

أزمة الرهن العقاري: عدواها وآليات انتقالها

نادية العقون

كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير،

جامعة باتنة – الجزائر.

laggounadia@yahoo.fr.



مقدمة

تُعتبر ظاهرة العدوى من أهم الظواهر الملازمة للأزمات المالية. وقد حظيت باهتمام كبير انطلاقاً من تسعينيات القرن الماضي، وبالضبط بعد أزمة النظام النقدي الأوروبي وما تلاها من أزمات مالية تركت أثراً وبعداً عالميين كبيرين، وتزامنت مع تطور العولمة المالية بما تتضمنه من اندماج وتكامل للأسواق المالية العالمية.

وتعدُّ أزمة الرهن العقاري من أشد الأزمات التي عرفها الاقتصاد العالمي. وهي بدأت بالأسواق المالية للولايات المتحدة الأمريكية، لتمتد عدواها إلى الأسواق المالية في أوروبا، ثم إلى العديد من البلدان الأخرى. ولا تقتصر هذه الأزمة على البنوك أو النظام المالي، بل بدأت تتعداها إلى الاقتصاد الحقيقي. وهي تندرج ضمن سلسلة الأزمات المالية التي ميزت النظام الرأسمالي أكثر من قرن. وقد ترتبت على انتشار هذه الأزمة انتشاراً شاسعاً من الولايات المتحدة الأمريكية إلى معظم بلدان العالم آثار وخيمة على المستويات كافة، وفي أغلب البلدان، الأمر الذي تطلب خطط إنقاذ هائلة للبنوك، لتجنب ما يقول البعض إنه قد يكون أكبر أزمة مالية منذ أزمة الكساد العظيم سنة ١٩٢٩.

وعلى هذا الأساس، تهدف هذه الدراسة إلى تحديد مفهوم عدوى الأزمات المالية، وكذلك التطرق إلى أزمة الرهن العقاري، وكيف انتشرت وتحولت إلى أزمة مالية عالمية، وذلك من خلال تقسيم هذه الورقة إلى ثلاثة محاور أساسية، كما يلي:

أولاً: مفهوم الأزمات المالية

يُقصد بأزمة الأسواق المالية التدهور الحاد في الأسواق المالية لدولة أو مجموعة من الدول. ومن أبرز سمات الأزمة فشل النظام المصرفي المحلي في أداء مهامه الرئيسية، وهو الأداء الذي ينعكس في تدهور كبير في قيمة العملة وفي أسعار الأسهم لأهم الشركات الصناعية في السوق، وما لها من آثار سلبية في قطاع الإنتاج والعمالة، وما ينجم عنها من إعادة توزيع الدخل والثروات في ما بين الأسواق المالية الدولية^(١).

إن الفروق بين الأزمات المالية ليست واضحة بشكل قاطع؛ إذ غالباً ما تتداخل بعضها مع بعض. وفي هذا الإطار يمكن التمييز بين الأشكال التالية للأزمات المالية.

١ - أزمة العملة

يُطلق عليها أحياناً أزمة سعر الصرف، وهي تحدث في النقد الأجنبي، أو في العملة عندما تؤدي إحدى هجمات المضاربة على عملة بلد ما إلى تخفيض قيمتها أو إلى هبوط حاد

(١) عرفات تقي الحسيني، التمويل الدولي (عمان: دار مجدلاوي للنشر، ١٩٩٩)، ص ٢٠٠.

فيها، أو ترغم البنك المركزي (السلطات النقدية) على الدفاع عن العملة ببيع مقادير ضخمة من احتياطياته، أو رفع سعر الفائدة بنسبة كبيرة^(٢).

٢ - الأزمة المصرفية (الذعر المالي)

تحدث الأزمة المصرفية عندما يؤدي اندفاع فعلي أو محتمل إلى سحب الودائع من أحد البنوك، أو إخفاق البنوك بإيقاف قابلية التزاماتها الداخلية للتحويل، أو إلى إرغام الحكومة على التدخل لمنع ذلك، بتقديم دعم مالي واسع النطاق إلى البنوك لمنع حدوث آثار سلبية واسعة النطاق في الدولة.

ويمكن التمييز بين نوعين من الأزمات المصرفية^(٣)، أولهما «الأزمة المصرفية العادية» التي قد تهتز فيها قدرة بعض البنوك على الوفاء بالتزاماتها، وتتأثر ملاءمتها نتيجة لزيادة الأصول المتعثرة، وهو ما يؤدي إلى تآكل قاعدتها الرأسمالية، وثانيهما «الأزمة المصرفية المنظومية»، حيث يصاب النظام المصرفي برمته بالشلل الكامل، وتدفع حتى بالبنوك السليمة إلى إفقال أبوابها؛ إذ إن ضعف عدد كبير من البنوك يزعزع الثقة في النظام المالي عموماً. ولعدم إمكانية التمييز بين البنوك الضعيفة والبنوك السليمة (ويعود سبب ذلك دائماً إلى عدم وضوح المعلومات)، فإن المودعين، ونظراً إلى خوفهم من بعض المشاكل التي يمكن أن تتعرض لها البنوك، يتجهون إلى سحب نقودهم مهما تكن حالة البنك، وهو ما يسبب ذعراً مالياً يعبر عن نوع من السلوك نصفه بـ «سلوك القطيع»^(٤).

٣ - أزمة الديون

تحدث أزمة الديون إما عندما يتوقف المقترض عن السداد وإما عندما يعتقد المقرضون أن التوقف عن السداد ممكن الحدوث، ومن ثم يتوقفون عن تقديم قروض جديدة، ويحاولون تصفية القروض القائمة. وقد ترتبط أزمة الديون بدين تجاري (خاص) أو بدين سيادي (عام). كما أن مخاطر توقع توقف القطاع العام عن سداد التزاماته قد تؤدي إلى هبوط حاد في تدفقات رأس المال الخاص إلى الداخل، وإلى نشوء أزمة في الصرف الأجنبي^(٥). ولعل أحسن مثال على ذلك أزمة المديونية لسنة ١٩٨٢ في بلدان أمريكا اللاتينية.

(٢) كريستيان ملدر، «عين العاصفة يدفع الطابع الجديد للأزمات إلى الإسراع بإعادة التفكير في إجراءات الوقاية وتدابير الحل»، مجلة التمويل والتنمية، السنة ٣٩، العدد ٤ (كانون الأول/ديسمبر ٢٠٠٢)، ص ٦.

(٣) عمرو محيي الدين، أزمة النور الآسيوية: الجذور والآليات والدروس المستفادة (القاهرة: دار الشروق للنشر، ٢٠٠٠)، ص ١٨٠ - ١٨١.

(٤) K. Michael Finger et Ludger Schuknecht, «Commerce, finance et crises financiers», *Organisation Mondiale du commerce* (1999), p. 22.

(٥) ملدر، «عين العاصفة يدفع الطابع الجديد للأزمات إلى الإسراع بإعادة التفكير في إجراءات الوقاية وتدابير الحل»، ص ٦.

٤ - الأزمات المالية التوائم

تميزت فترة ما بعد الحرب العالمية الثانية بتولد شكل جديد من الأزمات المالية هي الأزمات المزدوجة (التوائم)، وهي عبارة عن تركيبة من الأزمات المصرفية وأزمات الصرف تظهر من خلال تركيبة من مضاربة حادة ضد العملة الوطنية، وموجة من الإفلاسات والضعف في البنوك، تجتمع مع شك وحذر بخصوص استقرار أسعار الصرف (وبالتالي نظام الصرف)، وكذلك الشك بخصوص سيولة الوسطاء الماليين وملاءتهم، اللتين تؤثر إحداهما في الأخرى تأثيراً متبادلاً ورجعياً^(٦).

عموماً يمكن القول إن جميع أشكال الأزمات تتسم بدرجة كبيرة من الترابط بينها، أو التابع في بعض الأحيان؛ إذ قد تتزامن عناصر أزمات العملة والبنوك والدين. كما إن ما يميز هذه الأزمات هو سرعة انتشارها من بلد إلى آخر من خلال ما يُعرف بظاهرة العدوى وانتقالها عبر عدة قنوات، خاصة بعد تكامل الأسواق المالية المحلية وارتباطها بالعالم الخارجي، وهو ما سمح بتسهيل انتقال مختلف الصدمات المالية والحقيقة بين مختلف الأسواق ومختلف البلدان، على الصعيدين الإقليمي والدولي، نتيجة ارتباط هذه البلدان بعضها ببعض.

ثانياً: مفهوم العدوى المالية وأهم قنوات انتقال الأزمات المالية

عرف الفضاء المالي الدولي لسنوات التسعينيات اهتزازات مالية هائلة، جاءت في ظل تكامل البلدان الناشئة في النظام المالي الدولي، وأدى انتشارها إلى زعزعة استقرار الكثير من البلدان.

