

## المحاضرة الحادية عشرة

### الأزمة المالية والاقتصادية العالمية 2008

واجه العالم عام 2008 واحدة من أصعب الأزمات المالية، التي تحولت إلى أسوأ أزمة اقتصادية عالمية منذ الكساد الكبير 1929. لقد بدأت الأزمة في الولايات المتحدة الأمريكية نتيجة تدهور السوق الأمريكية للرهون العقارية عالية المخاطر في صيف 2007، أدت إلى خسائر ضخمة لحقت بالمؤسسات المالية والأسواق المالية الأمريكية. ونظرا لترابط وتشابك مكونات النظام المالي والاقتصادي في عالم تهيمن عليه العولمة وتقوده الولايات المتحدة، انتقلت الأزمة إلى جميع بلدان العالم، لتصبح أزمة مالية عالمية بحلول خريف 2008، وتسارعت وتيرتها أكثر من المتوقع في عام 2009، ما أدى إلى انكماش حاد في الناتج والتجارة العالميين.

1- نشأة وتطور الأزمة المالية والاقتصادية العالمية: نسعى من خلال هذا الجزء إلى التعرف على جذور الأزمة وتطوراتها السريعة، وكيف تحولت من أزمة أمريكية إلى أزمة مالية واقتصادية عالمية. وذلك من خلال عرض المراحل الأساسية التي مرت بها، وآليات انتقالها من الولايات المتحدة إلى باقي بلدان العالم.

1-1 تشكل الفقاعة العقارية، شهدت سوق الرهن العقاري الأمريكية ازدهارا كبيرا خلال الفترة (2001-2006)، نتيجة تفاعل عوامل عديدة كان أهمها:

1-1-1 زيادة حجم السيولة في الاقتصاد الأمريكي: لقد كانت الفوائض التجارية للبلدان الناشئة والنفطية السند الأساسي في ازدهار الاقتصاد الأمريكي في السنوات قبل الأزمة، فقد أدى ارتفاع أسعار النفط في تلك الفترة إلى تحقيق فائض في ميزان مدفوعات البلدان المصدرة لهذه المادة، التي استغلت هذه الفوائض واتبعت إستراتيجية خاصة تمثلت في تقبل الأخطار والبحث عن عوائد عالية في الأسواق المالية الأمريكية. كما استطاعت البلدان الناشئة أن تحقق فائضا في الميزان التجاري ابتداءً من سنة 2002 وفي مقدمتها الصين التي حققت فائضا في ميزان مدفوعاتها بلغ 9 بالمائة من الناتج المحلي الإجمالي عام 2006، وقد وفر هذا للصين سيولة نقدية كبيرة، فضلت الصين استثمارها في الولايات المتحدة بشراء سندات الخزنة الأمريكية والسندات المضمونة برهون عقارية مما زاد فائض السيولة لدى البنوك والمؤسسات المالية الأمريكية مما سمح لها بتوسيع دائرة الإقراض.

2-1 التراخي وتخفيض معايير الاقتراض: أمن صناعات السياسات الاقتصادية في الولايات المتحدة منذ أواخر السبعينيات من القرن العشرين وحتى عام 2006 بقدرة الأسواق الحرة على أن تصحح نفسها دون الحاجة إلى التدخل الحكومي، فتزايدت عمليا تحرير سوق الرهن العقاري، وغابت الرقابة الحكومية على القطاع المصرفي وشركات الرهن العقاري، وألغيت معظم الإصلاحات والقيود التي أقرتها خطة (New Deal) وكانت النتيجة التغاضي والتراخي في شروط منح الائتمان، ومنحه إلى مقترضين غير مؤهلين أو من الدرجة الثانية يحمل معه مخاطر ائتمان كبيرة، لذلك ركزت على منح القروض العقارية والضمان هو رهن العقار

3-1 السياسة العامة لدعم تملك العقار في الولايات المتحدة: من العوامل التي ساعدت في تشكل الفقاعة العقارية وجود قوانين تدافع عن حق المواطن الأمريكي في الحصول على سكن بغض النظر عن العرق أو السن كما تحت البنوك والمؤسسات المالية على تلبية طلبات المواطنين المتعلقة بالقروض العقارية وخصوصا لفئات اجتماعية ذات الدخل

الضعيف. كما كانت عملية تقييم دور المؤسسات المالية المحلية في تنمية الاقتصاد المحلي تتم وفق معايير صارمة من بينها حجم القروض الممنوحة للمواطنين لاقتناء سكن عائلي، ونتائج هذا التقييم سوف يكون لها رد فعل ايجابي أو سلبي من طرف السلطات المحلية عند طلب فتح فرع جديد. ومن ناحية أخرى تم تشجيع الشركات العقارية على التوسع في مشروعات الإسكان لتلبية طلبات الحصول على المساكن. وهكذا أخذت البنوك والقروض العقارية تنتشر في المناطق الجديدة للولايات المتحدة التي تضم المهاجرين الجدد والراغبين في ملكية العقارات والمساكن وخاصة محدودي الدخل وذوي الملاة المالية الضعيفة.

4-1- ارتفاع أسعار العقارات: منذ انفجار فقاعة الانترنت (2000-2001)، أصبحت العقارات أفضل أنواع الاستثمار والملاذ الآمن للكثير من المستثمرين. فأخذت أسعارها في الارتفاع، وقد بلغت نسبة ارتفاع في هذه الأسعار في الولايات المتحدة خلال الفترة (2000-2006) ما يقرب 60 بالمائة وكانت هذه الزيادة نتيجة للارتفاع الكبير في الطلب على المساكن بسبب سهولة الحصول على القروض العقارية- كما سبق ذكره-، وبسبب السياسة النقدية التوسعية التي اتبعتها الحكومة الأمريكية لمواجهة ركود عام 2000، إلى جانب التوقعات المفرطة التفاؤل حول الارتفاع المتواصل في أسعار العقارات وخاصة المنازل، مما شجع توقعات المقرضين ( البنوك و غيرها من المؤسسات المالية) للتراخي في شروط الائتمان والتوسع في منح القروض.

