

## من أزمة الرهن العقاري إلى الأزمة المالية العالمية

أ. عبد الغاني بن علي  
جامعة 20 أوت 1955، سكيكدة - الجزائر

benali.ghani@hotmail.com

د. مليكة صديقي  
جامعة الجزائر 3 - الجزائر  
seddiki.malika@yahoo.fr

Received: 2012 Accepted: 2012 Published: 2012

### ملخص:

وصفت الأزمة المالية التي انفجرت في سنة 2008 بالأخطر والأعمق والأشمل، فهي الولايات المتحدة تتخبط في أزمة مديونية خانقة، كما تعرف بعض دول منطقة الأورو، بدورها مشاكل مالية واقتصادية جراء تجاوز الدين العام الحدود المقبولة، مما جعل العملة الموحدة، الأورو، تعيش أصعب الاختبارات منذ نشأتها. وإذا كانت الشرارة الأولى لهذه الأزمة هي انفجار فقاعة القروض الرهنية الثانوية في الولايات المتحدة، فسرعان ما انتشرت العدوى إلى بقية الاقتصاديات في العالم، ولذلك تتفاوت التوقعات بشأن السيناريوهات المستقبلية لهذه الأزمة، ولأن هذه الأخيرة ما زالت تتفاعل في الساحة الاقتصادية العالمية، ولم تتضح كامل معالمها بعد، سنحاول من خلال هذه المداخلة، الوقوف على طبيعة أزمة الرهن العقاري وآليات انتقال آثارها وكيفية تحولها إلى أزمة مالية عالمية.

### Résumé:

la crise financière qui a explosée en 2008 est décrite comme la plus dangereuse, la plus profonde et la plus large depuis la crise de 1929. Les Etats-Unis, la 1<sup>ère</sup> puissance économique est menacée du fait de l'augmentation sa dette. La zone euro, à son tour, est malade, elle se débat depuis plus de deux années avec des problèmes financiers et économiques, causées notamment par le haut niveau d'endettement de certains de ses membres, une situation qui risque de conduire à l'explosion de la zone euro. La crise est partie des États-Unis suite à l'éclatement de la bulle des subprimes, et s'est vite propagée pour toucher toutes les économies, y compris les économies émergentes.

Dans cette intervention, nous essaierons d'analyser la nature de la crise des subprimes, ses origines, en insistant sur les canaux de transmission, et comment cette crise financière s'est transformée en une crise financière mondiale.

### تمهيد:

وصفت الأزمة المالية التي انفجرت في سنة 2008 بالأخطر والأعمق والأشمل، وقد تحولت إلى أزمة اقتصادية طالمت كل الدول بدون استثناء. فهاهي الولايات المتحدة تتخبط في أزمة مديونية خانقة، أما أوروبا فإن بعض دول منطقة الأورو تعرف بدورها مشاكل مالية واقتصادية جراء تجاوز الدين العام الحدود المقبولة مما جعل العملة الأوروبية الموحدة تعيش أصعب الاختبارات.

لقد تعددت التحاليل والتفسيرات حول طبيعة الأزمة حيث اعتبرها البعض أزمة النموذج الرأسمالي العالمي وأرجعها البعض إلى الاختلالات الماكرو اقتصادية على الصعيد العالمي، كما طرحت عدة أسئلة حول مستقبل أكبر اقتصاد في العالم ونقصد بعد الاقتصاد الأمريكي؛ ولأن هذه الأزمة لم تتجاوز بشكل كبير مع الجهود المبذولة لاحتوائها، فقد ساد الحديث عن دخول الاقتصاد الأمريكي ومن ثم العالمي في مرحلة من الركود

والكساد، حيث حصل التباطؤ في معدلات النمو والتراجع الحاد في فرص العمل، خاصة وأن هذه الأزمة تختلف عن سابقتها من الأزمات الكثيرة التي مر بها الاقتصاد العالمي.

في هذه المداخلة نحاول العودة إلى البداية وكيف كانت الشرارة الأولى لهذه الأزمة المالية العالمية الراهنة هي انفجار فقاعة القروض الرهنية الثانوية ذات الجدارة الائتمانية المنخفضة في الولايات المتحدة (subprime<sup>1</sup>)، وعلى غير المتوقع، سرعان ما انتشرت أزمة الرهن العقاري، (التي وقعت في أوت 2007 بسبب تراجع أسعار العقار)، وامتد أثرها لتلحق أضراراً بالغة بالأسواق والمؤسسات المالية المرتبطة بشكل مباشر أو غير مباشر بالاقتصاد الأمريكي مهددة بذلك النظام المالي العالمي برمته. ولذلك تتفاوت التوقعات بشأن السيناريوهات المستقبلية لهذه الأزمة التي ما زالت تتفاعل في الساحة الاقتصادية العالمية، ولم تسفر بعد على كل تداعياتها.

#### أولاً: جذور أزمة الرهن العقاري.

نظراً لكون الأزمة قد انطلقت من الولايات المتحدة موطن الأسهم، فالعديد من الآراء تناولت الأسهم كمنظومة اقتصادية متعثرة كسبب رئيسي للأزمة المالية العالمية، وأزمة الرهن العقاري بالأخص؛ إلا أننا سنحاول البحث في جذور أزمة الرهن العقاري، من خلال معطيات الاقتصاد الكلي والاقتصاد الجزئي على أساس أنها أزمة مالية لا أزمة نظام رأسمالي.

##### 1. تطور السوق الثانوي للرهن العقاري:

يمكن أن نقوم بتقسيم تطور السوق الثانوي للرهن العقاري إلى مرحلتين حسب تدخل الدولة، حيث كانت الحكومة الفيدرالية تسيطر على مصادر الإقراض بامتلاكها لعدد من وكالات الائتمان.

##### 1.1. المرحلة الأولى: سيطرة الدولة على السوق الثانوي للرهن العقاري

خضعت أسواق الرهن العقاري لدرجة عالية من التنظيم، وكان الائتمان العقاري يخضع لسيطرة جهات الإقراض المتخصصة، فقد كانت الحكومة الفيدرالية تمتلك عدداً من وكالات الائتمان التي تقدم الائتمان على نطاق كبير أو بأسعار فائدة منخفضة لقطاعات معينة من الاقتصاد عما تقدمه السوق، والقطاعات الأكثر تفضيلاً في هذا الصدد هو قطاع الإسكان والزراعة. وقد كان أحد أسباب تنظيم الصناعة المالية هو الحد من الغش والخسائر بالنسبة للمقرضين، لهذا تفرض الحكومة الفيدرالية ضوابط مشددة<sup>2</sup> ضد استغلال المعلومات التي يتم الحصول عليها بحكم الوظيفة في الاتجار بالأسهم، وكذلك في المطالبات لشراء الأسهم والسندات، هذا بينما تحاول الولايات أن تكفل سلامة شركات التأمين<sup>3</sup>.

ومن أبرز الخطوات التي اتخذتها الحكومة الأمريكية لتنشيط السوق الثانوي لقروض الرهن العقاري تتمثل في الدور الذي لعبته إدارة الإسكان الفيدرالي (FHA) (federal housing administration) التي أنشأت في

عام 1934، وكذلك إدارة خدمة المحاربين القدامى VA (veterans administration) التي أنشأت عام 1944، فلقد أنيط بهاتين الإدارتين مسؤولية حماية المستثمرين في تلك الفترة فبالنسبة لـ FHA تمثلت الحماية في تقديم خدمة تأمينية ضد توقف المقترض عن السداد، بينما تمثلت الحماية التي قدمتها VA في ضمان القروض التي تمنحها المؤسسات المالية لغرض الإسكان<sup>4</sup>، ولمزيد من الدعم للسوق الثانوي للقروض العقارية، أنشئت مؤسسة الرهن القومية الفيدرالية (FNMA) (federal national mortgage association) وذلك في عام 1938. وقد تحددت مهمتها حينذاك في تقديم قروض مباشرة للراغبين في الحصول على قروض إسكان من بين أولئك الذين يقطنون في مناطق يصعب أن تصل إليها خدمات الإقراض العقاري، ويشترط في ذلك أن يتوافر في تلك القروض الشروط التي تخضعها لحماية FHA و VA، في البداية نشير إلى مساهمة الكونجرس الأمريكي في إنجاز مهمة تلك المؤسسة، ونجاح برنامج توفير السكن لمحدودي الدخل والفئات الأخرى التي تحتاج للمساعدة والتي سبق الإشارة إليها، فقد استبعد سعر الفائدة على تلك القروض من نطاق التحرير، كما اشترط أن يكون سعر الفائدة ثابتاً غير عائماً.<sup>6</sup>

استحوذت مؤسسة FNMA على مخاطر الائتمان ومخاطر السوق ومخاطر السيولة، لكن كانت في وضع أفضل من مؤسسات الإيداع في التعامل مع مخاطر السيولة والسوق، لأنها كانت تستطيع الاقتراض لأجل أطول وكانت هذه المؤسسة أيضاً قادرة على إدارة مخاطر الائتمان (أو السداد) لأنها تحتفظ بمحفظة رهونات عقارية متنوعة على المستوى الوطني، وهو ما كان من الصعب عمله حتى بالنسبة لأكبر البنوك بسبب القيود التنظيمية على المعاملات المصرفية بين الولايات أثناء إدارة الرئيس جونسون في 1968. ونتج عن إعادة تنظيم سوق الرهن العقاري، الهيئة الوطنية الحكومية للرهن العقاري (جيني ماي) Ginnie Mae للتعامل مع الرهونات العقارية المضمونة من الحكومة من خلال برامج الإسكان الاتحادية للمحاربين القدامى وغيرها من برامج الإسكان الاتحادية. وقامت أيضاً بخصخصة ما تبقى من أنشطة ضمن مؤسسة مملوكة ملكية خاصة ومرخصة على المستوى الاتحادي، سميت رسمياً (فاني ماي Fannie Mae) تحتفظ ببعض التزامات المصلحة لعامة لإسكان ذوي الدخل المنخفض.