لقد بدأ الاهتمام بموضوع عدوى الأزمات المالية انطلاقاً من أزمة النظام النقدي الأوروبي ١٩٩٢ - ١٩٩٣، التي تميزت بكونها شديدة وغامضة وغير مميزة^(٧). فهي شديدة لأنها مست أغلب البلدان الأوروبية، وأدت إلى انهيار النظام النقدي الأوروبي الذي بدأت قوته تظهر انطلاقاً من سنة ١٩٨٧؛ وهي في جزء منها عمياء وغير مميزة، لأنه إذا كانت الأزمة قد مست بلداناً ذات عملات أظهرت ضعفاً (إيطاليا، إسبانيا)، فإنها انتشرت أيضاً إلى اقتصاديات ذات عملات لم تُظهر أي خطر ضعف (فرنسا، إيرلندا)؛ وهي غامضة بشكل واسع لأن انتشارها لم يسلك القنوات التقليدية (التجارية، المالية أو النقدية) الناتجة من التبعية الاقتصادية.

إن تصاعد هذا الموضوع للأسباب الثلاثة السابقة، تزامن مع النماذج النظرية الجديدة لهجمات المضاربات المرتكزة على قوة التحقيق الذاتي (Auto-realisation) للتوقعات. كما

(٦) Robert Boyer, Mario Dehove et Dominique Plihon, *Les Crises financières* (Paris: La Documentation française, 2004), pp. 26-27.

(٧) المصدر نفسه، ص ٣٤، و Chaker Aloui et Fessi Hela, «Intégration Financier et vulnérabilité: Analyse du Phénomène de contagion des crises financiers: Cas de la crise asiatique de 1997.» *Intégration Financier et vulnérabilité* (Tunisia), p. 2.

زادت أهميتها مع الأزمة المكسيكية سنة ١٩٩٤، وأزمة بلدان جنوب شرق آسيا، وكذلك الأزمة الروسية التي أزلت الشكوك الأخيرة، حيث اتبع تقهقر الروبل سنة ١٩٩٨ بانهيار قوي وغير مفسر بواسطة الأساسيات لـ ٥٠ بالمئة من البورصة البرازيلية، رغم أن للاقتصاديين بنيتين اقتصاديتين مختلفتين تماماً^(٨). وأخيراً أزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية، التي أعطت الصورة الأوضح لدور العولمة المالية من خلال ما تتضمنه من تحرير مالي وتربط هائل بين مختلف الأسواق المالية الدولية في انتقال الأزمات المالية وانتشارها عبر مختلف بلدان العالم.

١ - مفهوم العدوى

ليس هناك تعريف موحد لظاهرة العدوى المالية. كما أنه ليس هناك اتفاق حول قنوات انتقالها عبر الدول. ووفقاً للمعنى الواسع الذي قدمه E. Vidon و P. Cailleteau، فإن مصطلح العدوى يعني «أزمة أو هجمة مضاربات في سوق، وهو ما يزيد بشكل مهم من احتمال نشوء ضغوطات في أسواق أخرى، كما يمكن أن يؤدي إلى سلسلة متوالية من الأزمات في أسواق مختلفة»^(٩). ويرى عمر محيي الدين أيضاً أن العدوى تعني أن «انهيار مؤسسة ما سوف يتسبب في خلق أزمة ثقة من شأنها إصابة مؤسسات أخرى لا ترتبط بالمؤسسة الأولى، مما يترتب عليه تراجع في حركة النشاط الاقتصادي. وتتحقق العدوى أيضاً إذا ترتب على انهيار أسواق المال أو أسواق العملة في دولة ما نشوء أزمة ثقة يترتب عليها انهيار أسواق المال في دولة أخرى قد لا ترتبط بروابط اقتصادية كبيرة مع الدولة الأولى»^(١٠).

ويمكن القول أيضاً إن العدوى المالية في الأسواق المالية الحالية تتم من خلال قناة الأسعار، أي تغيير أسعار الأصول المالية، وهذه العدوى تُعرف كذلك بـ «نظرية الدومينو» (Effet domino) أو «كرة الثلج» (L'Effet boule de neige) بحيث تنتقل من متعامل إلى آخر أو من مؤسسة مالية إلى أخرى، إلى أن تصبح الأزمة أزمة نظامية (Crise systémique) تمس النظام المالي برمته، بل إنها تنتقل من نظام مالي إلى آخر بفعل انفتاح الأسواق وعولمتها، فيصبح للأزمة في هذه الحالة بُعد عالمي^(١١).

كما يرى البعض أن مفهوم العدوى لا يصح أن يمتد إلا إلى تلك الحالات التي ينتقل فيها

Mario Dehove, «Crises financières deux ou trois choses que nous savons d'elles: Que Nous apprend (٨) l'approche statistique des crises financières.» Conseil analyse économique, Document de Travail, Version Préliminaire (avril 2003), p. 34.

Pierre Cailleteau et Edouard Vidon, «La Dynamiques crises financiers international: Quelques (٩) Enseignements.» *Bulletin de la Banque de la France*, no. 64 (avril 1999), p. 13.

(١٠) محيي الدين، أزمة النور الآسيوية: الجذور والآليات والدروس المستفادة، ص ٨٨.

(١١) بن نعمون حمادو، «طبيعة الإصلاحات المالية والمصرفية في أعقاب الأزمة المالية ٢٠٠٨»، ورقة قُدمت إلى: الملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة سطيف، الجزائر، ٢٠-٢١ تشرين الأول/أكتوبر ٢٠٠٩، ص ٩.

المرض بكل صفاته وخصائصه، على الرغم من أن حركة المتغيرات الأساسية في الاقتصاد الذي انتقلت إليه العدوى لا تشير إلى إمكانية هذا الانتقال، في حين يرى البعض الآخر أن هناك عدوى عندما يكون هناك تأثير متبادل وتنتقل من خلال التبعية، أو يرفض هذا التعريف ولا يقبل مفهوم العدوى إلا إذا كانت مجتمعة مع تزايد استثنائي ووقتي، لشدة الارتباطات الاقتصادية خلال الأزمة.

٢ - آليات انتقال العدوى

من أجل توضيح مفهوم العدوى، قام ماسون (Masson, 1998) بالتمييز بين ثلاث آليات أو قنوات أساسية لانتقالها:

أ - تركز الآلية الأولى على الصدمات العالمية التي تتزامن آثارها في عدد من البلدان. بمعنى آخر، يمكن تفسير تزامن حركة الأسواق المالية بعوامل أو صدمات مشتركة^(١٢). أما في البلدان الناشئة، فهي تعني بشكل عام حدثاً يجد جذوره في أسواق الاقتصاديات المتقدمة^(١٣)، مثلاً: الارتفاع الكبير في معدلات الفائدة الأمريكية في الفترة التي سبقت أزمة الديون للبلدان النامية في أوائل سنوات الثمانينيات التي بدأت بإعلان عجز المكسيك عن الوفاء بالتزاماتها في آب/ أغسطس ١٩٨٢. كما يمكن أن يكون الحدث عبارة عن صدمة حقيقية؛ فتدهور أسعار الطاقة المغذاة من طرف الأزمة الآسيوية شكل صدمة مشتركة للعديد من الاقتصاديات الناشئة المنتجة للنفط أو الغاز. ويعرف ماسون هذا النوع من الصدمات بـ «الأثار الموسمية» أو «الأثار المانسونية»، (Effets monsoona)^(١٤).

ب - تركز الآلية الثانية على التأثير الذي تمارسه صدمة في بلد ما على سلوك المتغيرات الأساسية في بلد أو مجموعة من البلدان الأخرى المجاورة، أو التي لها علاقات قوية مع البلد الأول، وهي موجودة أصلاً قبل الأزمة، وقد تكون تجارية، كانهخفاض في قيمة العملة في بلد ما يؤدي إلى تخفيض تنافسية الأسعار لشركائها التجاريين أو المنافسين لها من خلال الصادرات، وهو ما يترتب عليه تدهور في الحساب الجاري لهذه البلدان ويسرع من أزمة جديدة، أو قد تكون علاقات مالية، كما بين كل من Broner و Kaminsky، و Weder و Van Rijckeghem (٢٠٠١)، و Reinhart (١٩٩٩ - ٢٠٠٠)، و Gelos (٢٠٠٣)، تعني أن البلدان مرتبطة من خلال حضورها في محفظة الأوراق المالية أو من خلال قناة دائن مشترك^(١٥) مثل: أزمة الصرف الأوروبية ١٩٩٢ -

(١٢) محيي الدين، المصدر نفسه، ص ٢٣٥.

(١٣) Cailleteau et Vidon, «La Dynamiques crises financiers international: Quelques Enseignements», p. 15.

(١٤) نسبة إلى «المانسون»، وهي رياح جنوبية غربية تهب على الهند من المحيط الهندي في فصل الصيف، وتكون مسؤولة عن موسم الأمطار الذي ترتبط به الزراعة في العديد من المناطق.

(١٥) Sophie Brana et Delphine Lahet, «La Propagation des crises financiers dan les pays émergents: La Contagion est-elle discriminante?», *Revue Economie internationale*, vol. 103, no. 3 (trimestre 2005), pp. 76-77.

١٩٩٣، التي تفسّر في جزء منها من خلال ميزة تكامل البلدان الأوروبية. وهذا النوع من العدوى يتعلق بالارتباطات «العادية» بين البلدان، وتسمى «آثار التجاوز» (Spillover Effects)^(١٦).

