

الجمهورية الجزائرية  
الديمقراطية الشعبية

المركز الوطني للتقنية  
معهد العلوم الاقتصادية والعلوم السياسية

الملتقى

الدولي الثاني

يومي 5-6 ماي 2009

2

الأزمة العالمية الراهنة و البدائل المالية و المصرفية

المنظم بالمغرب  
اللاسلطانية  
نورجيا

# الأزمة المالية الآسيوية والأزمة العقارية الأمريكية... الأسباب والدروس

## المستخلصة من الأزميتين

الدكتور: زغدار أحمد جامعة الجزائر

الاستاذ ناصر المهدي المركز الجامعي خميس

مليانة

### المقدمة:

تحتل السوق المالية مكانة هامة في الاقتصاد الرأسمالي وتعتبر من دعائمه الأساسية وتجسيدا هاما من مبادئ الفكر الاقتصادي الغربي وهو مبدأ الحرية الاقتصادية . حيث تقاس القوة الاقتصادية لدولة ما بقيمة الثروة المتراكمة لديها ومعدل النمو في هذه الثروة من خلال عملي الادخار والاستثمار. وتلعب المؤسسات المالية مثل البنوك، شركات التأمين وصناديق الاستثمار دوراً هاماً في تحريك المدخرات من الوحدات الاقتصادية التي لديها فائض مالي إلى الوحدات الاقتصادية ذات العجز المالي لاستثمارها، الأمر الذي يؤدي إلى تجميع هذه المدخرات وإحداث النمو والتقدم الاقتصادي.

تعرف السوق المالي بأنها " الآلية التي يلتقي من خلالها ذوو الفوائض المالية المؤقتة مع ذوي الاحتياجات المالية المؤقتة"<sup>1</sup> فهي عبارة عن السوق التي تنتقل فيها الأموال من أناس لديهم مدخرات فائضة إلى آخرين لديهم فرص استثمارية إنتاجية في شكل أصول مالية من أنواع متعددة بواسطة وساطة مالية.

انطلقت أسواق المال كأسواق محلية، تجمع بين عارضي الأموال وطالبي للأموال من نفس الدولة أنشئت بهدف الاستقاء بمتطلبات الشركات المحلية بتجميع مدخرات الأسر والأفراد عن طريق إخضاع السوق للقوانين محلية وضوابط تحددها هيئة إشرافية وتنظيمية واحدة أو أكثر داخل الدولة.

وبنمو التبادل الدولي فتحت العديد من الأسواق المحلية للمستثمرين الأجانب والشركات الأجنبية والمنظمات الأخرى الراغبة في تجميع الأموال، وتحولت العديد من شركات الوساطة في الأسواق المحلية، خاصة البنوك الاستثمارية، إلى منظمات دولية؛ حيث أصبح يمكن

للمستثمر شراء أسهم وسندات شركة أجنبية مطروحة في سوق رأس المال المحلية، وتقوم بعض الشركات الدولية بتسجيل أسهمها في دول متعددة وتعمل على تداول هذه الأسهم في البورصات الكبرى لهذه الدول.

و منه فإن سوق المال الدولية هي عبارة عن سوق يتم فيها التعامل على المستوى الدولي . وينتمي المستثمرون في هذه السوق إلى دول مختلفة . و يمكن أن تكون المنظمة الراغبة في تجميع رأس المال في الأسواق منتمية إلى أي دولة، كما يمكن أن تكون منظمة دولية . إن وسطاء السوق الدولية قد ينتمون إلى دول مختلفة يعملون على إدارة العمل في الأسواق وتقديم مقترحات للشركات بشأن إصدارات الأسهم والسندات وبيع إصدارات الأسهم والسندات الجديدة إلى المستثمرين وإنشاء سوق ثانوية لتداول الأوراق المالية.<sup>2</sup>

وبعبارة مختصرة فإن سوق رأس المال الدولية؛ هي السوق التي يلتقي فيها مواطنون من دول مختلفة للتعامل في أصول مالية إقراضا واقتراضا . وهي ليست سوق ذات طبيعة واحدة ، بل هي عبارة عن مجموعة متشابكة من الأسواق تسهم في نقل القوة الشرائية من دول ذات فائض إلى دول أخرى في حاجة إليها، وتسهم أيضا في تمويل تحويلات رأس المال العيني بين الدول، كذلك فإنها تسهل أتمام المبادلات الدولية بين الدول جميعا.<sup>3</sup>

ومنه أسواق رأس المال الدولية "هي أسواق تنشأ فيها وتتم، عمليات التبادل والتداول والتصفية للديون والأصول النقدية والمالية المرتبطة بعمليات تتجاوز الحدود الوطنية للدولة".<sup>4</sup>

ولقد تعرضت الأسواق المالية العالمية على مر التطور الاقتصادي الدولي بالعديد من الأزمات المالية التي أدت إلى ضياع الثروات الاقتصادية للدول والأفراد والى تراجع الاقتصاد العالمي، وإفلاس العديد من المؤسسات الاقتصادية الدولية؛ فما هي أسباب أزمات الأسواق المالية العالمية وما هي الدروس المستخلصة منها؟