5-1- انخفاض أسعار الفائدة: من المعروف أن سعر الفائدة يعد من أهم أدوات السياسة النقدية، والسياسة النقدية هي من اختصاص السلطات النقدية الممثلة في البنوك المركزية التي تستخدم هذه الأداة عن طريق رفع أسعار الفائدة أو خفضها حسب مقتضيات الموقف الاقتصادي للبلد. وعلى إثر انفجار فقاعة الانترنت قام الاحتياطي الفيدرالي بخفض أسعار الفائدة من 6,5 بالمائة في نهاية عام 2000 إلى 1 بالمائة نهاية عام 2004.

ومع انخفاض أسعار الفائدة، والتساهل في شروط الإقراض العقاري، وكذا الزيادات الكبيرة في أسعار العقارات، زاد التوسع في الاقتراض، فبعد أن ارتفعت أسعار العقارات أصبحت قيمة منازل محدودي الدخل تتعدى قيمة الشراء الحقيقية، فقام هؤلاء- محدودي الدخل- بأخذ قروض جديدة مقابل ارتفاع قيمة العقار وذلك برهن جديد، مع العلم أنهم لم يسددوا بعد قيمة منازلهم ( القرض الأول). فكانت النتيجة زيادة حجم قروض الرهن العقاري التي بلغت ذروتها في أواخر عام 2006. ( ماتجدر الإشارة إليه أن أسعار الفائدة متغيرة وليست ثابتة، حيث ترتفع هذه الأسعار بصفة تلقائية كلما رفع الاحتياطي الفيدرالي سعر الفائدة)

6-1- التوريق: لم تكتف البنوك والمؤسسات المالية بالتوسع في هذه القروض العالية المخاطر بل استخدمت المشتقات المالية (التوريق)<sup>1</sup> لتحويل تلك القروض إلى أوراق مالية (سندات) ذات سيولة عالية تباع وتشتري في الأسواق المالية. وأقبل الأمريكيون والأجانب أفرادا وشركات ومؤسسات مالية على شراء هذه الأوراق المالية، مع التأمين عليها لدى إحدى

<sup>1</sup>التوريق، هو عبارة عن تقنية تسمح بتحويل القروض إلى أوراق مالية قابلة للتداول، حيث تقوم المؤسسة المالية بمجموعة (حزمة) من الديون المتجانسة والمضمونة بأصول ووضعها في صورة دين واحد ثم عرضه على الجمهور من خلال مؤسسة متخصصة في الاكتتاب (المصدر) في شكل أوراق مالية

شركات التأمين مقابل دفع رسوم تأمين، وفي نظير ذلك كانت شركة التأمين تضمن له سداد قيمة الورقة المالية إذا أفلس البنك أو صاحب المنزل. الأمر الذي شجع المستثمرين في جميع أنحاء العالم على اقتناء المزيد من هذه الأوراق.

كل هذه العوامل شجعت على المزيد من الاقتراض بهدف شراء العقارات إما للاستثمار طويل الأجل أو من أجل المضاربة، فانتفخت الفقاعة العقارية حتى وصلت إلى ذروتها عام 2006. وحسب آراء بعض المحللين والاقتصاديين أن أسعار العقارات كان مبالغ فيها بما يقرب 30 بالمائة في عام 2006.

2- انفجار الفقاعة: وفي شهر أوت من عام 2007 انفجرت الفقاعة، حيث هبطت قيمة العقارات، ولم تعد الأسر الأمريكية قادرة على سداد ديونها حتى بعد بيع العقارات المرهونة. ومن أهم العوامل التي ساهمت في انفجار الفقاعة العقارية:

1-2- ارتفاع أسعار الفائدة: قام البنك الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي خلال عامي 2005 و2006 برفع معدل الفائدة لمواجهة الضغوط التضخمية التي كان يعاني منها الاقتصاد الأمريكي، حيث قدر معدل التضخم بـ 3,04 بالمائة و 3,2 بالمائة على التوالي. وهكذا قام الاحتياطي الفيدرالي برفع معدل الفائدة أكثر من مرة خلال عامي 2005 و2006 إلى أن وصل إلى 5,25 بالمائة أواخر عام 2006 وبداية 2007.

2-2- التخلف عن السداد: عند رفع معدل الفائدة من قبل الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي، قامت البنوك والمؤسسات المالية الأخرى المقرضة بدورها برفع أسعار الفائدة على المقترضين- حسب شروط العقد- وأدى هذا إلى زيادة في قيمة الأقساط الواجبة الدفع، وفي ظل التغاضي عن السجل الائتماني للمقترضين وقدرتهم على السداد، أصبحت الأقساط الشهرية لا تطاق للكثير من الأسر الأمريكية التي أصبحت غير قادرة على التسديد. وهكذا بدأت هذه القروض تشكل عبئا ماليا على الأسر الأمريكية منذ نهاية عام 2006 وحتى بداية عام 2007، فترة ارتفاع أسعار الفائدة. وكان على البنوك والمؤسسات المالية المقرضة أن تحجز على المنازل لبيعها واسترداد أموالها. وقد بلغت إجراءات الضبط والحجز أكثر من 300 ألف حالة في أواخر الثلاثي الأخير من عام 2006، واستمرت حالات الحجز لتصل في أواخر عام 2007 أكثر من 500 ألف حالة، أي بزيادة قدرت بـ 66 بالمائة خلال عام واحد فقط.

وبازدياد عدد حالات الحجز ازداد عدد المنازل المعروضة للبيع، مما دفع بقيمة العقارات إلى الانخفاض بشكل كبير- بعد أن كانت الأسعار في تزايد مستمر- حتى انهارت بشكل حاد في شهر أوت من عام 2007.