ج - تتمثل الآلية الثالثة في أن انفجار أزمة في بلد ما يفجر أزمة أخرى في الخارج لأسباب غير مفسرة من خلال الآليتين السابقتين، وهي تمثل ذلك الجزء من الحركة المتزامنة للمتغيرات المالية التي لا يمكن تفسيرها بالحركة المتزامنة للمتغيرات الكلية الأساسية. وترتكز هذه الآلية، التي يدعوها ماسون «العدوى الصافية» (Pure Contagion)، على مفهوم التوازن المتعدد، وسيولة أسواق رأس المال، والتغير في سيكولوجية المستثمرين وسلوكياتهم، شاملة سلوك القطيع، وعوامل متعلقة بالاقتصاد السياسي. وهذه العوامل تشترك كلها، باستثناء العوامل المتعلقة بالاقتصاد السياسي، في كونها تقوم أساساً على تغير هيكلية وجذري في توقعات المستثمرين، بشرط أن لا ترتبط تلك التوقعات بتغير المتغيرات الأساسية الكلية^(١٧). فبعد حدوث أزمة في بلد ما، يسحب المتعاملون أموالهم من بلدان أخرى من خلال حركة من الذعر لا يمكن تفسيرها من خلال العلاقات الاقتصادية العادية.

لقد أدخل Ahluwalia (٢٠٠٠)^(١٨) مفهوماً جديداً للعدوى وهو «العدوى المميزة» (Discriminante contagion)، التي تركز على شعور المستثمرين في فترة الأزمة بالتماثلات الاقتصادية بين البلدان، حيث يقوم المستثمرون بسحب أموالهم من عدد من الأسواق التي يعتقدون بتشابهها. وفي هذه الحالة، تُعتبر أزمة في بلد ما إشارة إنذار تدفع بالمستثمرين إلى إعادة النظر في مدى إدراكهم للخطر في البلدان الأخرى. والتحليل يركز على الأساسيات في بلد الأزمة، بمعزل عن القنوات التجارية والمالية. فالعدوى تكون إذن مميزة إذا لم يتأثر بانعكاسات حركة رؤوس الأموال إلا البلدان ذات الأساسيات القريبة من تلك الموجودة في بلد الأزمة، في حين تكون العدوى غير مميزة عندما تؤثر في عدد من البلدان بدون أي سبب. ولعقلية القطيع دور مهم في هذا المضمار؛ إذ إن المهم في سلوك القطيع ليس قناعة المستثمر بسوق معيّن وإنما قناعته بما هو سلوك الآخرين^(١٩).

وعموماً، تحاول الأعمال الحديثة التفريق بين العدوى والانتقال الطبيعي للصدمات بين البلدان، وبالتالي فإن متغير «الصدمة المشتركة» والارتباطات الاقتصادية والمالية بين البلدان يُعتبران عاملي انتقال «طبيعي» للصدمات يكونان موجودين قبل الأزمة ولا يتغيران بشكل هيكلية بعد الأزمة^(٢٠)، وهما ليسا كالعدوى المميزة أو غير المميزة «الصافية».

(١٦) Cailleteau et Vidon, «La Dynamiques crises financiers international: Quelques Enseignements», p. 13.

(١٧) محيي الدين، أزمة النور الآسيوية: الجذور والآليات والدروس المستفادة، ص ٢٣٧.

(١٨) Brana et Lahet, «La Propagation des crises financiers dan les pays émergents: La Contagion est-elle discriminante?», p. 77.

(١٩) محيي الدين، المصدر نفسه، ص ٢٤١.

Brana et Lahet, Ibid., p. 77.

(٢٠)

وفي الأخير نشير إلى أن إذا كانت الأزمة تنتقل بشكل واسع من خلال قنوات مؤقتة تظهر خلال الأزمة فقط، فإن السلطات النقدية تهتم بتبني استراتيجية عزل قصير الأجل، كتطبيق رقابة على حركة رؤوس الأموال. وعلى عكس ذلك، إذا كانت الأزمات تنتقل دوماً عبر قنوات دائمة تكون موجودة خلال فترة الأزمة كما تكون موجودة أيضاً في فترة الاستقرار، فإن الاستراتيجيات القصيرة المدى لا تكفي للوقاية بشكل مستمر من الأزمات^(٢١).

٣ - الدراسات الكمية للعدوى المالية

هناك العديد من الدراسات الخاصة بقياس عدوى الأزمات المالية، ولا يمكن التعرض لنتائج هذه الدراسات بدون دراسة الاحتمالات الشرطية.

أ - دراسة ارتباطات أسعار الأصول

يستند هذا الأسلوب إلى مقارنة معاملات الارتباط بين سوقين خلال فترة الاستقرار والهدوء، وبينهما خلال فترة الاضطراب أو الأزمة. وتُعرف العدوى في هذه الحالة بأنها الزيادة الكبيرة والمعنوية في معامل الارتباط خلال فترة الاضطراب أو الأزمة. وطبقاً لهذا المفهوم، يمكن التفرقة بين العدوى ومجرد ردود الأفعال الناجمة عن الارتباط المتبادل بين الأسواق. وبالتالي، فإن وجود عدوى يتطلب توافر شرطين أساسيين، الأول هو وجود ارتباط مهم يُعند به بين السوقين، والثاني هو أن يزداد هذا الارتباط بين السوقين إبان الأزمة زيادة معنوية، أي أن الارتباط بين الأسواق يختلف اختلافاً جذرياً بعد الأزمة عما هو عليه قبلها^(٢٢).

إن اختبار أسعار الأصول يقيس الارتباطات بين مختلف الاقتصاديات، ومعدلات الفائدة، ومؤشرات البورصة، وأسعار الصرف أو السندات السيادية. كما أن الارتفاع في معاملات الارتباط يُعتبر دليلاً على العدوى. لكن وفقاً لكل من Rigobon و Forbes (٢٠٠٢)، فإن الاختبارات التي تركز على معامل ارتباط بسيط تقود دائماً إلى النتيجة نفسها، التي تتعلق بتكوّن العدوى^(٢٣)، وإن زيادة الارتباطات بين الأسواق المختلفة لا تكفي لتأكيد العدوى. فإذا كانت الأسواق مرتبطة تاريخياً ومتراصة داخلياً، فإن أي تغير مهم في أي سوق يؤدي بطبيعة الحال إلى تغيرات في الأسواق الأخرى. وبالتالي، فإن ما يحدث من تزامن في سلوك الأسواق ما هو إلا رد فعل الأسواق بعضها على بعض بناء على وجود ظاهرة الارتباط المتبادل بينها، وهذا الارتباط يدفع إلى توحيد حركة هذه الأسواق وقت الأزمة، ولكن لا يمكن تسمية هذه الحركة عدوى^(٢٤).

Mohamed Ayadi [et al.], «La Contagion de la crise asiatique: Dynamique de court terme et de long (٢١) terme,» *Revue Economie internationale*, vol. 105, no. 1 (trimestre 2006), p. 115.

(٢٢) محيي الدين، أزمة النور الآسيوية: الجذور والآليات والدروس المستفادة، ص ٢٤١.

(٢٣) Ayadi [et al.], *Ibid.*, p. 116.

(٢٤) محيي الدين، المصدر نفسه، ص ٢٤٨.

ب - دراسة الاحتمالات الشرطية

تعتمد هذه الطريقة على دراسة الاحتمالات الشرطية، وهي تعني تقدير احتمال أزمة بفعل معلومات تخص قرب انفجار أزمة في بلد آخر، آخذين بعين الاعتبار الأساسيات أو التماثل على مستوى الاقتصاد الكلي بالاستعانة بنماذج Probit/Logit. وهذه الأخيرة تسمح باختبار مدى أهمية مختلف قنوات انتقال الصدمات، كالروابط التجارية والروابط المالية والتقارب الكلي (Marais, 2003). وقد استعمل Eichengreen (1996) في إطار التحليل التجريبي للعدوى المالية هذه النماذج التي تركز على فكرة أن التخفيض في قيمة العملة في بلد ما يخفض أسعار الواردات في بلد آخر، وهو ما يؤدي إلى تحسين وضعية الميزان التجاري في البلد الأول وانهيار الميزان التجاري للبلد الثاني. هذا الانكماش في النشاط الاقتصادي يقلل من الطلب على العملة المحلية في البلد الأول، ويزيد من الطلب على العملات الأجنبية في البلد الثاني. وبالتالي، فإن البنك المركزي في هذا الأخير يسجل انخفاضاً ملازماً في احتياطات الصرف، وهو ما يزيد من تعرض هذا البلد لهجمة مضاربات. وعلى المستوى التجريبي، اعتبر هذان الباحثان فرضية انفجار أزمة في بلد ما دليلاً على نمو احتمال أزمة في البلدان المشابهة من وجهة نظر الأساسيات الاقتصادية. وقد اختبرا فرضية العدوى من خلال تقدير نموذج Probit على الشكل التالي:

$$\text{Contagion} = \alpha (\text{facteurs fondamentaux d'un cris de change}) + \beta (\text{existence ou non d'une crise ailleurs}) + \varepsilon$$

Ou: Crise = 1 si crise

= 0 si pas de crise

وكوننا مؤشراً يقيس الضغط في سوق الصرف، كما عرفنا الأزمة كمتغير يأخذ القيمة 1 في حالة الأزمة والقيمة صفر في الحالة المعاكسة. وقد تركزت تقديراتهما على عينة من 20 بلداً متقدماً للفترة 1959 - 1993، وبيّنا أن انفجار أزمة في بلد ما يزيد بـ 8 بالمئة احتمال هجمة مضاربات في بلد آخر. ومن بين المتغيرات المالية والكلية، فإن الروابط التجارية تقوم بدور مهم في انتشار الأزمة (Eichengreen [et al.], 1996, and Carmazza [et al.], 2000). كما أن Glick و Rose (1999) طبقاً طريقة مماثلة لخمسة من أزمات الصرف في 161 بلداً، ووجدوا أن الروابط التجارية مهمة جداً في انتشار الأزمات، وأظهروا أن العدوى تتجه إلى أن تكون داخل المناطق أكثر منها بين المناطق. والنتيجة الأساسية التي تم التوصل إليها هي أن تركيب الديون ومرونة سعر الصرف يحدان من درجة العدوى، بينما الرقابة على رأس المال لم تسمح بتوقيفها⁽²⁵⁾.