### أولاً: أزمة الأسواق المالية العالمية.

يقصد بأزمة الأسواق المالية التدهور الحاد في الأسواق المالية لدولة أو مجموعة من الدول . ويمكن التمييز بين مجموعة عريضة من أشكال الأزمات الاقتصادية أو المالية. فهناك:<sup>5</sup>

✓ أزمة العملة التي يمكن القول بأن حدوثها يرتبط بهجمة للمضاربة على قيمة صرف عملة ما ، مما يؤدي إلى خفض قيمة هذه العملة (أو هبوط قيمتها بشكل حاد )، أو

إجبار السلطات على الدفاع عنها عن طريق أنفاق كم هائل من الاحتياطات الدولية أو اللجوء إلى رفع أسعار الفائدة بشكل حاد.

✓ **-الأزمة المصرفية** وتشير إلى الموقف الذي تضطر فيه البنوك ، نتيجة للمسارعة

الفعلية أو المحتملة بسحب الأموال منها أو نتيجة لاحتمال أخفاق هذه البنوك أو إخفاقها بالفعل في أداء مهمتها على النحو الواجب، إلى وقف التحويل الداخلي لالتزاماته، أو إلى الموقف الذي تضطر فيه الحكومة للتدخل للحيلولة دون حدوث ذلك من خلال تقديم مساعدات واسعة النطاق . وقد تصل الأزمة المصرفية إلى درجة من الشدة بحيث تلحق أضرار بالجهاز المصرفي بأكمله. وتشكل الأزمة المالية التي تلحق بالجهاز المصرفي اضطرابات في الأسواق المالية قد تشتد حدتها بحيث تؤدي، من خلال أضعاف قدرات هذه الأسواق على العمل بصورة فعالة، إلى أثار مناوئة كبيرة على الاقتصاد الحقيقي . وقد تنطوي الأزمة المالية المتعلقة بالجهاز المصرفي على أزمة في العملة؛ غير أن أزمة العملة لا تنطوي بالضرورة على اختلال خطير في نظام المدفوعات المحلية، ومن ثم لاتصل إلى حد الأزمة المالية في الجهاز المصرفي.

✓ **أزمة الدين الخارجي**، وهي التي تحدث عند وجود أحد البلدان في موقف يعجز معه عن الوفاء بخدمة الدين الخارجي سوء للكيانات السيادية أو الخاصة.

وغالبا ما ترجع الأزمات بأشكالها المختلفة إلى أصول مشتركة:

✓ وهي تراكم الاختلالات الاقتصادية واختلال أسعار الأصول أو أسعار الصرف غير القابلة للاستمرار، الأمر الذي يحدث في معظم الأحوال في ظل التشوهات وجوانب الجمود الهيكلي التي تصيب القطاع المالي.

✓ وقد تنفجر الأزمة نتيجة لفقدان الثقة المفاجئ في العملة أو الجهاز المصرفي، وهو ما يحدث بدوره نتيجة لحدوث تطورات مثق التصحيح المفاجئ لأسعار الأصول، أو بسبب خلل في تدفقات الائتمان أو التمويل الخارجي يفضي إلى كشف جوانب الضعف الاقتصادية والمالية الأساسية.

✓ وقد تتضمن الأزمات انخفاضات حادة في أسعار الأصول، وإخفاقات متكررة في الأداء من جانب المؤسسات المالية وغير المالية.

وفي بعض الأحيان قد تجتمع في آن واحد عوامل أزمات العملة والأزمات المصرفية وأزمات الديون؛ فإن ما يبدأ على شكل معين من أشكال الأزمات قد يتحول فيما بعد إلى أشكال أخرى. وكثير ما جاءت الأزمات المصرفية قبل أزمات العملة، وخاصة في البلدان النامية – مثلما حدث في تركيا وفنزويلا في منتصف التسعينات على سبيل المثال. كما قد تأتي الأزمات المصرفية قبل أزمات الديون، مثل ما حدث في الأرجنتين وشيلي في الفترة 1981-1982، وكذلك قد حدث العكس في حالات أخرى، كما حدث في كولومبيا، والمكسيك، وبيرو، وأورغواي على سبيل المثال، حين عجل سحب التمويل الخارجي في عام 1982 بوقوع أزمة مصرفية. وقد تشعبت الأزمة التي بدأت على شكل أزمات عملة في بلدان شرق آسيا في 1997-1998 لتصبح أزمات مصرفية وأزمات ديون بعد فترة من الوقت، كما يتبين هذا في أوضح تام في حالة اندونيسيا. غير أن ترتيب وقوع الأزمات المختلفة بحيث تأتي واحدة قبل الأخرى لا يشير إلى وجود علاقة سببية تربط بين الأزمات.<sup>6</sup>

