

واقع الأزمة المالية العالمية وانعكاساتها على مستوى الاقتصاد الكلي والجزئي

د. يحيى مفيدي

جامعة محمد خيضر بسكرة

الملخص

يهدف هذا البحث الى دراسة الأزمة المالية التي ظهرت في جويلية 2007، وكان أصلها نابعا من أزمة الأسواق العقارية الأمريكية، وتحديدًا قروض الرهن العقاري subprime التي قدمت بدون ضمانات كافية لفئات من الزبائن ذوي خصائص معينة، بالإضافة إلى توضيح انعكاس الأزمة المالية على المستوى الكلي وعلى مستوى المؤسسات. وتوصلت الدراسة إلى أن لب الأزمة المالية كانت نتيجة سلوك وإدارة مصرفية معينة اعتمدت على الكم الهائل من القروض ذات المخاطر العالية من جهة، واعتمدت البنوك في ذلك على انتقال الخطر ومراقبته منها إلى هيئات أخرى. فمصدر هذه الأزمة هو مشكل الرهن العقاري من جهة التي تسببت فيها القروض العقارية التي منحت للأشخاص لشراء العقارات السكنية، ومن جهة أخرى إلى عملية التوريق التي قامت بها البنوك بهدف زيادة أرباحها. وجاءت آثارها على الأسعار والقدرة الشرائية وأنشطة السياحة والتجارة والاستثمار والسكن والعمالة. أما على مستوى المؤسسات فقد تباطأ النشاط الإنتاجي والاستثماري والتجاري داخل المؤسسات وتم تسريح عددا هائلا من العمال.

Résumé :

Cet article vise l'étude de la crise financière apparue en juin 2007, dont l'origine est la crise des marchés immobiliers américains et particulièrement les prêts hypothécaires subprimes consentis sans garanties suffisantes à certains clients aux caractéristiques spécifiques, ainsi qu'il met le point sur les effets de cette crise au niveau macroéconomique et microéconomique.

Cette étude montre que la crise financière est la conséquence d'un comportement et une gestion basés sur d'énormes crédits à haut risque d'une part, de l'autre le passage du risque et son contrôle des banques à d'autres établissements. Donc l'origine de la crise est les subprimes consentis aux personnes pour l'acquisition d'appartements et la titrisation suivie par les banques en vue d'augmentation des profits.

Ses effets sur le plan macro, sont apparus sur les prix, le pouvoir d'achat, le tourisme, le commerce, l'investissement, emploi. Et sur le plan micro, les entreprises connaissent un retard de l'activité commerciale, production, investissement ainsi que le licenciement d'ouvriers.

مقدمة:

يشهد الاقتصاد العالمي، حالياً، أزمة مالية حادة وخطيرة منعكسة على الجانب الاقتصادي بأكمله. في الحقيقة، تعود أصول هذه الأزمة المالية إلى جوان 2007، وقد حاول بعض من ذوي الاختصاص الإنذار بحدوثها، ولكن ذوي السلطة من أصحاب البنوك، مدراء المكاتب العقارية، شركات الاستثمار، مؤسسات الرهن وغيرها لم يعيروهم أي اهتمام إلى أن حدثت وكانت الكارثة.

يعود السبب الرئيسي لحدوثها الى قروض بمخاطرة عالية جدا تقدمها البنوك لمقترضين لا يملكون ضمانات كافية وبسعر فائدة متغير على مر الزمن. وقد تكون بداية الأزمة باعلان مؤسسة مالية أمريكية عملاقة هي "ليمان برانرز" عن افلاسها في 15 سبتمبر 2008، وانعكست آثاره سلبيا على أسواق المال الأمريكية كلها، وعندما انهارت هذه المؤسسة انهارت وراءها مؤسسات من أهمها جولدمان ساكس، مورجان ستانلي وميريل لانش. فالأموال بدأت تسحب من هذه الشركات وثقة المتعاملين والمستثمرين بدأت في التبدد بسرعة كبيرة. كما تم انقاذ أكبر شركة تأمين في الولايات المتحدة، وتأمين مؤسسات مهمة في الولايات المتحدة وأوروبا.