في 1970 تم إنشاء الشركة الوطنية للاتحادية للرهن العقاري FHLMC المعروفة باسم فريدي ماك (Freddie Mac) بغرض توريق الرهونات العقارية التقليدية، وتوفير المنافسة لهيئة فاني ماي التي تم خصصتها حديثاً. وعلى مر الزمن تلاقت نماذج الأعمال التي تتبعها فاني ماي وفريدي ماك ووفرتا معا قدرا هائلاً من التمويل للرهنات العقارية المتوافقة والاحتفاظ بها.<sup>7</sup>

## 2.1. المرحلة الثانية: تحرير السوق الثانوي للرهن العقاري

وضعت مؤسسات الائتمان الحكومي وبالأخص في الولايات المتحدة قواعد تنظيمية والمتمثلة في فرض حدود قصوى لأسعار الفائدة وحدود للقروض العقارية وفترات السداد، وأسفرت هذه القواعد التنظيمية عن ترشيد استخدام الائتمان في أسواق الرهن العقاري، إلا أنه مع تحرير أسواق الرهن العقاري الذي بدأ في أوائل الثمانينات في العديد من البلدان المتقدمة، ظهرت الضغوط التنافسية من جهات الإقراض غير التقليدية، وكانت النتيجة أن أصبحت الأسعار أكثر تفاعلا واتسع نطاق الخدمات المتاحة، مما أدى إلى زيادة فرص الأسر للحصول على القروض العقارية، غير أن عملية التحرير اتخذت أشكالا متعددة في البلدان المتقدمة. وفي الولايات المتحدة، تزامنت عملية تحرير أسواق التمويل العقاري مع الإلغاء التدريجي للقيود على أسعار الفائدة بموجب القاعدة التنظيمية Regulation Q، وأدت هذه الأمور مجتمعة إلى تشجيع مجموعة كبيرة من البنوك والمؤسسات المالية الأخرى على دخول سوق الرهن العقاري<sup>8</sup>.

ولتقديم عرض موجز للفروق بين البلدان في ظل هذه الأبعاد، تم إعداد مؤشر تركيبي لتطورات أسواق الرهن العقاري كمتوسط بسيط لهذه المؤشرات الخمسة ويتراوح المؤشر بين صفر وواحد، حيث تشير القيم الأعلى إلى سهولة حصول الأسر على القروض العقارية. ومن بين هذه الدول، يبدو أن الولايات المتحدة والدانمرك وأستراليا والسويد وهولندا، لديها أسواق رهن عقاري أكثر مرونة، وهي في نفس الوقت أسواق كاملة، وتبلغ نسبة القروض إلى القيمة حسب المعتاد نحو 80%، وتبلغ مدة القرض المعتادة 30 سنة.

الجدول رقم (01): الفروق المؤسسية في أسواق الرهن العقاري الوطنية ومؤشر أسواق الرهن العقاري

الولايات	الاقتراض بضمان قيمة المسكن	إعادة التمويل (السداد) المبكر بدون رسوم	نسبة القرض إلى القيمة حسب المعتاد (%)	مؤشر أسواق الرهن العقاري
الولايات المتحدة	نعم	نعم	80	0.98
الدانمرك	نعم	نعم	83	0.82
أستراليا	نعم	محدودة	80	0.69
السويد	نعم	نعم	80	0.66
هولندا	نعم	نعم	90	0.71

المصدر: صندوق النقد الدولي آفاق الاقتصاد العالمي، أبريل 2008 ص 107.

تأتي الولايات المتحدة الأمريكية في مقدمة الدول التي حققت تقدما مشهودا في مجال توفير السيولة لسوق الإقراض العقاري، والذي يهدف لتوفير المسكن الملائم للشباب والعائلات محدودة الدخل، وقد تمكنت من ذلك بفضل تدخل الحكومة من خلال هيئات ومؤسسات تابعة لها لضمان القروض التي توجه لهذا الغرض. بل وذهبت الحكومة إلى حد قيامها بأسلوب مباشر أو غير مباشر لإعادة شراء تلك القروض من الجهات المنشئة لها،

بما مكن تلك الجهات من سرعة إعادة ضخ المزيد من الموارد إلى سوق الإقراض العقاري، وهكذا ساهمت الهندسة المالية في استحداث المزيد من الأوراق المالية، التي تستهدف تشييط أهم المجالات الاستثمارية (الاستثمار العقاري) وذلك من خلال تحسين سيولة سوق القروض المستخدمة في تمويل ذلك الاستثمار، وذلك عن طريق توريق القروض العقارية بما يعني سبيل جعل تلك القروض أكثر سيولة.

## 2. اختلالات على مستوى الاقتصاد الكلي

ترجع الأزمة المالية نسبيا إلى الحالة الهشة التي نماها الاقتصاد العالمي وهي هشاشة حجبتها نجاحاته، وتعرف هذه الظاهرة بلغز الهدوء (*paradoxe de la tranquillité*) استنادا إلى الاقتصادي الأمريكي هيمان منسكي: "إن أزمات المديونية المفرطة تمهد -في بعض الأحيان- للاقتراض إلى ما وراء المعقول عندما يسير كل شيء على ما يرام ويستفيد الفاعلون الاقتصاديون (الشركات، العائلات...) من النمر ومن معدلات الفائدة المنخفضة، لكن عندما تتقلب معدلات الفائدة نحو الارتفاع وبخاصة نتيجة للتضييق النقدي فإن المديونية التي كانت تبدو محتملة نظرا للمستوى المعتدل لمعدلات الفائدة تصبح غير مطابقة وتميل إلى المديونية المفرطة". أما بالنسبة للازمة المالية التي بدأت في عام 2007، فإنها تزود مع مفارقة المصدقية (*paradoxe de la crédibilité*) ذلك أن المعركة ضد التضخم قد أدت إلى نتائج جد ملائمة، فإن مصداقية المصارف المركزية والسلطات النقدية قد وجدت نفسها معززة<sup>9</sup>.

لقد كانت نقطة الانطلاق في وفرة السيولة العالمية<sup>10</sup> ، ولقد تزامن هذا مع توسع كبير للسيولة الدولية، التي كانت تنمو خلال الفترة 2001-2007، بمتوسط يفوق 11.6%<sup>11</sup>، ومن مصادر السيولة التي تسببت في الفقاعة العقارية في الولايات المتحدة نجد أولا؛ الاستثمارات الآسيوية خاصة الصينية منها، الناتجة من الفوائض في الموازين التجارية، التي فضلت الصين استثمارها في الولايات المتحدة لتحريك الاقتصاد الأمريكي والحفاظ على الصادرات الصينية إليه، بالإضافة إلى تجنيب الصين التضخم الذي تواجهه في حالة إنفاق هذه الفوائض في الداخل مما سيقبل بدوره من تنافسية منتجاتها، وثانيا؛ في الفوائض النفطية التي تراكمت لدى الدول الخليجية خاصة ذات الطاقة الاستيعابية المحدودة نتيجة ارتفاع أسعار النفط منذ عام 2003<sup>12</sup>. وثالثا؛ ارتفاع معدلات الادخار في البلدان التي تشهد معدلات نمو مرتفعة لعدة سنوات<sup>13</sup>.

وجدير بالذكر أن تحولا قد حصل في نوعية الاستثمارات التي وجهت إليها هذه الأموال في السنوات الأخيرة، حيث أن هذه الاستثمارات بدأت تتجه من السندات الحكومية ذات العائد المنخفض والمخاطرة المدومة تقريبا، إلى استثمارات في أدوات أخرى أكثر عائدا وأكثر مخاطرة، ومن هذه الأدوات الاستثمارية السندات

المدعومة بالقروض العقارية، ففي عام 2006 كانت أسواق العقارات الأمريكية في أوج ازدهارها، وكان المستثمرون الأجانب يملكون حوالي ثلث الرهونات العقارية في الولايات المتحدة<sup>14</sup>.

إن وفرة السيولة العالمية لم تنعكس على معدلات التضخم في السلع والخدمات، فعلى العكس، كان هناك انخفاض في معدل التضخم<sup>2</sup> وبالأخص في دول OCDE حيث انخفض معدل التضخم العالمي من 12% إلى أقل من 5% خلال عشر سنوات. وبالرجوع إلى أسباب انخفاض التضخم مع وفرة السيولة نجد تعزيز مصداقية سياسات مكافحة التضخم بسبب استقلالية البنوك المركزية، وكذلك بسبب معدلات النمو التي شهدتها الاقتصاديات الناشئة، والمنافسة في التصنيع وكذلك العولمة<sup>15</sup>.

إن انخفاض التضخم<sup>2</sup> وتصاعده بالتفاعل مع انخفاض علاوات المخاطرة (*primes de risque*)<sup>3</sup><sup>16</sup>، يؤدي إلى انخفاض معدلات الفائدة<sup>4</sup> على المدى الطويل رغم التضيق (الذي يعتبره بعضهم متأخرا) للسياسة النقدية الأمريكية. ومع انخفاض أسعار الفائدة وعلاوات المخاطرة واندماج أسواق الرهن العقاري في النظام المالي ككل، أصبح التمويل العقاري متاحا من مجموعة أكبر من المستثمرين، مما أدى إلى التوسع في الإقراض<sup>5</sup>، وكما ذكرنا سابقا فقد كان التوسع في الإقراض سببا في زيادة سيولة في الاقتصاد الأمريكي.