### ثانياً: حالة انهيار أسواق المال في دول جنوب شرق آسيا:

شهدت الأسواق المالية لدول جنوب شرق آسيا (النمور الآسيوية) انهيار كبير منذ الاثنين الموافق 1997/10/27 والذي أطلق عليه بيوم الاثنين المجنون حيث بدأت الأزمة من تايلندا ثم انتشرت بسرعة إلى بقية دول المنطقة حينما سجلت أسعار الأسهم فيها معدلات منخفضة بشكل حاد، فانخفاض مؤشر (Hang Seng) بنحو 1211 نقطة لأول مرة منذ أكثر من ثلاثين عاماً، إضافة إلى انخفاض مؤشرات بقية بورصات دول المنطقة دون أن يكون متوقعا انهيار هذه الأسواق بهذه الدرجة والسرعة نظرا لما تتمتع به اقتصاديات الدول المعنية من معدلات نمو مرتفعة بين 7-8% كمتوسط وتنوع قاعدتها التصديرية، واندماج أسواقها واقتصادياتها في الأسواق العالمية

### 1- أسباب الأزمة:

في الواقع لاحظت علامات عدة للأزمة وفقا لمؤشرات اقتصادية كلية والتي بينت

الاختلالات التالية في الاقتصاد التايلندي:<sup>7</sup>

1 -الانخفاض الحاد في قيمة ال (Bhat)- وهي العملة الوطنية لتايلندا- بعد فترة طويلة من الاعتماد على نظام سعر الصرف الثابت، والتي حفزت الاقتراض الخارجي وعرضت قطاع المال والأعمال إلى المخاطر.

2 -فشل السلطات العامة في تقليل الضغوط التضخمية الجامحة والمتجسدة بحالات العجز الخارجي الواسع واضطراب أسواق المال.

3 -ضعف الإشراف والرقابة الحكومية وبالتالي تصاعد الشكوك السياسية حول التزامات الحكومة ومدى مقدرتها على إجراء الإصلاحات المناسبة لمواجهة الأزمة.

4 -إضافة إلى هذه الاختلالات التي سادت في الاقتصاد التايلندي، فقد ساهمت التطورات الخارجية في تفاقم الأزمة وأهمها:<sup>8</sup>

✓ الإفراط في الإقراض والاقتراض: لقد أسهمت إجراءات التحرير المالي وبحدة في زيادة حجم التدفقات المالية إلى دول الأزمة، "فتشير بيانات معهد التمويل الدولي إلى زيادة التدفقات الخاصة من 80.4 بليون دولار أمريكي عام 1995 إلى 102.3 بليون دولار أمريكي عام 1996، ثم انخفض انخفاضاً حاداً في 1997 إلى الصفر تقريباً، ثم تحولت إلى صافي تدفقات نحو الخارج (قدره - 27.6 بليون دولار) عام 1998".

✓ التحرير المالي: يشمل هذا بشكل أساسي على تحرير حساب رأس المال في ميزان المدفوعات وهو أهم متغير لعب دوراً سلبياً في الأزمة . ويسمح التحرير المالي للبنوك التجارية بتلقي الودائع والاقتراض بالعملة الأجنبية من الخارج مباشرة، كما سمح لها بإقراض هذه الأموال في الداخل والخارج، كما يمكن عن طريق هذا النظام أيضاً لأي وحدة من وحدات قطاع الأعمال الاقتراض مباشرة بالعملة الأجنبية، وما يجب ذكره هنا أن البنوك كان لزاماً عليها التحوط لقروضها بالعملة الأجنبية، أما وحدات قطاع الأعمال فلم تكن ملزمة بذلك . ففي كوريا على سبيل المثال صرحت الحكومة للمؤسسات غير البنكية بالاقتراض من ا لخارج لحسابها الخاص وتحت مسؤوليتها ودون تنسيق مركزي. وبلغ نصيب هذه المؤسسات غير البنكية حوالي ثلث الدين الخارجي لكوريا الجنوبية. وبينما تقع هذه المؤسسات غير البنكية خارج إجراءات ورقابة البنك المركزي إلا أنها تشكل جزءاً من خصومه بالنقد الأجنبي.

وعلى هذا النحو هناك جملة من الإختلالات داخل اقتصاديات الدول الآسيوية جعلتها عرضة للأزمة وهي:<sup>9</sup>

✓ الاعتماد المفرط على التصدير لتحقيق النمو

✓ الاعتماد الكبير على التدفقات المالية من الخارج سواء في شكل قروض أو

استثمارات أجنبية مباشرة، إلى جانب الاقتراض الخارجي غير المغطى من قبل القطاع الخاص المحلي.

✓ الانخفاض الحاد في قيمة العملات المحلية

✓ ضعف الثقة بالأنظمة الاقتصادية والمالية نتيجة لضعف الثقة بالأنظمة السياسية القائمة أساساً.

✓ نقص الشفافية، وخاصة ما يتعلق بالكشف عن الحجم الحقيقي للاحتياطيات الدولية للبلدان المعنية من النقد الأجنبي، مما تسبب في فقدان كبير للثقة، وهروب رؤوس الأموال للخارج.