وتمثلت إشكالية هذه الورقة البحثية في البحث في أسباب وآثار الأزمة المالية الحالية على مستوى الاقتصاد الكلي بشكل عام وعلى مستوى المؤسسات بشكل خاص؟ ومن ثمة جاءت معالجتها من خلال النقاط الآتية:

1. الاطار النظري العام لما يجب أن تكون عليه عملية الائتمان وكيفية تغطية مخاطرها.

2. ماحدث في الواقع وبالتالي استعراض أسباب الأزمة المالية وما مظاهرها.

3. آثارها على الاقتصاد الكلي من جهة وآثارها على المؤسسات من جهة أخرى.

4. ماهي الاجراءات التي اتخذت لمواجهتها.

1- تغطية المخاطر المصرفية:

عادة، من أهم الأنشطة التي تقوم بها البنوك هي عملية "منح الائتمان"، وهي كلمة مرادفة لكلمة "القرض"¹ الذي يمنحه البنك للمؤسسات العمومية أو الخاصة، للعائلات وللعالَم الخارجي بشكل عام. حيث تمكنهم هذه القروض من الاستثمار أو الاستهلاك، وتحرص

إدارة البنك على مراعاة عدة معايير عند منح القروض تفاديا للمخاطر التي يمكن أن تصاحب العملية منها خاصة الضمانات. تتكون ميزانية البنك، كغيرها من ميزانيات المؤسسات من أصول وخصوم، وهي على التوالي استخدامات وموارد البنك بشكل آخر. نلاحظ من أهم الإستخدامات هي القروض أي المبالغ التي يتم إقراضها نظير فائدة محددة، وهي أكثر الأصول سيولة وأوفر ربحا. والقروض هي مكفولة بضمان شخصي أو عيني مما يقلل المخاطر أي "بمقتضى القرض المصرفي، يتم تزويد الأفراد، المؤسسات، المنشآت في المجتمع بالأموال اللازمة على أن يتعهد المدين بسداد تلك الأموال في تواريخها المحددة وتدعم تلك العملية بتقديم مجموعة من الضمانات التي تكفل للبنك استرداد أمواله في حالة توقف العميل عن السداد بدون أية خسارة"². هنا، نلاحظ أن عملية الإقتراض مبنية على عناصر:

- الثقة المتبادلة من الجانبين، حيث يستمد البنك ثقته بالعميل من خلال الدراسة الجيدة لملفه، وثقة العميل مستمدة من تعامله ببنك معروف بأدائه وأساليب عمله.
- الزمن الفاصل بين تاريخ منح القرض وتاريخ استحقاقه.
- المخاطرة المرتبطة باحتمال عدم تسديد المدين للقرض في تاريخ الإستحقاق.

بالتالي تكون السمات الأساسية للبنك هي الربحية، السيولة والأمان:³

الربحية: إن إعتد البنوك على الودائع في تمويل استثماراتها يكون أفضل من اعتمادها على الأموال المملوكة لأنها تحقق فوائد تكون أكبر من الفوائد المدفوعة عليها، وهذا الفرق هو من نصيب ملاك البنك. ولكن هذه الربحية تتعرض لآثار الرفع المالي فإذا ارتفعت إيراداتها بنسبة كبيرة تؤدي إلى زيادة أكبر في الأرباح المحققة والعكس صحيح، إلى حد إفلاس البنك. لذا وجب على البنك اتخاذ الحذر باستعمال أساليب وسياسات تسمح له بتجنب الانخفاض الهائل والخطير في نتائجها.

السيولة: من العناصر الضرورية للبنوك هو توفرها على السيولة اللازمة للمتعاملين الاقتصاديين في الوقت المناسب. وتتمثل موارده الأساسية من ودائع تستحق عند الطلب، فإذا لم يتمكن من توفير السيولة اللازمة تهتز ثقة المودعين ويُلجأ إليها تصرف واحد من قبلهم وهو سحب ودائعهم مرة واحدة مما يؤدي بالبنك الى الإفلاس، وهذا ما يحدث عادة في الأزمات.

الأمان: عادة يكون رأسمال البنك قليلا جدا مقارنة بأصوله مما يعني اعتماد البنك على أموال المودعين بدرجة كبيرة في عملياته الاستثمارية. اذا واجه البنك خسائرا مهمة فانه يلتهم جزءا من أموال المودعين. لذا على البنك تحقيق درجة عالية من الأمان لكسب ثقة المودعين، وهنا يتدخل البنك المركزي من خلال وضع القوانين المالية والنقدية الضرورية ومراقبته المستمرة ودعمه في أوقات الحاجة.