وفي الأخير سنعتمد في دراستنا هذه على قبول فكرة الارتباط المتبادل، بمعنى أن

Aloui et Hela, «Intégration Financier et vulnérabilité: Analyse du Phénomène de contagion des (25) crises financières: Cas de la crise asiatique de 1997», p. 11.

الارتباط المتبادل سوف يدفع الأسواق وقت الأزمة إلى حركة موحدة مشتركة في الاتجاه ذاته، وهذا ما نطلق عليه العدوى.

ثالثاً: عدوى أزمة الرهن العقاري وأهم الآثار المترتبة عليها

يواجه العالم اليوم إحدى أكبر الأزمات المالية التي هزت أكبر اقتصاديات العالم، وزعزعت استقرار أكبر وأعرق الأسواق المالية الدولية، وامتدت تداعياتها لتهدد بإغراق الاقتصاد العالمي بأكمله، وتعمق حدة الفقر والبطالة.

١ - أسباب الأزمة

لقد قام القطاع المصرفي بدور هائل في زيادة حجم الأصول المالية المتداولة وزيادة الثقة فيها. ومن هنا بدأت بوادر وبذور الأزمة المالية من خلال انقطاع الصلة بين الاقتصاد المالي والاقتصاد الحقيقي، وظهرت حقيقة هذه الأزمة باعتبارها أزمة «مالية» بالدرجة الأولى نجمت عن التوسع الكبير في الأصول المالية على نحو مستقل عما يحدث في الاقتصاد العيني.

إن السبب المباشر الذي فجر الأزمة هو التعثر الكبير الذي شهده سوق الرهن العقاري في الولايات المتحدة، بسبب عجز الكثير من المقترضين عن سداد ما عليهم من ديون، مع ما رافق ذلك من انخفاض في قيمة العقارات الذي هو محل تلك الديون. وعموماً يمكن حصر أهم أسباب الأزمة المالية الراهنة في ما يلي:

أ - الإفراط في منح القروض الأقل جودة

تعتبر العقارات في الولايات المتحدة الأمريكية أكبر مصدر للإقراض والاقتراض؛ إذ شهدت القروض الموجهة إلى ضعيفي الملاءة طفرة في أمريكا خلال الأعوام الأخيرة، حيث لم يكن هناك ما هو أسهل من الحصول على قرض سكني. وقد بدأت الأزمة في ما يُعرف بالرهون العقارية الأقل جودة^(٢٦)، وهي قروض تُمنح للراغبين في السكن بدون الاشتراط بأن يكون للمقترض سجل مالي قوي^(٢٧). إلا أن هذا النظام لا يمكنه العمل إلا إذا بقيت معدلات القروض منخفضة وقيمة العقارات في زيادة مستمرة، ضامنة بذلك رأس المال وفوائد.

لقد بدأت الأزمة الحالية بصعوبات لدى الأسر الأمريكية ذات الدخل الضعيف عند

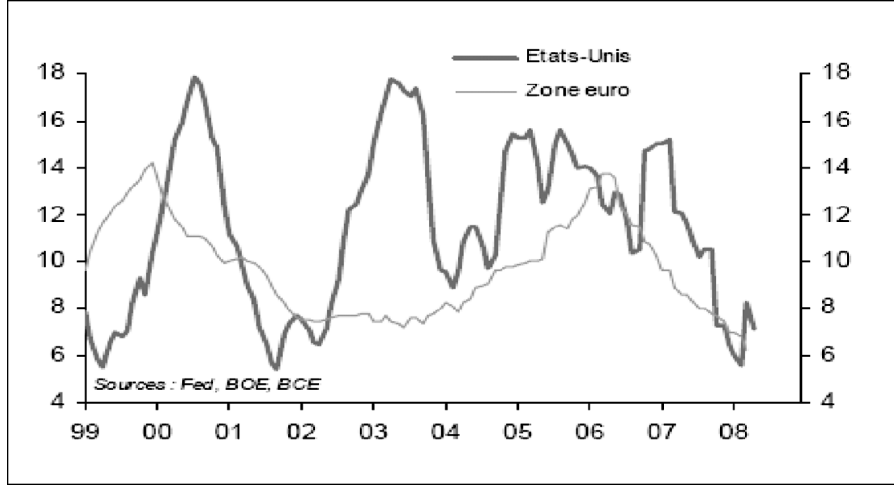
(٢٦) حازم الببلاوي، «الأزمة المالية العالمية الحالية: محاولة للفهم»، المصري اليوم، ٤/١٠/٢٠٠٨، ص ٦-٣، < http://www.iid-alraid.de/Arabisch/Abwab/Artikel/2008/Dirasat/Dr0000117.doc >

(٢٧) Jacques Sapir، «Les Racines sociales de la crise financière Implications pour l'Europe»، Attac(٢٧) France، 6/1/2009، < http://www.france.attac.org/spip.php?article9400 >

تسديد قروضها السكنية؛ فافتراض هذه الأسر ارتكز على معدل فائدة منخفض جداً ومطبق لعدة سنوات من طرف البنك المركزي الأمريكي انطلاقاً من سنة ٢٠٠١، بعد أزمة البورصة لقيم «الإنترنت»، أو ما يسمّى «فقاعة الإنترنت».

الشكل الرقم (١)

قروض الرهن العقاري الموجهة إلى العائلات الأمريكية (مليار دولار)



المصدر: Patrick Artus, «Comment éviter une finance procyclique?», *Flach Economie*, no. 200 (mai 2008), p. 2, < <http://cib.natixis.com/flushdoc.aspx?id=38619> > .

بالإضافة إلى الإقراض بفائدة منخفضة المعدل، يحاول المواطن الأمريكي، الذي يستدين ثمن عقار يشتريه مقابل رهن هذا العقار، الحصول على قرض جديد من الدرجة الثانية عند ارتفاع قيمة هذا العقار، ومنهما جاءت التسمية بأنها الرهون الأقل جودة، وبالتالي فهي معرضة أكثر للمخاطر في حالة انخفاض قيمة العقارات^(٢٨).

ومنذ منتصف تشرين الأول/أكتوبر ٢٠٠٧، عرفت ١٦ بالمئة من هذه العقود تأخراً في التسديد، أو أنها في إطار التصفية. وهذا الانفجار في الائتمان قاد إلى التصاعد الكبير لمديونية الأسر الأمريكية، ورافقه انهيار مثير في الادخار.

من خلال الشكل يظهر أن مديونية الأسر بقيت مستقرة بين ٤٠ بالمئة و ٤٥ بالمئة من قيمة إجمالي الناتج المحلي خلال السنوات ١٩٦٠ - ١٩٧٠، لتعرف أول ارتفاع لها سنة ١٩٨٤ قبل أن تنفجر فعلياً سنة ٢٠٠١، في حين انهار معدل الادخار الخاص بالعائلات إلى ٣ بالمئة من قيمة إجمالي الناتج المحلي.

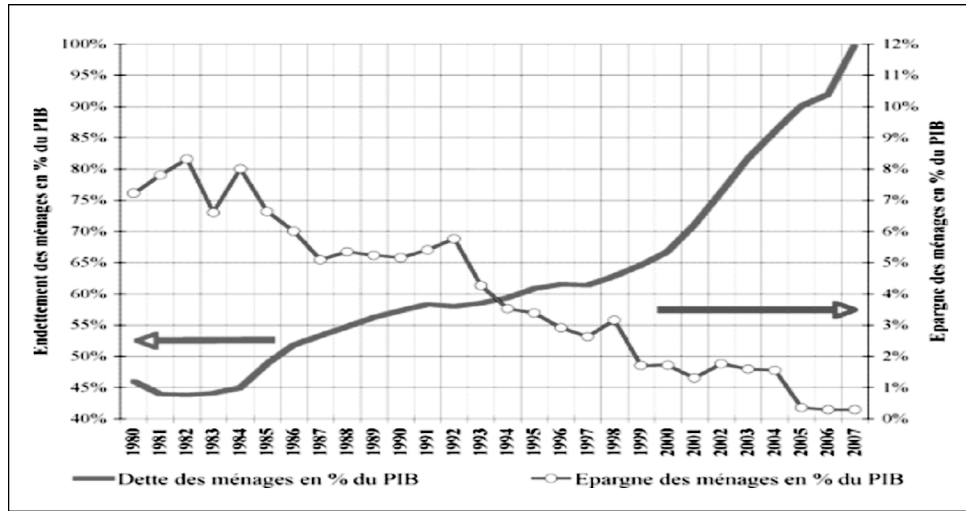
(٢٨) الببلاوي، المصدر نفسه، ص ٦.

