

تطورات الأزمة المالية العالمية وانعكاساتها على الاستقرار المالي

د. أحمد اللقيس (*)

المقدمة

لا شك أنه منذ بداية ظهور الأزمة على السطح في عام ٢٠٠٧، أخذت الاضطرابات في الأسواق المالية الأميركية وفي أسواق بعض الدول الأوروبية بالتزايد مما أدى الى انتشار ما يسمى بـ «غبار الأزمة» ليؤثر على الأسواق الناشئة. وقد قام صندوق النقد الدولي برصد تلك التطورات ومدى انعكاساتها على الأسواق المالية. وبنتيجة ذلك أصدر تقارير عن تطورات الأزمة وتزايد حدة الاضطرابات في الأسواق المالية كل ستة أشهر، وفقاً لما جاء في دراسات أعدها الصندوق عن مدى الاستقرار المالي العالمي، والذي يرصد التطورات الاقتصادية والمالية على مستوى العالم، بحيث يتناول بطبيعة الحال تطورات الأزمة المالية الدولية ومدى علاقتها بالاضطرابات التي تحدث في

الأسواق المالية الدولية. وفي إطار رصد تلك التطورات بشكل دقيق لا بد لنا من استعراض ما ورد في هذه التقارير بما يوضح للمهتمين كيف انعكست آثار الأزمة على الاستقرار المالي الدولي. وذلك من خلال **القسم الأول** الذي يعرض لهذه التقارير وكيفية رؤيتها لمواجهة انعكاساتها على أوضاع تلك الأسواق، على أن نعرض في **القسم الثاني** من هذه الدراسة الامكانيات المتاحة لفصل الاقتصاديات الصاعدة عن النامية من منظور المؤسسة المالية الدولية. ولكن وقبل البحث في هذين العنوانين، لا بد لنا من القول إن نسبة كبيرة من التدفقات الكبيرة لرؤوس الأموال الخاصة، الوافدة إلى الأسواق الناشئة، هي في الأساس مستمدة من معدلات الفائدة المنخفضة في اليابان وغرب أوروبا والولايات المتحدة الأميركية، وحيث أن

(*) مدير عام بالوكالة مجلس النواب.

والمصارف بعد تطور الأزمة، مما يدفعنا إلى العمل على استيضاح هذه العلاقة وانعكاساتها على الأسواق المالية من خلال ما سنعرضه في القسم الأول.

القسم الأول

تقارير المؤسسات المالية الدولية حول انعكاسات الأزمة وكيفية مواجهتها

لقد أشار تقرير صندوق النقد الدولي إلى أن تطورات الأزمة في الأسواق المالية الدولية كانت من الحدّة في بعض جوانبها، حدوث خسارة لم يسبق لها مثل في السيولة، حيث قفزت أسعار الفائدة على المعاملات بين البنوك لأجل ثلاثة أشهر بما يتجاوز بكثير أسعار الفائدة على الإقراض لليلة واحدة والمستخدم كأداة للسياسة النقدية.

هذا المعطى في سياق مفهوم صندوق النقد الدولي حصل في وقت سعت فيه البنوك إلى الحفاظ على ما لديها من سيولة أمام الضغوط الرامية إلى استيعاب أصول الكيانات الوسيطة غير المدرجة على ميزانياتها العمومية، والتي لم تعد قادرة على الحصول على التمويل لها، بسبب الزيادة المستمرة في عدم اليقين وضعف الثقة المحيطة بمدى وتوزيع خسائر البنوك من حيازات الأوراق المالية المرتبطة بالرهون العقارية العالية المخاطر، وغيرها من مشاكل الائتمان الداخل في هيكلية المصارف المعنية.

وبالنتيجة انتشرت حالات نقص السيولة بصورة أوسع وأشمّل حيث لجأت المصارف، التي يزداد الحذر لديها، إلى تخفيض خطوط الائتمان وزيادة هوامش الضمان للأوراق المالية وارتفاع طلبات إيداع هامش الوقاية من الوسطاء الماليين الآخرين.

تجدر الإشارة إلى أن البنوك المركزية الرئيسية تحركت بقوة لإيجاد السبل الضرورية لمعالجة خسائر السيولة عن طريق توفير إمكانية الوصول إلى التمويل القصير الأجل

مصدر هذه التدفقات قد تعرضت لأزمة عميقة في مصادرها، حيث قامت المصارف والمؤسسات المالية في الدول المتقدّمة بمهمة البحث عن أماكن الفرص الاستثمارية حول العالم، مما جعل انعكاس الأزمات مترابطاً بشكل وثيق بين طرفي التدفقات المالية والمستفيدين منها.

وفي هذا الإطار يشير صندوق النقد الدولي في تقريره الرقم (IMF, 2008b) إلى أن تطورات أزمة الأسواق المالية التي تفجّرت في شهر آب ٢٠٠٧، ألحقت الضرر البالغ بالأسواق والمؤسسات الأساسية في النظام المالي. وقد بدأ هذا الاضطراب بسبب الارتفاع السريع والمستمر في حالات التخلف عن السداد في سوق الرهون العقارية العالية المخاطر، في ظل عملية تصحيح رئيسية تشهدها سوق المساكن في الولايات المتحدة، والتي امتدت آثارها إلى الأسواق الأوروبية والآسيوية المرتبطة بشكل وثيق بالأسواق الأميركية، حيث أعقب تلك الأزمة ارتفاع حاد في **فروق العائد** على الأوراق المالية المضمونة بتلك الرهون العقارية، بما في ذلك التزامات الدين المضمونة بأصول محددة و«المهيكلة» على نحو يجتذب مراتب ائتمانية مرتفعة.