وإذا كان إفراط السيولة لم يكن له آنذاك أثر على أسعار السلع والخدمات، فلقد كان له أثر على أسعار الأصول<sup>6</sup>، وتجلى ذلك بارتفاع مؤشرات أسواق المال العالمية، وأيضا أسعار العقار، ومع ذلك فإن الارتفاع في أسعار الأصول شجع التوسع في الإقراض وبالأخص القروض العقارية، لأن المقترضون يرهنون على أساس قيمة الأصول العقارية (مبدأ المعجل المسرع المالي<sup>7</sup>). كما أن ارتفاع أسعار الأصول كان له أيضا وقع على الاستهلاك وتجلى بعودة التفاؤل الملائم للنمو (أثر الثروة<sup>8</sup>)<sup>17</sup>. ففي الولايات المتحدة كانت زيادة الأسعار بـ 100 دولار تؤدي إلى زيادة في أسعار الاستهلاك بمقدار 2 دولار على المدى القصير و 9 دولار على المدى الطويل، ويمكن تفسير ذلك بالرجوع إلى الآثار المترتبة إلى إعادة تمويل الرهن العقاري<sup>18</sup>.

### 3. اختلافات على مستوى الاقتصاد الجزئي

لاشك أن التوسع الكبير في حجم السيولة والظروف المغرية للإقراض، التي تحدثنا عنها سابقا، قد حركت غريزة التملك، والكسب السريع، وروح المراهنات لدى كافة شرائح المجتمع الأمريكي، خاصة بعد انهيار أسواق الأسهم عام 2000، فالعقار يمكن تأجيله، ويمكن أن يقترض لشرائه بدفعة أولية أو يكسب من ارتفاع قيمة المنزل، ويمكن كذلك استخدام قيمته المرتفعة في ظل الفقاعة كرهن للاقتراض من أجل الاستهلاك<sup>19</sup>. ولهذا اتجه الوسطاء الماليون في استثمار السيولة المالية الضخمة المتجمعة لديهم في مشاريع خدمية ذات مردود إيرادي كبير<sup>1</sup> ضمن دورات إنتاجية قصيرة قياسا مدتها في الأنشطة الإنتاجية، مثل نشاط المضاربة

بالأوراق المالية والاستثمار في قطاع العقارات كأفضل مجالات الاستثمار لها<sup>20</sup>، وذلك لإرضاء زبائنهم ومع ذلك، وبسبب الاختلالات الاقتصادية الكلية التي نوقشت من قبل، خاصة مع انخفاض أقساط التأمين على المخاطر، مما شجع المستثمرين على البحث عن المردودية دون مراعاة المخاطر<sup>2</sup> عن طريق زيادة المنافسة من طرف الوسطاء الماليين (خاصة صناديق التحوط)، ولذلك تبنت البنوك نوعين من الاستراتيجيات: زيادة حجم أنشطتها عن طريق تخفيف شروط منح القروض<sup>3</sup> والابتكارات المالية<sup>4</sup><sup>21</sup>. إن تصرف المصارف فيما يتعلق بمنح القروض يتوافق عادة مع سير الدورة الاقتصادية (procyclical): تليين المعايير عندما تكون الظروف مناسبة والتشدد في حالة تقلب الوضع، أما فيما يخص أزمة قروض "السابرايم (subprimes) كان لهذا العامل تأثيره الكامل حيث توضح العديد من الدراسات الامبريقية بصفة واضحة إن المؤسسات المالية تساهلت في منح القروض للعائلات<sup>22</sup>.

#### 4. الممارسات المالية عالية المخاطر

يجمع الاقتصاديون على الاعتراف بمزايا الابتكار المالي التي تسمح بتخفيض تكاليف العقود وتوفير مرونة أكبر في المعاملات المالية. ومن المفترض أن تساهم هذه الابتكارات المالية أيضا في فعالية الأسواق بتحسين سيرورة اكتشاف الأسعار، والسماح بتوزيع أفضل للمخاطر. وحتى اليوم، إذا كان الجميع يعترفون بأن التوريق قد لعب دورا رئيسيا في قروض الرهن العقاري الثانوية فإن هذا الأمر لم يؤد إلى انتقاد التوريق في حد ذاته<sup>23</sup>.

يرى AGLIETTA Michel إن الأزمة الحالية هي ليست أزمة توريق، ولكنها أزمة جودة، فآلية التوريق ليست سبب الأزمة، ولكن الأعوان المشتركين في هذه الآلية هم: الوسطاء الماليين ووكالات التصنيف الائتماني. وذلك لأن فوائد التوريق كثيرة، حيث تعتبر أحسن طريقة لتوزيع المخاطر، وتحسين استخدام رأس المال، مما يؤدي إلى خفض تكلفة رأس المال، وجميع العوامل الرئيسية لأداء الاقتصاد. فالتوريق هو القوة الدافعة وراء خلق عالم ثاني للبنوك. كما أن التوريق سمح بتطور غير مسبوق لتمويل الأصول؛ فالأصول طويلة الأجل الأقل السيولة أو عديمة السيولة، يتم تمويلها من طرف أصول قصيرة الأجل<sup>24</sup>.

من بين المصاعب التي تواجهها المؤسسات المالية، وغير المالية في سوق الرهن العقاري هو انعدام السيولة، ومن أجل تنشيط هذه السوق تدخلت السلطات النقدية والمالية من خلال التوريق. إن المؤسسات المالية عندما تلجأ إلى عملية التوريق للحصول على السيولة النقدية، فلا شك أن في هذه العملية مزايا عديدة، إلا أن هذه المزايا كانت تركز على سلبيات عملية التوريق، ونذكر منها: كثير من المستثمرين يفضلون شراء أوراق مالية عالية التصنيف حتى من دون المعرفة التامة للأصول التي تمثلها<sup>25</sup>، ومن أهم المخاطر الناشئة عن تطبيق التوريق حيث يؤدي نظام توريق الديون إلى ظهور العديد من المخاطر أهمها مخاطر ائتمانية، مخاطر الضمان، المخاطر الناجمة عن حالات الإفلاس المخاطر الناجمة عن التقلب في أسعار الفائدة<sup>26</sup>.

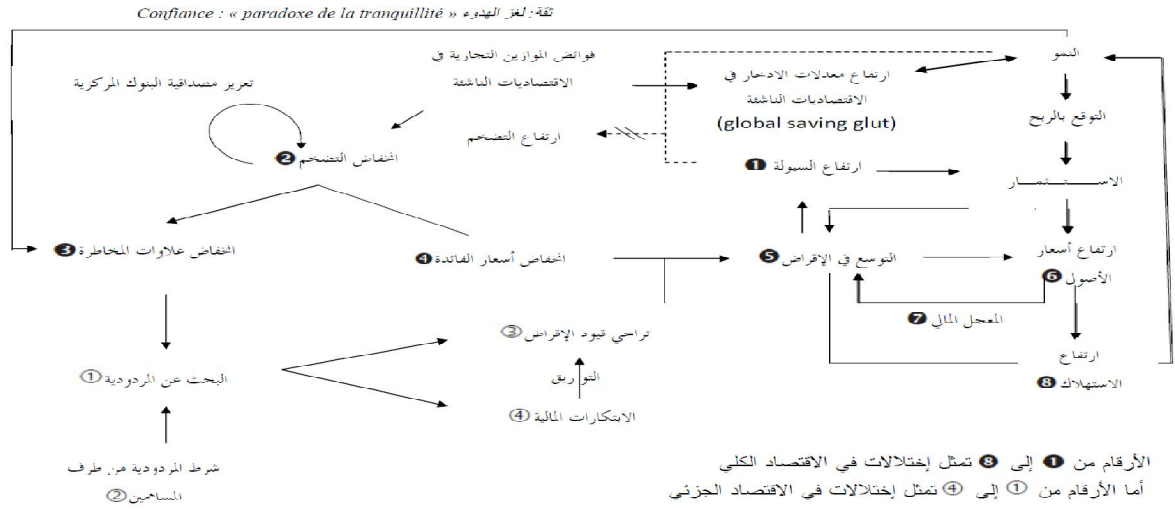
وقد تمكنت الهندسة المالية من توريق أصول مالية منافسة للأوراق المالية الحكومية، من حيث السيولة وعدم وجود فرصة لتعرض حاملها لمخاطر التوقف، وهكذا ساهمت الهندسة المالية في استحداث المزيد من الأوراق المالية، التي تستهدف تشييط أهم المجالات الاستثمارية، هو الاستثمار العقاري وذلك من خلال تحسين سيولة سوق القروض المستخدمة في تمويل ذلك الاستثمار<sup>27</sup>. وترتبط المشتقات المالية بمخاطر السوق التي تتعلق بالتغيرات في الأسعار السوقية للأوراق المالية والسلع، التغيرات في أسعار الفائدة، وأسعار الصرف. وتستخدم أنواع أخرى من المشتقات المالية لتداول مخاطر الائتمان بالدرجة الأولى، ويصطلح عليها بالمشتقات الائتمانية، وهي مصممة لغرض المتاجرة في مخاطر التخلف عن سداد القروض والاستحقاقات المرتبطة بالأوراق المالية<sup>28</sup>، وبما أن المشتقات المالية أدوات لتبادل المخاطر، والمشتقات الائتمانية، أو أدوات مبادلة مخاطر الائتمان، وقد لا تتوفر بسهولة أسعار مرجعية لهذه العقود ذات العلاوة الواحدة التي تصنف تصنيفاً أنسب باعتبارها أنواعاً من التأمين وليس كمشتقات مالية<sup>29</sup>.