يجب على البنك، كأبي تاجر، أن يواجه التزاماته بالإعتماد على مداخله، وأي خلل في التدفقات النقدية الداخلة لظروف غير متوقعة أو لسياسة اقتراض غير حذرة يتسبب في جمود رؤوس الأموال مما يضع البنك في مشكل كبير، ومن الأخطار التي يتعرض لها البنك:

- خطر عدم ملاءة المصرف؛ عدم وجود أموال خاصة كافية لإمتصاص الخسائر المتوقعة.

- خطر عدم وجود سيولة؛ حالة عدم توفر سيولة كافية لمواجهة الإلتزامات اليومية.

- خطر التشغيل؛ بسبب الإفتقار للأساليب التكنولوجية الحديثة في التسيير والعنصر البشري الكفاء وعدم توفر شبكة معلومات توفر مختلف البيانات اللازمة عن العملاء الذين يتعامل معهم وتسمح له بالمراقبة المباشرة والمستمرة على نشاطهم.

- خطر معدلات الفائدة.

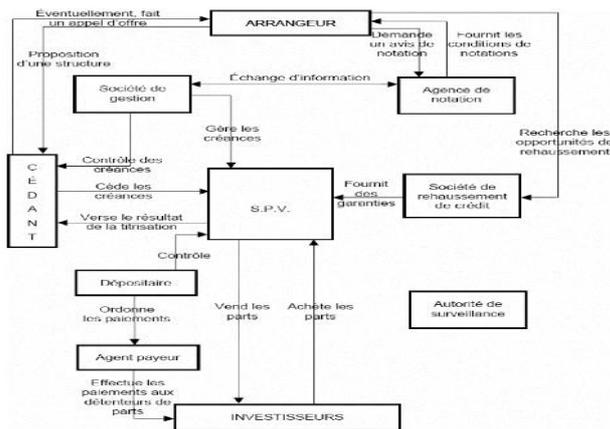
- خطر أسعار الصرف.

إن محاولة البنك الحصول على مردودية مرتفعة تدفعه إلى تحمل المزيد من المخاطر. فمنح القرض بالنسبة للبنك هو عمل تجاري معرض للربح وللخسارة. وتكاد تستحيل السيطرة على مصادر المخاطرة المرتبطة بعملية منح القروض. بالتالي يكون خطر القرض هو "احتمال الخسارة الذي يتعرض له الدائن (البنك) بسبب المدین العاجز عن تسديد جزء أو كل القرض والفوائد المرتبطة به"⁴. وقد يتحقق خطر القرض بصفة تدريجية كأن يكون هناك تأخر في السداد فقط إلى عدم إمكانية استرداد القرض وفوائده بشكل جزئي إلى إمكانية عدم استرجاعهما كليا، فالبنك هو مؤسسة لتحمل المخاطر.⁵

كما ذكرنا سابقاً، قصد مواجهة المخاطر يتخذ البنك إجراءات معينة منها الضمانات وقد تكون شخصية أو حقيقية. هذه الأخيرة تتركز على موضوع الشيء المقدم كضمان، وهذه الأشياء تعطى على سبيل الرهن وليس على سبيل تحويل الملكية. وفي حالة عدم استرداد القرض يتم بيع هذه الأشياء. هذه الأخيرة متعددة ووفقاً للقانون التجاري الجزائري، مثلاً، تصنف إلى الرهن الحيازي والرهن العقاري. والضمانات، عموماً، صعبة التحويل إلى سيولة وهي عملية تتطلب إجراءات وتكاليف ووقت.