3- انتقال الأزمة إلى النظام المالي الأمريكي: كان القطاع المالي هو القسم الثاني أو المحطة الثانية في المعاناة من الهبوط بعد قطاع العقارات. فبعد انهيار سوق العقارات عجزت قيمة العقار من تغطية قيمة قروض الرهن العقاري، وتسبب ذلك في خسائر كبيرة للبنوك والمؤسسات المالية، ثم دخلت الأزمة منعطفا جديدا، حيث حدثت سلسلة من الاندماجات القسرية، وحالات إشهار الإفلاس التي طالت العشرات من البنوك والمؤسسات المالية العملاقة.

وكانت البداية في مارس 2008، عندما ساعد بنك الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي بنك (JP Morgan Chase) لشراء بنك الأعمال الأمريكي (Bear Stearns)، كما أعلن أحد أبرز البنوك الأمريكية (Bank of America) الاندماج مع بنك آخر للأعمال هو (Merrill Lynch Bank) عن طريق الاستحواذ. وفي الحادي والعشرين من سبتمبر 2008، اضطر بنكا

الأعمال (The Goldman Sachs) وبنك (Morgan Stanley) إلى التحول لمجموعتين مصرفيتين قابضتين. وواجه بنك (Lehman Brothers) صعوبات جمة، حيث قام بإسقاط أصول مالية بقيمة 5,6 مليار دولار في الربع الثالث من عام 2007، وأعلن عن خسارة بلغت 3,9 مليار في الربع الثاني من عام 2008، ثم تفاقمت الأزمة وأشهر إفلاسه في 15 من سبتمبر عام 2008، عقب فشل جهود بذلت من إدارة البنك لإنقاذه.

وسرعان ما شمل الإفلاس بنوك أمريكية كبرى، حيث شهد يوم 25 سبتمبر 2008 أكبر انهيار مصرفي فقد قامت السلطات الفيدرالية في هذا اليوم بغلق بنك (Washington Mutual) التي تزيد أصوله عن 300 مليار دولار، وتم بيعه بقيمة اسمية لا تتعدى 69 مليار وفي بداية شهر نوفمبر قررت إغلاق بنك (Freedom) ليصبح البنك السابع عشر الذي ينهار تحت تأثير هذه الأزمة. كما تم خلال نفس الشهر إغلاق بنك (Franklin) وبنك (Security)، ليصبح عدد البنوك التي تم إغلاقها في ظرف شهرين فقط تسعة عشر بنكا.

ولم يختلف الوضع كثيرا بالنسبة لشركات التأمين، فلقد انعكس تعثر أصحاب القروض العقارية التي تم توريقها على شكل سندات مضمونة برهون عقارية والتي انخفضت قيمتها في الأسواق المالية الأمريكية بأكثر من 70 بالمائة على هذه الشركات، عندما طالب المستثمرون الذين قاموا بالتأمين على هذه الأوراق بحقوقهم لدى شركات التأمين. فكانت النتيجة أن أعلنت أكبر شركة تأمين في العالم (AIG) عدم قدرتها على الوفاء بالتزاماتها اتجاه 64 مليون عميل تقريبا، ما دفع بالحكومة الأمريكية إلى منحها مساعدة مالية وإنقاذها من الفشل.

وقد ترتب عن كل هذا، انهيار الثقة في القطاع المالي والمصرفي بأكمله، فبعد حالات الإفلاس التي عرفتها المؤسسات المالية السابق ذكره بسبب وضعها السيئ، أصاب الذعر المودعين في المؤسسات المالية الأخرى ومن ثم لجوئهم إلى سحب ودائعهم بصورة مفاجئة مما أدى إلى انهيار تلك المؤسسات بالرغم من أن وضعها المالي كان جيدا وسليما. كل هذا تسبب في مشكلة ضائقة السيولة (التجمد الائتماني).

لقد أدى انعدام الثقة في القطاع المصرفي إلى هبوط شديد و متسارع في أسهم هذا القطاع منذ صيف 2007. كما حدثت حالة من الذعر المالي عند المستثمرين في بورصة (Wall Street) بعد الإعلان عن إفلاس بنك (Lehman Brothers) ، مصحوبة بمخاوف إقدام المزيد من البنوك على خطوات مماثلة، قادتهم إلى الاندفاع إلى بيع الأسهم في بداية التعاملات، وكان عرض الأسهم يفوق وبشكل كبير الطلب عليها، الأمر الذي أدى إلى هبوط حاد في أسعار الأسهم في البورصة وحدثت الكارثة في يوم الاثنين 15 سبتمبر 2008، حيث هبط مؤشر (Dow Jones) بمقدار 679 نقطة في يوم واحد أي ما يعادل 7,3 بالمائة، وتراجع كل من مؤشر (S&P 500) ومؤشر (NASDAQ) بنسبة 7,6 بالمائة و5,47 بالمائة على التوالي. وفي يوم الاثنين التالي لحدوث الأزمة 22 سبتمبر 2008، أي بعد أسبوع من إعلان الإفلاس تعرضت البورصة الأمريكية لأكبر خسارة لها على مدى ثلاث سنوات، حيث تراجع مؤشر (S&P 500) بنسبة 8,79 بالمائة وفقد مؤشر (NASDAQ) 9,14 بالمائة من قيمته.

واستمر هذا الاتجاه التنازلي خلال عام 2008، مما جعل مؤشر (Dow Jones) يسجل انخفاضا كبيرا من مستوى 13043 نقطة بداية عام 2008 إلى 8775 نقطة في نهاية عام 2008، مسجلا بذلك تراجعا بلغت نسبته 32 بالمائة.