وتداعت الأزمة المالية نتيجة قيام المالكين الأجانب بتهريب أموالهم ومدخراتهم من تايلندا-التي كانت نسبة التمليك فيها للأجانب 100%- ومنه كانت انطلاق الأزمة. فقد انخفضت أسعار الصرف بفعل عمليات المضاربة على سعر العملة وتدنت الأرباح في سوق الأسهم مما أضر السلطات النقدية في تلك الأسواق إلى رفع الفائدة بهدف وقف التحويلات من العملة الوطنية إلى العملات الأجنبية-خاصة الدولار الأمريكي- على تحويل المبالغ الموجودة لديهم إلى العملات الوطنية ومع ارتفاع أسعار الفائدة في بعض أسواق هذه الدول إلى 200% من السعر السابق بدأ المستثمرون يتحولون عن الاستثمار في الأوراق المالية ويتخلصون مما في حوزتهم من أوراق مالية لإيداع قيمتها في البنوك والاستفادة من سعر الفائدة المرتفع.<sup>10</sup>

وكانت نتيجة ذلك المعروض من الأوراق المالية في سوق المال الآسيوية في الوقت نفسه الذي لم تكن طلبات شراء مما أدى إلى الانخفاض في أسعار الأسهم بمستويات لم تحدث من قبل إذ تراوحت نسبة الانخفاض بين 25% إلى 50% من الأسعار السائدة في السوق.

وقد بدأت الأزمة في تايلندا حيث قام ستة من تجار العملة في بانكوك بالمضاربة على خفض سعر "البات" بعرض كميات كبيرة منه للبيع مما أدى إلى انخفاض قيمته بالنسبة للعملات الأخرى. ومع فشل الحكومة في الحفاظ على قيمة عملتها نتيجة تآكل احتياطي النقد

الأجنبي لجأت إلى خفض رسمي في قيمة العملة نتج عنه بصورة فورية تراجع حاد أسعار الأسهم بعد أن قرر الأجانب الانسحاب من السوق.

ومن تايلندا انتقلت العدوى إلى ماليزيا حيث تراجع سعر "الريجننت الماليزي" بنسبة 40% مما أدى إلى انهيار الأسهم وتواكب ذلك مع قيام المضاربين في ماليزيا وعلى رأسهم "جورج سوروس" بالمضاربة على المشتقات لتحقيق أرباح بالملايين خلال فتوة وجيزة مما أدى إلى انخفاض سعر "الريجننت الماليزي" أمام الدولار الأمريكي وانخفاض أسعار الأسهم وهو انخفاض لا علاقة له بالأداء الحقيقي للاقتصاد الماليزي. وعلى الرغم من حفاظ الحكومة التايوانية على الدولار التايواني متماسكا إلا أنها لم تستطع فعل الشيء نفسه بالنسبة لسوق الأوراق المالية فانخفض مؤشر سوق المال في تايوان بنحو 20% تقريبا.<sup>11</sup> وعندما امتدت شرارة المضاربات إلى هونغ كونغ رفعت السلطات الحكومية بها الفائدة إلى 200% فحدث تحول ضخم وكبير ونزحت الأموال من سوق الأوراق المالية إلى الأسواق النقدية مما أدى إلى انهيار أسعار الأسهم والسندات.

## 2- آثار الأزمة الآسيوية:

أدت الأزمة المالية لدول جنوب شرق آسيا إلى إلحاق العديد من الأضرار على اقتصادياتها وعلى مناخها السياسي والاجتماعي، وكذا أثرت الأزمة على الاقتصاديات العالمية للدول النامية والمتطورة على حد السوء. ويمكن تقسيم هذه الآثار إلى:<sup>12</sup>

### **1-2-1- الانعكاسات على مستوى الاقتصاد العالمي وعلى أهم الشركاء التجاريين**

✓ شهد عام 1998 بسبب الأزمة تباطؤاً في معدلات نمو التجارة الدولية وتباطؤ في معدل نمو الاقتصاد العالمي قياساً بعام 1997، وقد هبط هذا المعدل من 4% في عام 1997 إلى 3.5% في عام 1998.

✓ توقع هبوط الصادرات الأمريكية إلى دول جنوب شرقي آسيا، وبالتالي زيادة العجز في الميزان التجاري الأمريكي تجاه العالم والذي بلغ عام 1996 نحو 111 مليار دولار و 146 مليار دولار عام 1997، وقد ارتفع هذا العجز إلى 176 مليار دولار عام 1998، ويعود السبب في ذلك إلى انتشار الكساد في دول جنوب شرقي آسيا يحول دون استيراد السلع والمواد الأمريكية. كما هبط معدل نمو الناتج المحلي



الإجمالي الأمريكي بنسبة نصف بالمئة في عام 1997 ليبلغ 3.7% وهبوطه بنسبة واحد بالمئة في عام 1998 ليبلغ 2.5%.

✓ هبوط فائض الميزان التجاري الياباني في اتجاه دول جنوب شرقي آسيا، هذا ويبلغ فائض الميزان التجاري الياباني مع دول جنوب شرق آسيا نحو 56,8 مليار دولار في عام 1993، حيث كانت صادرات اليابان الى المنطقة 117,5 مليار دولار و وارداتها منها نحو 60,6 مليار دولار، وقد هبط هذا الفائض بسبب انحسار الصادرات اليابانية الى دول جنوب شرقي آسيا.