إن التداعيات اللاحقة لتلك الأزمة سرعان ما امتدت، من خلال نظام مالي شديد الاعتماد على الدفق المالي لتسبّب في خفض السيولة في سوق المعاملات بين البنوك، وإضعاف كفاية رأس المال وفرض تسوية طارئة لأوضاع مؤسسات وساطة مالية كبرى، وإحداث اضطراب عميق في أسواق الإئتمان «المهيكل»، والحثّ على إعادة تسعير المخاطر في مجموعة كبيرة من الأدوات المالية المختلفة.

انطلاقاً من هذا الواقع الذي سيطر على عمل ومفهوم الأسواق المالية وعلاقتها باضطرابات التدفقات النقدية بين الأسواق المالية

مواقف السياسات النقدية تحت تأثير الزيادة المستمرة في مخاطر النتائج التي تأتي دون تلك المتوقعة والمحيطه بالأفاق المستقبلية للنمو في الفترة المرافقة للأزمة، ومستمرة مع استمرارها في محاولة منها لمجاراة واقع الأزمة والتخفيف من تشنجاتها.

أولاً: أهم مبادرات المصارف المركزية الرئيسية خلال الأزمة

أن أكثر تلك المبادرات حدة قيام مجلس الاحتياطي الفيدرالي منذ آب ٢٠٠٧ بتخفيض سعر الفائدة على الأموال الفيدرالية بمقدار ٣٠٠ نقطة أساس، وقام بنك كندا المركزي وبنك انكلترا المركزي أيضاً بتخفيض أسعار الفائدة المستخدمة كأداة للسياسة النقدية بمقدار مماثل، وأيضاً تنازل البنك المركزي الاوروبي وبنك اليابان المركزي عن امكانية احداث زيادات جديدة في أسعار الفائدة.

في بريطانيا، لجأت السلطات النقدية الى توفير ضمانات كاملة للودائع من المصارف بغية المساعدة على استرداد الثقة من قبل المودعين بالمصارف والمؤسسات المالية، خاصة بعد انهيار واحدة من أكبر المؤسسات العاملة في تقديم القروض العقارية، إلا أنه تجدر الإشارة الى ان «علاوات الأجل» المصرفية أعلى بكثير من المعتاد رغم مضي أكثر من خمسة عشر شهراً على اندلاع حالة الاضطراب.

ويعود استمرار حالة الاضطراب ومشكلات السيولة في جانب كبير منه الى المخاوف المتزايدة من مخاطر الائتمان. فقد استمر اتساع فروق العائد على الائتمان في الأشهر الأولى من الأزمة، مترافقاً مع تزايد الخوف المحيط بالأفاق المستقبلية، وكذلك تصاعدت المخاوف بشأن سلامة المنتجات المالية المهيكلة^(١) ومدى

وعلى نطاق واسع، عن طريق استخدام التسهيلات القائمة.

إلا أن ذلك على الرغم من أهميته، فإنه لم يحقق إلا نجاحاً جزئياً وأولياً. ونظراً لأن علاوات السيولة ظلت عند مستويات عالية قام البنك المركزي الأوروبي في شهر كانون الأول من العام ٢٠٠٨ بتوسيع جديد لنطاق عملياته الائتمانية والتسليفية. وفي نفس الوقت قام مجلس الاحتياط الفيدرالي الأميركي وبنك إنكلترا المركزي من جهتهما، بتوسيع كبير في نطاق الضمانات الإضافية المقبولة بغية توفير السيولة المطلوبة من قبل المؤسسات المالية المعنية، مما يساعد على توسيع نطاق المقترضين المسموح لهم في الوصول الى أموال البنوك المركزية المعنية، وكل في نطاق عمله.

زيادة على هذه الخطوة على الصعيدين الأميركي والأوروبي، فإن العديد من البنوك المركزية الرئيسية في العالم أعلنت عن مبادرات مالية بالتنسيق في ما بينها من أجل التوصل الى ضمان اتصال السيولة الملائمة إلى المؤسسات المحتاجة، بما في ذلك توفير خطوط المبادلات من قبل مجلس الاحتياط الفيدرالي للسماح للبنوك الأوروبية خاصة بتوسيع نطاق السيولة بالدولار الأميركي.

نتيجة لما تقدم، وبسبب الطلب الكثيف على السيولة فقد اتخذ مجلس الاحتياط الفيدرالي إجراءات جديدة خلال شهر آذار من العام ٢٠٠٨ تتضمن فتح نافذة تمويلية جديدة وهي عبارة عن إمكانية «خصم» فعلية أمام المضاربين نوي الجدارة الائتمانية العالية، لأوراق وسندات مالية موجودة لديها.

أضف الى ذلك، عمد عدد من المصارف المركزية إلى إيجاد جو جديد من اللين في

(١) أي المنتجات التي تعتمد المصارف وفقاً لهياكل ولأشكال موضوعة مسبقاً.

وخصوصاً عندما تكشف دلائل الضعف الاقتصادي، حيث تعرضت أرصدة القطاع المالي لأشد الأضرار، وظلت مقاييس التقلب في أسواق الأسهم والعملية على مستوياتها المرتفعة. وبالمقابل هبطت اسعار الفائدة على السندات الحكومية هبوطاً حاداً بينما تصاعد الاستثمار في أسواق السلع الأساسية حيث يسعى المستثمرون الى اقتناء فئات أصول بديلة.