4- انتقال الأزمة إلى الاقتصاد العيني (الحقيقي) الأمريكي، ما لبثت أن ظهرت تداعيات هذه الأزمة المالية على جوانب الاقتصاد الحقيقي الأمريكي، حيث حصلت تراجعات كبيرة في أداء الأنشطة الإنتاجية للاقتصاد الأمريكي. فحالة التجمد الائتماني التي وقع فيها النظام المصرفي أدت إلى انكماش مصادر التمويل للشركات الصناعية والإنتاجية مما أدى إلى تقليص الأنشطة وربما الإغلاق، ما نتج عنه فقدان الملايين من الأمريكيين وظائفهم، ومن ثمّ إضعاف الطلب الاستهلاكي. فبعد فترة طويلة أنفق خلالها المستهلكون الأمريكيون ما يزيد كثيرا عن دخولهم، في عام 2008 بدأوا يستسلمون للضغوط المجمعّة للأسعار الأكثر ارتفاعا، وخسائر البطالة ونقص توافر الائتمان، إلى جانب تخوفهم من الكساد، ما دفعهم للاقتصاد في إنفاقهم استعدادا لتحمل الأعباء في مسيرة قد تكون طويلة. هذا الانخفاض الذي حدث في الإنفاق الاستهلاكي فاقم من هبوط الطلب على المنازل، كما قوض أيضا قوة قروض السيارات، وبطاقات الائتمان، مما زاد الضغط على ميزانيات البنوك والمؤسسات المالية، وزيادة تراجعها عن الإقراض لقطاع الأعمال، فتراجع الاستثمار تراجعاً ملحوظاً، ما أدى في النهاية إلى تراجع الناتج المحلي الإجمالي بنسبة تزيد عن 6 بالمائة في الربع الرابع من عام 2008 و 5,7 بالمائة في الربع الأول من عام 2009 وارتفعت نسبة البطالة إلى 8,5 بالمائة، كل هذا دفع البلاد إلى هاوية الركود الاقتصادي.

#### 5- تحول الأزمة الأمريكية إلى أزمة مالية و اقتصادية عالمية

نظرا لتربط الاقتصادات وتداخلها عبر قنوات الأسواق المالية والتجارة الخارجية وغيرها، فقد أقلت الأزمة الأمريكية بظلالها وبسرعة كبيرة على معظم الاقتصادات المتقدمة، ومن ثمّ انتشرت على الصعيد العالمي. وفيما يلي توضيح لكيفية انتقال هذه الأزمة عبر القنوات المختلفة:

- قناة الأسواق المالية، تعتبر الأسواق المالية أسرع الأسواق نقلا للأزمات، فقد انتقلت الأزمة الأمريكية بسرعة إلى باقي بلدان العالم عن طريق هذه القناة. نتيجة لعدة أسباب من أهمها:

- ارتباط الأسواق المالية العالمية وانفتاحها على بعضها؛
- وجود المشتقات المالية<sup>2</sup> وخاصة التوريق، الذي كان له الدور الكبير في انتقال العدوى، فقيام البنوك والمؤسسات المالية الأمريكية بتحويل الكثير من القروض العقارية عالية المخاطر (دون الممتازة) إلى سندات وطرحها إلى التداول في البورصات الأمريكية، تم اقتناؤها من قبل مستثمرين أمريكيين وأجانب من طرف صناديق استثمار وبنوك ومختلف المؤسسات المالية من مختلف أنحاء العالم. وقد كانت معظم الحيازات الخارجية من هذه الأصول الأمريكية (الأوراق

<sup>2</sup>المشتقات المالية: ظهرت خلال سنوات السبعينيات عدد من الأدوات والمنتجات المالية وأدوات استثمار معقدة بشكل لم يسبق له مثيل. وكان من بين هذه المنتجات عقود المشتقات المالية كأدوات صاحب ظهورها تعاضد ظاهرة تقلب أسعار الفائدة وأسعار صرف العملات الأجنبية. ولا تعتبر المشتقات المالية أصولاً مالية، كما لا تمثل أصولاً عينية وإنما هي عقود كسائر أنواع العقود المتعارف عليها، ويترتب عليها حقاً لطرف والتزاماً على الطرف الآخر، غير أنه في عقود المشتقات لا يوجد طرفان رابحان أو خاسران، بل لابد لشخص واحد أن يربح على حساب الآخر. وتستخدم المشتقات المالية لعدد من الأغراض وتشمل إدارة المخاطر والتحوط ضد المخاطر والمراجعة بين الأسواق، ولكن الاستخدام الغالب للمشتقات اليوم يميل كثيراً للمضاربة، لأن معظم الشركات الاستثمارية الكبيرة والبنوك ساهمت في ذلك عبر توفير تسهيلات كبيرة وبالتالي نسبة المضاربة في هذه المشتقات تصبح عالية جداً

المالية المضمونة برهون عقارية) متركزة لدى مؤسسات مالية في اقتصادات متقدمة، كألمانيا فرنسا، وسويسرا وبريطانيا، وعندما هبطت قيمة تلك الأصول مع اندلاع الأزمة تأثرت القطاعات المالية في تلك البلدان.

على هذا الأساس، وفي أعقاب إفلاس بنك (Lehman Brothers) والتراجع الكبير الذي شهدته الأسواق المالية الأمريكية، سجلت جميع الأسواق المالية في العالم تراجعاً حاداً.

