

الأزمة المالية العالمية (٢٠٠٨/٢٠٠٧)

طبيعتها – أسبابها – تداعياتها – آثارها – علاجاتها

أ. د. عبد المنعم السيد على

أستاذ التمويل جامعة عمان العربية للدراسات العليا / عمان / الأردن

أستاذ الاقتصاد المتمرس – الجامعة المستنصرية / بغداد / العراق



**الموجز التنفيذي :**

الموجز التنفيذي / باللغة العربية

الموجز التنفيذي / باللغة الانجليزية

- مقدمة
- العولمة المالية – الفوائد والمخاطر
- تطور الأزمات المالية العالمية ١٩٧٠ – ٢٠٠٠
- أولاً: الأزمات المالية في عقد السبعينات
- ثانياً: الأزمات المالية في عقد الثمانينات
- أزمة روابط الادخار والقروض
- الأزمة المالية عام ١٩٨٧
- ثالثاً: الأزمات المالية في عقد التسعينات
- ملحة صندوق التحوط (LTCM) ١٩٩٨
- الأزمات المالية خارج الولايات المتحدة في التسعينات.
- رابعاً: عودة إلى الولايات المتحدة:
- ماذا حدث في العقد الأول من الألفية الثالثة.
- فقاعة الرهن العقاري: الأزمة المالية الراهنة ٢٠٠٧ – ٢٠٠٨
- تداعيات الأزمة المالية العالمية
- خامساً: ماذا كان وراء الأزمة المالية حقيقة؟
- سادساً: مدى التشابه والاختلاف بين الأزمة المالية الحالية والأزمات المالية السابقة؟
- وأخيراً – ما العمل؟

يدور البحث حول الأزمة المالية الدولية التي تحيط في الوقت الحاضر (٢٠٠٨) بالدول الرأسمالية المتقدمة أساساً وهي الولايات المتحدة الأمريكية والإتحاد الأوروبي واليابان، والدول الناهضة وعلى رأسها الصين والهند والمكسيك والبرازيل وجنوب أفريقيا، والدول النامية الأخرى بما فيها البلدان العربية، خاصة منها بلدان الخليج العربية. ويهدف البحث إلى دراسة طبيعة الأزمة، ومداهها، وأسبابها، وتداعياتها، وأثارها، وما يقترح من وسائل للتخفيف منها أولاً، ثم إيقافها، وأخيراً إمكانية إعادة العافية إلى الاقتصادات العالمية التي تعرضت أو ستعرض لها. وسيتم استعراض الأزمات المالية المتعددة التي سبقتها في العقود الأربعة الماضية (١٩٧٠ - ٢٠٠٨)، مع التركيز على الأزمة الحالية التي بدأت تنتقل من أزمة مالية إلى أزمة اقتصادية خانقة تنعكس في تراجع في النمو الاقتصادي وتزايد في البطالة و الدخول في مرحلة كساد ومن ثم انكماش اقتصادي يشمل معظم الاقتصادات العالمية. وسيجري التركيز على العولمة الاقتصادية عموماً، والعولمة المالية خصوصاً، وتراخي التنظيمات، وتداعي نظم الرقابة، والمتابعة والمحاسبة والشفافية و الحاكمية المؤسسية، بالإضافة إلى التفكك الإداري وربما الأخلاقي، كأسباب أساسية للتدهور الذي لحق بالمؤسسات والأسواق المالية، وبالتالي بالنظم المالية عموماً، مما نتج عنه أزمة مالية خانقة هي الأقسى في تاريخ النظام الرأسمالي الذي بات يتعرض إلى إخفاق خانق لا بد أن ينعكس على استقرار النظام وطبيعته واستمراريته.

## **EXECUTIVE SUMMERY**

This is a study of the ongoing financial crisis which currently envelops the advanced capitalist countries of the U.S.A, the European Union, Japan and Russia, in addition to the emerging countries of China, India, Mexico, Brazil, South Africa, and other developing countries, including Arab States, especially the Arab Gulf ones.

The paper aims at a study of the crisis, its nature, extent, causes, fallouts, consequences, and what could be done to mitigate it, and possibly stop it, and cure the affected economies. Previous financial crises, during the preceding four decades, Throughout The World will be Surveyed and analyzed, while concentrating on the current one (2007-2008), emphasizing its turnover into an economic crisis, as manifested in negative economic growth , mounting unemployment and depression , involving most of world economies , the study will concentrate on economic and financial globalization , regularotary laxity , and moral hazard , as fundamental reasons leading to the decline that hit financial markets and institutions and , in the end financial systems creating thereby the worst and severest financial crisis in the history of modern capitalism whose stability and continuity are now under duress.

### **FOF**

بمر النظام الرأسمالي المعولم اليوم وعلى رأسه الولايات المتحدة الأمريكية بأقصى أزمة مالية تعرض لها منذ نهاية القرن التاسع عشر، مروراً بالقرن العشرين بأزمته المالية الأكبر عام ١٩٢٩ وبعدها الأزمة المالية عام ١٩٨٧ في الولايات المتحدة الأمريكية، وانتهاءً بالأزمة المالية الحالية الأخطر التي تفجرت في الولايات المتحدة ذاتها عام ٢٠٠٧/٢٠٠٨ ومن ثم بدأت عدواها بالانتشار تبعاً في الاقتصاديات الرأسمالية المتقدمة الأخرى، ممثلة بالاتحاد الأوروبي واليابان، ثم في الاقتصاديات الناهضة السائرة باتجاه الرأسمالية المعولمة ، ممثلة بالصين والهند في آسيا و الاقتصاديات

المتوسطة النمو مثل المكسيك والبرازيل والأرجنتين في أمريكا الجنوبية، وكوريا الجنوبية في آسيا الشرقية - وأخيراً وليس آخراً أقطار الخليج العربية النفطية وغيرها من البلدان النامية الأخرى. وتحدث هذه الأزمة في ظل التحرير المالي الناتج عن العولمة المالية التي ترتب عليها اندماج واسع بين أسواق المال الدولية نتج عنه بدوره عدم استقرار اقتصادي ومالي لما خلفه من طبقة طفيلية مكونة من تجار الأسهم والسندات والمضاربيين بها وبالعملات المختلفة المتقلبة القيمة، متخطين راسمي السياسة الاقتصادية العامة في الدول المتقدمة والنامية على السواء. كما أن تشابك الأسواق المالية وأسواق العملات، في ظل التحرير المالي، وخروجها، أي الأسواق، عن وظيفتها الأساسية في تعبئة الادخارات وتوفير الأموال لغرض الاستثمار قد جعلها تعصف بالاقتصاديات الوطنية، بحيث أفقدت الأخيرة عناصر الاستقرار والنمو اللازمين، مما أفقد بدوره السياسة النقدية المحلية استقلاليتها وفعاليتها، فأصبحت مجرد تابع للتغيرات النقدية الدولية.

كما جرى تحجيم السياسة المالية كأداة لإدارة الاقتصاد الوطني والتنمية وإعادة توزيع الدخل : وهكذا أدت العولمة إلى "التخلي عن الأدوات المباشرة التي كانت تجعل السياسة المالية هي الأداة الرئيسية التي تخضع لها السياسة النقدية"<sup>(١)</sup>.

### ٢) - ~~الأسواق المالية العالمية~~

أصبحت الأسواق المالية العالمية خلال العقود الثلاثة الأخيرة (١٩٨٠-٢٠٠٨)، مترابطة دولياً وبشكل وثيق نتيجة للعولمة المالية، متيحة بذلك الفرصة لتحقيق منافع كثيرة للاقتصاديات المالية وللمدخرين والمستثمرين على حد سواء. وفي المقابل غيرت هذه العولمة المالية من هيكل الأسواق وخلقت مخاطر جديدة أمام المتعاملين فيها وأمام المشرعين ورسمي السياسات. وكانت هناك العديد من العوامل التي دفعت إلى تطور ظاهرة العولمة هذه، منها التقدم في تكنولوجيا المعلومات التي أتاحت للسلطات وللمتعاملين في الأسواق القدرة على جمع ومعالجة المعلومات التي يحتاجون إليها لقياس ومراقبة وإدارة المخاطر المالية. كما سهلت عليهم تسعير وتداول الأدوات المالية الجديدة المعقدة، وإدارة العمليات الضخمة المنتشرة في مختلف الأسواق العالمية، وقد دفعت هذه التغيرات إلى تنامي الطلب على التمويل الخارجي وإلى خلق حوض عالمي متحرك لرأس المال والسيولة.

وقد أدت هذه العوامل إلى ظهور ما يسمى بعولمة الوساطة المالية و إلى تدفقات رؤوس الأموال عبر الحدود استجابة لانخفاض الحواجز على تجارة الخدمات المالية وتحرير القيود الحكومية على دخول المؤسسات المالية الأجنبية إلى سوق رأس المال المحلي.

كما ازدادت المنافسة بين مقدمي خدمات الوساطة المالية بسبب التقدم التكنولوجي والتحرر المالي، ونتيجة لتغيير قوانين الوساطة المالية الدولية ظهرت طبقة جديدة من المؤسسات غير المصرفية تقدم خدمات مالية مثل المستثمرين الماليين وبنوك الاستثمار وشركات السندات، وشركات التأمين وشركات الاتصالات، والبرمجيات.

هذه القوى المحركة للعولمة أدت إلى تغييرات في هيكل أسواق رأس المال المحلية والعالمية وتحولت الأنظمة المصرفية التي كانت مبنية على أساس منح القروض وقبول الودائع إلى تجارة الأوراق المالية مما قلل من مخاطر عجز المدينين، وأصبحت منظمات الأعمال وكذلك المؤسسات الحكومية تعتمد بشكل أكبر في تمويل عملياتها على أسواق رأس المال، وأصبح لدى المستثمرين رغبة أكبر في تداول الأسهم والسندات بسبب الثورة التكنولوجية التي سهلت عملية مراقبة وتحليل وإدارة المخاطر، وازداد النشاط المالي بين مختلف بلدان العالم حيث أصبح المستثمرون يبحثون عن أفضل المحافظ الاستثمارية التي تتكون من أسهم وسندات و عملات من مختلف بلدان العالم وذلك لضمان أفضل فرص الربح وتوزيع المخاطر وإدارتها.

ودخلت المؤسسات المالية غير المصرفية في تنافس مع المصارف التجارية للحصول على المدخرات وتمويل الشركات في الأسواق المحلية والعالمية مما أدى إلى انخفاض أسعار الأدوات المالية.

وتحول نشاط المصارف التجارية التقليدي باتجاه أسواق الاستثمار، وإدارة الأصول، والتأمين مما سمح لها بتنوع مصادر عوائدها وكذلك توزيع المخاطر.

وقد دفعت المنافسة مع المؤسسات غير المصرفية المصارف التجارية إلى القيام بعمليات اندماج مع شركات أخرى مصرفية وغير مصرفية وذلك لاستغلال اقتصاديات الحجم وزيادة حصتها السوقية.

ومع أن من فوائد العولمة المالية السماح للمصارف بتنوع مصادر تمويل عملياتها عن طريق قدرتها على إصدار الأسهم والسندات وتقديم الخدمات المالية، إلا أنه يمكن لهذا التنوع من جهة أخرى أن يهدد استقرار الأسواق المالية وذلك بسبب عدم القدرة على التنبؤ والسيطرة على المخاطر المالية.

ومن الفوائد أيضاً تشجيع الاستثمار والادخار نتيجة انخفاض أسعار تقديم الخدمات المالية .

ولكن من جهة أخرى أصبحت أسعار الأصول المادية معرضة لانهيئات بسبب اتساع تداول الأدوات المالية كما حدث في آسيا عامي ١٩٩٧ و ١٩٩٨ عندما انهارت أسعار العقارات مما أدى إلى عجز المدينين عن الوفاء بالتزاماتهم تجاه المصارف مما عرضها لخطر الإفلاس (وهو ما يحدث اليوم في الولايات المتحدة).



دولار، في حين هبطت احتياطياتها من الذهب من (٢٥) خمس وعشرين مليار دولار (بسعر (٣٥) دولار للأونصة الواحدة من الذهب)، في نهاية الحرب العالمية الثانية عام ١٩٤٥، إلى مجرد (٩) تسعة مليارات دولار عام ١٩٧٠، مما دفع بالرئيس الأمريكي (نيكسون) يوم ذاك إلى إعلان فك ارتباط الدولار بالذهب، مما أدى إلى إثارة أزمات حادة متتالية وبوتيرة متصاعدة طيلة عقد السبعينات، نتج عنها في واقع الحال نظام مالي دولي منفلت<sup>(٣)</sup>.