وهنا نطرح السؤال: ما هو التأثير الاقتصادي لهذه الأوضاع المضطربة على الأسواق المالية؟

وللإجابة لا بد من القول بوجه عام انه لم يكن لحالات الاضطراب الاخيرة في اسواق الأوراق المالية تأثير رئيسي على النشاط الاقتصادي، إنما هناك أدلة واقعية تشير الى حد كبير الى ان حالات «العسر المالي» التي واجهتها المصارف والمؤسسات المالية أدت الى ضائقة ائتمانية، وحتى في هذه الحالات، يصعب الفصل بين آثار القيود على عرض الائتمان وبين آثار الهبوط المستمر في الطلب على الائتمان والذي يصاحب عادة الركود في النشاط الاقتصادي.

تجدر الإشارة الى أنه في حالات الاضطراب السابقة، تمكنت عدة شرائح من النظام المالي من التعويض جزئياً على الأقل عن الصعوبات التي واجهتها الشرائح الأخرى.

ان التجارب التي مرت بها هذه الأسواق لا تشير بشكل واضح وصريح الى انها مرت بتجارب مماثلة واستطاعت تجاوزها. فهناك مخاوف محددة يواجهها الاقتصاد العالمي في الآونة الأخيرة تتمثل في اتساع نطاق الحد من الدفع المالي، لأن الآليات الخاصة بخلق الائتمان أصيبت بأضرار في الجهاز المصرفي وأسواق الأوراق المالية، اي أن المحرك الثنائي للنظام المالي قد يعرف ضعفاً متزامناً مع حالة

سلامة أوضاع أدوات الاستثمار بشكل عام.

إلا أن أهم ما يميز الفترة التالية للأزمة هو استمرار التدهور في أوضاع أسواق العقارات والمساكن بشكل خاص في الولايات المتحدة، وخصوصاً في فئة الرهون العقارية العالية المخاطر، حيث استمر الهبوط في أسعار الأوراق المالية المرتبطة بالرهون العقارية.

فضلاً عن ذلك، فقد عرفت الأسواق المالية ارتفاع فروقات العائد في شرائح السوق الأخرى المرتبطة بها ارتفاعاً حاداً، بما في ذلك الأوراق المالية المضمونة ببطاقات الائتمان، وقروض السيارات وقروض الطلبة والرهون العقارية التجارية المضمونة، وذلك نتيجة المخاوف من التزايد المستمر في معدلات التخلف عن السداد، والدفع المالي المفرط وأساليب التوريق المشكوك فيها.

وفي هذا الإطار، تكشف المخاوف من مخاطر الأطراف المقابلة حيث لم تحقق البنوك سوى نجاح جزئي في الحفاظ على رأس المال في مواجهة الخسائر المتصاعدة، إذ تم بيع أحد البنوك الاستثمارية الرئيسية في الولايات المتحدة الأميركية على أساس طارئ بدعم من صناديق التحوط وغيرها من المؤسسات المدفوعة مالياً بدرجة كبيرة من الصعوبات الخطيرة على ما توفره من خطوط ائتمان واسعة ومتنوعة. وهذا الأمر أثار خطر عمليات البيع الاضطراري للأموال، حيث أدى الأمر الى إثارة التساؤلات عن مدى سلامة أوضاع سوق المبادلات لمخاطر الائتمان، وبوجه خاص تجاه الضعف المستمر في المراكز المالية لشركات التأمين ذات النشاط الأحادي (monoline insurers) التي توفر غطاء لمخاطر الائتمان بكافة أوجهه.

بالإضافة الى ما تقدم وكننتيجة حتمية لمسار الأزمة، فقد تراجع أسعار الأسهم

تعبئة رؤوس الأموال الجديدة تشهد ارتفاعاً مستمراً وسريعاً بسبب تصاعد المخاوف من أوضاع الميزانيات العمومية والمجموعة للمصارف.

تجدر الإشارة في هذا الصدد الى أن معظم المصارف تحتفظ بهوامش مالية (هوامش أمان رأسمالية) كبيرة تتجاوز الحد الأدنى الذي تفرضه الأنظمة والأجهزة المصرفية المعنية. وهذا الأمر يعطيها بعض القدرة على إعادة بناء رأس المال عن طريق تخفيض الأرباح على الأسهم وايضاً تخفيض الكلفة، رغم انه يرجح ان تواجه هذه المصارف ضغطاً من الأسواق كي تستعيد مراكزها المالية لناحية رأس المال بأقصى سرعة ممكنة.

بالإضافة الى ذلك، فقد شهدت معايير الاقراض تشدداً بقدر كبير في منحها للتسليفات في كل الاقتصادات المتقدمة، وهذا الأمر من شأنه ان يقلل من القدرة على تنمية القروض، إلا أنه يمكن القول اذا أمكن إجراء تخفيض حاد في سعر الفائدة المستخدم كأداة للسياسة النقدية مما حدّ من امكانية انعكاس هذه الاجراءات على عملية التسهيل في منح بعض أنواع من القروض المصرفية.

ثانياً: اجراءات الأسواق المالية حيال الأزمة المالية بالانتقال الى الأسواق المالية، نرى ان الاجراء الأكثر قرباً ومباشرة تجاه هذه الأسواق وفي توجه جديد لتشديد الأوضاع النقدية داخل هذه الأسواق لجهة التسليف، هو رفع فروق العائد على الأوراق المالية الصادرة عن الشركات، وهو الأمر الذي يؤثر بفعالية على

الاضطرابات التي يمر بها النظام المصرفي العالمي.