وقصد الحد من المخاطر، هناك أيضاً عملية التوريق المصرفي أو التسنيذ المصرفي (titrisation)، ويعود ظهورها إلى نهاية الثمانينات بالولايات المتحدة، وهي من أحدث الوسائل المالية للحفاظ على السيولة النقدية والتقليل من المخاطر. تتمثل عملية التوريق في تحويل أصول غير سائلة إلى أوراق مالية قابلة للتفاوض، وبالنسبة للبنك فإن عملية التوريق الخاصة بالقرض هي تحويل هذا الأخير إلى أصل مالي يقوم ببيعه لمستثمرين. وتتمثل الفائدة منه في إنشاء السيولة التي تتشكل عن طريق بيع الموجودات وتحويلها إلى أصول سائلة بالإضافة إلى استحداث أدوات المتاجرة ومشاركة أكبر قدر ممكن من الأفراد بعمليات التمويل بدلا من اقتصرها على قطاع البنوك. ويمكن توضيح هذه العملية من خلال الشكل التالي:

الشكل رقم (01): عملية التوريق



في غالب الأحيان، يتنازل البنك الأصلي (cédant) عن القروض لصالح بنك الإستثمار (SPV)⁶ الذي يكون مجموعة من الائتمانات التي يقوم ببيعها، وتقوم مؤسسة

(rehaussement de credit) بايجاد الطلب لهذه الائتمانات. أي أنه ببساطة عملية التوريق هي عملية بيع البنك ديونه في أسواق متخصصة، أي أنها تسمح للبنوك بالحصول على موارد مالية من جهة لاعادة عملية الائتمان مع عملاء جدد والتخلص من المخاطرة من جهة أخرى. ونشير هنا الى أن السند يرتبط بالنسبة لحامله بعدم يقينه بالثمن الذي سيبيع به هذا السند وبقيمة التدفقات التي سيتم الحصول عليها. فالخطر المرتبط بالسند المالي تكون له مصادر مختلفة وبالتالي تظهر أنواعا مختلفة للمخاطر منها المخاطرة الصناعية، التجارية، مخاطرة السيولة، مخاطرة الملاءة، مخاطرة الصرف، مخاطرة سعر الفائدة، المخاطرة السياسية، المخاطرة القانونية، مخاطرة التضخم وغيرها، فالأنواع كثيرة ولا يمكن تحديدها كلها، لكن يمكن جمعها في مجموعتين هي الأخطار الاقتصادية والأخطار المالية. مهما كانت طبيعة الخطر، فإنه يترجم بتذبذب في قيمة السند المالي. نذكر، على سبيل المثال، زيادة معدل التحيين يؤدي إلى تخفيض قيمة السند، وقد يحدث ارتفاعا ليس بسبب الإرتفاع في السوق بل بسبب المزايا الخاصة للسند مثل الظروف الاقتصادية المتحسنة.

2- خصائص قروض الرهن العقاري (subprime) وأطراف العملية:

لقد تطرقنا لحد الآن للمسار العادي الذي يجب أن تتم به عملية الائتمان، لكن السؤال المطروح هل كانت هذه العملية بهذا الشكل في الولايات المتحدة؟ أين كان الخلل في هذه العملية؟

عادة، لا يمكن إقراض مبالغ مالية ما لم تظهر تناسبية معينة بين قيمة القرض والراتب. فإذا كان المقرض لا يكسب كثيرا لا يمكنه الإقتراض مبالغ كبيرة ولا يمكنه شراء العقار المرتفع الثمن؛ أي الإقتراض يتم لأشخاص ذوي رواتب قادرة على السداد. بينما في أمريكا ظهرت قروض الرهن العقاري وهي تمنح ولو كانت الرواتب غير مرتفعة، وإنما يتم ضمانها برهن المنزل، وبالتالي إذا لم يتمكن المقرض من التسديد فإن البنك يحصل على المنزل ويتم بيعه. لكن بسبب انخفاض قيمة العقارات تحدث خسارة للبنك مما يؤدي إلى ظهور فكرة التسديد، حيث حولت البنوك هذه القروض إلى سوق الأوراق المالية، وبالتالي تم تداول هذه الديون في البورصات.