- قناة سعر الصرف، كان للتراجعات الكبيرة في الأسواق المالية أثارها على أسواق النقد الأجنبي. فقد هبط سعر صرف الدولار الأمريكي هبوطاً حاداً منذ منتصف 2007، نظراً لتراجع الاستثمارات الأجنبية في الأوراق المالية الأمريكية الناجم عن هبوط الثقة في سيولة هذه الأصول وانخفاض العائد عليها. ضف إلى ذلك ضعف احتمالات نمو الاقتصاد الأمريكي وانخفاض أسعار الفائدة. وباعتبار الدولار الأمريكي من أهم العملات الدولية فقد كان له دور كبير في تدويل الأزمة وإعطائها بعداً عالمياً. فقد ألقى تراجع الدولار بظلاله على العديد من اقتصادات بلدان العالم. فبالنسبة للبلدان المتقدمة أدى انخفاض قيمة الدولار إلى ارتفاع أسعار عملاتها، فقد ارتفع الين واليورو، وعملات معومة أخرى كالـدولار الكندي وعملات بعض الاقتصادات الصاعدة. ونتيجة لذلك ارتفعت أسعار صادراتها ففقدت الميزة التنافسية لصالح الولايات المتحدة، ما دفع تلك البلدان للتدخل في أسواق الصرف لتعديل سعر صرف عملاتها من خلال تخفيض قيمتها وإعطاء ميزة تنافسية لصادراتها، كاليابان وسويسرا روسيا، كوريا الجنوبية، الهند وغيرها. وبالنسبة للبلدان النامية المصدرة للمواد الأساسية- لاسيما النفط والمعادن الصناعية، والحبوب كالذرة والقمح- وهي سلع مسعرة بالدولار، فقد أدى انخفاض قيمة الدولار إلى جعل هذه السلع أرخص بالنسبة للمستوردين (خارج منطقة الدولار)، ما يحول دون تحقيق أرباح صافية مقومة بالعملة المحلية بالنسبة للبلدان المصدرة. فقد كشف تقرير منظمة الأوبك أنه على الرغم من تسجيل أسعار النفط أسعار قياسية في منتصف 2007 فإنه عند احتساب معدلات التضخم والتغير في أسعار الصرف العالمية (انخفاض قيمة الدولار مقابل العملات الرئيسية الأخرى)، فإن أسعار النفط الحقيقية انخفضت مقارنة بأسعار 2006. هذا الانخفاض دون شك أثر سلباً على البلدان المصدرة للنفط.

- قناة البنوك الأجنبية، لقد صاحب ظاهرة تدويل الاستثمار، والإنتاج، والتجارة، والخدمات عن طريق الشركات المتعددة الجنسيات، قيام العديد من البنوك الكبرى بتوجيه نشاطها إلى الخارج لمتابعة هذه الشركات. ولهذا ما إن اندلعت أزمة شح أو ضائقة السيولة في أسواق ما بين البنوك في الولايات المتحدة والبلدان المتقدمة حتى ظهرت أعراض شح السيولة في عدد من اقتصادات البلدان الصاعدة التي فتحت أسواقها المحلية لفروع البنوك العالمية، وذلك عندما قامت تلك البنوك بسحب الأموال المودعة لدى فروعها في هذه الأسواق، ونقلها إلى مقرها الرئيسي في البلدان المتقدمة.

- قناة التجارة الخارجية: عندما تعرضت الولايات المتحدة لركود شديد بسبب أزمة الرهن العقاري، تراجع إقبال المواطنين الأمريكيون على السلع والخدمات، فأصبحوا يشترون أقل ويدخرون أكثر عقب الأزمة التي قضت على قدر كبير من ثرواتهم. هذا الإمساك للمستهلك الأمريكي على الإنفاق، نتج عنه انخفاض في حجم الواردات الأمريكية، ما انعكس سلباً على جميع الشركاء التجاريين للولايات المتحدة، مثل كندا والمكسيك، ألمانيا واليابان، وبعض الاقتصادات الصاعدة القوية كالصين والهند والبرازيل وروسيا التي تراجع طلبها على بعض المواد الأساسية، وأدى ذلك إلى انخفاض

وارداتها من البلدان النامية المصدرة لهذه المواد، ما أحدث فائضا مفاجئا في عرض المواد الأساسية، تسبب في انخفاض أسعارها، حيث فقد النفط ما يزيد عن ثلثي سعره خلال أشهر قليلة من عام 2008 من 148 دولار للبرميل في بداية العام إلى مادون 40 دولار للبرميل في الأشهر الثلاثة الأخيرة.

وهكذا انتشرت الأزمة بسرعة إلى مختلف أنحاء العالم. فمست البلدان المتقدمة الصناعية و البلدان الناشئة و النامية على حد سواء.

## II- الآثار المترتبة عن الأزمة المالية والاقتصادية العالمية 2008

لقد أقلت الأزمة المالية التي نشأت في السوق الأمريكية للقروض العقارية عالية المخاطر بأعباء مدمرة على الاقتصاد العالمي، وامتدت لفترة أطول مما كان متوقعا في البداية. فقد دخل الاقتصاد العالمي خلال الفترة (2008-2009) في ركود عميق أعتبر الأعنف منذ الكساد الكبير 1929. ورغم ظهور بعض مؤشرات التعافي في أواخر عام 2010، إلا أن الاقتصاد العالمي أصيب بانتكاسة كبيرة في أواخر 2011 بسبب أزمة منطقة اليورو. وظل التعافي هشاً وضعيفاً إلى غاية عام 2014، حيث بدأ الاقتصاد العالمي بالخروج من آثار هذه الأزمة التي ترتب عنها خسائر وأثار مدمرة في كل القطاعات والمجالات وعلى مستوى كل الاقتصادات المتقدمة والناشئة وكذا النامية على حد سواء. ويمكن حصر هذه الآثار في المطالب التالية:

1- أثر الأزمة على القطاع العقاري، لقد تعرض هذا القطاع إلى خسائر ضخمة فقد عرفت أسعار العقارات وبالتحديد أسعار المساكن في الغالبية العظمى من الاقتصادات المتقدمة هبوطاً حاداً بنسبة تزيد عن 10 بالمائة سنوياً منذ عام 2007 بعد ارتفاع قدره 8,5 بالمائة سنوياً في الفترة بين عامي 2000 و 2007.

2- آثار الأزمة على القطاع المالي والمصرفي، لقد أدت الأزمة إلى حدوث سلسلة متزايدة من حالات الإفلاس على مستوى البنوك والمؤسسات المالية في الولايات المتحدة و كذا بلدان أوروبا الغربية واليابان.