وعموماً، فإن البلدان التي اتبعت النموذج الأمريكي من خلال تبني نموذج نيولبيرالي للاقتصاد المالي المفتوح، والحفاظ على استمرار النمو من خلال اللجوء إلى مديونية كبيرة للأسر، تعرضت لاتساع التفاوت الاجتماعي، فالنموذج الأمريكي كشف بحق عن «مصيدة الدّين» للأسر الأكثر تواضعاً.

الشكل الرقم (٢)

مقارنة بين مديونية العائلات وإدخاراتها في الولايات المتحدة الأمريكية

(نسبة مئوية من إجمالي الناتج المحلي)



المصدر: Jacques Sapir, «Les Racines sociales de la crise financière Implications pour l'Europe», p. 4, < <http://www.france.attac.org/spip.php?article9400> > .

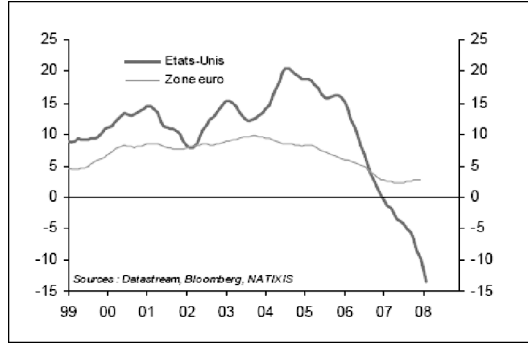
ب - التغير في معدلات الفائدة

إن قروض الرهن العقاري ممنوحة بفائدة متغيرة المعدل ومرتبطة بسعر فائدة البنك المركزي، وهذا يعني أن الأعباء المالية للتسديد عند الانطلاق تكون منخفضة من أجل اجتذاب المقترضين، ثم ترتفع بالتدريج. وعلى هذا الأساس، فإن الارتفاع المفاجئ لنسب الفوائد في الأسواق المصرفية الأمريكية من ٢ بالمئة إلى حوالي ٥,٧ بالمئة سنة ٢٠٠٥، جعل الأسر الأمريكية الضعيفة الملاءة غير قادرة على تحمل أعباء ديونها^(٢٩).

René Ricol, «Rapport sur la Crise financière, Mission confiée par le président de la république dans (٢٩) le contexte de la présidence française de l'union européenne 2008,» La Documentation française (septembre 2008), p. 26, < <http://lesrapports.ladocumentationfrancaise.fr/BRP/084000587/0000.pdf> > .

الشكل الرقم (٣) تراجع أسعار العقارات

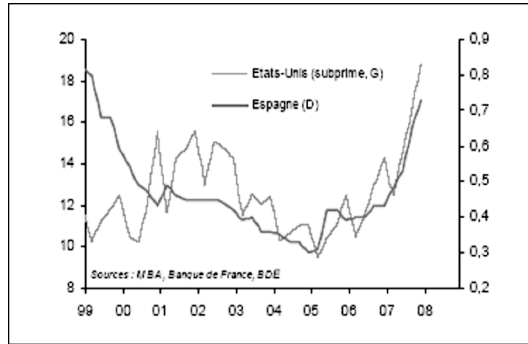
(نسبة مئوية من المعدل العام)



الشكل الرقم (٤)

معدل العجز عن تسديد قروض الرهن العقاري

(نسبة مئوية)



Artus, «Comment éviter une finance procyclique?», pp. 2-5.

المصدر :

وقد تفاقمت الأزمة بحلول النصف الثاني من سنة ٢٠٠٧، حيث توقف عدد كبير من المقترضين عن سداد الأقساط المالية المستحقة عليهم^(٣٠). وازداد عددهم مع مرور الوقت ليشيع جواً من الذعر في أسواق المال وفي أوساط المستثمرين في قطاع العقار، وهو ما أدى بأسعار العقارات إلى التراجع والانخفاض إلى أقل من قيمة القروض التي تفتقر هذه المنازل كضمانات لها. كما أن تمادي العجز عن التسديد وإعادة بيع المنازل المرهونة زاد من حدة

(٣٠) سامر مظهر قنطججي، ضوابط الاقتصاد الإسلامي في معالجة الأزمات المالية العالمية (دمشق: دار النهضة، ٢٠٠٨)، ص ٣٢.

الانخفاض في أسعار العقارات وارتفاع قيمة خسائر المقرضين؛ إذ تضررت البنوك المختصة بالقروض العالية المخاطر أكثر من غيرها بفعل ارتفاع نسب الفوائد، وتأثيرها في أوضاع المقرضين ذوي الدخل المتواضع.

ج - التوريق والتعامل بالمشتقات المالية

يعطي العقار لمالكه الحق في الاقتراض من البنك، والبنك بدوره يعيد استخدام العقار نفسه للاقتراض بموجبه من المؤسسات المالية الأخرى، فالبنك يستخدم محفظة الرهون العقارية لإصدار أوراق مالية جديدة في ما يُعرف بالتوريق (La Titrisation)؛ إذ يقترض بها من المؤسسات المالية الأخرى بضمان هذه المحفظة. وتستمر العملية بحيث يولد العقار طبقات متتابعة من الإقراض بأسماء المؤسسات المالية، واحدة بعد الأخرى. وهكذا أدى تركز الإقراض في قطاع واحد بـ «العقارات» إلى زيادة المخاطر، وساعدت الأدوات المالية الجديدة «المشتقات» على تفاقم هذا الخطر بزيادة أحجام الإقراض^(٣١). وبما أن القروض العقارية أصل مالي يدر عائداً للبنك أو الصندوق الاستثماري الذي يملكها، فإن أوراق الرهون العقارية هي بالتالي أصول مشتقة، أي شكل من أشكال المشتقات المالية^(٣٢). كما أن نمو أسعار العقارات أدى إلى تطوير هذه الهندسة المالية وزيادة الطلب على هذه المنتجات بعيداً عن أية رقابة؛ فمثلاً تطور سوق Residential Mortgage - Backed Securities (RMBS) وارتفعت قيمته من ٦٤٠ مليار دولار إلى ٢٠٠٠ مليار دولار بين سنتي ٢٠٠٠ و٢٠٠٧، كما ارتفع نصيب القروض العقارية الأقل جودة من ٨ بالمئة إلى ٢٠ بالمئة^(٣٣). ونظراً إلى انهيار أسعار الأسهم والسندات الصادرة عن البنوك والشركات الاستثمارية، انهارت قيمة هذه المشتقات، وحدث زعر في الأسواق المالية نتيجة تهافت الجميع على تصفية مراكزهم، فانخفضت مؤشرات الأسواق انخفاضاً كبيراً أدى إلى شللها^(٣٤).

د - نقص الرقابة والإشراف

فالبنوك التجارية تخضع في معظم الدول لرقابة دقيقة من طرف البنوك المركزية، ولكن هذه الرقابة تضعف، أو حتى تنعدم، بالنسبة إلى مؤسسات مالية أخرى، مثل بنوك الاستثمار وسماسرة الرهون العقارية والرقابة على المنتجات المالية الجديدة، مثل المشتقات المالية، أو الرقابة على الهيئات المالية التي تصدر شهادات الجدارة الائتمانية وصناديق التحوط.

(٣١) البلاوي، «الأزمة المالية العالمية الحالية: محاولة للفهم»، ص ٥.

(٣٢) إبراهيم علوش، «نحو فهم منهجي للأزمة المالية الدولية»، المعرفة (الجزيرة نت)، ٦/١١/٢٠٠٨، ص ٣، < <http://www.aljazeera.net/NR/exeres/FE3852AF-FB9E-4E4C-8537-F4EB34C27B17.htm> >.

(٣٣) Ricol، «Rapport sur la Crise financière, Mission confiée par le président de la république dans le contexte de la présidence française de l'union européenne 2008»، p. 26.

(٣٤) محمد عبد الحليم عمر، «قراءة إسلامية في الأزمة المالية العالمية»، ورقة قُدِّمت إلى: ندوة الأزمة المالية العالمية من منظور إسلامي وتأثيرها على الاقتصاديات العربية، ١١ تشرين الأول/أكتوبر ٢٠٠٨، ص ٩.