### التأثيرات الاقتصادية والاجتماعية:

وتوالى الأزمات المالية، في الولايات المتحدة في ثمانينات القرن العشرين الماضي<sup>(٤)</sup>، منها أزمات مصرفية وأزمات روابط الادخار والاستثمار، وأخرى في السوق المالية، فارتفع عدد المصارف التجارية التي تعرضت للإخفاق من معدل (١٥) خمس عشرة مصرفاً سنوياً بين عامي ١٩٣٤ و ١٩٨٠، إلى أكثر من عشرة أضعاف ذلك العدد ليصل معدل الإخفاق منذ عام ١٩٨١ وحتى أواخر الثمانينات إلى (٢٠٠) مائتي مصرف سنوياً. وكان السبب الرئيسي في ذلك بروز مؤسسات مالية أخرى منافسة مثل صناديق السوق النقدية المشتركة Money Market Mutual Funds و سوق الأوراق التجارية Commercial Papers والتوريق Securitization. وقد أدى ذلك إلى تراجع شديد في ربحية البنوك التجارية من عملياتها المصرفية التقليدية في الإقراض المصرفي، مما دفعها إلى البحث عن مصادر جديدة حتى لو كانت ذات مخاطر عالية وذلك بهدف الحفاظ على مستوى عال لأرباحها، وقد جرى ذلك من خلال توجيه نسبة أعلى من قروضها الكلية نحو الائتمان العقاري وعمليات الاستحواذ على المشاريع وشرائها دينياً Corporate Takeovers and Leverage Buyouts. ومما فاقم من المخاطر التي تعرضت لها المصارف التجارية الابتكارات المالية Financial Innovations التي أنتجت أدوات مالية زادت من حجم المخاطر، وقد تمثلت هذه الأدوات بالمستقبلات المالية Financial Futures، والسندات الرثة Junk Bonds، والمقايضات Swaps، وغيرها من الأدوات التي جعلت من الأسهل على المصارف تحمل مخاطر أكبر مما كانت تواجهه في السابق. ومما زاد الطين بله، صدور قانون يزيد من حجم الوديعة الخاضعة للتأمين من (٤٠) ألف دولار إلى (١٠٠) ألف دولار للوديعة الواحدة، مما شجع المصارف على الإقراض لمشاريع ذات مخاطر عالية وإصدار شهادات ودائع ذات قيمة مرتفعة وبأسعار فائدة أعلى بكثير من ما كانت المؤسسات المالية المنافسة تعرضه، وهو ما لم يكن باستطاعة المصارف فعله لولا زيادة حجم الوديعة الخاضعة للتأمين الحكومي إلى المستوى المذكور أعلاه، إذ بذلك اطمئن المودعون و



المصارف المقرضة معا إلى ضمان ودائعهم لدى المصارف التجارية التي بدأت بدفع فوائد أعلى مما تدفعه المؤسسات المنافسة و إلى منح قروض لمشاريع ذات مخاطر أعلى مقابل فوائد أعلى مما عرض المصارف لمخاطر اكبر ، وبالتالي إلى خسائر طائلة ، و في الأخير إلى ارتفاع في عدد المصارف الخاسرة حيث وصل في نهاية الثمانينات إلى (٢٠٠) مصرف سنويا ، مما خلق أزمة مصرفية خانقة .

و فيما عدا الولايات المتحدة الأمريكية ، كانت هناك أزمات مصرفية مشابهة في البلدان الإسكندنافية و أمريكا اللاتينية و أوروبا الشرقية و اليابان والصين ، نتجت كلها عن تراخ في التنظيم و الرقابة .<sup>(٥)</sup>

### ٥-٢-٤-٣-٢-١-٠ :٥

ثم جاءت أزمة روابط الادخار والقروض saving and loans associations في أوائل ثمانينات القرن العشرين الماضي، وكانت هذه مؤسسات مالية تجمع أموال المودعين من المدخرين وتستخدمها في منح قروض عقارية طويلة الأجل، ولم يكن يسمح لها بقبول ودائع تحت الطلب، ولكن بدلاً من ذلك تقوم بعرض ودائع ادخار تدفع عليها فوائد أعلى من المصارف التجارية. وكانت هذه الروابط مصارف ولايات وليست مصارف فدرالية. ولذلك لم تكن موحدة ولم تخضع لتشريع مركزي حتى عام ١٩٣٢ عندما صدر تشريع فدرالي يسمح لها بأن تجاز من قبل الولايات أو من قبل الحكومة الفدرالية، ومن ثم في عام ١٩٣٤، صدر تشريع يضمن ودائعها على النسق نفسه الذي جرى فيه ضمان ودائع المصارف التجارية.

وكانت هذه الروابط ناجحة في عملياتها وذات مخاطر منخفضة طيلة الفترة التالية وتستمد مصادر أموالها من ودائع الادخار الشخصية التي مالت إلى الاستقرار وإلى انخفاض كلفتها، في حين تمثلت موجوداتها الرئيسية بالقروض العقارية التي استحوذت على ٦٠% من موجوداتها الكلية. ولأن هذه القروض كانت مضمونة وموثقة بالعقارات، ولأن أقيام هذه العقارات كانت مرتفعة عملياً حتى أواسط سبعينات القرن العشرين الماضي، فإن الخسائر كانت ضئيلة جداً، وبذلك وفرت هذه الروابط سيلاً لازدهار عمليات بناء المساكن، وهي العمليات التي بقيت عملياً طيلة نصف قرن من الزمن، منذ عام ١٩٣٤ حتى عام ١٩٧٨، الأساس المركزي للاقتصاد الأمريكي. إلا أن الارتفاع الحاد في أسعار الفائدة ما بين عامي ١٩٧٩ و ١٩٨١، والكساد الشديد في العامين ١٩٨١ و ١٩٨٢ قد زاد من تكاليف الأموال التي كانت الروابط تحصل عليها من ودائع الادخار دون أن يقابلها ارتفاع في العوائد من

قروضها العقارية وهي العوائد المنخفضة التي كانت محددة قانونياً حين كانت أسعار الفوائد منخفضة، فلم تستطع الروابط رفعها لمواجهة ارتفاع كلفة الموارد. وقد أدى ذلك إلى انهيار العديد من الروابط، حيث بلغت خسائرها عام ١٩٨١-١٩٨٢ عشرة مليارات دولار، وقدّر البعض أن أكثر من نصف عدد الروابط في الولايات المتحدة كانت القيمة الصافية لحقوق ملكيتها سالبة، مما عرضها للإفلاس<sup>(١)</sup>.

### ١٩ أكتوبر/ تشرين الأول عام ١٩٨٧ عندما انخفض المعدل

الصناعي ل (Dow Johns) الأمريكي بأكثر من ٢٠% ممثلاً أعلى انخفاض في يوم واحد في تاريخ الولايات المتحدة حتى ذلك الحين. ثم تبعه انهيار في أسعار أسهم الشركات التكنولوجية المتقدمة من أعلى ما وصلت إليه عام ٢٠٠٠ مسبباً انخفاضاً في الرقم القياسي (ناسداك) الذي تغلب عليه الشركات المذكورة من حوالي (٥٠٠٠) في آذار/ مارس ٢٠٠٠، إلى حوالي ١٥٠٠ في عامي ٢٠٠١ و ٢٠٠٢، وهو ما يمثل انخفاضاً بنسبة تزيد عن ٦٠%. وهو أمر أثار شكوكاً لدى البعض حول صحة نظرية الأسواق الكفوءة لأنهم يرون أن سوقاً كفوءة لا يمكن أن ينتج عنها تأرجحات بهذا المدى الكبير في أسعار الأسهم.<sup>(٧)</sup>

### ١٩٩٨ جاءت الضربة الكبرى عندما انهار صندوق التحوط الأمريكي المسمى بـ (إدارة

### رأس المال الطويل الأجل Long Term Capital Management (LTCM) مفندا مبدأ أن

ضخامة حجمه تمنعه من الفشل (Too Big To Fail). وصندوق التحوط هو شراكه محدودة Limited Partnership تعمل لخدمة صالح عدد صغير من المستثمرين لا يزيد عددهم عن المائة من الأغنياء والمؤسسات من ذوي الثروات الضخمة. وبعكس الصناديق المشتركة Mutual Funds المنفتحة لجمهور واسع من المستثمرين، فإن صناديق التحوط لا يسمح لها بالإعلان عن نفسها، وبقيت أعدادها صغيرة منذ عشرينات القرن العشرين الماضي، دون أن تخضع على وجه العموم

للرقابة النظامية، وتزايد عددها من (٢١٥) صندوقاً عام ١٩٦٨ حتى وصل في أواخر تسعينات القرن الماضي - العشرين - إلى حوالي (٣٠٠٠) ثلاثة آلاف صندوق<sup>(٨)</sup>.

ولطبيعتها القانونية الاستثنائية فإنها لم تكن تفصح عن تفاصيل عملياتها التي أحاطتها بسرية تامة. وكان صندوق التحوط (LTCM) قد أسس عام ١٩٩٤ من قبل أحد المتعاملين بالمشتقات المالية لدى صندوق الاستثمار Salomon Brothers. وكان قد جلب معه فريقاً متميزاً من حملة شهادات الدكتوراه في الاقتصاد من ذوي العقيدة الراسخة في قدرة النماذج الكمية الشديدة التعقيد على التنبؤ بدقة باتجاهات الأسواق المالية، وركز الصندوق المذكور على المتاجرة في القيم النسبية في أسواق السندات حول العالم. وقد رهن الصندوق بمليارات الدولارات على اتجاهات السندات في كل من إيطاليا واليابان والمملكة المتحدة والولايات المتحدة، ومن ثم نوع رهاناته في أسواق الأسهم وفي الأسواق الناشئة، مثل روسيا والبرازيل، ولهذا الغرض اقترض الصندوق مبالغ نقدية هائلة من البنوك التجارية الأمريكية الكبيرة ومن شركات وصناديق الاستثمار بالإضافة إلى عدد من المؤسسات المالية الأمريكية الأوروبية الرئيسية، وهكذا استطاع الصندوق، مقابل رأسمال ذاتي محدود، أن يوصل رافعته المالية مقابل رأسماله الأولي من (٢٠) إلى (٣٠) ضعفاً، مما سمح لهذا المشروع الصغير (LTCM) أن يستحوذ على متاجرات واسعة جداً بالسندات ليحصل منها على أرباح هائلة<sup>(٩)</sup> وصلت نسبتها إلى ٤٠% سنوياً<sup>(١٠)</sup>. وقد جمع الصندوق مائة مليار دولار من الموجودات كانت عملياً كلها مقترضة من البنوك ذاتها التي تم استدعاؤها من قبل البنك الفدرالي في نيويورك، ولم يكن ذلك أسوأ ما تعرض له الصندوق من مخاطر، فقد دخل في آلاف العقود من المشتقات التي ارتبطت عملياً مع كل البنوك العاملة في سوق وول تسريت. وقد راهنت هذه العقود على أسعار السوق و تضمنت مبالغ فلكية وصلت إلى أكثر من تريليون دولار من الانكشاف.

لذا فإن السماح للصندوق بالانهيار كان سيؤدي إلى انهيار جميع البنوك التي جمعها البنك الاتحادي للتداول في الأمر، فالمشتقات ربطت المؤسسات المالية بسلسلة معقدة من الالتزامات المتبادلة، لو فشلت بعض حلقاتها لانهار النظام المالي كله.<sup>(١١)</sup>

وحين ساءت الظروف السوقية، وأخفقت الرهونات، تعرض الصندوق فجأة لخسائر فادحة هو و مقرضوه من البنوك، وذلك نتيجة لاتجاه أسعار الفائدة في اتجاهات معاكسة للتوقعات، وانحرفت أسعار الأسهم عن أسعار السندات بدلاً من أن تتلافى كما كان متوقعاً، وجفت السيولة في بعض الأسواق المهمة. وقد وثق متاجروا الصندوق بقوة بسلامة نماذجهم وصحة توقعاتها، فتجاوزوا ((الروحية الحيوانية)) The animal spirit في مثل هذه المعاملات ((فقد تغاضى الأساتذة عن

حقيقة ... أن الناس، بما فيهم المتاجرون، ليسوا عقلانيين دائماً، فيصرف النظر عن ما تقوله النماذج، فإن المتاجرين ليسوا مكائن تقودها رقائق السيلكون، وإنما هم خاضعون للانطباعات Impressionable وللمحاكاة Imitative؛ إنهم يركضون قطعاناً ويتراجعون أسراباً<sup>(١٢)</sup>.