ورغم عدم توافر بيانات منتظمة عن البنوك التي تم إعلان إفلاسها على المستوى العالمي، فإن النظام المالي الأمريكي يوفر توضيحاً لحجم المشكلة. فقد أعلنت المؤسسة الفيدرالية للتأمين على الودائع (FDIC) أن عدد البنوك المفلسة تزايد بين عامي 2008 و 2012، فبعد أن بلغ عددها 25 بنكا في عام 2008، ارتفع بشكل كبير عام 2009 ليصل إلى 140 بنكا، واستمر في الارتفاع ليصل إلى الذروة في عام 2010 حيث أعلن 159 بنكا إفلاسه، ثم بدأ العدد بالتراجع ليسجل في عام 2011 نحو 92 بنكا ثم 51 بنكا في عام 2012. ليصل العدد الإجمالي للبنوك المفلسة خلال الفترة (2008-2012) حوالي 467 بنكا.

كما أحدثت الأزمة المالية العالمية تغيرات كبيرة في أسعار الأصول وأسعار الصرف في كافة أنحاء العالم فقد خسرت أسواق الأوراق المالية أكثر من 40 بالمائة من قيمتها في كل من الاقتصادات المتقدمة واقتصادات الأسواق الناشئة. وخسر السوق الأمريكي الجانب الأكبر، ففي غضون ثمانية عشر شهراً فقط (أكتوبر 2007- مارس 2009) ما قيمته 11 تريليون دولار أمريكي.

3- أثار الأزمة على ثروة قطاع الأسر، لقد أسفر انكماش سوق العقارات وبالتحديد سوق المساكن والهبوط الحاد في أسواق الأسهم والسندات عن خسائر ضخمة في ثروة قطاع الأسر\* في عدد كبير من الاقتصادات المتقدمة. حيث بلغت الخسائر في ثروات الأسر الأمريكية خلال عام 2008 حوالي 11 تريليون دولار مثلت الأصول المالية 8,5 تريليون دولار و2,5 تريليون دولار في أصول المساكن. وقدرت بنحو تريليون جنيه إسترليني في بريطانيا (0,4 تريليون جنيه في الأصول المالية، و0,6 تريليون جنيه في أصول المساكن). وقد واجه الأسر تراجع ثرواتهم بتخفيض الإنفاق وزيادة معدلات ادخارهم، مما أدى إلى تراجع الاستهلاك في الاقتصادات المتقدمة، وخصوصا في الولايات المتحدة وبريطانيا. مما أثر سلبا على الاستثمار والإنتاج.

4- أثار الأزمة على الإنتاج الصناعي: أثرت الأزمة المالية العالمية على الإنتاج الصناعي في الاقتصادات المتقدمة والناشئة على السواء، حيث هبط هبوطا حادا في الربع الأخير من عام 2008، واستمر في الهبوط السريع في عام 2009. و بوجه عام أشارت البيانات إلى أن الإنتاج الصناعي العالمي انكمش عام 2009 بنسبة قدرت بـ 25%

5- أثار الأزمة على نمو الاقتصاد العالمي: خلال الفترة (2008-2009)، عرف الاقتصاد العالمي تراجعا حادا حيث سجل معدل نمو سلبي (أي انكماش) قدره (-0,6) بالمائة عام 2009، مقابل معدل نمو موجب بلغ 3 بالمائة في عام 2008. وقد جاء هذا الانخفاض كمحصلة لتراجع معدلات النمو في البلدان المتقدمة والبلدان النامية والناشئة على حد سواء. حيث سجلت الولايات المتحدة إنكماشاً بلغ (-2,4) بالمائة عام 2009، كما تدهور الأداء الاقتصادي لكل من منطقة اليورو وبريطانيا واليابان حيث سجلت انكماشاً في عام 2009 بلغ معدله (-4,1)، (-4,9)، (-5,2) بالمائة على التوالي. وهكذا دخل الاقتصاد العالمي خلال الفترة بين عامي 2008 و 2009 في ركود كبير تقوده الولايات المتحدة وباقي البلدان المتقدمة.

6- أثار الأزمة على التجارة العالمية: كانت إحدى السمات البارزة للركود الكبير الذي أصاب الاقتصاد العالمي بعد أزمة الرهن العقاري الأمريكي، هي الانهيار المفاجئ والتراجع الكبير والحد للنشاط التجاري الخارجي في أواخر عام 2008 والذي وصل بالفعل إلى مرحلة القاع في عام 2009، حيث تم تسجيل انكماش في نمو التجارة العالمية خلال عام 2009 قدره (-10,3) بالمائة، مقابل نمو قدره 2,9 بالمائة في عام 2008، و7,9 بالمائة في عام 2007. 7- أثار الأزمة المالية العالمية على معدلات البطالة: في حالات الركود والكساد، يتراجع الاستثمار، وتخفض الشركات عدد الوظائف، فترتفع البطالة وهذا ما حدث في الركود الكبير (2008-2009). فقد أدت الأزمة المالية العالمية إلى فقدان للوظائف في مختلف بلدان العالم على نحو غير مسبوق منذ الكساد الكبير 1929. وقد أشارت التقديرات إلى أن عدد العاطلين عن العمل على مستوى العالم بلغ عام 2009 حوالي 210 مليون شخص، بزيادة أكبر من 30 مليون شخص منذ عام 2007. وهكذا بدأ معدل البطالة العالمي في الارتفاع ليسجل 5,6 بالمائة في عام 2008 و6,3 بالمائة في عام 2009. لقد كانت ثلاثة أرباع الزيادة في عدد العاطلين تتركز في البلدان المتقدمة.

