربي : نهاية نموذج ،
شؤون عربية ، العدد (١٣٦) شتاء ٢٠٠٨ .

ثانياً : المراجع الأجنبية :

- 1- OLIVER Blanchard, Cracks in the System, Repairing The Damaged global Economy , Finance and Development, December 2008 .
- 2- Graham Turner, The Credit crunch, Housing Bubbles, Globalization and The worldwide Economic crisis, London, Pluto Press, 2008 .
- 3- Eckhart Weotts , Impact of The Us financial crisis on GCC Countries, Gulf Research Center, October, 2008 .
- 4- OECD Observer, Financial Crisis and The economy , No 269 , October 2008 .
- 5- <http://www.Aljazeera.Net/NR/exeres/D1625>.
- 6- [http://www.SiironLine.org/alabwab/edare-20%eqtesad\(27\)/679.htm](http://www.SiironLine.org/alabwab/edare-20%eqtesad(27)/679.htm) .
- 7- Roger C. Altman, The Great Crash, 2008 , A Geopolitical Setback for The west, Foreign AFFAIRS, January / February 2009 .