وقد بلغت موجودات الصندوق (LTCM) في أيلول ١٩٩٨ مائة مليار دولار، كان معظمها بشكل ديون تنخفض قيمتها يومياً. بالإضافة إلى ذلك كان الصندوق قد كبل نفسه بآلاف العقود من المشتقات بانكشاف يزيد على التريليون دولار = (١٠٠٠ مليار دولار). ولم يعد الصندوق بالتالي قادراً على الوفاء بالتزاماته. وهكذا انكشف الصندوق أمام دائنيه كخاسر كبير في فترة سوقية غير مستقرة، وكان من بين البنوك المعرضة للخسائر بنوك كبيرة مثل Chase و Bankers Trust و U B S و J.P.Morgan و Gold Man Sachs و Merrill Lynch و Manhattan.

وحين تراكت خسائر الصندوق طالبه دائنوه من البنوك أن يزيد رأسماله، ولكنه لم يستطع أن يجمع ما يتطلبه ذلك من أموال استجابة لطلبات دائنيه، وخوفاً من الانهيار الممكن للصندوق، وفي ظل محفظة استثمارية قائمة على رافعة مالية شديدة الارتفاع، ومؤلفة من ما يقرب من (٨٠٠) مليار دولار بشكل مساهمات، وما يزيد على التريليون دولار من القيم الاسمية بشكل مشتقات، تحرك البنك الفدرالي الأمريكي ليجول دون انهيار الصندوق، وكانت حجته في ذلك أن التصفية المفاجئة لمحفظة الصندوق ستخلق خطراً نظامياً غير مقبول، نتيجة طرح ما قيمته عشرات المليارات من الأوراق المالية غير السائلة في سوق هي قلقة أصلاً مما كان سيسبب خسائر هائلة للعديد من الدائنين وغيرهم من المؤسسات. هنا تقدمت مجموعة من البنوك وشركات الوساطة بمبلغ (٣) مليار دولار ضمن خطة إنقاذ حالت دون انهيار الصندوق، إن قيام البنك الفدرالي بتنظيم عملية الإنقاذ هذه قد خضع لجدل واسع رغم عدم شمولها على أي مال عام، فقد ذهب بعض النقاد إلى القول: أن مثل هذا التدخل سيزيد من الخطر المعنوي من خلال إضعاف الانضباط الذي يفرضه السوق على إدارة الصندوق. غير أن آخرين رأوا أن الضرر الهائل الذي كان سيسببه انهيار الصندوق كان غير مقبول. وسيبقى مثل هذا الجدل قائماً لبعض الوقت<sup>(١٣)</sup>.

### تأثيرات الأزمة المالية العالمية على الأسواق المالية

حدثت أزمات مالية أخرى بصورة خاصة في قطاع الصرف الأجنبي في الأسواق المالية لبعض الدول الناهضة والمتقدمة، في بريطانيا عام ١٩٩٢، وفي المكسيك عام ١٩٩٤، وفي البرازيل عام ١٩٩٩، وفي الأرجنتين عام ٢٠٠٢، وفي شرقي آسيا عام ١٩٩٧، وتراوحت أسباب هذه الأزمات

بين عدم الاستقرار السياسي في المكسيك، عام ١٩٩٤، مما أثار قلق المستثمرين في احتمال تخفيض قيمة العملة الوطنية ( البيزو)، إلى العجز الكبير في ميزان الحساب الجاري الخارجي عام ١٩٩٤، بالإضافة إلى عدم استقرار النظام المالي المحلي، في حالة تايلاند، مما أثار قلقاً مشابهاً من احتمال تخفيض قيمة العملة الوطنية. كما أثارت الأوضاع المالية السيئة في كل من البرازيل عام ١٩٩٨، والأرجنتين عام ٢٠٠١، قلق المستثمرين من احتمال تمويل العجوزات المالية من خلال الإصدار النقدي، مما سيؤدي إلى تضخم، وبالتالي إلى احتمال كبير لحدوث تخفيض في قيمة عمليتي البلدين. وقد شجعت هذه الأحداث المضاربين في أسواق العملات الأجنبية، ثقة منهم بأن البنوك المركزية ذات العلاقة لا يبدو أنها قادرة على الدفاع عن عملاتها، خاصة في ظل أوضاع مالية سيئة تمثلت بأزمة مصرفية في المكسيك، وإخفاق مؤسسة مالية في تايلاند، وتردي الوضع المالي في البرازيل، وهلع مصرفي واسع، وتوقف فعلي عن إيفاء الحكومة الأرجنتينية بدينها العام.

وقد أدت هذه الأحداث إلى تعرض البنوك المركزية في هذه البلدان إلى خسائر جسيمة في احتياطياتها الأجنبية، مما أفقدها القدرة على دعم عملاتها الوطنية، فتعرضت إلى انخفاضات كبيرة في أسعار صرفها أمام الدولار الأمريكي بخاصة.

حدث ذلك في المكسيك، في كانون الأول ١٩٩٤، وفي تايلاند في تموز ١٩٩٧، وفي البرازيل في كانون الثاني ١٩٩٩، وفي الأرجنتين في كانون الثاني ٢٠٠٢، وقد نتج عن هذه الأحداث قيام حكومات هذه البلدان بتخفيض عملاتها بنسب كبيرة، مما أدى إلى تعرضها إلى أزمة مالية حادة زعزعت اقتصادياتها، وقادت إلى تراجع اقتصادي شديد وعدم استقرار سياسي فيها جميعاً<sup>(١٤)</sup>.

### ١٤٤-١٤٥: أزمات مالية عالمية

تعرض الاقتصاد الأمريكي في العقد الأول الحالي من الألفية الثالثة إلى أزمة مالية هي الأقسى على مدى الفترة الممتدة من نهاية القرن التاسع عشر مروراً بالقرن العشرين حتى الوقت الحاضر (عام ٢٠٠٨). فبانتهاء فترة ازدهار سوق الأسهم في عام ٢٠٠٠ تعرضت الأسواق المالية الأمريكية إلى فضائح متتالية لدى شركات الأعمال، ابتداء من كانون الأول/ديسمبر عام ٢٠٠١، وذلك بالإخفاق المروع الذي تعرضت له شركة انرون (Enron) التي كانت تقيم على أنها سابع أكبر شركة أمريكية، تمت إدانة مدقق الشركة، آرثر أندرسون التي كانت تعد واحدة من أكبر خمسة شركات محاسبية أمريكية. فقد تم الكشف عن بيانات محاسبية مضللة من قبل العديد من الشركات، بما فيها شركات WorldCom و TYCO Industries و Fannie MAE العقارية، مما أثار شكوكاً

متزايدة لدى المستثمرين حول نوعية المعلومات التي يعرضها قطاع الأعمال . وقد أدى ذلك إلى إقامة دعاوي جنائية ضد مصارف الاستثمار التي شجعت على تجميل صورة أسهمها المشكوك في قيمتها والتي ظهر فيما بعد أنها كانت استثمارات هزيلة.

وقد جلبت هذه الفضائح انتباهاً واسعاً لدى الرأي العام الأمريكي لأسباب عدة منها، أولاً، أن الانهيارات التي نتجت عنها قد عرضت العاملين لدى تلك الشركات إلى فقدان وظائفهم وتعويضات تقاعدهم، أو الاثنين معاً؛ وثانياً، وقد تكون هذه النشاطات عاملاً فاعلاً في الانهيارات التي حدثت في سوق الأسهم بعد آذار/ مارس من عام ٢٠٠٠، وما تلاها من انخفاض بنسبة ٥٠% في الرقم القياسي (٥٠٠) Standard and Poor وبنسبة ٧٥% في الرقم القياسي ناسداك Nasdaq وثالثاً: أنها خلقت شكوكاً حول أخلاقيات العاملين في نشاط الخدمات المالية، وقد يكون التضارب في المصالح Conflict of Interest، الذي هو إفصاح عن وجود مشكلة خطر معنوي Moral Hazard، هذا التضارب قد يكون مسئولاً عن هذه الفضائح. ففي كل حالة كان الأشخاص الذين يفترض أن يعملوا في صالح الجمهور المستثمر، وذلك من خلال تزويدهم بمعلومات موثوقة، قد تم منحهم حوافز لتضليل ذلك الجمهور، ويطوروا حوافز لإساءة استخدام أو إخفاء المعلومات التي هناك حاجة ماسة إليها من أجل أسواق مالية ذات أداء أفضل ، مما يقلل بدرجة كبيرة من حجم المعلومات الموثوقة في الأسواق المالية، ويزيد من عدم انتظام المعلومات، ويمنع الأسواق المالية من توجيه الأموال نحو أولئك الذين تتوفر لديهم فرص استثمارية منتجة.

### الأسواق المالية - الأزمة المالية الحالية - L'Économie - L'Économie - L'Économie

إن العنصر الأساسي في الأزمة المالية الحالية (٢٠٠٧-٢٠٠٨) يتركز في فقاعة الرهن العقاري المنزلي الذي خلقت ضخامته غير المعقولة بيئة ناضجة لما أسماه أحد الكتاب<sup>(١٥)</sup> (تمويل رعاة البقر Cowboy Financing) الذي أوقع شارع وول ستريت والولايات المتحدة والأمريكية في اضطراب مالي واقتصادي شديد، مغذياً الفقاعة وسامحاً لها بأن تنمو بنسب لم تكن ممكنة في ظل نظام مالي محكم التنظيم.

وقد جاءت هذه الفقاعة متزامنة مع فقاعة الأسهم في أوساط وتسعينات القرن العشرين الماضي، وهي الفقاعة التي أدت إلى تضخم ثروات الأفراد والأسر بنسب كبيرة نتيجة الارتفاع الكبير في أسعار الأسهم، مما دفع بهم إلى إنفاق استهلاكي فائق في أواخر تسعينات القرن الماضي، مؤدية إلى انخفاض كبير في معدلات الادخار من ما يقرب من ٥% من الدخل القابل للإنفاق في أوساط العقد

المذكور إلى حوالي ٢% فقط في عام ٢٠٠٠. كما أن هذه الثروة الناتجة عن ارتفاع أسعار الأسهم دفعت الأفراد إلى شراء دور سكن أكبر أو أفضل، مما زاد الطلب على العقارات السكنية فنشأت عنه فقاعة عقارية بسبب العرض المحدود من تلك العقارات على المدى القصير، فارتفعت أسعار العقارات بدرجة كبيرة وبشكل متسارع، وقد أدى ذلك إلى توقع أن يستمر هذا الارتفاع في الأسعار مستقبلاً، مما دفع بمشتري هذه العقارات إلى أن يدفعوا أسعاراً أعلى لشرائها، محققين بذلك توقعاتهم بأنفسهم، وقد حدث ذلك في وقت أظهرت فيه الإحصاءات الحكومية أن أسعار المساكن المعدلة بالتضخم (أي الأسعار الحقيقية)، على مدى الولايات المتحدة كلها لم تتغير كمعدل عام ما بين عامي ١٨٩٥ و ١٩٩٥، أي لمدة مائة عام التي سبقت عام ١٩٩٥، هذا في حين كانت هذه الأسعار الحقيقية قد ارتفعت، بحلول عام ٢٠٠٢، إلى ما يقرب من ٣٠%، بعد أخذ التضخم بالاعتبار. في ظل هذه المعطيات كان من الواجب أن يكون واضحاً أن هذا الارتفاع الهائل والمفاجئ في أسعار المنازل كان ناتجاً عن فقاعة مضاربات وليس عن أساسيات سوق السكن، يدل على ذلك أن معدلات إيجارات السكن لم ترتفع إلا بنسب معتدلة جداً مقارنة بأسعار العقارات السكنية.