إن المبلغ الخيالي لجميع المشتقات غير المسددة (بما في ذلك أوراق مبادلات التعثر الائتماني البالغة 54.6 تريليون) من قبل بنك التسويات الدولي بمبلغ 600 تريليون، أي أكبر بعشر مرات من حجم الاقتصاد العالمي. وأن نقدر النمو الكبير لحجم المشتقات الائتمانية حيث كانت تقدر بـ 5021 مليار دولار سنة 2004 وفي خلال أربع سنوات أي في سنة 2008 إرتفع هذا الرقم إلى أكثر من 33 تريليون دولار<sup>30</sup>. فلا عجب إذا وصف جورج سورس G. Soros المشتقات بأنها "قنابل هيدروجينية"<sup>31</sup>،

وقبل نحو ستة أعوام، وتحديدًا في فيفري 2003، ألقى وارن باي - أحد أغنى أغنياء العالم ومن أنجح المستثمرين ورجال الأعمال - خطابه السنوي أمام الجمعية العمومية لشركته بيركشاير هاثواي (Berkshire Hathaway) في هذا الخطاب وصف بافيت المشتقات المالية بأنها "قنابل موقوتة للمتعاملين بها وللنظام الاقتصادي... إنها مثل جهنم يسهل الدخول إليها ويكاد يستحيل الخروج منها... إن الصورة الكلية خطيرة وتتجه نحو الأسوأ" ثم ختم تعليقه بقوله: "إننا نعتقد أن المشتقات أسلحة مالية للدمار الشامل"<sup>32</sup>.



شكل رقم (01): تسلسل أزمة الرهن العقاري



Source : Patrick Artus et autres, la crise des subprimes, Op cit p: 60

لقد ساهمت السياسة النقدية في الزيادة الأخيرة في أسعار المساكن والاستثمارات السكنية في الولايات المتحدة، ورغم تضخم أثرها على الأرجح كان نتيجة إرخاء معايير الإقراض ومبالغة المقرضين في المخاطرة. ومن جهة أخرى أدت السياسة النقدية إلى زيادة عدد حالات الإفلاس من خلال رفع أسعار الفائدة نتيجة لارتفاع معدلات التضخم.

ثانيا: قنوات انتقال أزمة الرهن العقاري إلى أزمة مالية عالمية

وعلى الرغم من دعم البنوك المركزية للسيولة، وتخفيض أسعار الفائدة، فقد تعمقت الأزمة واتسع نطاقها. ولا تشمل الخسائر في المؤسسات المالية الكبرى، تلك المرتبطة بقروض الرهن العقاري الثانوي، فحسب بل تشمل أيضا المنتجات المهيكلية المرتبطة بها، والأنماط الأخرى من رهونات الأمريكية، والعقارات التجارية، وقروض الشركات، وذلك نتيجة لافتقار الانضباط الائتماني في جودة التوريق والوسطاء الماليين ووكالات التصنيف الائتماني. ولدراسة آليات انتقال أزمة الرهن العقاري إلى أزمة مالية عالمية، وذلك من خلال قنوات انتقالها وهي قناة أسواق المال، وقناة سعر الصرف وقناة التجارة، وقناة السلع الأساسية<sup>33</sup>.

1. قناة أسواق المال والبنوك

من بين الآثار الأولية لأزمة الرهن العقاري التي يمكن ملاحظتها تتمثل في الأرباح المتوقعة المخصومة من الشركات المدرجة في البورصة وفي تطور أسعار الأسهم، فمنذ الذروة التي بلغت في منتصف جويلية 2007، فإن مؤشرات جميع الأسواق المالية انخفضت انخفاضا حادا: حيث خسر مؤشر داو جونز 12%، Eurostoxx 20%، مؤشر Nikkei بنسبة 26%، CAC40 22%، مؤشر Dax 19% و Footsie 12%. لم يقتصر الانخفاض في أسعار الأسهم فقط على أسهم الشركات المالية ولكن جميع الأوراق المالية المدرجة، وذلك يعكس أن الصعوبات التي

واجهتها المؤسسات المالية يمكن أن تنتقل إلى الاقتصاد الحقيقي، بما في ذلك عن طريق الائتمان، والانخفاض في الأرباح المستقبلية. حتى في الوقت الذي نشأت أزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة، في ضوء تغير مؤشرات السوق، فإن المستثمرين يتوقعون أن عواقب الأزمة ستكون أقوى في أوروبا من الولايات المتحدة<sup>34</sup>.

وتعتبر قناة أسواق المال والبنوك الأكثر تأثيراً في انتقال الأزمات المالية نظراً لأهمية الاستثمار والتمويل الذي توفره البنوك في الاقتصاد الدولي من خلال تعاضد دور سوق الأوراق المالية وحجم البنوك في الدول، نظراً لتوجه كثيراً من المستثمرين نحوها رغبة في تحقيق الأرباح استناداً إلى عمليات المضاربة التي تحصل في تلك الأسواق على الأدوات الاستثمارية المتاحة.

وبالرجوع إلى سنة 1960، كانت توجد سوى ثمانية بنوك أمريكية لديها فروع في بلدان أجنبية، وكان مجموع أصولها لا يتجاوز 4 مليارات دولار. أما في عام 2007 - فيقدر عدد البنوك الأمريكية التي لها فروع في الخارج حوالي 100 بنك، مع إجمالي أصول أكثر من 1500 مليار دولار. ويمكن تفسير هذا النمو المدهش للبنوك الدولية من خلال ثلاثة عوامل، النمو السريع للتجارة الدولية والشركات المتعددة الجنسيات، أولاً أن الشركات الأمريكية تستقر خارج الولايات المتحدة فهي تحتاج للتمويل، وثانياً؛ أنشطة التأمين والاستثمار في الخارج، أما العامل الثالث؛ فيتمثل في أرباح البنوك الأمريكية المودعة بالدولار في الخارج تحت ما يسمى بالأورو - دولار<sup>35</sup>.

أما عدد البنوك التجارية في الولايات المتحدة فهي أكثر من 7000 بنك ولديها 86 بنك، تبلغ أصولها أكثر من 10 مليار دولار، وتدير أكثر من 73% من مجموع أصول البنوك التجارية (الجدول رقم 2)، ومن هذا يتبين لنا أن أكبر سوق معاملات ما بين البنوك هو في الولايات المتحدة مما يؤثر على الاقتصاديات الأخرى.

الجدول رقم (02): توزيع حجم المصارف التجارية المؤمن عليها في 30 سبتمبر 2008

الأصول (دولار)	عدد البنوك	حصة كل بنك (%)	نسبة الأصول (%)
أقل من 100 مليون	2882	40.3	1.9
100 مليون - 1 مليار	3755	52.6	11.4
1 مليار - 10 مليار	425	6.0	12.8
أكثر من 10 مليار	84	1.2	73.9
المجموع	7146	100	100

Source : MISHKIN Frédéric et autres ; Op cit, P 401.

لم يبدأ الاضطراب في السوق القائمة فيما بين البنوك إلا عندما أعلن البنك الفرنسي BNP Paribas في جوان 2007 أنه أوقف المسحوبات من صندوق التحوط، نتيجة الخسارة التي تكبدها لاستثماراته في أوراق مالية مرتبطة بقروض الرهن العقاري الثانوية، وأحد هذه الصناديق احتاج إلى رؤوس أموال مما أدى البنك إلى ضخ 3.2 مليار دولار له كقروض. وخلال شهر واحد (أي في جويلية)، قامت وكالتي التصنيف الائتماني ستاندر آند بورز

ومؤديز بتخفيض التصنيف الائتماني لعدد من الأوراق المالية المرتبطة بقروض الرهن العقاري عالية المخاطر، مما أدى إلى انهيار الأوراق المالية التي كان يحتفظ بها البنك الفرنسي BNP Paribas<sup>36</sup>.

لم تتوافر لعدد من البنوك الخبرة اللازمة لتحليل التعرض إلى مخاطر هذه الأوراق المالية، واعتمدت بصورة فعالة على وكالات التصنيف الائتماني في ضمان الدقة الواجبة، وبالتالي فعندما بدأ تدهور مرتبة هذه الأوراق المالية من المرتبة AAA في جويلية 2007، تكبدت هذه البنوك خسائر كبيرة<sup>37</sup>.

ومع تدهور التصنيف الائتماني للأوراق المالية أدى ذلك إلى استمرار الهبوط في أسعار الأوراق المالية في البورصات، خاصة تلك المرتبطة بالرهن العقاري، ومع فقدان الأوراق المالية المتداولة في البورصات في المتوسط ما بين 40% و 50% من قيمتها حتى نهاية 2008، وهو ما أدى إلى تفاقم أزمة السيولة مع انخفاض مستويات التداول في أسواق النقد والبورصات، الأمر الذي أحدث خلافاً في مؤشرات الهبوط والصعود، وكان الاتجاه النزولي هو الأكثر حدوثاً في نهاية الأمر. وقد انعكس كل ذلك في نقص السيولة لدى الأفراد والشركات والمؤسسات المالية، مما أدى إلى تجميد الحصول على القروض من المؤسسات المالية إلا بأسعار فائدة عالية جداً وضمانات مشددة للغاية<sup>38</sup>.

على خلاف البورصات، فالأسواق التي تعمل خارج البورصة تتصف بطابع أقل رسمية، وعلاوة على ذلك، يمكن للوسطاء الانسحاب من صنع سوق، مما يتسبب في نقص السيولة - القدرة على شراء أو بيع ورقة مالية، وباختصار فإن الأسواق التي تعمل خارج البورصة أقل شفافية وتعمل بقدر أقل من القواعد التي تعمل به البورصات، حيث وكان يجري الاتجار في جميع الأوراق المالية والمشتقات - التي انطوت عليها الأزمة المالية الراهنة في أسواق خارج البورصة - .