تمثلت أطراف عملية الائتمان هذه في؛

أ- **المقترضين:** هم عائلات أمريكية ذات دخل ضعيف، تختص وكالة بتقييم الخصائص الاجتماعية - المهنية للشخص المعني أي الطالب للقرض، وهذه الخصائص تتغير بدلالة (العمل، البطالة، الزواج، استعمال الحساب على المكشوف وغيرها من العوامل الأخرى الاجتماعية والمهنية الخاصة بالشخص المعني) ليحصل على نتيجة قرض " score de crédit". هناك سلم للتقييم يتراوح بين 300 و850، فالمقترضون الذين يتعدون 700 هم عملاء جيّدون وقروضهم منخفضة المخاطر وتدعى بـ «prime»، أما الفئة التي تجمع المقترضين الذين هم أقل من 620 فقروضهم عالية المخاطرة وهي «subprime» وبينهما نجد "Alt-A" أو "mid-prime" أو "jumbo" وهي القروض البديلة أكثر مخاطرة من الأولى وأقل من الثانية وهي تمنح لعملاء متوسطين.

ب- **المقرضين:** هم البنوك والهيئات المتخصصة في الإقراض، وبالطبع كان لنوع النظام الذي تعمل فيه دورا مهما فمثلا، في فرنسا، تضمن نفس الهيئة كل العملية والعلاقة المصرفية وتحقيق القرض من الدراسة الأولية إلى تغطية القرض في حالة التقاضي، أما في الولايات المتحدة، على سبيل المثال، يمكن الإستدانة بمصادر خارجية وتعاقدات بالباطن مع أطراف مختلفة أخرى لإنجاز كل مرحلة من هذه العملية.

ج - **معدلات الفائدة:** تكون في البداية ثابتة ومنخفضة جدا، ثم تصبح متغيرة.⁷

تضمن عقد القرض شروطا صعبة نوعا ما أهمها ما يلي:⁸

- أن أسعار الفائدة متغيرة وليست ثابتة.

- أن أسعار فائدة القرض العقاري ترتفع بصفة تلقائية كلما رفع البنك المركزي أسعار الفائدة.

- إذا تأخر المقترض عن دفع أي قسط من القرض يحل أجله، فإن أسعار الفائدة تتضاعف بنحو ثلاث مرات.

- أن المدفوعات الشهرية خلال الثلاث سنوات الأولى تذهب كلها لسداد فوائد القرض، أي ليس هناك أي ملكية للعقار قبل ثلاث سنوات.

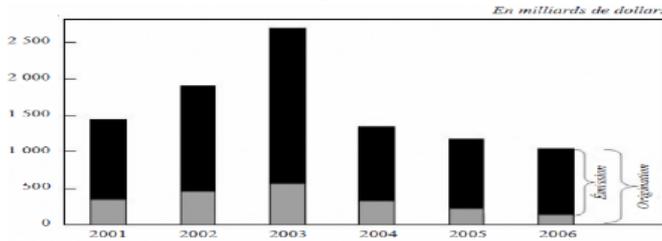
لقد نجح السوق المالي للتمويل العقاري بشكل عام والسكن تحديدا، على مدى القرنين الماضيين وتحقق حلم الملايين من الأشخاص في تملك المنازل. ففي سنة 2004 تمثلت النسبة في 69.2%.

3- دور التوريق في الأزمة المالية:

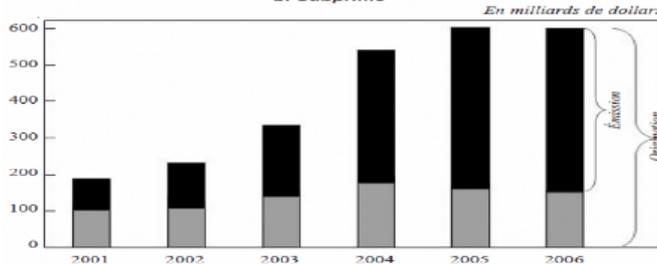
لوقت قريب جدا، كانت مصادر قروض subprime وإصدار السندات الخاصة بالقروض الرهنية (MBS)⁹ تتحكم فيها القروض الخاصة بـ primes وفقا لمعايير الاكتتاب، أي نرى أن هناك خطرا أقل بالنسبة لهذه الفئة، ومن ثمة تأتي الفئات الأخرى. أما نوع jumbo تحتوي على قروض الأشخاص ذوي الرصيد الابتدائي أكبر من ذلك الذي تحدده المعايير المفروضة على وكالات التقييم، بينما فئة (Alt-A) تحوي قروض موجهة لمقترضين ذوي سيرة حسنة فيما يخص القروض والاكتتاب يكون أصعب مقارنة بالفئة السابقة، فهذه القروض تفتقر إلى الوثائق الخاصة بدخل المعني وأثر رفعها المالي قوي جدا. بينما الفئة subprime هي مجموعة المقترضين ذوي التاريخ السيئ فيما يخص القروض، أي مخاطرها عالية للغاية.