وقد أدى هذا الارتفاع في أسعار المنازل وإيجاراتها إلى تزايد البناء، وبالتالي إلى نشوء فائض في عرض المساكن المعروضة للإيجار في عام ٢٠٠٢ بحيث ازدادت نسبة المساكن الفارغة إلى ٩% مقارنة بـ ٧% في أواسط التسعينات، وقد تزامن ذلك مع انهيار سوق الأسهم في العام ٢٠٠٢ مما أفقد الجمهور الثقة به وجعل الملايين منهم يتجهون إلى الاستثمار في المنازل كبديل آمن عن الاستثمار في سوق الأسهم. وقد حدث ذلك في وقت استمر فيه الاقتصاد الأمريكي في التراجع ما بين عامي ٢٠٠١ وحتى صيف عام ٢٠٠٣ حيث بدأ انتعاش ضعيف دفع بالبنك الاتحادي الأمريكي إلى تخفيض في أسعار الفائدة حتى وصل سعر الفائدة على الأموال الفدرالية - أي سعر الإقراض بين البنوك، إلى ١% في صيف عام ٢٠٠٣ - وهو أدنى سعر من نوعه خلال الخمسين سنة الماضية. وقد تبع سعر الفائدة على الرهون العقارية سعر الفائدة على الأموال الفدرالية بحيث وصل إلى ٢٥% على الرهون ذات الثلاثين عاماً - وهو الأدنى خلال الخمسين سنة الماضية. وقد غذت هذه الانخفاضات الكبيرة وغير العادية الارتفاعات المتتالية في أسعار العقارات بين الربع الأخير من عام ٢٠٠٢ والربع الأخير من عام ٢٠٠٦ بحيث زادت الأسعار الحقيقية بمعدل ٣١% - بمعدل سنوي من الارتفاع يصل إلى ٧ سنوياً. وقد حفز الارتفاع المتواصل في أسعار المنازل إلى إنشاءات عقارية أكثر بحيث وصلت في عام ٢٠٠٥ إلى ( ٢,٠٧٠ ) مليون وحدة، وهو يزيد بـ ٥٠% عما كان عليه في الأعوام التي سبقت الفقاعة.

وقد أدى التسارع في ارتفاع أسعار المنازل إلى آثار متوقعة على الإدخارات والإنفاق الاستهلاكي، بحيث ارتفع الأخير إلى مستويات مرتفعة تاركا معدلات الادخار تهبط إلى أقل من ١ % في السنوات ٢٠٠٥ - ٢٠٠٧.

وقد أدى هذا الارتفاع في أسعار العقارات إلى تزايد كبير في الإنشاءات العقارية وإلى فائض في المنازل بحيث أصبح من غير الممكن، بحلول عام ٢٠٠٧، بقاء أسعار المنازل في المستوى المرتفع الذي وصلت إليه، خاصة بعد أن ازدادت معدلات المساكن الفارغة إلى أرقام قياسية، بحيث وصلت في الربع الأخير من عام ٢٠٠٦ إلى ما يقرب من ٥٠ % من أعلى مستوى وصلت إليه سابقاً. وعند منتصف عام ٢٠٠٧ وصلت الأسعار العقارية السكنية إلى حدها الأقصى ثم بدأت بالانخفاض. وقد تسارعت هذه العملية حتى عام ٢٠٠٨. وحين تنخفض الأسعار فإن مالكي المنازل يواجهون خطر مشكلة انتزاع البنوك لمنازلهم المرهونة لديها، اختياراً أو غصباً، مما يؤدي بدوره إلى زيادة عرض المنازل في سوق العقارات، مما يقود إلى انخفاض في أسعارها. وفي الواقع فإن هذا الانخفاض في أسعار المنازل يزيد من عرضها بسبب استيلاء البنوك المقرضة عليها بعد أن أصبح مالكوها غير قادرين على دفع قروضهم الرهنية.

وأخيراً، في نهاية عام ٢٠٠٧، كانت الأسعار الحقيقية للمنازل قد انخفضت بأكثر من ١٥ % من أعلى مستوى وصلت إليه سابقاً، وقدرة البعض أن هذه الأسعار ستتنخفض في نهاية عام ٢٠٠٨ بأكثر من ٣٠ %. من أعلى مستوى وصلت إليه عام ٢٠٠٧. ويعني ذلك خسارة تزيد على سبع مليارات دولار من الثروة المنزلية التي تعرضت للفقاعة الرهنية (وهو ما يساوي مائة ألف دولار تقريباً لكل مالك). وهذه الخسارة في الثروة تساوي ٥٠ % تقريباً من الناتج المحلي الإجمالي. وكما يقول ( Baker ) " ليس هناك اقتصاداً يواجه مثل هذه الخسارة في الثروة وبهذا المدى، دون أن يختبر إجهاداً مالياً خطيراً" .

### !o ddbavdi ( )

لقد كان ممكناً منح قروض ذات مخاطر عالية من خلال إعطاء حوافز ليست في مكانها سواء من جانب بيع أو تمويل الإسكان. وأول ما يظهر ذلك في عملية تقييم السكن حيث صار لدى المقيمين حافز قوي على تبني قاعدة تقييم مرتفعة إرضاء لمستخدميهم من مصدري الرهون العقارية والذين يحصلون على دخولهم من إصدار الرهون وليس من الاحتفاظ بها.



وكانت هناك أيضاً حوافز ليست في محلها في عملية التوريق في السوق، السوق الثانوية، وفي عملية تصنيف السندات، وفي إصدار أدوات مالية أكثر تعقيداً . هذا بالإضافة إلى محاولة بعض البنوك، مثل (City Bank) إظهار بعض من مطلوباتها خارج ميزانياتها العامة في محاولة لإخفاء المخاطر التي كانت تنخر في هيكلها المالي. كما كانت هناك موجة من التمويل التضاربي ساهم في وضع أسس للأزمة الحالية، يتمثل في انتشار واسع في مقايضات الائتمان المعرض للتعثر (CDS) (CREDIT DEFAULT SWAP) وهي عملياً تأمين ضد إخفاق السندات bond defaults التي تصدرها البنوك. وهي توفر ضماناً للمقترضين ضد مخاطر الإخفاق على موجودات ذات نوعية مشكوك فيها. وقد سمح انتشار هذه الأدوات للعديد من الشركات الصغيرة والحكومات بأن تباع سنداتهما بسهولة أكبر، ما دامت قروضها سيجري دعمها من قبل البنوك المصدرة لهذه الأدوات تجاه سنداتهما، كما أن هذه الأدوات كانت تصدر مقابل أوراق مالية قائمة على الرهونات ومشتقات أخرى مختلفة سهلت بيع أدوات مالية قائمة على رهونات مصرفية ذات نوعية مشكوك فيها. وقد تضاعفت أداة المقايضة هذه حتى وصلت قيمتها الاسمية notional في حزيران ٢٠٠٧ إلى أكثر من (٤٥) تريليون دولار حسب تقديرات بنك التسويات الدولية BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS.

ولأن إصدار هذه الأدوات لم يكن يخضع للتنظيم القانوني فقد كان باستطاعة البنوك أن تزيد رافعتها المالية بدرجة كبيرة جداً عند إصدارها مقايضات ذات قيمة اسمية تساوي أضعاف رأسمالها، وقد كان يسند منطق هذه التطورات هيكل حوافز وضع علاوة ضخمة على الأرباح الطويلة الأجل، وحتى على حساب بقاء المشروع على المدى الطويل. فقد كان جزء كبير مما يدفع للمدراء التنفيذيين في القطاع المالي من مكافآت يقوم على أساس تحقيق مستوى معين من الأرباح أو خيارات الأسهم STOCK OPTIONS التي كانت قيمتها تستجيب بشكل مفرط للأرباح القصيرة الأجل. وفي كل الحالات كان هناك حافز كبير لإظهار أرباح قصيرة الأجل. وقد حدث الشيء ذاته لدى صناديق التحوط حيث استلم الإداريون، نموذجياً، ٢٠% من هذه الأرباح. فإذا كانت كلفة هذه العوائد بالنسبة لصندوق التحوط في العام الجاري عبارة عن خسائر، فليس هناك من مشكلة بالنسبة للمدراء لسبب بسيط وهو عدم مشاركتهم في الخسائر.

ويستنتج BAKER<sup>(١٧)</sup> بالتالي "أن هيكل التعويض أعطى المدراء حافزاً ضئيلاً على التخطيط من أجل السلامة الطويلة الأجل لشركاتهم، بل شجعهم على كل أنواع السلوك الخطر، فمعظم الدخول جاءت من العمولات الكبيرة، حتى لو كانت هناك خسائر من الموجودات التي كانت تباع. وتلك

بالتأكيد كانت الحالة مع إصدار الرهونات الثانوية ومع بيع مقايضات الائتمان المتعثر (CDC'S) [التي أشرنا إليها سابقاً]. ففي كلتا الحالتين، كانت الموجودات الأساسية THE UNDERLYING ASSETS أحياناً خطيرة جداً ويمكن أن تقود إلى خسائر كبيرة، غير أن العمولات من إصدار وتجميع الرهونات ومن بيع المقايضات (CDS'S) نتج عنها أرباح هائلة قصيرة الأجل، وبالتالي يقول BAKER "من الجدير بالملاحظة أن العديد من الشخصيات من بين أسوأ الممثلين الماليين قد جمعوا ثروات هائلة في الوقت الذي دمرها فيه شركاتهم"، ويستخلص BAKER في الأخير أن هيكل الحوافز، الذي صاحبه تنظيم رقابي ضعيف، قد أعطى المديرين حوافز كبيرة لاستخدام الهندسة المالية للحصول على أرباح سريعة دون اعتبار للتكاليف على المدى الطويل. ففي العام ١٩٩٦، بلغت أرباح القطاع المالي أقل من ١٦% من أرباح المشاريع، ارتفعت في العام ٢٠٠٦ إلى أكثر من ٣٠%، هذا علماً أن الكثير من هذه الأرباح في العام الأخير كانت وهماً، إذ كانت هذه الأرباح عبارة عن عمولات على معاملات كانت تقود في النهاية إلى خسائر كبيرة تتحملها شركاتهم. ومع ذلك وفرت هذه الأرباح الأساس الذي قامت عليه المكافآت الكبيرة الضخمة التي حصل عليها كبار العاملين في القطاع المالي<sup>(١٨)</sup>.

وقد بلغت فقاعة الرهن العقاري أوجها في أواسط عام ٢٠٠٦ بعد أن وصلت أسعار المنازل إلى أعلى مستوياتها ثم بدأت بالانخفاض، مما قاد إلى تزايد معدلات التعثر، خاصة في سوق العقار الثانوي ذي المخاطر الأكبر بسبب المقترضين العقاريين ذوي المخاطر الأعلى في سوق العقار وذلك لعدم وجود حسابات تقاعد لديهم يمكن السحب عليها، وكذلك عدم استطاعتهم الاقتراض من البنوك لضعف حالتهم، مما لم يترك لهم خياراً سوى التوقف عن الدفع على رهونات بيوتهم فتنزلوا عنها رهنًا للبنوك الدائنة. وقد أدى ذلك إلى انخفاض كبير في قيم الأوراق المالية الصادرة مقابل الموجودات الرهنية العقارية وكذلك في قيمة المشتقات القائمة كلياً أو جزئياً على أوراق مالية قائمة بدورها على مكونات الرهن العقاري الثانوي المنخفض القيمة.

ولأن العديد من الأدوات والمؤسسات المالية كانت تتعرض لمخاطر كبيرة مصدرها سوق الرهن العقاري الثانوي، فقد قاد ذلك إلى سلسلة من الضغوطات الائتمانية التي عصفت بالأسواق المالية، ابتداءً من شتاء ٢٠٠٧، وقد نتج عن ذلك أن فقد المستثمرون الثقة بأسواق مدى واسع من الموجودات والمؤسسات المالية مادام من غير الممكن عموماً معرفة مدى تعرضهم للدين العقاري المتعثر.

وقد كان من نتائج ذلك كله أن البنوك حول العالم قد تعرضت لخسائر كبيرة تزيد على (٢٠٠) مليار دولار، لها علاقة بانهيار أسواق العقار، ومن المحتمل أن تصل الخسائر إلى ما يقرب من تريليون

دولار، فإذا ما تعرضت الأسواق لخسائر أخرى فإن ذلك سيزيد من عدد البنوك التي ستصبح معسرة، مما سيزيد من الضغوط على البنوك العقارية، الأمريكية خاصة بنكي (فاني مي وفريدي ماك) الحكوميين والذين يمثلان العمود الفقري في سوق العقار الثانوي. كما أن سوق العقار والمؤسسات المالية المنكشفة بدرجة كبيرة أمام القطاع المالي، سيزيدان من التراجع الاقتصادي والذي سيفاقم بدوره من مشاكل القطاع المالي.