لقد أسهم نقص السيولة في الأسواق التي تعمل خارج البورصة في تعميق الأزمة واتساع نطاقها وذلك بانسحاب الوسطاء الذين واجهوا ضائقة في تمويل ميزانياتهم العمومية من ناحية أخرى كانوا يحوزون كمية زائدة على الحد من الأصول عديمة السيولة ولم يكن هناك وجود وسطاء للمتاجرة وبخاصة في أوراق مالية مثل التزامات الديون المضمونة، وسندات البلديات، والمشتقات الائتمانية<sup>39</sup>.

وقد أدى نقص سيولة سوق (ABCP) في 2007 إلى نقص السيولة في سوق المعاملات ما بين البنوك، عندما جرى اللجوء لمثل هذه الحدود للتسهيلات الائتمانية الطارئة، أو عندما وضعت البنوك أصولاً لأدوات الاستثمار الهيكلية (SIV) أو قنواته في ميزانيتها العمومية لتفادي خطراً يقوض سمعتها لدى المستثمرين، إذ أصبحت البنوك غير واثقة من احتياجاتها من السيولة، فقد اكتنزت السيولة، مما زاد من تفاقم نقص السيولة في ما بين البنوك<sup>40</sup>.

لقد كانت خسائر أصول أكبر البنوك والتي كانت مستندة لقروض الرهن العقاري الثانوي بسيتي غروب Citigroup بـ 37 مليار دولار ، ويوبي اس UBS بـ 37 مليار دولار ، وميريل لينش Merrill Lynch بـ 24 مليار دولار ومورغان ستانلي Morgan Stanley 18 مليار دولار. خلال الفصل الثالث والرابع من 2007 والفصل الأول من عام 2008. أما خسائر بنك ليمان برذرز Lehman Brothers فكانت حوالي 3.3 مليار دولار<sup>41</sup>. أما على الصعيد العالمي، وصلت خسارة البنوك المسجلة في الربع الرابع 2007 والربع الأول من عام 2008 إلى ذروتها مقدرة بحوالي 166.5 مليار دولار و168.6 مليار دولار، ولقد كان أكبر خسارة شهدتها البنوك خلال الربع الرابع من عام 2007<sup>42</sup>. إلا أن قرار بنك ليمان برذرز بإعلان الإفلاس بصفة خاصة، قد ترك صدهاء في مختلف جوانب الأسواق المالية، مما أدى إلى تفاقم الانكماش الحاد في السيولة بالأسواق المالية، وتزايد القلق بشأن مخاطر الأطراف المقابلة. وقد ارتفعت تكلفة التمويل بالدولار الأمريكي ارتفاعا حادا على المستوى العالمي، كما تعرضت أسواق المال الأخرى إلى ضغوط حادة<sup>43</sup>.

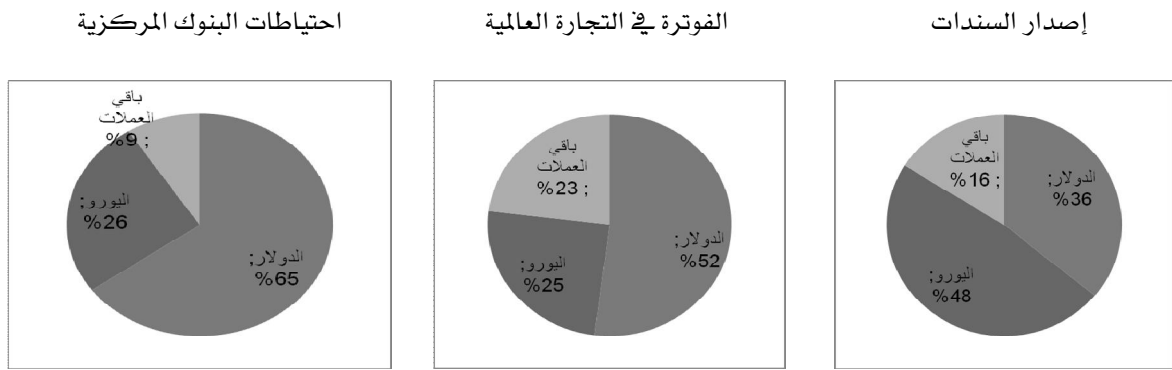
## 2. قناة سعر الصرف

لقناة أسواق المال تأثير مباشر على سعر الصرف، كما يمكن دراسة سعر الصرف كقناة انتقال أثر أزمة الرهن العقاري إلى أزمة مالية عالمية، وقد جاء الهبوط التدريجي في قيمة الدولار الأمريكي منذ عام 2001 ليعطى دفعة لصادرات- وهو أحد الدعائم الأساسية للاقتصاد الأمريكي في عام 2007- وساعد على خفض العجز في الحساب الجاري الأمريكي إلى أقل من 5% من إجمالي الناتج المحلي بحلول الربع الأخير من عام 2007 بانخفاض يتعدى 1.5% من إجمالي الناتج المحلي عن الذروة التي بلغها في عام 2006. وبالنظر إلى زيادة المرونة المحدودة جدا في ارتفاع عملات عدد من البلدان التي لديها فوائض كبيرة في الحساب الجاري- لاسيما الصين والبلدان المصدرة للنفط في الشرق الأوسط- فإن المقابل الأساسي للانخفاض في قيمة الدولار الأمريكي هو ارتفاع سعر اليورو والين وعملات معومة أخرى كالدولار الكندي وبعض عملات الاقتصاديات الصاعدة القوية، ونتيجة لذلك، تعتبر عملة اليورو الآن من العملات القوية، وأن كان الين لا يزال مقوما بأقل من قيمته، وتتعارض هذه التجربة بشدة مع التجربة التي شهدتها الفترة 1985-1991<sup>44</sup>.

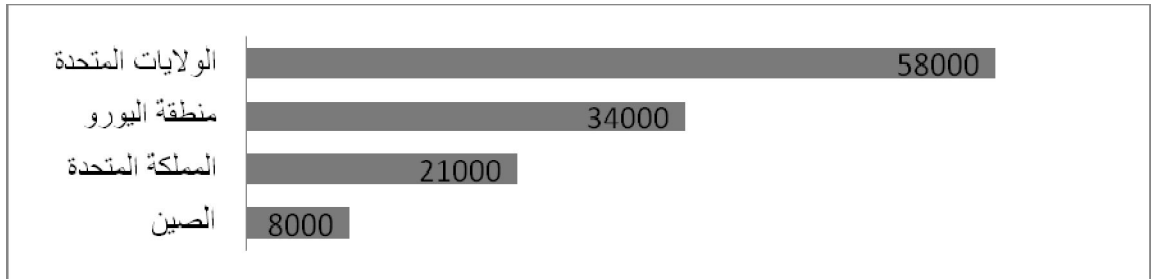
وكان للتوتر الذي أصاب الأسواق المالية في الآونة الأخيرة أثر على أسواق النقد الأجنبي، فقد زاد انخفاض سعر الصرف الفعلي الحقيقي للدولار الأمريكي مقارنة بما كان عليه في منتصف 2007 في ظل تراجع الاستثمارات الأجنبية في السندات والأسهم الأمريكية والذي أحدث انخفاضا في السندات والأسهم الأمريكية نتيجة انخفاض مستوى الثقة في سيولة هذه الأصول والعائد عليها. فقد انخفض الدولار بما يقارب 15%، منذ بداية ديسمبر 2008، مقابل اليورو، وحسب توقعات (Financial Times) فقد يحتل اليورو المرتبة الثانية كعملة

عالمية مع 27% من احتياطات الصرف، فقد يظهر اليورو كوزن ثقيل أمام الدولار في السنوات الخمس المقبلة<sup>45</sup>. رغم ذلك، لا يزال الدولار الأمريكي يعتبر عملة عالمية إلى حد ما. ويتبين ذلك عند مقارنته بباقي العملات إذ تقدر حصة الدولار 36% من إصدار السندات، و52% من فوترة التجارة العالمية، و65% من احتياطات الصرف في البنوك المركزية (الشكل رقم 2.أ) كما يبلغ حجم السوق المالي الأمريكي 58 تريليون دولار مقارنة بحجم السوق المال الاوروبي البالغ نحو 32 تريليون دولار (الشكل رقم 2.ب)

شكل رقم 2.أ: حصة الدولار مقارنة بباقي العملات في الاقتصاد العالمي.



شكل رقم 2.ب: حجم أسواق المال (مليار دولار)



Source: LECHYPRE Emmanuel : que vaut encore le dollar? L'Expansion; juin 2008, N° 731, p 44.

### 3. قناة التجارة الخارجية

إضافة إلى تأثير قيمة الدولار على معظم أسعار السلع الأساسية في قناة سعر الصرف فيمكن اعتبارها من قناة التجارة وذلك لحجم الدولار في فوترة التجارة العالمية، ومن خلال هذه القناة يأتي انتقال الأزمة من خلال حجم الإنفاق الاستهلاكي للعائلات الأمريكية.