هـ - الجوانب السلوكية والأخلاقية للأزمة

لقد أظهرت الأزمة أن من أهم أسبابها هو السلوك غير السوي من جانب المتعاملين في المجال المالي، فضلاً على الممارسات غير الأخلاقية التي استشرت في المؤسسات والأسواق المالية، مثل الفساد ونشر المعلومات المضللة، وذلك لأن الدافع الرئيسي للمتعاملين في البورصات أو الأسواق المالية هو المضاربة للحصول على مزيد من الفوائد والأرباح وليس الاستثمار الحقيقي^(٣٥). فالأزمة الراهنة ليست سوى أزمة أخلاقية واجتماعية وسياسية في آن واحد.

و - دور وكالات التصنيف

بما أن الديون العقارية المرتفعة المخاطر قد تم شراؤها من قبل بنوك كبيرة وقوية، من مثل «مورغان ستانلي» (Morgan Stanley) و«ليمان براذرز» (Lehman Brothers)، فقد قامت وكالات التصنيف الائتماني بمنح السندات التي تضم حزمة من الديون الخطرة والمشكوك فيها تصنيفاً مرتفعاً «AAA»، وبذلك تحملت مؤسسات التصنيف الائتماني جزءاً من الأزمة المالية العالمية لأن ذلك التصنيف غير الدقيق جعل البنوك تتجاهل حجم المخاطر المعرضة لها، وبالتالي عند ظهور حالات العجز عن السداد، كانت أولى الجهات المتضررة هي الشركات العقارية المقدمة للقروض، لتنتقل العدوى بعد ذلك إلى البنوك^(٣٦). وهنا يظهر مشكل عدم تماثل المعلومات من خلال الشك في نوعية المنتجات المالية، خاصة تلك المتعلقة بقروض الرهن العقاري، الشيء الذي أدى إلى انخفاض قيمتها، وحتى إلى اختفاء هذا السوق في حد ذاته^(٣٧).

٢ - عدوى أزمة الرهن العقاري وأهم الآثار المترتبة عليها

مازالت أزمة الرهن العقاري الأمريكية تلقي بتبعاتها على الاقتصاد العالمي، حيث طاولت مختلف القطاعات الاقتصادية في الولايات المتحدة وأوروبا، وأدت إلى خسائر مالية يصعب حصرها. ونظراً إلى مكانة الاقتصاد الأمريكي بين اقتصاديات العالم وكونه - ما يزال - رائد هذه الاقتصاديات، فقد كان لتشابك العلاقات الاقتصادية بينه وبين غيره من اقتصاديات

(٣٥) المصدر نفسه، ص ١٣.

(٣٦) بوفليج نبيل وعبد الله الحرثسي حميد، «التمويل الإسلامي كأسلوب لمواجهة تحديات الأزمة المالية العالمية»، ورقة قُدِّمَتْ إلى: الملتقى الدولي حول النظام المالي والمصرفي وبديل البنوك الإسلامية، جامعة قسنطينة، قسم الاقتصاد والإدارة، ٦ - ٧ نيسان/أبريل ٢٠٠٩.

(٣٧) Henri Bogaet, «La Crise financière et ses effets sur l'économie belge: Premiers constats et perspectives.» Rapport au Parlement commission du secteur privé, de la politique scientifique, de l'enseignement, des institutions scientifiques et culturelles nationales, des commerçants et de l'agriculture de la Chambre des Représentants (7 janvier 2009), p. 5, < http://www.plan.be/admin/uploaded/200901151649150.2661_final.pdf >.

العالم الأخرى - وخاصة المتقدم - الأثر الواضح في تعدي آثار الأزمة المالية إلى جميع أنحاء العالم، في وقت قياسي لم يكن أحد ليتوقعه.

أ - عدوى الأزمة المالية العالمية

لقد نشأت أزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية، وتطورت بعد ذلك بصورة سريعة من خلال كثرة حالات الاندماج القسري للبنوك بطريق الاستحواذ، وحالات إشهار الإفلاس، التي طاولت العشرات من البنوك والمؤسسات المالية العملاقة، حتى أنه بلغ عددها في الولايات المتحدة الأمريكية وحدها، بعد شهرين فقط من انفجار الأزمة المالية، ١٩ بنكاً عملاقاً، كإفلاس بنك «ليمان براذرز»، و«ميريل لنش» (Mirill Lynch) الذي اشتراه «بنك أوف أميركا»، وتحول بنكي «مورغان ستانلي» (Morgan Stenley) و«غولدمان ساكس» (Goldman Sacks) بإرادتهما إلى مجموعتين مصرفيتين قابضتين تابعتين لبنك الاحتياط الفيدرالي الأمريكي للحصول على مساعدته في مواجهة الأزمة المالية العالمية^(٣٨)، وهو ما أعاد إلى الأذهان المشاهد المأساوية التي شهدتها العالم في العقد الثالث من القرن الماضي، عندما هزه كساد كبير.

لقد انتقلت عدوى الأزمة إلى الأسواق المالية، وكانت أسهم القطاع المصرفي قاطرة الانهيار في أسعار الأسهم، وازدادت الأمور توتراً بعد فشل بنك الاحتياط الفيدرالي الأمريكي والبنك المركزي الأوروبي في التخفيف من حدة تراجع المؤشرات.

وقد أصابت أعراض العدوى عدداً من المؤسسات المالية؛ فمثلاً تراجعت أسهم «سيتي غروب»، أكبر بنوك أمريكا، بنسبة ١٥ بالمئة، وهبطت أسهم «غولدمان ساكس» بنسبة ١٢ بالمئة، وتراجعت أسهم «جي بي مورغان تشيس أند كومباني» بنسبة ١٠ بالمئة. أما «مورغان ستانلي»، أكبر شركات التعامل في الأوراق المالية للخزانة الأمريكية، فقد هبطت أسهمها بنسبة ١٤ بالمئة... إلخ. وتملك الخوف باقي البنوك التي بدأت تضيق الخناق على عمليات الإقراض، وهو ما راح يهدد المحرك الرئيسي للاقتصاد الأمريكي المتمثل في الائتمان. كما أن العجز في الموازنة الأمريكية بلغ ٤٥٠ مليار دولار، وزاد العجز التجاري على ٦٥ مليار دولار^(٣٩). وعموماً يمكن حصر أهم قنوات انتقال الأزمة المالية عالمياً في ما يلي:

(١) قناة أسواق المال

تعتبر قناة أسواق المال الأكثر تأثيراً في انتقال الأزمات المالية، نظراً إلى أهمية الاستثمار في الاقتصاد الدولي من خلال تعاظم دور سوق الأوراق المالية في الدول بسبب

(٣٨) إبراهيم عبد العزيز النجار، الأزمة المالية وإصلاح النظام المالي العالمي (الإسكندرية: الدار الجامعية، ٢٠٠٩)، ص ٤٧ - ٤٨.

(٣٩) الببلاوي، «الأزمة المالية العالمية الحالية: محاولة للفهم»، ص ٨ - ١٠.

توجه الكثير من المستثمرين نحوها، رغبة في تحقيق الأرباح بناء على عمليات المضاربة التي تحصل في تلك الأسواق. وعلى الرغم من جميع الإجراءات المتبعة للتخفيف من حدة الأزمة، فإنها لم تؤد إلى منع انتشار الظاهرة عالمياً؛ فالسوق الأمريكية ترتبط ارتباطاً عضوياً بالاقتصاد الأوروبي والآسيوي، وفي حالة تراجع نشاط الاقتصاد الأمريكي، تعاني هذه الشركات انخفاض حجم مبيعاتها وتراجع ربحيتها، وعندما تظهر مؤشرات على هذا التراجع تبدأ البورصات العالمية في الانحدار والتقهقر. وعلى هذا الأساس، فمن الآثار الأولية لأزمة الرهن العقاري التي يمكن ملاحظتها الانخفاض في مؤشرات جميع الأسواق المالية، حيث خسر مؤشر «داو جونز» بنسبة ١٢ بالمئة، ومؤشر «يوروستوكس» (Eurostoxx) بنسبة ٢٠ بالمئة، ومؤشر «نيكاي» (Nikkei) بنسبة ٢٦ بالمئة، ومؤشر «كاك ٤٠» (CAC40) بنسبة ٢٢ بالمئة، ومؤشر «داكس» (Dax) بنسبة ١٩ بالمئة، ومؤشر «فوتسي» (Footsie) بنسبة ١٢ بالمئة. والانخفاض في أسعار الأسهم لم يقتصر على أسهم الشركات المالية، بل شمل جميع الأوراق المالية المدرجة، وهو ما يعني أن الصعوبات التي واجهتها المؤسسات المالية يمكن أن تنتقل إلى الاقتصاد الحقيقي^(٤٠).