#### (<sup>d</sup>) LEINVEST

كان من الواضح عند تفاقم الفقاعة العقارية أن الاستخدامات السيئة لعمليات الإصدار والتوريق وحزم أوراق الرهون المصرفية لم تكن لتخطئها العين لمن كان معنياً بها. فنسبة سوق الرهن العقاري الثانوي كانت قد ارتفعت من ٩% في عام ٢٠٠٣ إلى أكثر من ٢٠% في عام ٢٠٠٥ في وقت كان فيه الاقتصاد الأمريكي يعاني من نمو ضعيف في فرص العمل ومن ركود في الأجور، وهو أمر كان ممكناً للمنظمين ملاحظته بسهولة وبالتالي إنذارهم بأن شيئاً ما كان خطأ ويسير بالاتجاه غير الصحيح، كما كانت هناك أمور أخرى كان على البنك الفدرالي وغيره من الجهات التنظيمية ملاحظته متمثلاً بالضغوط التي كانت تمارس على مقيمي العقارات لإصدار تقييمات عقارية مبالغ فيها، وهو أمر كان معروفاً على نطاق واسع في ذلك الوقت، وفي الوقت نفسه، كانت البنوك تدفع لوكالات الائتمان مقابل تصنيف سنداتهما، وهو ما كان يجب أن يثير اهتمام الجهات المنظمة، وهو ما لم تفعله لسوء الحظ.

وفي السياق نفسه، كان من المثير للدهشة السماح للبنوك في ما بعد مرحلة (إنرون) أن تحمل ديناً خارج ميزانيتها العامة بشكل شركات مستقلة تعرف باسم (Structured investment vehicles). حدث ذلك بالرغم من وجود العديد من وكالات التنظيم على مستوى الولايات والحكومة الفدرالية. غير أن البنك الفدرالي يتحمل اللوم الأكبر بالسماح لسوء استعمال الأدوات المالية في أسواق الائتمان مما سمح لفقاعة العقار المنزلي لأن تنمو دونما عائق. وكان خطؤه الأكبر يكمن في فشله استهداف الفقاعة العقارية ذاتها مباشرة. فقد خلقت الفقاعة مناخاً استطاعت فيه الإساءات المالية أن تستمر لسنوات عدة دون أن تتعرض للاكتشاف. وحين استمرت أسعار المنازل بالارتفاع لم تؤد الهندسة المالية إلى أية مشاكل خلال فترة الفقاعة. فقط حينما بدأت الأسعار بالانخفاض أصبح الائتمان المتزايد عندئذ يكون مشكلة.

ومع تتابع فقاعة الأسهم و فقاعة العقار واستمرارها ، تبنى البنك الفدرالي موقفاً ينظر إلى تلك الفقاعات المالية على أنها أحداث طبيعية، تماماً مثل الطقس، لا يمكن منعها، وليس هناك من شيء أكثر أهمية مما يستطيع البنك الاتحادي أو البنوك المركزية أن تفعله من ضمان ألا تنمو هذه الفقاعات إلى مثل هذه المدييات الواسعة "فالولايات المتحدة والاقتصاد العالمي يدفعان ثمناً غالياً لفشل (غرينسبان GRENSPAN) في القيام بعمله" كما يقول (BAKER) (P.81).

### الخلاصة

إن ما بدأ اضطراباً في بعض أجزاء سوق الرهون الثانوي الأمريكي SuB prime Mortgage Market صار إلى أزمة مالية دولية يعتبرها بعض المحللين التحدي الأكبر للنظام المالي الدولي منذ الكساد الكبير في ثلاثينيات القرن العشرين الماضي. وقد لخص صندوق النقد الدولي<sup>(٢٠)</sup> في تقرير له أصدره بتاريخ ٢٠٠٨/٤/٨ حجم الأزمة حتى ذلك التاريخ بما يلي:

١- بلغت الخسائر على الأوراق المالية القائمة على الرهونات العقارية، والتزامات الدين

الموثقة والموجودات ذات العلاقة، حتى مارس/ آذار ٢٠٠٨ ما يقرب من ٩٤٥ مليار دولار رفعها بعد شهرين من ذلك إلى ١ تريليون دولار، وهو يمثل حتى ذلك التاريخ أكبر خسارة مالية في التاريخ، متجاوزة الخسائر في الموجودات التي نتجت عن الأزمة المصرفية اليابانية في عقد التسعينات والتي بلغت (٧٨٠) مليار دولار، تتجاوز بشكل كبير الخسائر الناتجة عن الأزمة الآسيوية (١٩٩٧-١٩٩٨) التي بلغت (٤٢٠) مليار دولار، وخسائر أزمة روابط الادخار والإقراض الأمريكية في الفترة (١٩٨٦-١٩٩٥) والتي بلغت (٣٨٠) مليار .

٢- امتدت الخسائر لتشمل مدى واسعاً من أصناف المستثمرين على رأسهم البنوك التجارية التي تعرضت لخسائر تتراوح ما بين (٤٤٠) إلى (٥١٠) مليار دولار، تليها شركات التأمين (١٠٥) إلى (١٣٠) مليار دولار، وصناديق التقاعد (٩٠-١٦٠) مليار دولار، والحكومات (٤٠-١٤٠) مليار دولار، ومؤسسات مالية أخرى (١١٠-١٦٠) مليار دولار.

٣- وقد ساعدت الابتكارات في التوريق الرهني، في أوائل وأواسط العقد الأول من الألفية الثالثة، مانحي القروض على أن يبيعوا موجودات عالية المخاطر إلى مؤسسات مالية استثمارية حول العالم، مما عولم أزمة الرهن العقاري الأمريكية ومقارنة بالخسائر المصرفية الأمريكية تتعرض

المؤسسات المالية الأوروبية لخسائر رهيبية تصل إلى (١٠٣) مليار دولار. وضمن هذه المجموعة من المؤسسات المالية تواجه المؤسسات البريطانية خسائر في قيم موجوداتها تصل إلى (٤٠) مليار دولار وهو ما يقرب من مجموع الخسائر الأوروبية (٤٥) مليار دولار. أما المؤسسات المالية في آسيا وغيرها من المناطق فأقل من ذلك بكثير.

٤- أما ممارسات الإقراض غير الحصيفة، التي سرعت بالانهيار العقاري الثانوي الأمريكي، فإنها لا تقتصر على الولايات المتحدة فقط، بل امتدت إلى بريطانيا وهولندا وإيرلندا والعديد من الدول الأوروبية الأخرى.

٥- غير أن أسعار العقارات المنزلية في بلدان أوروبية أخرى مثل ألمانيا والنمسا وفنلندا، بالإضافة إلى كندا فقد بقيت وثيقة الارتباط بالأساسيات السوقية مع اختلافات واسعة بينها.

٦- ويشير توالي تعثر الشركات وتدني تصنيفات الدين في الولايات المتحدة وأوروبا إلى انتقال عدوى الأزمة العقارية إلى الشركات غير المالية وذلك عندما يعيد المقرضون التجاريون تسعير مخاطرهم ويقللوا الروافع المالية من محافظهم.

٧- ومع انكماش الإنفاق الأسري الناتج عن الأزمة العقارية فإن التشدد في إقراض الشركات يولد تباطؤاً في النمو الاقتصادي. ويتنبأ صندوق النقد الدولي أن معدل النمو العالمي سينخفض من ٤% عام ٢٠٠٧ إلى ٣% عام ٢٠٠٨. وتواجه الولايات المتحدة انخفاضاً حاداً من ٢% إلى ٥% مع احتمال كبير لحدوث انكماش طويل وعميق. أما في منطقة اليورو، وفي بريطانيا وكندا واليابان فمن المتوقع أن ينخفض النمو إلى ما بين ١% إلى ١% في العام ٢٠٠٨/٢٠٠٧.

وقد خفض كل من البنك الفدرالي الأمريكي وبنك انكلترا سعري الفائدة في محاولة منهما لتخفيض النمو الاقتصادي. ولكن هناك شكوكاً جدية حول فاعلية السياسة النقدية في ظل التراجع الحالي حيث لا ينبغ الانكماش في الائتمان العالمي من ارتفاع كلفة النقود بقدر ما ينبغ من تردد المؤسسات المالية في الاقتراض محاولة منها تحاشي المخاطر بسبب ميزانياتها المتعثرة، هذا في حين كان التضخم المتصاعد قد منع البنك المركزي الأوروبي من استخدام سلاح سعر الفائدة لحفز النمو.

وفي منتصف تموز ٢٠٠٨ انهار بنك أمريكي، وودعت الحكومة الأمريكية بدعم البنكين العقاريين العملاقين Fannie MAE و Freddie MAC اللذين كانا يواجهان خسائر بلغت (١٤) مليار دولار ناجمة عن أزمة القروض العالية المخاطر مما أشار إلى استمرار المشاكل في القطاع المالي، و إلى أن الدعم المذكور للبنكين العقاريين هو تعبير عن عدم السماح بانهيارهما لضخامتهما وأهميتهما الفائقة، خاصة في ظروف أزمة سكن فائقة. وتبلغ الديون العقارية الواجبة للشركتين حوالي ١ تريليون دولار. ثم جاء بنك عقاري ثالث هو INDY MAC ليمثل انهيار أكبر بنك أمريكي خلال ما يقرب من عقدين من الزمن، رغم أن الإخفاقات المصرفية هذه كانت أخف بكثير من المستوى الذي وصلت إليه في نهاية الثمانينات وأوائل التسعينات كما جرت الإشارة إليه سابقاً. كما أن التداعي المستمر في قطاع السكن خاصة وفي الاقتصاد عموماً قد أضاف ضغطاً آخر على ميزانيات المؤسسات المالية. ولكن الحكومة الأمريكية أبدت تصميمًا على ضمان منع النظام المالي من أن ينهار وذلك بتخصيصها أكثر من (٧٠٠) مليار دولار لهذا الغرض. وكانت العبرة من أزمة الائتمان حتى ذلك الوقت هي أنه في حين أن تدخل الحكومة الأمريكية قد يؤجل يوم الحساب، إلا أن علاجاً سريعاً يبدو أمراً مشكوكاً فيه.

وفي محاولة منها لتصحيح ميزانياتها والتخلص من الشطب المرتبط بالرهونات والذي تعرضت له المؤسسات المالية الأمريكية، فإن العديد من هذه المؤسسات قد عملت على استقرار أوضاعها من خلال رسملة إضافية. فقد تحسنت الثقة نسبياً بسوق الأسهم بعد دمج ( Bearn Sterns ) في أوساط مارس/ آذار نتيجة العون الذي قدمه البنك الفدرالي للتخفيف من مشاكل السيولة القائمة. غير أن استمرار الانخفاض في أسعار المنازل، وتزايد الاستيلاء عليها من قبل البنوك المقرضة، زاد من الضغوط على أسعارها وأسعار الأوراق المالية المرتبطة بها لدى المؤسسات المختلفة، مما نتج عنه احتمال تزايد الحاجة إلى إعادة رسملة المؤسسات المالية، خاصة عندما أضاف ضعف الاقتصاد إلى تدني سوق المنازل مصدراً آخر للديون المتعثرة. عندئذ أعلنت الحكومة أنها ستدعم ديون ورهونات المؤسسات التي ترعاها بأن تيسر لها الوصول إلى شبك البنك الفدرالي للإقراض وتزيد من خط الائتمان لدى دائرة الخزنة الحكومية، (أي وزارة المالية)، وأن تطلب من الأخيرة بأن ترسل تلك المؤسسات مباشرة، وحتى عند الضرورة شراء أسهم ملكية فيها.

وقد نبع موقف الحكومة هذا من اعتبار هذه المؤسسات (العقارية) أكبر حجماً وأكثر أهمية من أن يسمح لها بالانهيار، ذلك أنها تملك أو تضمن ما يقرب من نصف الرهونات في الولايات المتحدة. فقد كانت مسؤولة عام ٢٠٠٨ عن ضمان أو إصدار ثلثي مجموع الرهونات، وكان يحمل دينها، وعلى

نطاق واسع، صناديق التقاعد، والبنوك المركزية الأجنبية، وغيرهم من المستثمرين الكبار حول العالم. ولذا فإنه، في حين قد يكون تمويل الإنقاذ أو إعادة الرسملة الحكوميان في غير صالح دافعي الضرائب من المواطنين الأمريكيين (بشكل مطلوبات كبيرة على الحكومة)، فإن هذه المؤسسات تلعب دوراً حاسماً في سوق المنازل الأمريكي والنظام المالي الدولي بحيث لا يمكن المخاطرة بفشلها الممكن<sup>(٢١)</sup>.