ترتبط قوة الإنفاق الاستهلاكي الأمريكي بشكل وثيق بالزيادة في الدخل والثراء الشخصي فقد استفادت الأسر من الارتفاع في أسواق العقارات والأوراق المالية على مدى العقد السابق، حيث ارتفعت الثروة الصافية من الإسكان والأسهم بمقدار 3.25 تريليون دولار و2.25 تريليون دولار على التوالي في الفترة بين نهاية

عام 1995 والربع الثاني من عام 2003. كذلك ارتفعت المكونات الأخرى للثروة المالية، أساسا النقود و الحيازات من السندات، بصورة قوية بمقدار 6.5 تريليون دولار. مما وصل بالزيادة في الثروة الشخصية إلى حوالي 120% من الناتج المحلي الإجمالي خلال هذه الفترة، كانت هناك علاقة عكسية وثيقة بين صافي ثروة الأسر ومعدل الادخار الشخصي، تتفق مع فرضية الدخل الدائم وبموجبها يستجيب إنفاق الأسر أساسا للتغيرات في الثروة طويلة الأجل أكثر من استجابته للتذبذبات قصيرة الأجل في الدخل. وبالإضافة إلى ذلك، حظي الإنفاق الاستهلاكي بدعم سياسات التوسع في الاقتصاد الكلي على مدى السنوات الثلاث الأخيرة. وأسهمت سلسلة من تخفيضات الضرائب في تقليل المدفوعات ضرائب الدخل الشخصي للحكومة الاتحادية بمقدار 230 مليار دولار وزاد إنفاق الحكومة<sup>46</sup>. كما كان تأثير السياسة النقدية كبيرا وحفز الإجراء الذي اتخذته بنك الاحتياطي الاتحادي لتخفيض أسعار فائدة موجات متتالية من إعادة تمويل الرهونات، مما أطلق موارد مالية كبيرة لتمويل الإنفاق الاستهلاكي، وقد يسر ذلك الابتكار وتحسين إدارة المخاطر في الأسواق المالية الأمريكية، مما وسع فرص الحصول على الائتمان للأسر وزود المستهلكين بمرونة أكبر في إدارة ميزانياتهم. بالإضافة إلى إعادة تمويل الرهونات، استدانن الأسر من مصادر أخرى لتمويل المشتريات الاستهلاكية بما في ذلك الديون الأكبر ببطاقات الائتمان والقروض الشخصية القصيرة الأجل.

شهد استهلاك العائلات الأمريكية انخفاضا ملحوظا منذ بداية أزمة الرهن العقاري وذلك نتيجة لتشديد معايير الإقراض، وارتفاع معدلات البطالة، بينما وصلت إلى معدلات سالبة في شهر سبتمبر عام 2008 (-0.4%) و-0.6% في شهر نوفمبر من نفس السنة<sup>47</sup>. كما شهد معدل نمو الاقتصاد العالمي، تراجعاً طفيفاً مسجلاً معدل نمو يقدر بنحو 4.9% عام 2007 مقارنة بمعدل نمو بلغ 5.0% عام 2006. ويعزى هذا التراجع الطفيف إلى تراجع معدل نمو مجموعة الدول المتقدمة الذي بلغ 2.6% عام 2007 مقارنة بما نسبته 3.0% عام 2006، بينما شهدت المجموعة التي تضم بقية الاقتصاديات الصاعدة والدول النامية معدل نمو أفضل من المعدل العالمي، حيث بلغ 7.8% ليؤكد استمراره عند نفسه مستواه خلال عام 2006، مدعوماً باستمرار ارتفاع معدل النمو في دول مثل الصين 11.4% والهند 8.9% وروسيا 7.0%. كما شهدت الدول ذات الدخل المنخفض معدلات نمو مرتفعة نسبياً نتيجة لاستمرار موجة ارتفاع أسعار صادراتها من المواد الخام والسلع الأساسية<sup>48</sup>.

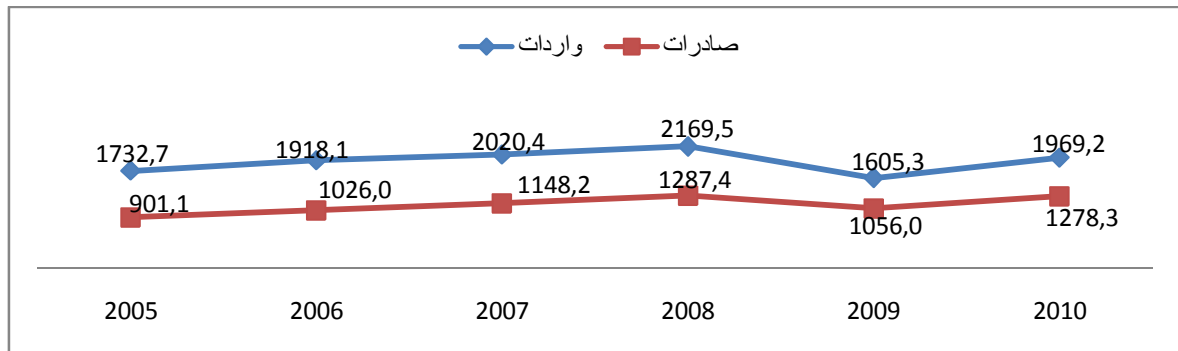
من خلال تحليلنا للجدول الموالي نجد أنه رغم كبر حجم واردات الولايات المتحدة من تجارة السلع فقد شهدت انخفاضا في بين 2006-2008، وكان الانخفاض الكبير من 15.5% عام 2006 إلى 14.2% عام 2007، ويرجع ذلك إلى انخفاض استهلاك العائلات الأمريكية، ونلاحظ أن ارتفاع حصة الصين من تجارة السلع المصدرة والمستوردة عالمياً.

الجدول رقم (03): تجارة السلع والخدمات لأكبر الدول المصدرة والمستوردة										
حصة للعالم (%)										
السلع المستوردة					السلع المصدرة					الدولة
2010	2009	2008	2007	2006	2010	2009	2008	2007	2006	
12.8	12.7	13.2	14.2	15.5	8.4	8.5	8.1	8.4	8.6	الولايات المتحدة
9.1	8.0	6.9	6.7	6.4	10.4	9.6	8.9	8.8	8.0	الصين
6.9	7.4	7.3	7.5	7.4	8.3	9	9.1	9.5	9.2	ألمانيا
4.5	4.4	6.9	4.4	4.7	5.1	4.7	4.9	5.1	5.4	اليابان
الخدمات المستوردة					الخدمات المصدرة					الدولة
2010	2009	2008	2007	2006	2010	2009	2008	2007	2006	
10.2	10.6	10.5	11.0	11.7	14.1	14.2	14.0	13.9	14.3	الولايات المتحدة
4.5	5.1	5.7	6.3	6.5	6.2	7.2	7.6	8.1	8.2	المملكة المتحدة
7.3	8.2	8.2	8.0	8.2	6.3	6.5	6.3	6.1	6.1	ألمانيا
4.4	4.7	4.8	5.1	5.5	3.8	3.8	3.9	4.2	4.5	اليابان

المصدر: المؤسسة العربية لضمان الاستثمار، التقارير السنوية 2006-2010.

أما من جانب التجارة، فقد اقتضرت حتى الآن التداعيات الناجمة عن تباطؤ النشاط في الاقتصاديات المتقدمة على نطاق محدود أيضا، وظهرت بعض التأثيرات على صادرات عدد من الاقتصاديات التي تربطها بالولايات المتحدة معاملات تجارية كثيفة. فضلا على ذلك، حدث استواء في إيرادات الصادرات التي تحققها البلدان المصدرة للمعادن نظرا لانخفاض أسعارها عن الذروة التي كانت وصلتها في منتصف عام 2007، 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. وعلى صعيد حركة التجارة العالمية، فقد ارتفع حجمها من السلع والخدمات، لكن بمعدل نمو أبطأ مقارنة بالأعوام السابقة، إذ بلغت 3.2% عام 2008 مقارنة بما نسبته 6.6% عام 2007، و9.3% عام 2006.

شكل رقم (03): تجارة السلع والخدمات للولايات المتحدة (مليون دولار)



المصدر: منظمة التجارة العالمية

من ناحية أخرى أحدثت الأزمة المالية العالمية ركودا في سوق السيارات في العالم نتيجة حذر المستهلكين في عمليات الشراء على أمل أن تتخفف أسعارها نتيجة لتعرض بعض شركات السيارات الكبرى لخسائر مالية متأثرة بالأزمة المالية العالمية، وقد أدت الأزمة المالية إلى انخفاض مبيعات السيارات في العالم وفي الأسواق الأوروبية والأمريكية على وجه الخصوص، كما دفعت شركات تصنيع السيارات للتخفيض من إنتاجها، حيث تراجعت مبيعات السيارات في دول الاتحاد الأوروبي بحوالي 9.2% في أكتوبر 2008<sup>49</sup>. وأعلنت شركات السيارات الكبرى في الدول الصناعية الكبرى السبع تقليص إنتاجها نتيجة لتراجع مبيعاتها.

جدول رقم (04): انخفاض إنتاج السيارات في الدول المتقدمة G7 (%)

	ألمانيا	اسبانيا	الولايات المتحدة	فرنسا	إيطاليا	اليابان	المملكة المتحدة
<b>التغير الفصلي لمؤشر الإنتاج الصناعي لقطاع السيارات</b>							
فصل 1 2008	1	-1	-4	-1	-6	0	0
فصل 2 2008	-3	-6	-12	-6	2	0	-2
فصل 3 2008	-3	-6	0	-3	-15	-2	-6
فصل 4 2008	-17	-30	-16	-32	-21	-18	-20

Source : Institut national de la statistique et des études économiques, Note de conjoncture mars 2009, P17.

#### 4. قناة السلع الأساسية:

سبق و أن تطرقنا في قناة أسواق المال إلى تراجع أسعار الأسهم، ومع تدهور ترتيب الأوراق المالية من قبل مؤسسات التصنيف الائتماني نتيجة لأزمة الرهن العقاري، خصوصا في أوائل عام 2008 عندما ظهرت دلائل الضعف الاقتصادي، وتعرضت أرصدة القطاع المالي لأشد الأضرار. و قد ظلت مقاييس التقلب في أسواق الأسهم والعملية على مستوياتها المرتفعة. وعلى العكس من ذلك، هبطت أسعار الفائدة على السندات الحكومية هبوطا حادا، بينما تصاعد الاستثمار في أسواق السلع الأساسية، حيث يسعى المستثمرون إلى اقتناء فئات أصول بديلة، على سبيل المثال ارتفعت عدد المراكز المفتوحة لعقود النفط الخام المستقبلية المتداولة في بورصة نيويورك التجارية (نايمكس) بواقع 155% خلال الفترة 2003-2008 مع ارتفاع الأرقام المقابلة بمقدار 63% للذهب. وارتفعت الاستثمارات في الأصول المرتبطة بالسلع الأولية من أقل من 10 مليار دولار عام 1997 إلى نحو 230 مليار دولار في الربع الثاني من عام 2008<sup>50</sup>، كما اتسع تداول صكوك المشتقات خارج البورصة كثيرا.