### III- الإجراءات المتخذة لمواجهة الأزمة

\* يعرف صافي الثروة بأنه الأصول الكلية (أصول المساكن+الأصول المالية) ناقص الخصوم المالية. وتعتمد ثروات الأسر في الو.م.ا واليابان بدرجة كبيرة على الأصول المالية، بينما تعتمد في بريطانيا ومنطقة اليورو على أصول المساكن.

لجأت الحكومات في معظم البلدان المتقدمة والصاعدة إلى تطبيق مجموعة من التدابير التنشيطية على مستوى سياسة المالية العامة والسياسة النقدية، لتحقيق استقرار نظمها المالية وإنهاء حالة الركود. وستناول في هذا الجزء تحركات الحكومة الأمريكية.

صدر عن بنك الاحتياطي الفيدرالي، ووزارة الخزانة الأمريكية، والكونغرس الأمريكي ردود أفعال متعددة هدفها إنقاذ النظام المالي الأمريكي من الانهيار واستعادة الاستقرار المالي ومكافحة مخاطر الانكماش.

1- الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي: اتخذ الاحتياطي الفيدرالي عددا من الخطوات الاستثنائية لتهدئة الذعر المالي، فبادر في أواخر عام 2007 بتقديم المساعدة والدعم للبنوك والمؤسسات المالية لمنع فشلها بما يقرب 234 مليار دولار، وفي منتصف ديسمبر 2008 وصل هذا الرقم إلى 1,6 تريليون دولار.

كما خفّض أسعار الفائدة قصيرة الأجل بشدة خلال عام 2008 متبنيا سياسة سعر الفائدة يقرب من الصفر، وذلك من أجل تحفيز النمو، فوصلت أسعار الفائدة في ديسمبر 2008 إلى 0,25 بالمائة، ومع ذلك لم يحدث أي تحسن، وآفاق انتعاش الاقتصاد الأمريكي كانت جد ضعيفة. ومتى اقتربت أسعار الفائدة من الصفر لا يستطيع البنك المركزي تحفيز النمو من خلال سعر الفائدة، ما دفع الاحتياطي الفيدرالي إلى تبني سياسات غير تقليدية في محاولة إنعاش الاقتصاد، كان أهمها سياسة التيسير الكمي (Quantitative Easing: QE). وتتضمن شراء سندات الخزنة طويلة الأجل، والأوراق المالية المضمونة برهون عقارية، ويهدف من خلالها خفض أسعار الفائدة طويلة الأجل التي تحفز الإنفاق على الاستثمار في الأعمال التجارية والسكنية، ومن ثم تحفيز النمو. وبعد ثلاث دورات من عمليات التيسير الكمي التي تم إطلاقها كانت نتيجتها تضخم الميزانية العمومية لبنك الاحتياطي الفيدرالي لتصل إلى نحو 4,5 تريليون دولار في نهاية أكتوبر 2014.

2- وزارة الخزانة الأمريكية: قام وزير الخزانة الأمريكية بصياغة خطة إنقاذ مالي أو كما يعرف بـ "برنامج إنقاذ الأصول المتعثرة (TARP)"، صادق عليه الكونغرس الأمريكي في أكتوبر 2008. وقد تضمن هذا البرنامج البنود التالية:

- يتم تطبيق البرنامج على مراحل بإعطاء الخزنة إمكانية شراء أصول هالكة بقيمة تصل إلى 250 مليار دولار في مرحلة أولى، مع احتمال رفع هذا المبلغ إلى 350 مليار بطلب من الرئيس، ويملك أعضاء الكونغرس حق الفيتو على عمليات الشراء التي تتعدى هذا المبلغ، مع تحديد سقفه بـ 700 مليار دولار؛

- تساهم الدولة في رؤوس أموال وأرباح المؤسسات المستفيدة من هذا البرنامج، مما يسمح بتحقيق أرباح إذا تحسنت ظروف الأسواق؛

- يكلف وزير الخزانة بالتنسيق مع السلطات والبنوك المركزية لدول أخرى لوضع خطط مماثلة؛

-- إعفاءات ضريبية تبلغ قيمتها حوالي 100 مليار دولار للطبقة الوسطى والشركات؛

- منع دفع تعويضات تشجع على مجازفات لا فائدة منها، وتم تحديد حد أقصى لهذه المكافآت بـ 500 ألف دولار للسنة؛

- اتخاذ إجراءات لحماية الأشخاص العاجزين قروضهم العقارية والمهددين بمصادرة منازلهم؛

- السماح للدولة بمراجعة شروط منح القروض للمدينين الذين يواجهون صعوبات؛

- مساعدة البنوك المحلية الصغيرة التي تضررت من أزمة الرهن العقاري؛

وقد تم استخدام ما يقرب 526 مليار دولار من أموال برنامج إنقاذ الأصول المتعثرة (TARP) في خمسة مجالات هي: دعم البنوك، تفعيل سوق الائتمان الثانوية- مساعدة (AIG)- دعم سوق العقار (المساكن) - دعم صناعة السيارات؛

3- قانون إصلاح وول ستريت وحماية المستهلك: في جويلية 2010، صادق الكونغرس الأمريكي على قانون إصلاح (Wall Street) وحماية المستهلك الذي يعرف باسم قانون "Dodd-Frank" ، وهو عبارة عن مجموعة شاملة من الإصلاحات المالية التي تهدف إلى تنظيم النظام المالي الأمريكي، وسد الثغرات التي كشفتها الأزمة المالية العالمية، وعدم تحميل دافعي الضرائب تكاليف المخاطر المفرطة للمؤسسات المالية مرة أخرى. وقد بُنيت هذه الإصلاحات التي تعتبر الأكبر منذ الكساد الكبير على ثلاث ركائز هي: الاستقرار المالي، شفافية الأسواق المالية، حماية المستهلك.