أما الجهاز المصرفي الأمريكي فسيبقى بحاجة إلى رسملة إضافية ولكن، بعكس المؤسسات المصرفية التي ترعاها الحكومة، فإن حل المشاكل المصرفية والمؤسسات المالية الأخرى سيكون على أساس كل حالة بمفردها. ومثل ما كان عليه الحال مع هذه المؤسسات فإن هناك احتمالاً معقولاً لقيام الحكومة بوضع اليد على البنوك التي تتعرض للانهايار. وفي حين كانت مرحلة ما بعد إعادة رسملة (Bearn sterns) قد ساعدت العديد من المؤسسات المالية، فإن إصلاح الميزانيات كان حتى ذلك الوقت غير متكامل ويبقى خاضعاً لضغوط التدني المستمر في أسعار المنازل والضعف المتزايد في الاقتصاد. ووسط أكبر تحولات في صورة القطاع المالي تشهدها الولايات المتحدة منذ الكساد العظيم في ثلاثينيات القرن العشرين الماضي، طغت على السطح أنباء اندماجات بين ( مورجان ستانلي Morgan Stanly )، ثاني أكبر بنك استثماري أمريكي، وبنك الادخار (واشنطن ميوتوال Washington Mutual) وبنك الإقراض العقاري البريطاني HBCS. وجاءت صفقات الاندماج في أعقاب الخطوة المفاجئة التي اتخذها مجلس الاحتياط الفدرالي الأمريكي بتقديم قرض استثنائي بقيمة (٨٥) مليار دولار لإنقاذ مجموعة (A.I.G)، أكبر شركات التأمين في العالم. وجاءت هذه الخطوة في أعقاب عمليات الإنقاذ والإفلاس في وول ستريت، وجهود من جانب البنوك المركزية في مختلف أنحاء العالم لمد النظام المالي بالأموال للحيلولة دون انهياره. وجاءت هذه التطورات بعد أكثر قليلاً من أسبوع من تدخل الدولة لإنقاذ شركتي الرهن العقاري فاني مي وفريدي ماك، وبعد ستة أشهر من توسط مجلس الاحتياطي الفدرالي في بيع بنك الاستثمار المنهار (بيرسترنز) إلى G.P.A. MORGAN (جي بي أي مورغان)، كما شهد الأسبوع (١٢-١٩ أيلول ٢٠٠٨) اختفاء شركتين من أكبر الأسماء في وول ستريت بإشهار إفلاس ليمان برذر وبيع ميريل لنش إلى بنك (أوف أميركيا Bank Of America) .

وفي الوقت نفسه تهافت بنك (جولدمان ساش) و(مورجان ستانلي) للحصول على موافقة البنك الاحتياطي الفدرالي ليصبها شركتين مصرفيتين قابضتين خاضعتين لضوابط البنك المركزي فعلياً، مما يعني القضاء على نموذج العمل المصرفي الاستثماري الذي هيمن على وول ستريت طوال أكثر

من (٣٠) عاماً. وقد مثلت هذه الخطوة محاولة لإعادة الهدوء إلى أسواق المال المضطربة، وتتيح لكل من البنكين أخذ ودائع والحصول على تمويل بشكل أكثر يسراً، كما تمنحهما مزيداً من المرونة لشراء بنوك تجزئة. وجاء هذا التحول بمبادرة من المصرفين المذكورين اللذين هما الوحيدان اللذان لا يزالان قائمين بين البنوك الاستثمارية الأمريكية المستقلة عقب انهيار (ليمان برذرز) وشراء بنك (باركليز) البريطاني لبنك (ميريل لينش). ويعني هذا التحول أن المؤسسات التي كانت تتحرك بحرية مطلقة في السابق ستخضع الآن لقواعد وقيود صارمة من البنك المركزي، من بينها شروط مشددة لمتطلبات رأس المال. ومن شأن هذا أن يحد من قدرة البنكين على استغلال القدر الكبير من الأموال المقترضة في عمليات تداول لحسابه، وهو ما سيفقد بالتالي من فرص تحقيق الأرباح العملاقة التي كانا يحققانها قبل بدء أزمة الائتمان. وبموجب الترتيب الأخير تصبح الجهة التنظيمية الأولى المختصة بالإشراف على الشركتين الأم هي مجلس الاحتياطي وليس لجنة الأوراق المالية وأسواق الصرف – ولكن اللجنة ستواصل تنظيم أنشطة هذين البنكين في مجال الأوراق المالية. وفي مقابل تعزيز عملية الرقابة عليهما يصبح بوسع البنكين، الحصول من البنك المركزي على قروض طويلة الأجل بخصم دون ضمان من خلال (نافذة الخصم) كما يمكنهما الحصول على ودائع مصرفية تتمتع بتأمين مؤسسة تأمين الودائع المصرفية.

ولتغطية كلفة الإنقاذ البالغة (٧٠٠) مليار دولار طلبت الخزينة الأمريكية من الكونجرس رفع الحد الأقصى للدين الحكومي من (١) تريليون دولار إلى ١١ تريليون دولار، وتأتي خطة الإنقاذ بمستواها البالغ (٧٠٠) مليار دولار، بالإضافة إلى خطوات أخرى اتخذتها السلطات الأمريكية بالفعل، لترفع الإجمالي المخصص لمكافحة الأزمة إلى (١) تريليون دولار<sup>(٢٢)</sup>.

وهكذا، وكما قالت صحيفة "نيويورك تايمز" بعددها الصادر بتاريخ ١١ تشرين الأول ٢٠٠٨، "بدء بوش عهده في مواجهة أكبر هجوم إرهابي في الأرض الأمريكية، وسينهيه بأكبر كارثة مالية منذ العام ١٩١٤ متخلياً عن مبادئ حاول تسويقها منذ توليه الرئاسة في مجال دعم الاقتصاد الحر والمبادرة الفردية".

وقد خصصت الحكومة الأمريكية (٢٥٠) مليار دولار لشراء أسهم في عدد من البنوك الأمريكية الكبرى والمتعثرة، وتوسيع مظلة التأمين للقروض بين البنوك لفك الجمود في أسواق الائتمان الناجمة عن أزمة الرهن العقاري في سياق تنفيذ المرحلة الأولى من خطة الإنقاذ المالي التي أقرها الكونغرس في وقت سابق والتي قضت بتخصيص (٧٠٠) مليار دولار لها، وذلك بهدف سد الفجوة المالية الناجمة عن الخسائر التي تكبدتها البنوك بسبب أزمة الرهن العقاري. وأشار بوش إلى أن هذا



البرنامج مصمم بدقة بحيث يشجع هذه البنوك على إعادة شراء هذه الأسهم مرة أخرى من الحكومة حينما تستقر الأسواق وتجمع هذه البنوك رؤوس الأموال من مستثمري القطاع الخاص. كما تقرر توسيع مظلة التأمين التي توفرها المؤسسة الفدرالية للتأمين على الودائع. وأعلن بولسون – وزير الخزانة الأمريكي، أن تسعاً من أكبر المؤسسات المالية الأمريكية غير المتعثرة وافقت على مساهمة الحكومة الأمريكية في رؤوس أموالها من أجل مصلحة الاقتصاد الأمريكي. فيما أعلنت المؤسسة الفدرالية لضمان الودائع أنها ستضمن الديون الجديدة التي تحظى بأولوية لمدة ثلاث سنوات. و ينص البرنامج الذي أعلنته وزارة المالية الأمريكية على أن تشتري الحكومة أسهماً ممتازة في مؤسسات مالية مؤهلة بحيث لا تزيد الحصة عن (٢٥) مليار دولار أو (٣%) من الأصول المرجحة بالمخاطر. كما أعلن بنك الاحتياط الأمريكي عن عزمه شراء كميات كبيرة من الديون القصيرة الأجل<sup>(٢٣)</sup>.

### **الأسواق المالية: نظرة عامة على المخاطر!**

إن مراجعة دقيقة للأزمات المالية العديدة التي مرت بها الولايات المتحدة خاصة، وغيرها من الدول المتقدمة والنامية على السواء، وذلك رغم اختلاف ظروفها وتباين احتياجاتها، تظهر أن هناك في الأساس سبباً واحداً وراءها كلها يتلخص في وجود مؤسسات مالية تقرض أشخاصاً أو مؤسسات أو حتى دولاً دون ضمانات مناسبة وتكون احتمالات تسديدها محفوفة بالمخاطر، خاصة منها القروض الممنوحة لمضاربين في أسواق العقار أو أسواق الأوراق المالية، أو في أوراق العملات. وقد تسبب عن ذلك كله أزمات عملات وأزمات مصرفية وأزمات نقدية وأزمات عقارية في بلدان مختلفة على رأسها الولايات المتحدة في ظل تهاون المؤسسات الرقابية والتنظيمية، بما فيها البنوك المركزية بالالتزام بالقوانين والضوابط المنظمة لعمليات أسواق المال مما يقلل من احتمالات حدوث أزمات. وهذا ما دفع بأحد الاقتصاديين الأمريكيين، (جيفري د. شاش J. D. SACH)<sup>(٢٤)</sup> الأستاذ في جامعة هارفرد الأمريكية. إلى القول بأن التاريخ سيسجل "هذه الأزمة العالمية تحت عنوان "حماسة غرينسبان" [لأنها] كانت في الأساس من صنع مجلس إدارة بنك الاحتياطي الفدرالي. " أثناء فترة اتسمت بسهولة كسب المال وإلغاء التنظيمات المالية الرسمية منذ منتصف تسعينات القرن العشرين وحتى اليوم. ويرى (شاش) وكثير من الاقتصاديين الماليين الأمريكيين أن (جرينسبان) كان سبباً في تغذية فقاعتين، الأولى فقاعة الانترنيت أثناء الفترة من عام ١٩٩٨ حتى عام ٢٠٠١، ثم فقاعة الإسكان التي انفجرت خلال عامي ٢٠٠٧-٢٠٠٨. وفي كلتا الحالتين كانت الزيادة في قيم الأصول

سبباً في اقتناع الأسر الأمريكية بأنها أصبحت أكثر ثراء مما أغراها بالاقتراض لغرض الإنفاق على شراء المساكن والسيارات وغير ذلك من السلع الاستهلاكية. هذا في الوقت الذي كانت فيه أسواق المال متلهفة لإقراضهم بسبب عدم خضوع أسواق الائتمان لتنظيمات رسمية مما دفع بها إلى توسع متهور في الإقراض. وبسبب ازدهار أسعار الإسكان وسوق الأوراق المالية فقد قدرت الزيادة في صافي ثروات الأسر الأمريكية بما يقرب من (١٨) تريليون دولار أثناء الفترة ١٩٩٦-٢٠٠٦، مما زاد من معدلات الاستهلاك والارتفاع في أسعار المساكن حتى بلغت أوجها عام ٢٠٠٦، وكذلك بلغت أسعار الأوراق المالية أوجها عام ٢٠٠٧ عندما انهارت الفقاعتان فانمحت ثروة ورقية قدرت قيمتها حتى ذلك الوقت ما بين (١٠) إلى (١٥) تريليون دولار. وقد ترتب على ذلك<sup>(٢٥)</sup>:

أولاً- انخفاض حاد في الإنفاق الأسري بعد تراجع ثروات الأسر.

ثانياً- إفلاس عدد كبير من المؤسسات المالية التي اعتمدت المبالغة في اعتمادها على الروافع المالية مثل :

(Lehman Brothers ، Bearn Stearns) ، مما أدى إلى المزيد من الخسائر في ثرواتها و ثروات حملة الأسهم والدائنين والمزيد من خسائر الائتمان.

ثالثاً- خسرت البنوك التجارية أيضاً الكثير من صفقاتها، فضاع القدر الأكبر من رؤوس أموالها. مما سيقود إلى انحدار قروضها مستقبلاً.