#### أ- الأبعاد والانعكاسات على مستوى اقتصاديات جنوب شرق آسيا:

تعرضت اقتصاديات دول جنوب شرق آسيا دول جنوب شرق آسيا لموجة ركود اقتصادي طويلة نسبياً، مما انعكس على معدلات نمو صادراتها وعلى فائض ميزانها التجاري وعلى معدل نمو ناتجها المحلي الإجمالي وعلى معدل نمو ناتجها المحلي الإجمالي وعلى معدلات التضخم والبطالة. وقد أكد منتدى ديفوس للاقتصاد العالمي أن معدل النمو الاقتصادي لدول جنوب شرق آسيا في عام 1998 كان صفراً. ويمكن سرد بعض الآثار التالية:

✓ عانت معظم دول جنوب شرقي آسيا من بطالة متصاعدة بسبب زيادة أعداد العمال المعرضين للتسريح، وقد بلغ العدد الإجمالي للعاطلين عن العمل في إندونيسيا عام 1998 نحو 9,5 مليون شخص، من قوة العمل التي تضم أكثر من 90 مليون شخص، وقد أفادت تقديرات وزارة العمل الإندونيسية بأن عدد العاطلين عن العمل في وقت أوقوع الأزمة 6 مليون شخص، إضافة إلى 3 مليون شخص تعرضوا للتسريح في عام 1998.

✓ هبوط حاد في عائد الاستثمار وفي حجم التدفقات الاستثمارية إلى المنطقة وقد فقدت المنطقة قوة الجذب التي تملكها بالنسبة للتدفقات الاستثمارية الأجنبية، بسبب فقدان المنطقة لخصائص الاستقطاب التي كانت تمتلكها قبل الأزمة.

✓ قد تنتفع الدول الآسيوية بالانخفاض الكبير في سعر عملاتها الذي سيعطيها طاقة تصديرية جديدة، علماً بأن 50% من إنتاج هذه البلدان موجه للتصدير، وبذلك يمكن لدول جنوب شرقي آسيا أن تحول الضعف إلى مصدر قوة بعد تجاوز مرحلة التصحيح.

✓ تراجع تدفق الاستثمارات الأجنبية إلى المنطقة وتوجهها نحو دول أخرى في أوروبا الشرقية وفي الشرق الأوسط. فالعصر الذهبي للتدفقات الاستثمارية بالنسبة لمنطقة جنوب شرق آسيا انتهى.

✓ هناك شعور لدى أكثر من 250 مصرفا من كبار المصارف الأمريكية والأوروبية واليابانية بان عودة الثقة تبدو صعبة لأن الأسواق التي كانت شديدة التفاؤل بالموضوع الآسيوي أدركت أن المعجزة قد ماتت بعد أن استنفذت شروط نجاحها واستمرارها.

✓ من المتوقع معانات القطاع الصناعي التصديري من ركود كبير مما سينعكس على وضع الميزان التجاري تجاه العالم في السنوات القادمة.

### ب- انعكاسات الأزمة المالية العالمية على النمو الاقتصادي في الدول العربية

تأثرت الدول العربية كباقي دول العالم بالأزمة الآسيوية شأنها شأن التأثير بأي أزمة تصيب العالم لارتباط اقتصادها بالاقتصاد العالمي، ومن بين الآثار:

✓ أدى هبوط معدلات النمو الاقتصادي في جنوب شرق آسيا إلى هبوط الطلب على النفط العربي، وبالتالي هبوط سعر البرميل من النفط، ونظرا لان الأزمة المالية الآسيوية قادة إلى هبوط معدل النمو العالمي، فان مزيد من تباطؤ الطلب على النفط العربي حدث عام 1998 و1999.

✓ تراجع النمو الاقتصادي في الدول العربية من 4.6% عام 1996 إلى 3.7% عام 1997، والى أقل من 3.7% عام 1998.

✓ هبوط مستوى الرساميل المتدفقة إلى الدول العربية كجزء من ظاهرة تراجع الرساميل المتدفقة إلى الأسواق النامية في عام 1998.

✓ شهدت المنطقة عجزا في حسابها الجاري المجمع. وأشار صندوق النقد الدولي إلى أن العجز كان 1.4 مليار دولار في عام 1998 بسبب التراجع في أسواق النفط.

### 3- الدروس المستخلصة من الأزمة الآسيوية:

أثارة الأزمة المالية الآسيوية عدد من القضايا والدروس لصانعي القرار السيا سي والخبراء الاقتصاد والمال على حد سواء بغية تفادي مثل هذه الأزمات مستقبلا، مثل:

**الدرس الأول:** ضرورة إيلاء الاهتمام المبكر بتصحيح الاختلالات الاقتصادية الكلية قبل فترة من اندلاع الأزمات، وهذا لم يحدث في تايلندا رغم التحذيرات المتكررة في هذا الصدد.

**الدرس الثاني:** بمقدور الدول المجاورة التي تعرضت إلى الأزمة ذاتها أن تأخذ جانب الحذر مقدما وذلك من خلال تعزيز سياساتها الاقتصادية.