ان حدوث المزيد من التآكل والواسع النطاق، في رأسمال المؤسسات المالية بسبب الأزمة العقارية والمالية، في ظل مناخ يسوده عدم اليقين والحذر يمكن ان يتسبب بتحول الضائقة الائتمانية الى أزمة واضحة ومكتملة، وهذا الحدث يقترن بظهور قيود شديدة على عرض التمويل من النظام المالي بكامله.

إنطلاقاً من هذه الأوضاع فإن صندوق النقد الدولي، وعبر تقديرات الخبراء فيه^(٢)، يرى ان الجهاز المصرفي يواجه خسائر محتملة نتيجة التعرض لمخاطر سوق الرهون العقارية عالية المخاطر في الولايات المتحدة الاميركية، وبسبب الاوراق المالية «المهيكلّة» المرتبطة بتلك الأسواق.

كما أنها تواجه الخسائر المحتملة في فئات الائتمان الأخرى مثل القروض الاستهلاكية وقروض الشركات، بحيث يمكن أن تبلغ حوالى ٤٤٠ ملياراً - ٥٢٠ مليار دولار من مجموع الخسائر المتوقعة والبالغة حوالى (ألف مليار دولار)^(٣).

ومن المؤكد القول انه من غير الضروري قياس التأثير على الإقراض المصرفي قياساً دقيقاً بالمقارنة مع تدهور كفاية رأس المال، حيث نشطت المصارف الاميركية بشكل خاص في تجميع أموال سائلة لدعم رؤوس أموالها، حيث قدرّت هذه الأموال بحوالى ٨٥ مليار دولار مقارنة مع الخسائر المعلنة البالغة ١٩٠ مليار دولار^(٤)، بما في ذلك الأموال المجمعة من صناديق الثروة السيادية، وبالرغم من أن تكلفة

(٢) تقرير صندوق النقد الدولي الصادر في عدد ابريل نيسان ٢٠٠٨.

(٣) تقديرات أولية لصندوق النقد الدولي.

(٤) نيبيل حشاد، الأزمة المالية العالمية ٢٠٠٨. إنماء غرف التجارة والصناعة والزراعة العربية، ص ٩٨.

العام ٢٠٠٨ وتدهور الاوضاع في سوق العمل ادى الى زيادة الضغوط على مالية قطاع الاسر في الولايات المتحدة الاميركية بشكل خاص.

وعلى الرغم من ان صافي الاصول لا يزال عالياً، فإن المستويات العليا لاجمالي المديونية قياساً الى الدخل تعتبر اعلى بكثير مما هي عليه في اوربا الغربية. وعلى العكس في المنحى الآخر، تتسم اوضاع الميزانيات العمومية لقطاع الشركات في الولايات المتحدة بالقوة وتتمتع بامكانيات الربح باستمرار في ظل الازمة المستمرة، وهذا الامر يجعل القطاع الذي يضم الشركات في وضع يسمح له بالتمويل الذاتي للاستثمار من اجل تحاشي تكاليف الاقتراض المرتفعة. الا انه قد لا يتوافر صمام الامان بنفس الدرجة من اجزاء كبيرة في اوربا، حيث تعتبر مراكز الشركات اقل قوة منها في اميركا.

لقد كان للتوترات التي حصلت مؤخراً في الاسواق المالية انعكاساتها الدامغة على اسواق النقد الاجنبي. فقد هبط سعر الصرف الفعلي والحقيقي للدولار الاميركي هبوطاً حاداً منذ منتصف العام ٢٠٠٧، نظراً لتراجع الاستثمارات الاجنبية في الاوراق المالية الاميركية والناجمة عن انخفاض مستوى الثقة في سيولة هذه الاصول وانخفاض العائد عليها، بالاضافة الى ضعف احتمالات النمو في الولايات المتحدة الاميركية وما اصاب الفائدة ايضاً من انخفاض في اسعارها.

بالفعل، فقد جاء هذا الهبوط في قيمة الدولار الاميركي منذ العام ٢٠٠١ وبشكل تدريجي ليعطي بداية بعض الدفع لصافي الصادرات الاميركية الى الخارج - وهي احد اهم الدعامات الاساسية للاقتصاد الاميركي - مما ساعد في شكل هادئ ومستمر على خفض العجز في الحساب الجاري الاميركي الى اقل من ٥٪ من اجمالي المحلي عن الذروة التي

النشاط الاقتصادي بأجمعه.

إنطلاقاً مما سبق يمكن القول ان فروق العائد على الأوراق المذكورة قد اتسعت بشكل كبير في الفترة الأخيرة من العام ٢٠٠٨. وجاء هذا الارتفاع خاصة لجهة المقترضين ذوي المخاطر الأعلى، إنما بشكل أقل حدة مما حدث في مرحلة الركود التي شهدتها هذه الأسواق عام ٢٠٠١، في أعقاب إنهيار «فقاعة التكنولوجيا المتطورة»، حيث أصبحت فروق العائد التي تواجه الشركات المقترضة ذات الجدارة الائتمانية العالية قريبة من المستويات المرتفعة التي بلغت في عام ٢٠٠٢، رغم ان العائدات عموماً لا تزال أقل، نظراً لهبوط العائد على الأوراق الحكومية التي تشكل المعيار الأساسي لقيام فروقات العائد على المقترضين.

ويمكن أن نضيف أيضاً أنه من المرجح أن يصبح اصدار الأوراق المالية الإئتمانية «المهيكل» والمعقدة، محدوداً جداً، إلى أن تتحقق معالجة جوانب الضعف الأساسية في عملية التوريق بالشكل الملائم، ومن المرجح الا تتحقق استعادة مستويات النشاط السابقة إلا بعد وقت طويل.