وتوحي البيانات المحدودة بأنه قد يكون أكبر بعدد من المرات من التداول الذي يتم في البورصات النظامية، وخاصة النفط الخام<sup>51</sup>، حيث يبين الجدول رقم 5 أن الطلب العالمي لم يعكس تلك الزيادة الكبيرة في تلك الأسعار.



الجدول رقم (05) : الطلب العالمي على البترول (مليون برميل في اليوم)									
2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
76.2	77.3	77.9	79.7	82.5	84	85.11	86.04	85.77	84.4
Source : Christophe Soubiran: vers un retour du baril de pétrole à 100 dollars? Le journal des finances, N° 6329, Février 2009, p.14.									

وقد أرجع البعض بأن ارتفاع نشاط المستثمرين زاد تذبذب الأسعار، ودفع بالأسعار إلى مستويات أعلى مما تبرره الأساسيات، وبهذا تزيد احتمالات عدم الاستقرار في أسواق السلع الأساسية والطاقة<sup>52</sup>.

كما يوجد هناك عدد من القنوات التي من خلالها يمكن أن يؤدي انخفاض القيمة الفعلية الاسمية للدولار إلى زيادة أسعار السلع الأساسية بالدولار. وذلك على النحو التالي<sup>53</sup>: فمعظم السلع الأساسية - لاسيما النفط الخام والمعادن النفيسة، المعادن الصناعية، والحبوب كالقمح والذرة - مسعرة بالدولار الأمريكي. وعليه، فإن انخفاض قيمة الدولار يجعل السلع الأساسية أرخص من منظور المستهلكين في المناطق بخلاف منطقة الدولار، وبالتالي يؤدي إلى زيادة طلب تلك المناطق. أما في جانب العرض، فإن الضغوط على الأسعار قد تنشأ من انخفاض الأرباح مقومة بالعملة المحلية من منظور المنتجين خارج منطقة الدولار. نستخلص إذن أن تقلبات قيمة الدولار الأمريكي لها تأثير كبير على معظم أسعار السلع الأساسية غير أن حجم التأثير يختلف باختلاف السلع الأساسية والآفاق الزمنية، ويكون التأثير قويا بدرجة كبيرة على الذهب والنفط الخام، وتليها في ذلك المعادن الصناعية، غير أنه لا يبدو أن تقلبات قيمة الدولار تمثل محددًا مهما في حالة الحبوب.

#### الخاتمة:

من خلال دراستنا لطبيعة أزمة الرهن العقاري وآليات انتقالها إلى أزمة مالية عالمية وذلك من خلال قناة أسواق المال والبنوك، قناة سعر الصرف، قناة التجارة الخارجية، وقناة السلع الأساسية، فيمكن حصر أهم نتائج هذه الدراسة فيما يلي:

- شهدت نظم التمويل العقاري على مدار ثلاثين عاما الماضية تغيرات كبيرة في العديد من الاقتصاديات المتقدمة، فحتى ثمانينات القرن الماضي، خضع السوق الثانوي للرهن العقاري في الولايات المتحدة لدرجة عالية من التنظيم، وكان الائتمان العقاري يخضع لسيطرة جهات الإقراض المتخصصة. وتمكنت الهندسة المالية من تحسين سيولة القروض المستخدمة في التمويل العقاري عن طريق توريق القروض العقارية، وكانت هذه الأوراق المالية منافسة للأوراق المالية الحكومية، من حيث السيولة وعدم وجود فرص لتعرض حاملها لمخاطر التوقف، وقد ساعد ذلك التصنيف الائتماني الجيد من طرف وكالات التصنيف.

- ضعف المنافسة بين المؤسسات المالية نتيجة التخصص بفعل القوانين والتنظيمات السائدة آنذاك، بحيث كان يفرض على هذه المؤسسات مجال عمل معين دون غيره، الأمر الذي جعل الأسواق المالية منفصلة عن بعضها

البعض بفعل الحواجز، فكان الائتمان العقاري يخضع لسيطرة جهات الإقراض المتخصصة التي واجهت قدرا محدودا من التنافس في الأسواق المالية؛

- سبب حدوث أزمة الرهن العقاري توسع المؤسسات المالية الأميركية في منح القروض السكنية بصورة لم يسبق لها مثيل من ناحية وزيادة نسبة القروض إلى قيمة الممتلكات (المساكن) من ناحية أخرى، وقد قدمت المؤسسات المالية تلك القروض لعدد كبير من المستهلكين أصحاب الملاة الضعيفة أو الجدارة الائتمانية الرديئة؛

- كل تلك الاضطرابات أحدثت حالة من عدم التأكد في المستقبل وانهيار الثقة في الأسواق المالية. وأصبح الذعر وانهيار الثقة في الأسواق المالية هو العامل المشترك بين المستثمرين على مستوى العالم، وأدى سحب الودائع بصورة مفاجئة إلى انهيار تلك المؤسسات المالية حتى لو كان وضعها جيدا وسليما، نتيجة أزمة ثقة، وهذا الأمر يطلق عليه أثر الدومينو بحيث لو انهارت ورقة واحدة من أوراق لعبة الدومينو انهارت باقي الأوراق، ومن أكثر الأمور حدة في هذه الأزمة حدوث خسارة لم يسبق لها مثيل في السيولة، كما سعت البنوك إلى الحفاظ على ما لديها من سيولة أمام الضغوط الواقعة عليها؛

- الزيادة المستمرة في عدم اليقين المحيط بمدى قدرة المؤسسات المالية على تجاوز خسائرها، وتدهور التصنيف الائتماني للأوراق المالية المرتبطة بالرهن العقاري الثانوية وغيرها من أشكال الائتمان، غيرها من الأسباب التي طورت أزمة الرهن العقاري إلى أزمة مالية حتى أصبحت أكبر صدمة مالية منذ الكساد الكبير، ملحقة الضرر البالغ بالأسواق والمؤسسات الأساسية في النظام المالي؛

- لقد كانت السياسة النقدية متراخية بشكل مفرط خلال الفترة 2002-2006، وأبقت سعر الفائدة على أدوات السياسة النقدية دون المستوى الذي تحدده قاعدة بسيطة للاستجابة لفجوة الناتج والتضخم حال حدوثهما. وبعبارة بسيطة، ينبغي أن تستند السياسة النقدية إلى ارتفاعات أسعار الأصول غير القابلة للاستمرار أو التطورات التي ترفع درجة التعرض للمخاطر، ولو كانت تكلفة ذلك على حساب زيادة مدى التغير في التضخم والناتج.

الاقتراحات والاستنتاجات: وبناء على النتائج المتوصل إليها من خلال هذا البحث ارتأينا تقديم الاقتراحات التالية:

- ✓ البحث عن حلول بديلة للسياسات النقدية التوسعية التي تؤدي إلى توسع كبير في منح الاقتراض وسوء تقدير للمخاطر، وبالتالي قد تتسبب في أزمات لاحقة؛
- ✓ تبني مؤشرات متابعة تطور أسعار الأصول للتمكن من اكتشاف بداية تكون الفقاعات المالية؛
- ✓ يجب على صناعات القرار التركيز على التنظيم الذي يكفل تكريس موارد كافية للإشراف والرقابة وإدارة المخاطر للتخفيف من المخاطر الناجمة عن الابتكارات المالية نتيجة تحرير الأسواق المالية؛

- ✓ ضرورة لعب الدولة لدور الإشراف والضبط على الاقتصاديات الوطنية وعدم ترك الأسواق بدون آليات ضبط مناسبة، وإعادة النظر في الفرضيات اللبرالية التي تنادي بعدم تدخل الدولة في الاقتصاد؛
- ✓ تقنين وتقييد نشاط المضاربين وصناديق التحوط وشركات التأمين غيرها من المؤسسات المالية؛
- ✓ التركيز على الاستقرار المالي قبل التحرير المالي.