رابعاً- كان إفلاس ( ليمان برذرز ) واقتراب مؤسسة التأمين العملاقة (AIG) من الإفلاس سبباً في إحداث نوع من الهلع المالي - جعل حتى الشركات القوية عاجزة عن الحصول على قروض مصرفية قصيرة الأجل أو بيع أوراق تجارية قصيرة الأجل . ويكمن التحدي التالي في التحرك من أجل استرداد رؤوس أموال البنوك التجارية كي تتمكن من العودة إلى إقراض الاستثمارات الأطول أمداً. كما أن التحدي المائل أمام صناع القرار السياسي يكمن في استعادة قدر كاف من الثقة للسماح للشركات للحصول على أرصدة ائتمانية قصيرة الأجل لتغطية رواتب موظفيها وتمويل أصولها.

ورغم أهمية هذه الخطوات إلا أنه من غير المحتمل أن تنجح في منع الركود لا في الولايات المتحدة ولا في غيرها من البلدان التي ضربتها الأزمة ، إذ من غير المتوقع أن تتمكن أسواق الأوراق المالية من استعادة عافيتها في وقت قريب بسبب تزايد فقر الأسر مما سيضطرها إلى تخفيض إنفاقها بصورة حادة، مما لا بد له من أن يجعل الركود أمراً محتوماً. وستكون الضربة الأشد من نصيب الولايات المتحدة، تشهد على ذلك الخسائر الهائلة التي تعرضت لها صناعة السيارات بأكبر شركاتها:

( جنرال موتورز ) و ( فورد ) و ( كرايسلر ) . وتزايد البطالة بحيث وصلت نسبتها إلى ما يقرب من ٧% .

إن النموذج الاقتصادي الذي تبنته أمريكا منذ تولي ( رونالد ريغان ) الرئاسة في العام ١٩٨١، وما تضمنه من انخفاض الضرائب وتخفيف التنظيمات، بل والتهاون في تطبيقها، قد أنتج فقاعة استهلاكية هائلة، وخلق فجوة تفاوت واسعة في الدخل، ونشوء طبقة دنيا ضخمة، واستغراق في الاقتراض الأجنبي، وإهمال البيئة والبنية الأساسية \_ وأخيراً \_ هذا الانهيار والفوضى الماليين الهائلتين<sup>(٢٦)</sup> .

وقد قام هذا النموذج على فلسفة (الليبرالية الجديدة New-liberalism ) التي قامت بدورها على (الكلاسيكية الجديدة New-Classism) التي قادتها مجموعة من اقتصاديي جامعة شيكاغو بزعامة الاقتصادي الأمريكي المعروف، حامل جائزة نوبل، (ملتون فريدمان) . وتقضي هذه الفلسفة بالحد من دور الدولة في الاقتصاد، وترك قوانين العرض والطلب تعملان بصورة حرة لكي يتحكما في الاقتصاد، في ظل القطاع الخاص الحر، وتصفية الملكية العامة، وتحويل كل نشاط إنساني إلى سلعة في السوق. ويعني ذلك ضمنا تخلي الدولة عن مسؤولياتها الاجتماعية تجاه مواطنيها.

وقد حدد رئيس صندوق النقد الدولي، (دومينيك شتراوس \_ كان)<sup>(٢٧)</sup>، خلال الاجتماع السنوي المشترك مع البنك الدولي، بتاريخ ١٣/١٠/٢٠٠٨، حدد أسباب الأزمة التي حاقت بأسواق المال العالمية في ثلاثة هي:

أولاً: إخفاق التنظيم والرقابة في الاقتصاديات المتقدمة.

ثانياً: فشل إدارة المخاطر في المؤسسات المالية الخاصة.

ثالثاً: الخلل في آليات ضبط الأسواق.

وقال : إن التحرك لمواجهة الأزمة المالية يجب أن يركز على ثلاثة مبادئ أساسية، أولها: أن تضع الحكومات أهدافاً محددة وواضحة لكي يتسنى لها فرص الإشراف الفعال على كيفية استخدام الأموال العامة.

وثانيها: أن تتضمن الخطط القومية، الشاملة ضمانات للمودعين وتطمينات للدائنين، وأن تتم معالجة مشكلة الأصول المتعثرة وتوفير السيولة اللازمة، وإعادة رسملة البنوك.

وثالثها: أن تتسم الإجراءات بالعدالة بحيث يكون لدافعي الضرائب نصيب في المكاسب التي تتحقق بانقضاء الأزمة، مشيراً إلى أن تجربة الصندوق مع نحو (١٢٢) أزمة مالية تظهر أن التكلفة التي

تقع على كاهل دافعي الضرائب لا تكاد تذكر بل ربما يجنون منها فوائد إذا تمت إدارة الأزمة بكفاءة.

ومن جانب آخر أفادت شبكة "سي أن أن" (CNN) التلفزيونية الأمريكية أن مكتب التحقيقات الفدرالي (FBI) فتح تحقيقاً يستهدف (٢٦) شركة عاملة في وول ستريت بتهمة الاحتيال ، وفي حق الشركات المالية الأمريكية العملاقة، مثل (ليمان برذرز) الذي أعلن إفلاسه، و (AIG) للتأمين التي حصلت على أموال حكومية لتفادي الإفلاس، وشركتي (فاني مي) و(فريدي ماك) العملاقين للرهن العقاري اللتين وضعنا تحت وصاية الدولة.

وأوضح مصدر مطلع أن الهدف من التحقيق هو معرفة ما إذا كان المسؤولون في هذه الشركات يتحملون مسؤولية في المصير الذي آلت إليه هذه المؤسسات، لا سيما مدراءها التنفيذيون، من خلال "تحريف المعلومات".<sup>(٢٨)</sup>

أما على الجانب الأوروبي، فقد صادقت القمة الأوروبية في اجتماعها في منتصف شهر تشرين الأول ٢٠٠٨ على خطة لإنقاذ المصارف وتوفير السيولة وتأمين ودائع المدخرين، بما يساعد على ضمان استقرار النظام المالي لمنطقة اليورو والبلدان الأخرى الأعضاء في الاتحاد الأوروبي. وتمثل الخطة جزء من سيناريو عالمي يضعه الاتحاد مع الولايات المتحدة والبلدان الغنية لإصلاح النظام المالي العالمي، وشدد الاتحاد الأوروبي على ضرورة أن تستهدف مبادرات الإصلاح ضمان الشفافية والمواصفات الشاملة والرقابة العابرة للحدود وإدارة الأزمات، وتفادي نزاع المصالح، وإنشاء نظام للإنذار المبكر، لضمان ثقة المدخرين والمستثمرين في كل بلد.

وأكدت القمة في ختام أعمالها التزام السلطات توفير السيولة بما يكفل الثقة والاستقرار. ووافقت القمة على حزمة من الإجراءات تتضمن خصوصاً تدخل الحكومات الأوروبية لإنقاذ المصارف من الإفلاس وضخ السيولة لتفعيل قنوات الإقراض فيما بينها حتى تتمكن من استئناف إقراض المؤسسات الصغيرة والمتوسطة<sup>(٢٩)</sup>.

## الآثار الاقتصادية للأزمات المالية

في حين تكون كل أزمة مالية بلا شك، متميزة، فإن جميع الأزمات المالية تتشابه في قواسم مشتركة صارخة وذلك من حيث تسارع أسعار الموجودات وتراكم الديون، وأنماط النمو، وعجوزات الحساب الجاري . ويسبق التحرير المالي معظم الأزمات التاريخية . أما في حالة الولايات المتحدة فإنه في

حين لم يكن هناك تحرير مالي قانوني، إلا أنه كان هناك في الواقع العملي تحرير فعلي، فقد كانت هناك كيانات مالية لا تخضع للتنظيم ، أو تخضع لتنظيم مخفف، ولكنها كانت تلعب دوراً أكبر في النظام المالي، تزيد دون شك من الاستقرار تجاه بعض أنواع الصدمات، ولكن، ربما كانت تزيد من الاضطراب تجاه أنواع أخرى .

وجاء التقدم التكنولوجي ليحد من تكاليف المعاملات في الأسواق المالية، ويوسع من تنوع الأدوات. ومع ذلك، فإن التشابهات الكمية والنوعية في تصاعد الأزمات المالية في الأقطار الصناعية في فترات ما بعد الحرب الباردة تستحق الملاحظة. ويبدو التضخم أقل وأفضل متابعة في الوقت الحاضر على مدى العالم، مما يبرهن على أنه عامل مخفف.

ومع أن الولايات المتحدة لا تعاني من عائق نظام سعر الصرف الثابت، إلا أن \_ من الناحية الأخرى \_ لا يوفر الانخفاض الظاهر في نمو الإنتاجية وفي أسعار المنازل دعماً لمواجهة الانكماش الائتماني، كما أن مما يستحق الذكر، أنه خلال التسعينات من القرن العشرين الماضي وقف النظام المصرفي الأمريكي وسيطاً بين فوائض مصدري النفط من جهة والمقترضين في الأسواق الناهضة من الجهة الأخرى في أمريكا اللاتينية وغيرها. ولكن في حين تم امتداح ذلك في حينه فإن إعادة تدوير الدولارات النفطية في السبعينات قادت في النهاية إلى أزمة الديون في الثمانينات مما قاد بدوره إلى ضغط حاد على بنوك المراكز النقدية.

ومع أنه من الصحيح في هذا الوقت، أن حجماً كبيراً من هذه الدولارات البترولية تتدفق مرة أخرى إلى الولايات المتحدة، غير أن العديد من الأسواق الناهضة تتمتع بفوائض في حساباتها الجارية مما يجعلها دائنة وليست مدينة. وبدلاً من ذلك، فإن جزء كبيراً من النقود قد تم عملياً إعادة تدويرها إلى اقتصاد نام داخل حدود الولايات المتحدة ذاتها. فقد تم توجيه تريليون دولار إلى سوق الرهن العقاري الثانوي الذي يتألف من أفقر المقترضين وأقلهم ملاءة اقتراضية في الولايات المتحدة.

### الخلاصة: *Q&A*

اجتمعت نخبة العشرين المكونة من مفوضية الاتحاد الأوروبي وحكومات تسع عشرة (١٩) دولة<sup>(٣١)</sup> تشمل أكثر من ثلثي سكان العالم (أي أربع مليارات نصفهم من الصين والهند)، وتملك حوالي ٩٠% من إنتاجه الاقتصادي، بينما يبقى خارج هذا الإطار حوالي ثلث سكان العالم في أكثر من ١٨٠ دولة يبلغ حجم ناتجها الاقتصادي زهاء ١٠% فقط – اجتمعت هذه القمة في واشنطن في الرابع عشر من تشرين الثاني ٢٠٠٨ \_ وتناولت إصلاح النظام المالي العالمي بهدف الخروج من الأزمة المالية العالمية، وقد توصلت القمة إلى توصيات محدودة يمكن تلخيصها بما يلي: <sup>(٣٢)</sup>

- ١- "تشديد قواعد مراقبة "أجهزة الرقابة" خصوصاً وكالات "التصنيف الائتماني" التي تراقب الوضع المالي على مستوى الدول والمؤسسات، والتي لم تتمكن في الأصل من التنبؤ بالخطر، أو لم تكن بسبب تركيبتها مؤهلة لذلك".
- ٢- "تشديد الأنظمة المتعلقة برؤوس أموال المصارف المالية، التي تمنح الزبائن قروضاً على أساس المخاطرة، وهو أصل المشكلة في الأزمة الحالية".
- ٣- "تشديد الأنظمة السارية على المؤسسات التي تعمل في قطاع المضاربات في الدرجة الأولى على الرغم من أن المضاربات لا تتلاعب بالأسعار فقط، بل تصنع أزمات كارثية كأزمة جنوب شرقي آسيا أو الأزمة الأوروبية قبل قيام منظمة اليورو".
- ٤- "تشديد الخطوط العامة المقررة لما يسمى "منتجات مالية معقدة في ميدان المضاربات".
- ٥- "العمل في المدى المتوسط للتخلص مما يسمى "واحات ضريبية" تجلب الاستثمارات إليها".

ومن ذلك يتضح أن القمة قد حصرت أسباب الأزمة في مبالغة المصارف في السعي للربح، وللمخاطرة، ونشر "منتجات مالية" محاطة بالغموض، أي "تبرئة المبادئ والقواعد، وحصر السبب في التطبيقات، وفي عدم النية لمخالفتها"<sup>(٣٣)</sup>.