من جهة اخرى، ان العوامل الاساسية الاخرى المؤثرة على الاقتصاد الكلي لتشديد الاوضاع المالية مرتبطة بالحالات المالية للمقترضين في قطاعي الاسر والشركات. ومن المرجح ان يكون التباطؤ الذي عاشته الاسواق في النصف الثاني من العام ٢٠٠٨، لا سيما على صعيد الاستهلاك الشخصي في الولايات المتحدة الاميركية، جاء بعد تراجع قدرة الاسر والعائلات على الاقتراض مع استخدام الملكية العقارية كضمانة اضافية بسبب هبوط اسعار المساكن واتساع فروق العائد وتشديد معايير الاقراض الشخصي والاسري.

بالاضافة الى ما سبق، يمكن القول ان التصحيح في اسعار الاسهم الذي جرى اوائل

مجلس الاحتياطي الفيدرالي، وهبوط اسعار الفائدة طويلة الاجل على الاوراق المالية الحكومية، يتوقع له ان يكون داعماً للنشاط المستقبلي بصرف النظر عن الارتفاع المستمر في فروق العائد.

ان ما يؤخذ على هذا المقياس هو انه لا يأخذ بعين الاعتبار التشديد بوتيرة متصاعدة وسريعة في معايير الاقراض من البنوك وانهايار اسواق الائتمان المهيكلة التي كانت تدعم نمو الائتمان.

لقد كان للخسائر التي تعرضت لها البنوك تأثير كبير وسلبي على النشاط الاقتصادي في الولايات المتحدة وأوروبا الغربية، نتيجة الانكشاف الكبير في الولايات المتحدة والاثار الانتشارية على اسواق المعاملات بين البنوك واسواق الاوراق المالية والضغط السعودي على اليورو، وهو ما انعكس بشكل ضيق على مؤشر الأوضاع النقدية، الا ان الامر المهم هو ان التأثير على الطلب جاء حتى الآن اقل وضوحاً، فإن النشاط الاقتصادي سيواجه عبئاً كبيراً نتيجة تشديد معايير الاقراض من البنوك واتساع العائد على المقرضين ذوي المخاطر الاعلى.

وفي الاطار نفسه، تجدر الاشارة إلى ان المؤسسات المالية في اليابان تأثرت بدرجة اقل بسبب الاضطراب المالي، ويبدو ايضاً ان التأثير الاقتصادي سيكون الاوسع انتشاراً بسبب التباطؤ الذي اصاب النشاط الاقتصادي العالمي نتيجة الازمة المالية والعقارية في الولايات المتحدة الاميركية.

اخيراً لا آخراً يمكن القول ان جميع الاقتصاديات المتقدمة ستواجه أثراً خطيراً اذا تحولت الضائقة الائتمانية الى أزمة ائتمان

بلغها عام ٢٠٠٦ بنسبة ١,٥٪ من اجمالي العام ٢٠٠٧^(٥).

هكذا نستطيع القول إن الدولار الاميركي لا يزال يعتبر من العملات القوية الى حد ما في الاسواق المالية العالمية. ونظراً الى محدودية المرونة في ارتفاع عملات عدد من البلدان التي لديها فوائض كبيرة في حسابها الجاري - لا سيما الصين والبلدان المصدرة للنفط في الشرق الاوسط - فإن المقابل الاساسي للانخفاض في قيمة الدولار الاميركي هو ارتفاع اسعار اليورو والين وعملات اخرى معومة كالدولار الكندي وعملات بعض الاقتصاديات الصاعدة. ونتيجة لذلك، تعتبر عملة اليورو الآن من اقوى العملات عالمياً، وان يكن الين لا يزال ينافس في قوته وهو مقوماً بأقل من قيمته.

بالنتيجة يمكن القول ان هذه التجربة تتعارض مع التجربة التي شهدتها الفترة الممتدة بين عامي ١٩٨٥ و١٩٩١، هذه الفترة هي التي سادها تصحيح خارجي سريع عندما كانت انماط التصحيح في اسعار الصرف وفي اختلالات الحساب الجاري اكثر مواءمة في هذه الفترة.

باختصار يمكن القول ان انعكاس اضطراب الاسواق المالية على البنوك واسواق الاوراق المالية، يحدث في نفس الوقت مع تطور آخر هو ما تشهده السوق الائتمانية على صعيد اسواق المساكن مترافقاً مع استجابة لبعض السياسات، وبشكل حثيث لجهة القوة الاولية للميزانيات العمومية لقطاعي الشركات والاسر لتوفر بعض الحماية لهذه المسيرة. هذا من جهة، ومن جهة ثانية، فإن مؤشر الاوضاع المالية (FCI) يشير الى ان المزيج الذي يجمع بين انخفاض سعر الصرف وموقف السياسة النقدية من قبل

(٥) المصدر السابق ص ١١٦.

التي تتعرض لها اسواق المال العالمية. كيف نفسر هذا الصمود لهذه الاسواق، وكيف يمكن التعامل مع ازمت اسواق رأس المال انطلاقاً من تجربة هذه الدول؟ هذا ما سوف نستعرضه في هذا القسم من الدراسة التي نحن بصدها.