**الدرس الثالث:** لقد تجلى في هذه الأزمة صعوبة تجديد الثقة لدى الجمهور وهو ما يستدعي بالضرورة التزاما رسميا صارما بأجراء الإصلاحات الاقتصادية حتى و أن تطلب ذلك بعض النتائج المؤلمة.

**الدرس الرابع:** أخفت معدلات النمو الفلكية التي حققتها دول الأزمة بعض المشاكل كالعجز الكبير في الحساب الجاري وتدفق الاستثمارات الأجنبية عبر نظم اقتصادية اعتمدت على نحو واسع على تقديم قروض بالعملات الصعبة بأسعار فائدة منخفضة للغاية لصالح قطاعات غير منتجة.

**الدرس الخامس:** أن التطورات الأخيرة لأسواق المال الآسيوية لا تكشف النقاب عن أسواق المال العالمية فقط فحسب، بل في كيفية التعامل معها بصورة مسئولة من خلال إتباع سياسات اقتصادية تقوم على أسس متينة من الإصلاحات الهيكلية التي يمكن تجديد الثقة، وبالتالي تساعد على تخصيص الموارد بصورة كفوءة.

### ثالثاً: الأزمة العقارية الأمريكية:

لقد كان لزيادة في نسبة الرهونات الثانوية المتأخرة السداد بمقدار 3% أن تؤدي إلى زيادة القروض المتعثرة بمقدار 34مليار دولار . مما أحدث صدعا في النظام المالي في الولايات المتحدة، الذي يتعامل في 5تريليون دولار في صيف 2007، أعقبه وقوع اضطراب مالي عالمي؛ وهذا بسبب الممارسات المترامية أن لم تكن الاحتياطية في مجال تغطية الإقراض السنوي بضمان الرهونات إلى حد كبير ما حدث من ارتفاع في سعر القروض المتخلفة عن السداد بصورة خطيرة من 6% إلى 9% من الربع الثاني من 2006 والربع الثاني من 2007. إلا أن تأثيرات ذلك على الأسواق المالية والاقتصاد تتجاوز أية خسائر متوقعة من حيث الرهن.<sup>13</sup>

### 1- بداية الأزمة العقارية<sup>14</sup>

بدون شك فإن ما حدث خلال الأيام القليلة الماضية في الأسواق المالية العالمية وخاصة بالنسبة للمؤسسات المالية الأمريكية يعتبر بحق أزمة مالية كبيرة غير مسبوقة. صحيح أن الأوضاع المالية في أمريكا لم تكن على ما يرام نظراً للاختلالات المالية الداخلية والخارجية الكبيرة للاقتصاد الأمريكي، إلا أن الأمر أخذ يزداد سوءاً مع تفشي أزمة الرهن العقاري التي أخذت تداعياتها تنذر بعواقب جسيمة.

إن أزمة الرهن العقاري بدأت تتكشف منذ صيف العام الماضي عندما أصبح من المؤكد أن أصبحت غير قابلة (subprime) القروض العقارية ذات الجدارة الائتمانية الضعيفة للتحصيل. وحيث أن هذه القروض قد تم تسويقها إلى عدد كبير من المؤسسات المالية في شكل سندات ومنتجات مالية معقدة فإن مشكلة هذه القروض أصبحت تمس الأوضاع المالية لكثير من المؤسسات الأمريكية وغيرها في بعض دول العالم. وقد شهدنا مع بداية هذا العام التأثيرات الأولية للأزمة ممثلة في الخسائر الكبيرة التي تكبدتها كبرى المؤسسات المصرفية مثل مجموعة ستي بنك وميريل لنش وغيرها. كذلك وجدنا بأن تأثيرات الأزمة تصل إلى أوروبا وبريطانيا على وجه الخصوص على أثر تعرض مصرف نورثرن روك البريطاني إلى مشكلة كبيرة الأمر الذي اضطر السلطات البريطانية إلى التدخل لإنقاذه من خلال التأمين والامتلاك. تفاقمت بعدها الأزمة ولم تستطع مؤسسات مالية كثيرة الصمود حيث انهار بنك بير استيرنز الأمريكي مما اضطر السلطات الأمريكية للإيعاز إلى مؤسسة استثمارية أخرى (ج.ب. مورغن) لإنقاذه. واستمر هذا المسلسل من التعثر لمؤسسات مالية كبيرة الواحدة تلو الأخرى مروراً بإفلاس (F.M.F.M.) بدءاً بأكبر مؤسسة أمريكية متخصصة في تمويل الإسكان التي لم تتحمل السلطات الأمريكية (AIG) ليمن براذرز وانتهاءً بأكبر مؤسسة تأمين أمريكية تركها تفلس فعملت على منحها تسهيلات مالية بمبلغ 85 مليار دولار عسى أن ينقذها ذلك من الانهيار.