وقد قامت هذه التوصيات على قاسم مشترك واحد هو تمكين النظام المالي العالمي القائم على الفكر الرأسمالي من إعادة إنتاج نفسه. وأظهر إعلان القمة أسباب الأزمة المالية العالمية في نطاق "تصرفات خاطئة" من جانب مسئولين في مصارف ومؤسسات مالية، ولم يتعرض لوجود خطأ أو احتمال وجوده في صلب قواعد اللعبة في النهج الرأسمالي، وهي التي تسمح بتلك التصرفات الخاطئة بداية".

ونحن نتفق، بالتالي، مع القول بأن القمة قد حاولت "الإبقاء على نظام مالي عالمي فاسد من أصله، وقائم على نسبية هيكلية لنهج رأسمالي فاسد من أساسه.

فما طرحته قمة العشرين من صيغ للعلاج ظل في حدود التعامل الجزئي مع بعض الظواهر، ولم يصل إلى معالجتها فيما تسبب من أخطار محلية في الدول الرأسمالية نفسها، بما في ذلك مواجهة الانكماش الاقتصادي الذي بات من المحتم أن يكون أعمق مفعولاً وأطول تأثيراً من سائر ما عرف بفترات الانكماش والركود مقابل النمو والانتعاش في العقود الماضية"<sup>(٣٤)</sup>.

وفي هذا السياق ذهب الاقتصادي الأمريكي المعروف (ستيغلنز J. Stiglitz) الأستاذ في جامعة كولومبيا، والحائز عام ٢٠٠١ على جائزة نوبل في الاقتصاد، وكبير اقتصاديي البنك الدولي سابقاً،

في مقالة له في صحيفة الـ ( Times ) اللندنية بتاريخ ١٧/١٠/٢٠٠٨<sup>(٣٥)</sup>، أن الرأسمالية قد تكون أفضل النظم الاقتصادية ولكنها ليست أكثرها استقراراً، ولذلك يجب أن تؤدي الرقابة الحكومية دوراً أساسياً في اقتصاد السوق، وهذه الرقابة هي السبيل إلى الحؤول دون تواتر الأزمات الاقتصادية . ويعود الفضل إلى العولمة في تصدير أزمة الرهونات العقارية الأمريكية إلى الخارج عن طريق بيع الرهونات (السامة) في أنحاء العالم. وأضعفت الأزمة الدولار، فواجهت أوروبا مشكلات في تصدير سلعها، مما أضعف اقتصاداتها، فنقلت الولايات المتحدة الركود إلى الخارج يوم باعت "الرهون السامة" في أسواقها فاضطر عدد من البنوك الأوروبية التي ابتاعت هذه الرهون إلى إعلان إفلاسها، فتفشى الذعر في صفوف المستثمرين. ويعود شطر آخر من الأزمة إلى ترابط الأنظمة المالية والاقتصادية . ويرى ( ستغليتز ) أن الخطوات الخمس التالية هي خريطة الحل:

- ١- توفير الرساميل للمصارف التي لم يعد لديها ما يكفي من الأوراق المالية جراء خسائرها، ففي ظل الظروف الراهنة يصعب على البنوك من أن ترفع قيمة أوراقها المالية، لذا على الحكومة أن تصدر أوراقاً مالية، ويجب تحويل الديون إلى أوراق مالية، ومن شأن هذه الخطوة تقليص حجم المساعدة الحكومية للمصارف.
- ٢- وقف مصادرة الملكيات المرهونة، ويجب مساعدة الناس على البقاء في منازلها المستملكة من خلال تحويل فوائد الرهن العقاري والتخفيضات الضريبية على الممتلكات إلى ديون ضريبية، وإصلاح قوانين الإفلاس للتعجيل في إعادة الهيكلة، مما سيخفض من قيمة الرهن العقاري لسعر المنزل عندما يكون دون قيمة الرهن.
- ٣- إقرار حوافز فعالة ورفع معدلات التأمين على البطالة وتشجيع الاستثمار في تأهيل البنى التحتية وتطور قطاع التكنولوجيا. ومثل هذه الاستثمارات ستحفز الاقتصاد على المدى القصير وتعزز النمو على المدى الطويل.
- ٤- إعادة الثقة في الأسواق المالية عن طريق إقرار إصلاحات منظمة وضابطة. فمرد المشكلة المالية الحالية يكمن في القرارات السيئة للمصارف وفشل القواعد الناظمة.
- ٥- إنشاء وكالة فعالة متعددة الأطراف في وقت يتعاضم فيه ترابط النظام الاقتصادي الشامل، وتكاد أن تكون استعادة الأسواق المالية الأمريكية فعاليتها مستحيلة في حال اضطرت إلى مراعاة (٥٠) خمسين قانوناً حكومياً وتنظيمياً. ويحتاج العالم اليوم إلى نظام مالي جديد يواكب سير العولمة ويلانم مرحلة ما بعد الحرب الباردة وما بعد الأزمة المالية

الكبرى، ويطوي صفحة النظام المالي الموروث من غداة الحرب العالمية الثانية. فلا رجاء ينتظر من انتهاج سياسة مالية أحادية في عالم الاقتصاد المترابط. وأخيراً يرى (ستيغلنز) أن الاقتصاد الأمريكي يمر في وضع حرج، وأن الإجراءات التي اتخذتها الحكومة الأمريكية لحد الآن إنما ستعمل على وقف الانهيار لفترة قصيرة، أما على المدى البعيد فإن السياسة الضرورية لا بد أن تشمل على المحاور التالية<sup>(٣٦)</sup>:

- ١- تعديل قانون الضرائب الأمريكي حتى يصبح أداة لإعادة توزيع الدخل القومي لصالح الفقراء والطبقة الوسطى.
- ٢- تنظيم عمل أسواق المال بشكل تعود معه إلى مزاولة دورها الاقتصادي الهام وتكف عن كونها "كازينو قمار" كما هي عليه الآن.
- ٣- إعادة النظر في قوانين مراقبة الشركات وتفعيل دور القطاع العام في مجالات إنتاج السلع والخدمات العامة.
- ٤- إيقاف الحروب الأمريكية في العراق وأفغانستان والكف عن التعامل مع العالم من وجهة نظر "المحافظين الجدد".

ويبقى العنوان الرئيسي الذي يتحدث عنه (ستيغلنز) هو أن الأزمة الراهنة هي بمثابة إعلان مدو عن إفلاس فلسفة "الليبرالية الجديدة"، وفشل قوتها الضاربة التي تدعى إيديولوجية "المحافظين الجدد".

ولنا لهذا الموضوع عودة : فماذا بقي من الرأسمالية ؟ وما هو مستقبلها ؟ وإلى أين تسير ؟



## المصادر

- 1- INTERNATIONAL MONETARY FUND, (1991), "EFFECTIVENESS OF MONETRAY POLICY AFTER FINANCIAL LIBERATION", WORLD ECONOMIC OUTLOOK, (MAY, 1994, SUPPLEMENT NOTE (5), PP. 105-108.
- 2- G. HASLER, (2002), "THE GLOBALIZATION OF FINANCE", FINANCLE AND DEVELOPMENT, (MARCH 2002, VOL. 39, NO. 1).

٣- أنظر حول هذه التطورات حتى تسعينات القرن العشرين الماضي: عبد المنعم السيد علي وهيل الحنابي، (١٩٩٤)، العلاقات النقدية الدولية – (بغداد: الجامعة المستنصرية). الصفحات ١٤٩ – ١٥٦. أما للفترة بعدها حتى عام ٢٠٠٣ فانظر

- A. C. SHAPIRO, (2003), MULTINATIONAL FINANCIAL MANAGEMENT, (N.Y: WILEY)

٤- أنظر متابعة جيدة لذلك في:

- F. S. MISHKIN AND S. G. EAKINS, (2006), 5<sup>TH</sup> ED. FINANCIAL MARKETS AND INSTITUTIONS, (N.Y: PEARSON, ADDISION WESELY) RP. 526-543.

٥- المصدر نفسه.

٦- المصدر نفسه ص ٤٨٦-٤٨٨.

٧- المصدر نفسه – ص ٤٨٩.

٨- المصدر نفسه ص ١٤٥.

- 9- J.E. HUGHES AND S.B. MACDONALD, (2002), INTERNATIONAL BANKING, TEXT AND CASES, (N.Y: ADDISION WESELY) P. 245.
- 10- MISHKIN AND EAKINS, OPCIT, PP. 360-361.
- 11- HUGHES AND MACDONALD, OPCIT, PP. 247-248.

12- R. LOWENSTEIN, (2000), "WHEN GENIUSE FAILED: THE FALL OF LONG TEARM CAPITAL MANAGEMEN, (N.Y.: RANDOM HOUSE). PP. 234-235.

نقلا عن :

HUGHES AND MACDONALD, OP.CIT, P. 246.

13- MISHKIN AND EAKINS, OP. CIT, P. 553.

14- IBID. PP. 247-248.

15- D. BAKER, (2008), 'THE HOUSING BUBBLE AND THE FINANCIAL CRISIS, REAL WORLD ECONOMIC REVIEW, CENTER FOR ECONOMIC AND POLICY RESEARCH, U.S.A, ISSUE NO. 46, MAY 20, P. 73.  
<HTTP://WWW.PAS.COM.MET/PAEREVAW/ISSUE46/BABELS46.BDF>.

وفي البحث متابعة جيدة للأزمة المالية الأمريكية، وقد استندنا إلى هذا البحث في هذا الجزء من الدراسة 73-81 pp.

16- Ibid., p.77.

17- Ibid., p.78.

18- Ibid., p.79.

19- Ibid., p.80-81

٢٠- نقلا عن :

D.BARTLETT, (2008), "FALLOUT OF THE GLOBAL FINANCIAL CRISIS ", RSM INTERNATIONAL, THE WORLD WIDE AUDIT , TAX AND CONSULTING NET WORK –APRIL 2008 .

21- D. HOFSCIRE, (2008), "FINANCIAL CRISIS BACK IN THE SPOTLIGHT" MARKET ANALYSIS, RESEARECH AND EDUCATION, JULY 4, 2008.

٢- صحيفة الدستور الأردنية –الثلاثاء ٢٣ أيلول ٢٠٠٨ نقلا عن وكالة رويتر

- ٢٣- صحيفة الدستور الأردنية - ١٥ تشرين الأول ٢٠٠٨ نقلا عن وكالة رويترز
- ٢٤- جيفري دي ساش ، ٢٠٠٨ " الإزهار والانهيار ، ثم استعادة العافية " ، مجلة الخليج الإلكترونية ، الأربعاء ٢٩ تشرين الأول ٢٠٠٨ .
- HTTP : [\\www. Alkhaleeg.ae/porral](http://www.Alkhaleeg.ae/porral).
- ٢٥- المصدر نفسه .
- ٢٦- المصدر نفسه .
- ٢٧- نقلا عن صحيفة الدستور الأردنية - ١٥ تشرين الأول ٢٠٠٨ .
- ٢٨- نقلا عن صحيفة الحياة اللندنية ، ٢٥ أيلول ٢٠٠٨ نقلا عن وكالة رويترز.
- ٢٩- نقلا عن صحيفة الحياة اللندنية بتاريخ ١٤ تشرين الأول ٢٠٠٨
- ٣٠- انظر في ذلك :
- M . REINHART AND K .S . ROGOFF, (2008), "IS THE 2007 U.S. SUBPRIME FINANCIAL CRISIS SO DIFFERENT? AN INTERNATIONAL COMPARISON " .
- ٣١- تشمل بالإضافة إلى البلدان المتقدمة اقتصاديا بلدانا ناهضة على رأسها الصين والهند والمكسيك والأرجنتين والبرازيل بالإضافة إلى السعودية.
- ٣٢- خليل حسين ، (٢٠٠٨) ، " هل وضعت قمة العشرين أساسا لنظام مالي جديد ؟ " ، نشرة الخليج ٢- كانون الأول ٢٠٠٨ .
- ٣٣- المصدر نفسه .
- ٣٤- المصدر نفسه .
- ٣٥- نقلا عن صحيفة الحياة اللندنية ، ٢٢ تشرين أول ٢٠٠٨ .
- ٣٦- - نقلا عن فيصل مصطفى النقيب "الاقتصاد السياسي لأزمة أسواق المال العالمية" صحيفة الدستور الأردنية: ١٨ تشرين الأول ٢٠٠٨-١٩ تشرين الأول ٢٠٠٨-٢٠ تشرين الأول ٢٠٠٨ .