أولاً: صمود اقتصاديات الدول النامية في وجه الأزمة في اطار هذه الصورة العامة لأوضاع الاسواق المالية العالمية، نستطيع القول ان تشديد اوضاع السيولة ادى الى تأثير اكبر حدة على بعض البلدان التي كانت تعتمد بشكل كبير على الاقتراض القصير الأجل والعاير للحدود، اما عن طريق الاقتراض المقدم من البنوك الاجنبية او عن طريق اقتراض البنوك المحلية من الخارج، مما ادى الى مواجهة الكثير من تلك البلدان للاضطرابات التي حدثت في اسواق المعاملات المحلية بين البنوك. وادت هذه الاضطرابات الى اهتزازات مباشرة وتباطؤ في التدفقات الرأسمالية الداخلة مما شكل قيلاً على الائتمان المحلي والذي ادى بدوره الى تراجع كبير في نمو اجمالي الناتج المحلي.

في مقلب آخر، كان للتداعيات الناجمة عن تباطؤ النشاط الاقتصادي آثار محدودة على جانب التجارة، حيث ظهرت التأثيرات على الصادرات التي تعتمد عليها اقتصاديات البلدان المتقدمة والمرتبطة تجارياً بالولايات المتحدة الاميركية. ورغم ذلك بقي النشاط التجاري عند مستوى مقبول تجارياً بسبب الدعم الذي وفرته قوة نمو الطلب المحلي لدى الشركاء التجاريين للولايات المتحدة الاميركية.

اما فيما خص النشاط الاقتصادي للبلدان الصاعدة والنامية، ورغم ما عرفه من تباطؤ، الا انه ظل يحقق نمواً عند مستوى بلغ ٧,٩٪ عام ٢٠٠٨ وهو مستوى اعلى مما حققه عام ٢٠٠٦.

مكتمة الملامح، خاصة اذا زاد العمق في خسائر رؤوس اموال البنوك وزاد فقدان الثقة في النظام العام للتمويل، مع الإشارة إلى ما يميز الاقتصادات في بعض الدول النامية.

القسم الثاني

الإمكانيات المتاحة لفصل الاقتصاديات الصاعدة عن النامية من منظور المؤسسة المالية الدولية

شهدت فترات الاضطراب المالي العالمي، التي تعرضت لها الاسواق المالية الدولية في السابق انعكاساً مباشراً على اسواق البلدان النامية وتركت اثراً سلبية كثيرة عليها، اما في الازمة الحالية فقد استطاعت المؤسسات المختصة السيطرة على الآثار الانتشارية المباشرة على الاقتصاديات النامية.

وفي هذا الاطار، يمكن الملاحظة ان نشاط الاصدار من قبل هذه الاقتصاديات تراجع منذ آب ٢٠٠٧ مقارنة بالمعدلات العالية التي شهدتها العام السابق، الا ان التدفقات النقدية بالنقد الاجنبي استمرت الى حد كبير، كما واصلت الاحتياطات الدولية من العملات ارتفاعها رغم الأزمة.

بالاضافة الى ذلك، فقد ظلت تدفقات الاستثمار الاجنبي المباشر وتدفقات حصص رأس المال في المحافظ قوية ومرتفعة بشكل عام، رغم التدفقات الحادة التي اتجهت الى الخارج في فترات حرجة مر بها السوق.

وقد حققت معظم الاسواق الصاعدة اداء افضل بكثير من اداء اسواق الاقتصادات المتقدمة منذ صيف العام الماضي، رغم ان فروق العائد على الدين السيادي ودين الشركات في الاقتصادات الصاعدة ازدادت اتساعاً، ورغم تراجع اسعار الأسهم في اوائل العام ٢٠٠٨.

انطلاقاً مما سبق، يمكن القول ان اقتصادات الدول النامية تشكل نموذجاً في مواجهة الازمت

الأول، ان نمو النشاط العالمي على مدى السنوات الخمس الماضية هيمنت عليه الاقتصاديات الصاعدة والنامية (الصين اسهمت بحوالى ٢٥٪ من النمو العالمي). الا ان ما يميز هذا النمو هو كثافته في الموارد الطبيعية، والذي يرجع الى انماط الاقتصاديات في الانتاج والاستهلاك. ومن آثار هذه الاتجاهات ان الزيادة المستمرة للطلب على أهم السلع الاساسية كالنفط والمعادن والمواد الغذائية التي تحرك النمو في هذه الاقتصاديات. وقد ساهم ذلك في زيادة اسعار السلع الاساسية في العام ٢٠٠٧ على الرغم من تراجع النمو في الاقتصاديات المتقدمة. وهذا العامل هو اساسي في اداء البلدان المصدرة للسلع الاساسية في افريقيا واميركا اللاتينية، كذلك النفط في البلدان المصدرة في منطقة الشرق الاوسط.

الثاني هو المرتبط بما سبق وهو النمو المستمر في الاقتصاديات الصاعدة والنامية في هيكل التجارة الدولية. فهذه الاقتصاديات الصاعدة تساهم بما يوازي ثلث التجارة الدولية وأكثر من نصف الزيادة في حجم الواردات بداية من العام /٢٠٠٠/. وبالإضافة الى ذلك فقد عرفت التجارة الدولية تغييراً مضطرباً في انماط التجارة، حيث ان ما يقارب نصف الصادرات من الاقتصاديات الصاعدة والنامية يعود الى اقتصاديات اخرى، حيث يسهم ابرز عنصر في الزيادة المستمرة هو زيادة التجارة البينية الاقليمية خاصة داخل آسيا.

كما حققت بلدان افريقيا واميركا اللاتينية قدراً من النجاح في تنويع وجهة الصادرات وفي توسيع قاعدة صادراتها، مما عزز المنافع المتحققة من صادرات المنتجات المصنعة ذات القيمة المضافة العالية تجاه الاقتصاديات النامية في علاقتها على الاقتصاديات النامية رغم الانفتاح امام التجارة الدولية.