وقد ساد على أثر هذه الانهيارات المتتالية لكثير من الذعر والهلع في الأوساط المالية وفي أوساط المستثمرين في أمريكا وفي العالم الأمر الذي دفع غالبيتهم إلى بيع أسهمهم فيما تبقى من مؤسسات، وبغض النظر فيما إذا كانت هذه المؤسسات تعاني من مشاكل أم لا. وقد تعرض نتيجة لهذا الهلع أسهم ما تبقى من المصارف الأمريكية الكبيرة مثل مورغن ستانلي وغول من سالكس إلى ضغوط كبيرة تكاد أن تؤدي بهم إلى نفس المصير.

## 2-أسباب الأزمة العقارية

أسهمت عدة نقاط ضعف في إخفاق السوق الذي سمح تغييره بقفزة قدرها 3 نقاط مئوية في معدلات عدم السداد في قسم فرعي من الرهونات العقارية في الولايات المتحدة، في إلقاء نظام مالي أمريكي يتعامل في 57 تريليون دولار في خضم الاضطرابات، وبإحداث هزات عبر العالم كله:15

✓ انهارت الأسواق أولا في الوقت الذي وضعت فيه الشرائح الأعلى مخاطر من الدين الثانوي لدى المستثمرين ذوي الاستدانة العالية. وكان عرف الصناعة الجاري في الاستثمار عالي الاستدانة يسمح بتحمل مخاطر مفرطة. ويتميز تحمل المخاطر بالتناسب مع رأس المال المستثمر بميزة حسيمة هي الحد من تحمل المخاطر ووضع حاجز للاحتياط بين الخسائر والإفلاس. أن تحمل مخاطر تتجاوز حدود ما تسمح به الحصافة يعتبر أساسا غير مستقر لتنظيم أسواق المال ونقطة ضعف في هيكل السوق.

✓ لقد تصاعدت السوق أيضا لأن مؤسسات مالية غير منظمة ورؤوس أموالها دون المستوى المطلوب كانت هي التي توفر السيولة لأسواق التعامل خارج البورصة في التزامات الديون المعززة بضمان، والمشتقات الائتمانية. وبمجرد أن ظهرت متاعب ملاءة هذه الأسواق، فقدت سيولتها وتوقف التعامل بصورة أساسية.

✓ أسهمت الهيئات المنشئة للرهنات العقارية غير المنظمة والتي تقل رؤوس أموالها عن مستواها المطلوب أيضا في الأزمة المالية. فقد كانت الهيئات المنشئة للرهنات مثل صناديق التغطية تعمل برأس مال أقل مما يجب، وكانت تستعمل التمويل قصير الأجل، وكانت تستخدم التمويل قصير الأجل لتمويل الرهنات العقارية التي كانت تصدرها وتتوقع أن تحتفظ بها فترة وجيزة فقط. وعندما لم تتمكن من بيع تلك الرهنات العقارية للشركات التي حولتها إلى سندات مالية، اضطرت كثرة من الجهات المنشئة للرهنات، غير المنظمة للخروج من السوق.

✓ أدى انعدام الشفافية في أسواق المعاملات خارج البورصة إلى تفاقم الموقف. كما أدى عجز المشاركين في السوق عن الوقوف على طبيعة وموقع مخاطر الرهنات العقارية الثانوية إلى تحول مفاجئ في تقييم المخاطر. بعد أن كانوا في يوم ما

يفرطون في التفاؤل بشأن مخاطر سوق الرهونات العقارية الثانوية، أصاب  
المستثمر الذين حل بهم الرعب والبلبلة، وهولوا من شأن المخاطر، انصرفوا حتى  
من الشرائح الممتازة من الفئة الاستثمارية.  
✓ عانت الأسواق خارج البورصة أيضا من انهيار السيولة . فبدلا من أظهار مرونة  
في مواجهة زيادة تقلبات الأسعار توقفت هذه الأسواق عن التعامل عندما صار  
النظر غير جديرين بالثقة وهرب المشترون.

### 3- آثار الأزمة على الدول النامية:

- انخفاض الطلب على منتجات الدول النامية ، لاسيما تلك المصدرة للمواد الخام، نتيجة  
انخفاض الطلب العالمي، وهو ما سينعكس على موازنات الدول النامية وقدراتها على تمويل  
مشاريعها التنموية وعلى استمراريتها في دعم الغذاء لسكانها.
- وجود مخاوف من أن تؤثر الأزمة على المساعدات التنموية التي تتلقاها الدول الفقيرة من  
قبل الدول الصناعية.
- احتمال تقلص الاستثمارات الأجنبية في الدول النامية ومنح القروض، حيث ستفكر لشركات  
العالمية مليا قبل المغامرة في العمل في أسواق ليست فيها ضمانات كبيرة، وبالتالي فإنها  
ستتجه إلى الدول التي تتوفر فيها ضمانات أكثر.

### 4- الدروس المستخلصة:

إن أهم الدروس التي يمكن استنتاجها من هذه الأزمة على سبيل المثال لا الحصر تتلخص في  
التالي<sup>16</sup>:

**أولاً:** عدم الاستهانة أبداً بأهمية التقييم السليم لدرجة المخاطر . إن أهم أسباب هذه الأزمة كما  
نتذكر هو التورط في مشكلة قروض الرهن العقاري التي نتجت عن الاستخفاف بالمبادئ  
الأساسية في إدارة المخاطر لتفويحي الحذر والحرص على توفر الجدارة الائتمانية كشرط  
رئيسي للإقراض وغيره.