## الهوامش والإحالات:

- <sup>1</sup> ذكر مصطلح subprime في الصحافة الدولية في أكثر من 6000 مقالة سنة 2006 و32000 في الفصل الأول من 2007 و130 ألف في الفصل الثاني. أما الصحافة الناطقة بالفرنسية، فقد ظهر هذا المصطلح 6 مرات في سنة 2006، و 700 مرة في الفصل الأول من 2007 و8400 مرة في الفصل الثاني من نفس السنة، (أخذت هذه البيانات من قاعدة معطيات تحوي أكثر من 8000 مصدر من بينها: La Tribune, The Financial Times, The Le Monde, Les Échos, Le Figaro, Wall Street Journal وهي من أكبر العناوين في الصحافة الدولية نقلًا عن مجلس التحليل الاقتصادي الفرنسي.
- <sup>2</sup> المؤسسات الإيداعية (مؤسسات الإيداع) البنوك، بنوك الادخار المشتركة واتحادات الائتمان هي التي تكون مقيدة على نحو شديد.
- <sup>3</sup> توماس ماير، جيمس إس دوسنبري، روبرت زد ألبير: تعريب السيد أحمد عبد الخالق، أحمد بديع بليح، النقود والبنوك والاقتصاد، دار المريخ الرياض (المملكة السعودية)، 2002، ص 64-65.
- <sup>4</sup> هندي منير إبراهيم: إدارة المخاطر باستخدام التوريق والمشتقات، الجزء الأول، التوريق، منشأة المعارف، الإسكندرية (مصر) 2005، ص 411.
- <sup>5</sup> على الرغم من أن معدل الفائدة الثابت هو الاتجاه الشائع إلى أن اتجاهها جديدًا بدأ في الظهور هو القروض العقارية التي تحمل سعر فائدة متغير يرتبط في حركته بسعر الفائدة على أصل مالي مرجعي كما ظهرت كذلك القروض العقارية بالونية Ballon Mortgages وفي هذا النوع من القروض تكون الدفعة الأخيرة التي قد تستحق بعد ثلاث إلى سبع سنوات من نشأت القرض أكبر من الدفعات الشهرية العادية.
- <sup>6</sup> هندي منير إبراهيم: إدارة المخاطر باستخدام التوريق والمشتقات، مرجع سابق، ص ص: 413-412.
- <sup>7</sup> راندل داد: الرهونات العقارية مجسات أزمة، مجلة التمويل والتنمية، ديسمبر 2007، صندوق النقد الدولي، ص: 16.
- <sup>8</sup> صندوق النقد الدولي، أفاق الاقتصاد العالمي، أبريل 2008، ص ص: 104-106.
- <sup>9</sup> عبد الرزاق سعيد بلعباس: قراءة في مجلس التحليل الاقتصادي الفرنسي الموجه للوزير الفرنسي الأول حول أزمة السبراييم (subprime)، كتاب الأزمة المالية العالمية أسباب وحلول من منظور إسلامي، الطبعة الأولى، مركز أبحاث الاقتصاد الإسلامي، مركز النشر العلمي، جامعة الملك عبد العزيز، جدة (المملكة العربية السعودية)، 2009 - ص ص: 332-333.
- <sup>10</sup> الأرقام من ① إلى ⑧ تمثل اختلالات في الاقتصاد الكلي أما الأرقام من ① إلى ④ تمثل اختلالات في الاقتصاد الجزئي، أنظر الشكل رقم 1،
- <sup>11</sup> حسبت كمتوسطات هندسية
- <sup>12</sup> يوسف الخليفة يوسف: الأزمة المالية والاقتصاديات الخليجية، مرجع سابق - ص 16.
- <sup>13</sup> PATRICK artus et autres, la crise des subprimes, les rapports du conseil d'analyse économique, La Documentation française. Paris, 2008, Op cit, P: 15
- <sup>14</sup> يوسف الخليفة يوسف: الأزمة المالية والاقتصاديات الخليجية، مرجع سابق، ص: 16.
- <sup>15</sup> Patrick Artus et autres, la crise des subprimes, Op cit, Pp: 15-17.
- <sup>16</sup> Op cit - P19
- <sup>17</sup> عبد الرزاق سعيد بلعباس: قراءة في مجلس التحليل الاقتصادي الفرنسي الموجه للوزير الفرنسي الأول حول أزمة السبراييم (subprime)، مرجع سابق، ص: 335.
- <sup>18</sup> Patrick Artus et autres, , la crise des subprimes, Op cit pp :25-26
- <sup>19</sup> يوسف الخليفة يوسف: الأزمة المالية والاقتصاديات الخليجية، مرجع سابق، ص ص 19-20.
- <sup>20</sup> عبد المطلب عبد الحميد: الديون المصرفية المتعثرة والأزمة المالية المصرفية العالمية (أزمة الرهن العقاري)، دار نشر الثقافة، الإسكندرية (مصر) 2009 ص 282.
- <sup>21</sup> Patrick Artus et autres, , la crise des subprimes, Op cit, Pp27
- <sup>22</sup> عبد الرزاق سعيد بلعباس: قراءة في مجلس التحليل الاقتصادي الفرنسي الموجه للوزير الفرنسي الأول حول أزمة السبراييم (subprime) - مرجع سابق - ص 336-335
- <sup>23</sup> نفس المرجع السابق، ص: 336.
- <sup>24</sup> AGLIETTA Michel - la faillite d'un modèle comprendre pour agir - revue d'analyse financière - N°28 - jui-août-sep 2008 - - Pp 15-16

- <sup>25</sup> احمد عبد الرحمان الملحم، محو احمد الكندري: عقد التمويل باستخدام الحقوق التجارية وعمليات التوريق، مجلس النشر العلمي، جامعة الكويت، 2004، ص:147.
- <sup>26</sup> عبد المطلب عبد الحميد: الديون المصرفية المتعثرة والأزمة المالية المصرفية العالمية (أزمة الرهن العقاري)، مرجع سابق، ص141
- <sup>27</sup> هندي منير إبراهيم: إدارة المخاطر باستخدام التوريق والمشتقات، مرجع سابق، ص ص 464-465.
- <sup>28</sup> صندوق النقد الدولي: دليل الإحصاءات النقدية والمالية، واشنطن (الولايات المتحدة)، 2000، ص56
- <sup>29</sup> صندوق النقد الدولي: دليل الإحصاءات النقدية والمالية، واشنطن (الولايات المتحدة)، 2000، ص 56.
- <sup>30</sup> Michel Aglietta Sandra Rigot : La réglementation des hedge funds face à la crise financière. Une contribution au débat, Document de recherche, Université de Paris X, p2
- <sup>31</sup> شابر محمد عمر، ترجمة رفيق يونس المصري: الأزمة المالية العالمية، هل يمكن للتمويل الإسلامي أن يساعد في حلها؟، كتاب الأزمة المالية العالمية أسباب وحلول من منظور إسلامي، الطبعة الأولى، مركز أبحاث الاقتصاد الإسلامي، مركز النشر العلمي، جامعة الملك عبد العزيز، جدة (المملكة العربية السعودية)، 2009، ص ص 31-32.
- <sup>32</sup> السويلم سامي إبراهيم : أسلحة الدمار المالي الشامل ، كتاب الأزمة المالية العالمية أسباب وحلول من منظور إسلامي، الطبعة الأولى، مركز أبحاث الاقتصاد الإسلامي، مركز النشر العلمي، جامعة الملك عبد العزيز، جدة (المملكة العربية السعودية)، 2009، ص 41.
- <sup>33</sup> اعتمدنا في دراستنا لهذه القنوات على التقرير الاقتصادي الاجتماعي الفرنسي سنة 2008، ولزيد من التفصيل أنظر : [www.conseil-economique-et-social.fr](http://www.conseil-economique-et-social.fr)
- <sup>34</sup> BLOT Christophe, et autres -la finance mondiale discréditée - *Revue de l'OFCE* – N° 105 - Fev 2008 - Pp285-286.
- <sup>35</sup> MISHKIN Frederic et autres – monnaie banque et marchés financiers, 9<sup>e</sup> édition, Pearson éducation France, paris, 2010– Pp 400-401.
- <sup>36</sup> BIZIMANA Olivier - TOUYA Florence : Déroulé de la crise ; *Eclairages*, N°119, Février 2008, p3.
- <sup>37</sup> راندل دود، بول ميلز: نقشي المرض، عدوى الرهونات دون الممتازة الأمريكية، مجلة التمويل والتنمية، جوان 2008، صندوق النقد الدولي، ص: 16.
- <sup>38</sup> عبد عبد المطلب عبد الحميد: الديون المصرفية المتعثرة والأزمة المالية المصرفية العالمية (أزمة الرهن العقاري)، مرجع سابق، ص:330.
- <sup>39</sup> راندل دود: الرهونات العقارية مجسات أزمة، مرجع سابق، ص34-35.
- <sup>40</sup> لورا كودرس: ثقة وأكثر من ذلك، مجلة التمويل والتنمية، جوان 2008، صندوق النقد الدولي، ص:11.
- <sup>41</sup> PATRICK Artus et autre. : la crise des subprimes, Op cit , P74.
- <sup>42</sup> QUIGNON Laurent - les banques : un secteur frappé par la crise - revue problèmes économiques N°2960 - 10décembre 2008 - P 3. □
- <sup>43</sup> صندوق النقد الدولي، أفاق الاقتصاد العالمي، أكتوبر 2008، ص11.
- <sup>44</sup> صندوق النقد الدولي، أفاق الاقتصاد العالمي، افريل 2008، ص ص 16-17.
- <sup>45</sup> MIGNON Caroline - l'action de la Fed pourrait affaiblir encore le dollar - le journal des finances - N°6318 - jan 2009 - P4.
- <sup>46</sup> كريس فوكنر مكدونا ومارتن موهلين: هل تعيش الأسر الأمريكية على ما يتجاوز مواردها، مجلة التمويل والتنمية، مارس 2004، صندوق النقد الدولي، ص: 37.
- <sup>47</sup> MIGNON Caroline - Noel n'a pas sauvé les distributeurs - le journal des finances - N°6318 - jan 2009 - P4.
- <sup>48</sup> المؤسسة العربية لضمان الاستثمار وأئتمان الصادرات، التقرير السنوي 2007، ص7.
- <sup>49</sup> عبد عبد المطلب عبد الحميد: الديون المصرفية المتعثرة والأزمة المالية المصرفية العالمية (أزمة الرهن العقاري)، مرجع سابق، ص329.
- <sup>50</sup> صندوق النقد الدولي: أفاق الاقتصاد العالمي، أكتوبر 2008، ص88.
- <sup>51</sup> هيلبلينج توماس وآخرون: ركوب الموجة: تعاش أسعار السلع الأساسية، مجلة التمويل والتنمية، مارس 2008، صندوق النقد الدولي، ص14.
- <sup>52</sup> نفس المرجع السابق، ص14.
- <sup>53</sup> صندوق النقد الدولي، أفاق الاقتصاد العالمي، افريل 2008، ص48.