ايضاً يمكن القول ان هذه البلدان حققت نمواً قوياً في جميع المناطق بما في ذلك افريقيا واميركا اللاتينية، الا ان بعض البلدان لا تزال تواجه التعامل مع معدلات التضخم الآخذة في الارتفاع مدفوعة بقوة الطلب المحلي وسرعة نمو الائتمان والتأثير السريع لارتفاع اسعار الأغذية والطاقة.

انطلاقاً مما سبق يمكن القول ان هناك مصدرين اساسيين يدعمان اقتصاديات الدول النامية في ظل هذه الازمة وهما:

١ - قوة زخم النمو الراجعة الى مكاسب الانتاجية المتحققة من التقدم المتواصل في الاندماج في الاقتصاد العالمي مع ميزة الاستفادة من ايجابياته والتغلب على سلبياته وان بشكل آني.

٢ - مكاسب التثبيت المتحققة من تحسين اطر السياسات الاقتصادية الكلية. والمهم في هذا الأمر ليس مجرد كيفية تطوير هذه العوامل في البلدان النامية منفردة، انما ايضاً في كيفية تفاعلها عبر البلدان من أجل تغيير ديناميكية النمو العالمي.

في هذا الاطار، نشير الى ان تقرير آفاق الاقتصاد العالمي اورد تحليلاً ينطوي على التفاصيل المتعددة لكيفية السماح بحدوث انفصال في عملية الانتاج، ودمج موارد العمالة غير المستغلة بشكل كامل في اقتصاد السوق العالمي عن طريق مزيج من اصلاحات السوق والتقدم التكنولوجي، خاصة في مناطق الصين والهند والاقتصادات الصاعدة في اوروبا.

هذه العملية حركت زيادات سريعة متواصلة في الانتاجية، مما ساهم في التباعد والتساؤل عن اداء النمو في الناتج المحلي بين الاقتصادات المتقدمة والاقتصاديات النامية والتي بدأت منذ سنوات.

نتيجة لما تقدم، نستطيع القول ان هناك تحولين مهمين في نمو الاقتصاد العالمي هما:

العالمي اثره على ديناميكيات الاقتصاد العالمي، وهو انتقال له انعكاساته على تحليل المخاطر المحيطة بالآفاق المستقبلية والاستجابات على مستوى السياسات. لذلك سوف نتطرق الى ثلاث توجهات حددتها تلك العلاقة بين الدول المتقدمة واقتصاديات الدول النامية والصاعدة وهي:

التوجه الأول: اشكالية الطلب المحلي وديناميكيته في الاقتصاديات النامية: جاءت قوة هذه الديناميكيات بمثابة مخفف للصدمة التجارية، مما ساعد على التوسع في الصادرات الاميركية حتى مع تباطؤ الانتاج المحلي الاميركي. الا ان المستغرب كان ان ارتفاع اسعار النفط الى مستويات قياسية في بداية العام ٢٠٠٨، خفف من اندفاع الاستهلاك وتسبب في زيادة المخاوف من التضخم في الاقتصاديات المتقدمة، مما ادى الى تغيير امكانية الاستجابة على مستوى السياسة النقدية.

التوجه الثاني: توافر المدخرات عالميا شكل ضغطا على اسعار الفائدة الحقيقية. لقد ا ساهم انتقال الاقتصاديات الصاعدة والنامية كمجموعة الى وضع البلدان المتقدمة كبلدان ذات مدخرات صافية نتيجة الضغط على اسعار الفائدة المطبقة. وقد ساد اعتقاد ان وفرة السيولة ساعدت على تحفيز المبتكرات المالية السريعة وعلى تمويل التجاوزات في الاسواق المالية العالمية التي حصلت قبل فترة الانفجار الكبير لازمة الرهن العقاري، والتي قد تكون تسببت في بدء الاضطراب المالي الناتج عن ذلك، الا ان الحقيقة والواقع هو ان ضخ صناديق الثروة السيادية للموارد المالية من اقتصاديات الدول المتقدمة لاعادة رسملة البنوك الاميركية كان العامل الاهم في تخفيف وقع الصدمات المالية (Financial Shock Absorber). ويمكن في هذا الاطار طرح تساؤل يمكن ان

في مقابل هذه العلاقة التجارية والتبادلية بين الدول المتقدمة واقتصاديات الدول النامية، نجد ان معظم الاقتصاديات الصاعدة اتبعت سياسات اقتصادية منضبطة كليا، مما ادى الى انخفاض عجوزات المالية العامة وانخفاض معدلات التضخم.

هذا بالاضافة الى تعزيز اوضاع الميزانيات العمومية، وتراجع في مواطن الضعف الخارجية نتيجة لارتفاع الاحتياطات الدولية الى مستوى قياسي واستبداله بالافتراض الخارجي الى حد كبير، في الواقع ان هذه الاقتصاديات اصبحت احد اكبر الاطراف المصدرة للمدخرات، مما يؤكد وجود مخاوف قائمة ان لجهة الاتفاق الحكومي وارتفاع مبالغه بشكل كبير وبسرعة، مع تزايد العائدات الضريبية والذي قد لا تتوفر له امكانية الاستمرار في حال تباطؤ النمو.

باختصار، يمكن القول ان قوة ديناميكية النمو الداخلي وارتفاع حصة هذه الدول في الاقتصاد العالمي ساعدا في تخفيف اعتماد الاقتصاديات الصاعدة والنامية على مراحل الدورة الاقتصادية التي تمر بها الاقتصاديات المتقدمة.