**ثانياً:** ضرورة عدم السماح بنسب عالية للمديونية في المراكز المالية للمؤسسات أو صناديق  
الاستثمار . إن المديونية أصبحت في الاقتصاد الأمريكي حسبما يبدو عملية إدمان سواء على  
صعيد الاقتصاد الكلي أو على صعيد الأفراد أو المؤسسات التي وصلت المديونية في بعضها إلى  
30 ضعفاً.

ثالثاً: ضرورة الحذر من المبالغة في التعامل بالمنتجات المالية المعقدة مثل المشتقات وغيرها . إن الإشكالية التي نتجت عن هذا النوع من المنتجات ليس فقط لكون كثير من المتعاملين بها لا يفهمون ولا يقدرّون درجة خطورة هذه المنتجات بل لكونها لذلك تصل في بعض الحالات إلى مستويات خارجة عن السيطرة.

رابعاً: الحاجة إلى مزيد من الإفصاح والشفافية . أنا نعتقد بأن نقص الشفافية هي من سمات الدول المتخلفة وإذا بنا نكتشف من خلال هذه الأزمة بأن ضعف مستوى الشفافية هو أخطر لدى الاقتصاديات المتقدمة حيث إلى أن وقعت هذه الكارثة والسلطات الرقابية ليست أما يبدو تماماً على علم بكامل التزامات ومديونيات المؤسسات المالية.

خامساً: ضرورة أن تعكس ميزانيات المؤسسات جميع التزاماتها حيث أن تمويل حجم متزايد من أنشطة المؤسسات من خارج الميزانية من شأنه عدم كشف الحجم الحقيقي للمشاكل التي تتعرض لها المؤسسات الأمر الذي لا يسمح بالتحكم بها أو معالجتها.

## الخاتمة

أن الدرس المستفيد والأساسي من كل الأزمات العالمية التي مست الاقتصاديات الدولية والتي لازالت تتربص به، هو محدودية التفكير البشري وعجزه عن ضبط نواميس الكون الذي خلقه وضبطه خالق كل شي رب العالمين، والحل من كل هذه الأزمات هو أتباع المنهج الذي جاء من عند اله تعالى.

## الهوامش

- 1 - ياسر بو حسون، شادي أحمد زهرة، " الأسواق المالية الناشئة ودورها في تنمية الاقتصاد الوطني"، مجلة تشريخ للدراسات والبحوث العلمية، سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد 27، العدد 1، 2005.
- 2 - بريان كويل، نظرة عامة على الأسواق المالية، ترجمة قسم الترجمة بدار فاروق، دار الفاروق للنشر والتوزيع، الطبعة العربية الثانية، 2007، ص 11.
- 3 - السيد عطية عبد الواحد، الأسواق المالية الدولية، دار النهضة العربية، القاهرة، 1997، ص 7 ص 8.
- 4 - فرانسوا لرو، الأسواق الدولية للرساميل، ترجمة حسن الضيقة، المؤسسة الجامعية للدراسات والنشر والتوزيع، بيروت، 1991، ص 11.
- 5 - دراسة أعدها خبراء صندوق النقد الدولي، الأزمات المالية : خصائصها ومؤشرات الدالة على التعرض لها، آفاق الاقتصاد العالمي، صندوق النقد الدولي، واشنطن، مايو 1998، ص 91.
- 6 - المرجع السابق نفسه ، ص 92.
- 7 - عرفات تقي الحسيني، التمويل الدولي، دار المجدلوي للنشر، عمان، 1999، ص 204.
- 8 - ياسر بو حسون، الأسواق المالية الناشئة ودورها في تنمية الاقتصاد الوطني، مرجع سبق ذكره.
- 9 - عرفات تقي الحسيني ، مرجع سبق ذكره، ص 2005
- 10 - سمير محمود ناصر، جماعات الضغط الاقتصادية الدولية آثارها السلبية على التطور الاقتصادي، دار الفرقد للطباعة والنشر، دمشق، 2005، ص 131.
- 11 - سمير محمود، مرجع سبق ذكره، ص 132.
- 12 - حميد الجاملي، دراسات معاصرة في الاقتصاد الدولي التطبيقي، الدار الأكاديمية للنشر والطباعة والتأليف والترجمة، أكاديمية الدراسات العليا، طرابلس، 2005، من ص 297 إلى 303.
- 13 - رندال دود، الرهونات العقارية الثانوية:مجسات أزمة، مجلة التمويل والتنمية، صندوق النقد الدولي، واشنطن، ديسمبر 2007، ص 15.
- 14 - جاسم المناعي، الأزمة المالية العالمية... ورب ضارة نافعة، بحث الكتروني نشر يوم 2008/9/21. ص 1.
- 15 - رندال دود، الرهونات العقارية الثانوية:مجسات أزمة، مرجع سبق ذكره، ص 19.
- 16 - جاسم المناعي، الأزمة المالية العالمية... ورب ضارة نافعة، بحث الكتروني نشر يوم 2008/9/21. ص 4.