كما أن العديد من البنوك قامت، بسبب عدم امتلاكها الخبرة اللازمة لتحليل التعرض لمخاطر الأوراق المالية، بالاعتماد بصورة فعالة على وكالات التصنيف الائتماني في ضمان الدقة الواجبة. وعندما بدأ تدهور مرتبة الأوراق المالية التي تساندها أصول من المرتبة AAA في تموز/ يوليو ٢٠٠٧، تكبدت الشركات العقارية المانحة للقروض خسائر كبيرة^(٤١)، لتنتقل الصدمة بعد ذلك إلى العديد من البنوك والمؤسسات المالية حول العالم، التي سجلت خسائر قدرت بمليارات الدولارات نتيجة امتلاكها تلك الأوراق العالية المخاطر، خاصة أن هناك عدداً كبيراً من البنوك الأمريكية التي لها فروع في الخارج. كما أن شركات التأمين، وأبرزها شركة «AIG» الأمريكية التي كانت تؤمن أعداداً ضخمة من الديون العقارية، واجهت خسائر مرتفعة. وأدى ذلك كله إلى نقص في السيولة في الأسواق المالية نتيجة فقدان المتعاملين الثقة في الأسواق، ونتج من ذلك عمليات بيع كبيرة وسريعة لأسهم البنوك والشركات المالية المتعثرة، وهو ما أدى في النهاية إلى انتشار الأزمة المالية لتشمل معظم الأسواق المالية العالمية^(٤٢)، حيث تراجعت أسواق المال في كل من تايلاند وماليزيا وهونغ كونغ وإندونيسيا وكوريا الجنوبية وسنغافورة وتايوان، في حين كان تراجع سوق الصين أقل من تراجع الأسواق الآسيوية، حيث أعلنت البنوك في الصين أنها لا تمتلك استثمارات مرتبطة بمشاكل الرهن العقاري الأمريكي. أما بالنسبة إلى الأسواق المالية الأوروبية، فقد تراجعت جميعها جراء هذا

Christophe Blot [et al.], «La Finance mondiale discréditée.» *Revue de l'OFCE*, vol. 2, no. 105 (2008), (٤٠) pp. 285-286, < <http://www.cairn.info> > .

(٤١) راندل دود ويول ميلس، «تفشي المرض: عدوى الرهونات دون الممتازة الأمريكية»، مجلة التمويل والتنمية (حزيران/ يونيو ٢٠٠٨)، ص ١٦.

(٤٢) نبييل وحמיד، «التمويل الإسلامي كأسلوب لمواجهة تحديات الأزمة المالية العالمية».

الانخفاض، فمثلاً تراجع أسواق السويد وهولندا والنرويج وبلجيكا والنمسا والدنمارك وفنلندا وبريطانيا وألمانيا، وانخفض ومؤشر «نيكاي» الياباني، بينما فقد مؤشر «ناسداك» نحو ١,٧ من قيمته^(٤٣).

(٢) قناة سعر الصرف

يُعتبر سعر الصرف قناة لانقزال أثر أزمة الرهن العقاري وتحولها إلى أزمة مالية عالمية، باعتبار أن الدولار عملة عالمية؛ إذ كان للتوتر الذي أصاب الأسواق المالية في الآونة الأخيرة أثر في أسواق النقد الأجنبي. وقد انخفض سعر الصرف الفعلي الحقيقي للدولار الأمريكي مقارنة بما كان عليه في منتصف سنة ٢٠٠٧ بما يقارب ١٥ بالمئة، منذ بداية كانون الأول/ديسمبر ٢٠٠٨ مقابل اليورو، في ظل تراجع الاستثمارات الأجنبية في السندات والأسهم الأمريكية نتيجة انخفاض مستوى الثقة في سيولة هذه الأصول والعائد عليها. كما أن انخفاض القيمة الفعلية للدولار يؤدي إلى زيادة أسعار السلع الأساسية بالدولار، ويكون حجم التأثير قوياً بدرجة كبيرة في الذهب والنفط الخام، وتليهما في ذلك المعادن الصناعية^(٤٤). ورغم ذلك، فما يزال الدولار الأمريكي يُعتبر عملة عالمية إلى حد ما، ويتبين ذلك عند مقارنته بباقي العملات؛ إذ تقدّر حصة الدولار بـ ٣٦ بالمئة من إصدار السندات، و٥٢ بالمئة من فورة التجارة العالمية، و٦٥ بالمئة من احتياطات الصرف في البنوك المركزية، كما يبلغ حجم السوق المالي الأمريكي ٥٨ تريليون دولار^(٤٥).

(٣) قناة التجارة الخارجية

إضافة إلى أن تأثير قيمة الدولار يشمل معظم أسعار السلع الأساسية، فإن في إمكانه أيضاً أن يساهم في انتشار الأزمة من خلال قناة التجارة، وذلك نظراً إلى حجم الدولار في فورة التجارة العالمية.

لقد عرف حجم واردات الولايات المتحدة من تجارة السلع انخفاضاً بين سنتي ٢٠٠٦ - ٢٠٠٨ من ١٥,٥ بالمئة في سنة ٢٠٠٦ إلى ١٤,٢ بالمئة في سنة ٢٠٠٧، ويرجع ذلك إلى انخفاض الاستهلاك لدى الأسر الأمريكية، التي يرتبط إنفاقها الاستهلاكي ارتباطاً متيناً بالزيادة في الدخل والشراء الشخصي، إلى جانب ما استفادت منه الأسر الأمريكية من الارتفاع في أسواق العقارات والأوراق المالية على مدى العقد السابق.

(٤٣) فريد كورتل وكمال رزيق، «الأزمة المالية: مفهومها، أسبابها وانعكاساتها على البلدان العربية»، ورقة قُدِّمت إلى: التحديات والآفاق المستقبلية: المؤتمر العلمي الثالث حول الأزمة المالية العالمية وانعكاساتها على اقتصاديات الدول، كلية العلوم الإدارية والمالية، جامعة الإسراء الخاصة وبالاشتراك مع كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة، ٢٨-٢٩/٤/٢٠٠٩، ص ١١-١٤.

(٤٤) صندوق النقد الدولي، آفاق الاقتصاد العالمي (نيسان/أبريل ٢٠٠٨)، ص ٤٨.

(٤٥) Emmanuel Lechypre, «Que Vaut encore le Dollar?», *L'Expansion*, no. 731 (juin 2008), p. 44.

وعموماً، اقتصر حتى الآن التداعيات الناجمة عن تباطؤ النشاط في الاقتصاديات المتقدمة على نطاق محدود. وقد ظهر بعض التأثير في صادرات عدد من الاقتصاديات التي تربطها بالولايات المتحدة معاملات تجارية كثيفة. فضلاً على ذلك، حدث تراجع في إيرادات الصادرات التي تحققها البلدان المصدرة للمعادن، نظراً إلى انخفاض أسعارها عن الذروة التي كانت بلغتها في منتصف سنة ٢٠٠٧، غير أن النشاط التجاري ككل استمر عند مستوى جيد، وذلك بسبب الدعم المهم الذي وفرته قوة نمو الطلب المحلي لدى الشركاء التجاريين في الاقتصاديات الصاعدة. وعموماً، ارتفع حجم حركة التجارة العالمية من السلع والخدمات، ولكن بمعدل نمو أبطأ مقارنة بالسنوات السابقة؛ إذ بلغت ٣,٢ بالمئة في سنة ٢٠٠٨، مقارنة بما نسبته ٦,٦ بالمئة في سنة ٢٠٠٧، و ٩,٣ بالمئة في سنة ٢٠٠٦.

أما بالنسبة إلى اقتصاديات البلدان العربية باعتبارها جزءاً لا يتجزأ من منظومة الاقتصاد العالمي، فإن درجة تأثيرها تختلف بين بلد عربي وآخر تبعاً لدرجة ارتباطه واندماجه بالاقتصاد العالمي. وفي هذا الإطار تم تقسيم البلدان العربية إلى ثلاث مجموعات من حيث مدى تأثيرها بالأزمة^(٤٦).

تمثل المجموعة الأكثر انفتاحاً بينها في بلدان الخليج العربي النفطية، وقد تعرضت بشكل مباشر لخسائر مالية بسبب الأزمة وحدثت الصدمة في أسواق المال (صدمة خارجية)، حيث انتقلت آثارها إلى الاقتصاد المحلي لتلك الدول، نتيجة درجة الانفتاح الكبيرة على الأسواق المالية وحركة رؤوس الأموال التي تجري بسرعة، وبدون قيود أو ضوابط أو رقابة تحد من عمليات المضاربة.

لقد انعكست تداعيات الأزمة المالية الراهنة على بلدان مجلس التعاون الخليجي الستة؛ إذ انخفضت أسعار النفط بنسبة ٥٠ بالمئة، وهو ما يؤثر في صادراتها، وينعكس سلباً على معدلات النمو الاقتصادي فيها.

وبالنسبة إلى البورصات العربية، فقد سادها الخوف والفرع مما أصاب المستثمرين في العالم، حيث تراجعت أسواق المال العربية، وشهدت مؤشرات انخفاضات مستمرة بنسبة ٣٧ بالمئة، خاصة في قطاعي العقارات والبنوك في مختلف الأسواق. وقد أدى خوف وذعر المتعاملين من تداعيات الأزمة إلى ارتفاع معدل المسحوبات من البنوك.

أما البلدان العربية ذات درجتي الانفتاح المتوسطة والضعيفة، فإنها تواجه مجموعة من الآثار الناجمة عن الأزمة، ولكن بنسبة أقل، مقارنة بالمجموعة الأولى من الدول.