وفي جهة مقابلة، يمكن القول ان بعض الابحاث الواردة في تقارير آفاق الاقتصاد العالمي أشار الى ان تلك الاثار لا تزال كبيرة وخاصة في حالة الاقتصاديات المنفتحة بدرجة عالية.

ان تلك الاثار لا تزال محدودة في فترة هبوط النشاط الاقتصادي في الدول المتقدمة، ويعود سبب هذه العلاقة الى حدوث حالات التوقف المفاجئ للتدفقات المالية المتجهة الى الاقتصاديات الصاعدة والتي ينظر اليها على انها معرضة للمخاطر في اوقات العسر المالي. اخيرا يمكن الاستنتاج من كل ما تقدم انه كان للانتقال الى عالم متعدد الاقطاب اقل اعتمادا على الولايات المتحدة كقاطرة للنمو

على مستوى السياسات العامة، خاصة في مجال التجارة والاسواق العالمية المالية والاقتصادية. الامر الذي دفع الى اجراء استشارات متعددة الاطراف بشأن الاختلالات العالمية التي نظمها صندوق النقد الدولي لكل من الصين والمملكة العربية السعودية.

يضاف الى ما تقدم وفي اطار المشاورات المتعددة الاطراف، استطاعت ايجاد تعايش ينظم سعر الصرف المرن مع باقي أنظمة سعر الصرف الموجهة، والثانية أثرت سلبا على فعالية تحركات أسعار الصرف في تقليص الاختلالات العالمية.

باختصار، يمكن القول إن انتشار الازمة التي تشهدها الاسواق المالية يؤدي الى سد الافاق العالمية المستقبلية، حيث تشير التوقعات الراهنة التي أبدأها صندوق النقد الدولي الى أن الازمة في الاسواق المالية لن تعود الى الاستقرار الا تدريجيا بدءا من العام ٢٠١٠، وأن التشدد في معايير الاقراض من البنوك سوف يستمر. كما يتوقع ان تظل السلع الاساسية على أسعار مرتفعة، كما سيتباطأ النمو العالمي الى حد يعود فيه الى التراجع الى تحقيق نمو سلبي بدءا من العام ٢٠٠٩ وهي في حدود ٢ و ٣٪.

يتوقع التقرير أيضاً ان يشهد الاقتصاد الاميركي حالا من الركود بسبب استمرار العبء الناجم عن اوضاع تشييد المساكن وضعف الاستهلاك، رغم شدة التخفيضات في أسعار الفائدة التي قررها مجلس الاحتياطي الفيدرالي وتطبيق مجموعة اجراءات منشطة في المالية العامة للتوقيت المناسب.

المراجع العربية

١ - نبيل حشاد: الاتجاهات المدنية في

يشكل نوعا من استشراف لما ستكون عليه الاسواق في البلدان الصاعدة والنامية، حول انعكاسات الاضطرابات في الاسواق المالية الاميركية وتحول تدفق الاموال الى الاسواق الاخرى، وهل يساهم في ايجاد تطور في اسعار الاصول او في طاقات فائضة في الاسواق الخارجية ام لا؟

أيضاً يطرح تساؤل عن مصير استثمار فوائض البترودولار الكبيرة وكيفية توظيفها واين ستستثمر؟ هل في الاقتصاديات الصاعدة ام تحاول ايجاد اسواق استثمارية جديدة لها؟

في الواقع ان الامر يرتبط في مدى استمرارية مستوى اسعار الطاقة على الارقام العالية، ام هل ستقلب الامور في حال حصول تراجع في الاسعار؟ وهو ما حصل فعلا!

الامور الحاصلة فعلا الان هي التوجه الجديد للاموال الناتجة عن ارتفاع اسعار البترول والتي شكلت فقاعة «عامت» عليها البلدان المنتجة، وتركت الكثير من الفراغ في عمليات الاستثمار المتنوع الذي يمكن ان يوجد نوعا من التوازن في حال تدني اسعار النفط كما هي الحال مع بداية العام ٢٠٠٩ قبل ان تعود وتحقق نوعا من التوازن المتوسط في الاسعار العالمية مع توقعات ببدء انتهاء آثار الازمة المالية بعد وصولها الى القاع وذلك انطلاقا من نهاية العام ٢٠١٠ كما هو متوقع.

ثالثا: تعدد وتنوع عمليات التصحيح الخارجي للسياسات المالية:

اصبحت عمليات التصحيح الخارجي بعد الازمة متعددة الوجة، واصبحت اشد تعقيدا وهو يتطلب الاستجابة الفعالة لحالة هبوط النشاط الاقتصادي التي تزداد توسعا وعمقا.

ونتيجة لما سبق، فإن الاقتصاديات الكبيرة والمتقدمة اعترفت بارتفاع حصة كل منهما في الطلب العالمي واستمرار ما اكتسبه كل منها

بيروت ٢٠٠٨.

٢ - الأجنبية

1- Word Bank 2008 "Economic development and projects middle east and North Africa" Washington DC: Word Bank.

2- Wicker Elmus 1966 "Federal Reserve Policy 1917-1933, New York Random House.

الاستثمار العالمي والاستثمار العربي.

الاتحاد العام لغرف التجارة والصناعة والزراعة للبلاد العربية بيروت ٢٠٠٨.

٢ - صندوق النقد العربي: التقرير الاقتصادي العربي الموحد، ٢٠٠٧.

٣ - نبيل حشاد: الازمة المالية العالمية ٢٠٠٨، الانعكاسات على الاقتصاد العالمي والعربي، ٢٠٠٨.

غرفة التجارة والصناعة والزراعة العربية،