1-3 الاستقرار المالي: نصت أحكام قانون "Dodd-Frank" على إنشاء مجلس الرقابة على الاستقرار المالي، مهمته الرئيسية إخضاع المؤسسات المالية المصرفية وغير المصرفية للإشراف والرقابة، وتحديد المؤسسات التي لديها القدرة على إحداث أزمة مالية أخرى- فشلها قد يؤثر على جميع أركان النظام المالي الأمريكي- وإخضاعها لإشراف الاحتياطي الفيدرالي. من أجل تحقيق الاستقرار المالي، وبناء نظام مالي أكثر صلابة، شمل هذا القانون على مجموعة من التدابير أهمها:

-زيادة في رأس المال؛ زيادة الأصول السائلة؛ اشتراط ميزانيات أكثر أمانا؛

- تمويل أقل خطورة، والحد من الإفراط في الرفع المالي، وتخفيض الاعتماد على الودائع قصيرة الأجل لتمويل أصول طويلة الأجل؛

- تعزيز المساءلة من خلال جهود مجلس الرقابة على الاستقرار المالي؛

-مطالبة البنوك بالتركيز على الأعمال المصرفية وخدمة عملائها بدلا من المضاربة، والحد من انخراط البنوك في الأنشطة المحفوفة بالمخاطر

2-3 الشفافية في الأسواق المالية: هدف قانون "Dodd-Frank" إلى تنظيم هذه السوق وجعل التداول في المشتقات أكثر شفافية. وقد نص الباب السابع من هذا القانون على إجراء إصلاحات في سوق المشتقات المالية، حيث يعطي من خلال هذه الإصلاحات سلطة أكبر للجنة الأوراق المالية في البورصة ولجنة تداول السلع الآجلة لتنظيم المشتقات والمشاركين في السوق.

3-3 حماية المستهلك: ساد طوال الفترة السابقة للأزمة ممارسات إقراض غير سليمة تقوم على معايير غير واضحة أدت إلى الرهون العقارية المحفوفة بالمخاطر التي أضرت بالمستهلكين وأدت في نهاية المطاف إلى عدم الاستقرار وانفجار الأزمة. وبغية توفير الحماية المالية للمستهلك أنشأ قانون "Dodd-Frank" كيانا فيدراليا جديدا مستقلا، أطلق عليه مكتب الحماية المالية للمستهلك (CFPB)، مهمته الرئيسية حماية المستهلك من مخاطر المنتجات والخدمات المالية، بما في ذلك قروض الرهن العقاري، بطاقات الائتمان، قروض الطلاب والسيارات

\* يحمل القانون اسمي كل من السيناتور Christopher Dodd وعضو مجلس الشيوخ الأمريكي Barney Frank اللذين عملا معا لإعداد هذا القانون.

يمكن القول أن الإجراءات التي اتخذتها الولايات المتحدة الأمريكية على مستوى السياسة النقدية، وعلى مستوى سياسة المالية العامة (برنامج إنقاذ الأصول المتعثرة)، وكذا الإصلاحات التي أقرها قانون "Dodd-Frank"، تعتبر الأعمق منذ إصلاحات العهد الجديد "New Deal". وإذا كانت إجراءات وإصلاحات العهد الجديد قد حققت نجاحات كبيرة وأخرجت الاقتصاد الأمريكي من كساد كبير دام أكثر من أربع سنوات، فإن الإجراءات والإصلاحات المتخذة إبان الأزمة المالية العالمية 2008 أنهت الركود الاقتصادي بسرعة وجنبت الاقتصاد الأمريكي الوقوع في حالة الكساد. لقد استخدمت أغلب البلدان كل من السياسة المالية والسياسة النقدية (التوسيعيتين) لمواجهة الأزمة. حيث ركزت الخطط المالية التي تبنتها هذه البلدان على توفير السيولة وضخ رؤوس الأموال، والتصرف في الأصول المتعثرة بغية تنقية الميزانيات العمومية للمؤسسات والبنوك العاملة فيها، وذلك لأجل استئناف عمليات الإقراض للأسر والشركات لدعم الطلب الكلي وتشجيع العودة للاستثمار، ومن ثم الحد من الهبوط الاقتصادي. كما عملت سلطات البلدان المتقدمة والصاعدة على توحيد جهودها والتنسيق فيما بينها لمواجهة الأزمة وتحقيق الاستقرار المالي العالمي. وتعتبر اجتماعات مجموعة العشرين<sup>3</sup> من أبرز التحركات الدولية التي سعت إلى إيجاد حلول للأزمة المالية والاقتصادية العالمية، وإصلاح النظام المالي العالمي، وإنقاذ الاقتصاد العالمي من الركود.

<sup>3</sup> مجموعة العشرين: انبثقت من توصيات مجموعة السبعة 1975 عام 1999، وهي عبارة عن منتدى للحوار بين الدول الصناعية ودول الأسواق الصاعدة بشأن جدول الأعمال الاقتصادية والمالية العالمية. تتألف من البلدان الصناعية السبع الكبرى: الو.م.أ، بريطانيا، اليابان، ألمانيا، فرنسا، إيطاليا، كندا، إضافة إلى الأرجنتين، استراليا البرازيل، الصين، الهند، إندونيسيا، المكسيك، روسيا، المملكة العربية السعودية، جنوب إفريقيا، كوريا الجنوبية، تركيا، ويعتبر الاتحاد الأوروبي العضو العشرين يمثل رئيس البرلمان الأوروبي والبنك المركزي الأوروبي. وتستقبل المجموعة في اجتماعاتها كل من مدير عام صندوق النقد الدولي، ورئيس البنك الدولي، إلى جانب رئيسا اللجنة الدولية للشؤون النقدية والمالية، ولجنة التنمية التابعتين للصندوق والبنك الدوليين على التوالي. وتمثل البلدان الأعضاء في المجموعة مجتمعة حوالي 85 بالمائة من إجمالي الناتج العالمي، 75 بالمائة من التجارة العالمية، وثلثي سكان العالم.