(٤٦) ثريا الخزرجي، «الأزمة المالية العالمية الراهنة وأثرها في الاقتصاديات العربية التحديات وسبل المواجهة»، ورقة قُدمت إلى: التحديات والآفاق المستقبلية: المؤتمر العلمي الثالث حول الأزمة المالية العالمية وانعكاساتها على اقتصاديات الدول، كلية العلوم الإدارية والمالية، جامعة الإسراء الخاصة والاشترك مع كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة، ٢٨ - ٢٩/٤/٢٠٠٩، ص ٢٣.

ب - الأزمة المالية والبطالة

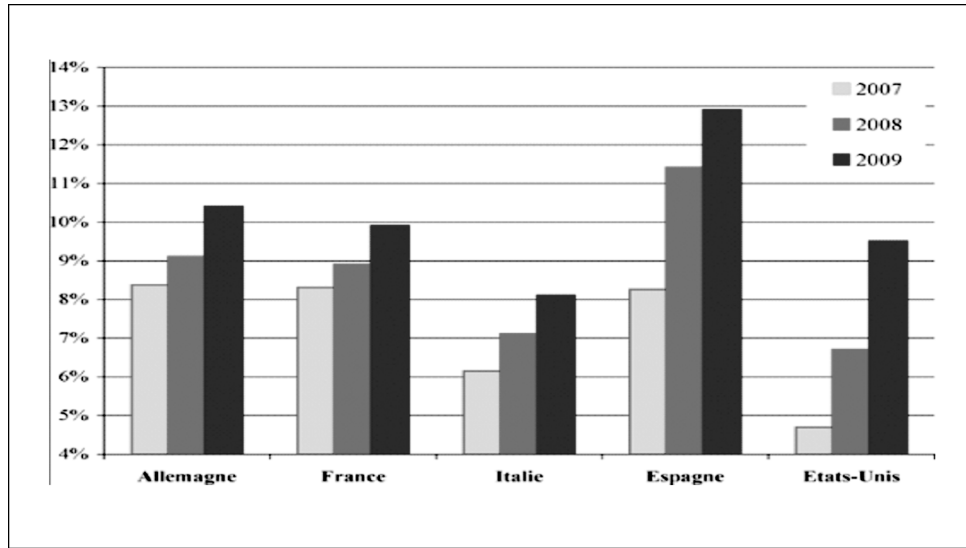
لقد تزايدت معدلات البطالة في إثر الأزمة المالية؛ إذ عرفت البنوك ومختلف المؤسسات موجة من تسريح العمال. ويعتبر القطاع المالي من بين القطاعات الأكثر تعرضاً لتسريح العمال؛ فمثلاً في بريطانيا، أي في عقد دار الخصخصة، تم تأميم بنك «نورثرن روك» البريطاني للتمويل العقاري، والاستغناء عن أكثر من ٢٠٠٠ موظف^(٤٧).

ولا يقتصر الأمر على البلدان الصناعية، بل إن البلدان النامية تواجه أيضاً تحدياً جديداً ناشئاً عن الأزمة المالية العالمية، التي تتحول بسرعة إلى أزمة بطالة.

الشكل الرقم (٥)

تطور معدل البطالة في الولايات المتحدة الأمريكية وبعض البلدان الأوروبية لسنوات مختارة

(نسبة مئوية)



Sapir, «Les Racines sociales de la crise financière Implications pour l'Europe», p. 14.

المصدر :

ج - أزمة الائتمان العالمي والفقر

لقد أدت أزمة المواد الغذائية والوقود اللتان وقعتا في الفترة الأخيرة إلى إعادة الملايين من البشر إلى هوة الفقر والجوع. ومن المرجح أن يؤدي التضيق الائتماني الشديد وانخفاض معدلات النمو إلى تقليص إيرادات الحكومات وقدرتها على الاستثمار والوفاء باحتياجات

(٤٧) المصدر نفسه، ص ١٠.

الأهداف الموضوعية لقطاعي التعليم والرعاية الصحية، فضلاً على الإنفاق على البنية الأساسية اللازمة لاستدامة النمو؛ إذ إن الفقراء هم الأشد تضرراً من هذه الأزمة، مثلما كانوا في سابقاتها^(٤٨). فالأزمة المالية تتحول إلى أزمة إنسانية إذا تُرك الفقراء وحدهم في الدفاع عن أنفسهم. وفي هذا الصدد يتعين على الحكومات أن تفي بالتزاماتها تجاه زيادة المعونات إلى الأشخاص الأكثر معاناة.

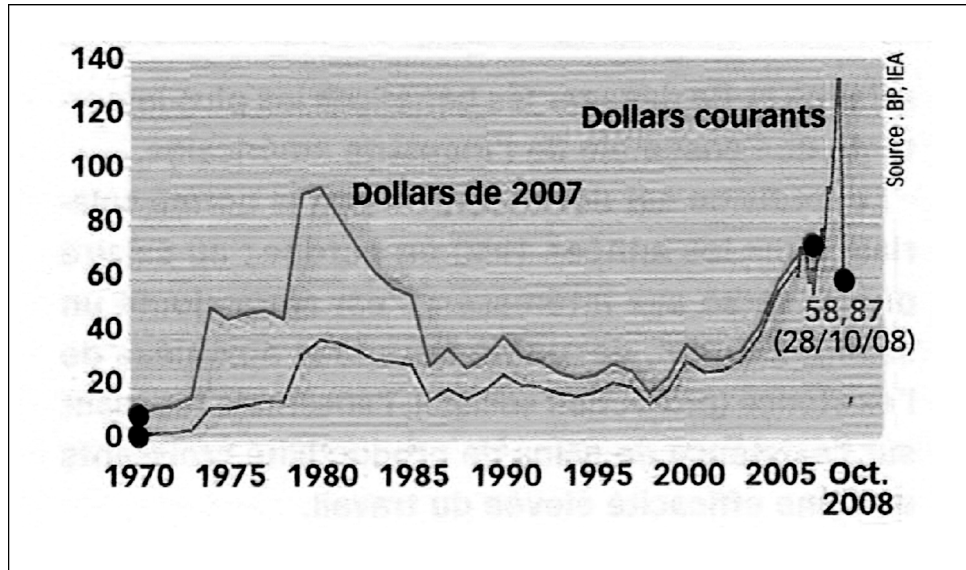
د - الأثر في سوق النفط

إن تباطؤ معدلات النمو الاقتصادي العالمي أدى إلى تراجع الطلب على النفط، الذي يشكل حوالي ٦٠ بالمئة من إجمالي الصادرات العربية، وهو ما يؤدي بدوره إلى انخفاض أسعار النفط^(٤٩)، التي بلغت في نهاية تشرين الأول/أكتوبر ٢٠٠٨ المستوى الذي كانت عليه في الفترة ٢٠٠٦ - بداية ٢٠٠٧، أي ٥٨,٨٧ دولاراً، كما يبينه الشكل التالي:

الشكل الرقم (٦)

تطور سعر البرميل من النفط الخام (برنت)

(بالدولار)



المصدر: Christian Chavagneun, «Etats-Unis: Le Pays de l'insécurité sociale,» *Alternatives Economique- Hors série poche*, no. 38 (avril 2009), pp. 28-29.

(٤٨) «الأزمة المالية: مدلولاتها بالنسبة للبلدان النامية»، < <http://econ.worldbank.org/WBSITE/EXTERNAL/EXTDEC,~theSitePK:469372,00.html> > .

(٤٩) قنطجحي، ضوابط الاقتصاد الإسلامي في معالجة الأزمات المالية العالمية، ص ٧٠.

ويبقى الباب مفتوحاً أمام مزيد من التداعيات لأزمة الرهن العقاري على أسواق العالم بدون استثناء.

خاتمة

توفر العولمة المالية، بكل ما تتضمنه من تحرير مالي وتكامل للأسواق المالية العالمية، أهم قنوات انتشار وعدوى الأزمات المالية. وقد عرفت هذه الظاهرة اهتماماً كبيراً من أجل تفسيرها وتحديد أهم آلياتها وقنوات انتقالها، انطلاقاً من أزمة النظام النقدي الأوروبي وانتهاء بالأزمة المالية العالمية الراهنة.

إن الأزمة المالية الحالية شبيهة بفيروس؛ إذ بدأت بالأسواق المالية للولايات المتحدة الأمريكية لتمتد عدواها إلى الأسواق المالية في أوروبا، ثم إلى العديد من البلدان الأخرى، سواء البلدان التي تربطها بالولايات المتحدة علاقات اقتصادية ومالية مباشرة أو علاقات اقتصادية ومالية غير مباشرة. ولا تقتصر هذه الأزمة على البنوك أو النظام المالي، بل بدأت تتعداها إلى الاقتصاد الحقيقي، وما يمكن أن يترتب على ذلك من تفاقم لمشكل البطالة والفقير، خاصة في البلدان النامية.

فالأزمة المالية الحالية عميقة جداً، ومن الوهم أن نعتقد أن في إمكاننا أن نقضي عليها من خلال تخفيض بسيط لمعدل الفائدة - مع العلم أن التخفيض ضروري لكنه غير كاف - أو من خلال برامج إصلاح محدودة، بل إن الخروج من هذه الأزمة يتطلب وضع حد للعوامل التي أدت إلى تفجيرها، وذلك من خلال إعادة النظر في هيكل النظام المالي الدولي ■