الشكل رقم (02): قروض subprime و primes في عملية التوريق

a. prime



b. Subprime



المصدر: Boyer, R., Dehove, M., & Plihon, D. *Les crises financières*. Paris. (2004)

الملاحظ أن نسبة كبيرة من منح الائتمان موجهة الى القروض العالية الجودة (primes) إلى غاية سنة 2003 حيث بلغت مبالغها بالنسبة للنوع الأول حوالي 2500 مليار دولار والنوع الثاني حوالي 300 مليار دولار، لتتقلب الأمور بعد ذلك ويصبح التوجه نحو

(subprimes) بشكل أهم وتخفض المبالغ الممنوحة للنوع الآخر. إضافة إلى النسب المهمة من القروض المحولة الى شكل السندات في النوع الثاني ابتداء من هذه السنة.

قام بنك الإستثمار (SPV) بتكوين مجموعة من الائتمانات التي يقوم ببيعها وهي الإئتمانات المهيكلية (ABS^{10}) التي تحمل مخاطر مهمة يتم مزجها بديون أخرى أقل مخاطرة ليتم الحصول على ائتمانات سواء كانت متجانسة أو غير متجانسة تدعى ($CDO^{11,12}$ ، MBS). يتم إصدار السندات في مجموعات مصنفة حسب مستوى المخاطرة، علما أن هذه السندات تتفرع لأنواع أخرى لا يسع المقام، هنا، لذكرها. وللإشارة، كانت تقدم بـ"التقييم المالي الأكثر أكادة" AAA، مما يعني أن هذه السندات أكثر أكادة وأكثر ربحا وهو الأمر المنافي تماما للقاعدة المالية، علما أن هذا التقييم المالي تقوم به وكالات متخصصة، نذكر منها ([Moody's](#), [Standard and Poor's](#), [Fitch](#)).¹³

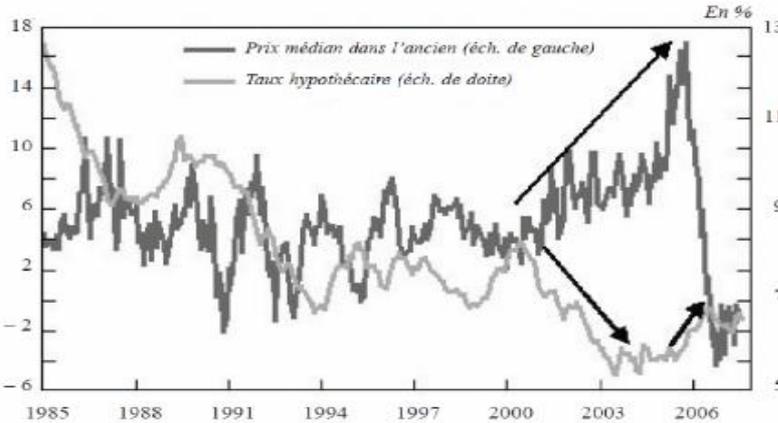
أعلنت برامج "تملك المواطنين لمنازلهم" ومن ثم قدمت حوافز وتسهيلات من قبيل تخفيض المتطلبات الائتمانية التي تقدم إلى المجموعتين العقاريتين العملاقتين "قاني ماي وفريدي ماك" ومن ثمة أصبحت الشروط المسبقة لتملك العقارات أكثر مرونة. مما أدخل القطاع المالي برمته في مخاطر التركزات الائتمانية على قطاع واحد و بمبالغ ضخمة وصلت إلى ما يتجاوز الى 24 تريليون دولار و هو ما يعادل ضعف الناتج المحلي الإجمالي الأمريكي تقريبا و كذلك بتركيز % 45 من هذا الائتمان فقط على الشركتين الماليتين المذكورتين آنفا، أي ما يعادل 11 تريليون دولار تقريبا للشركتين معا. وازداد نمو بالتزامن مع إلغاء القيود على المنظومة المالية حيث ارتفع حجم القروض العقارية التي تمتلكها الشركتان من 740 مليار عام 1990 إلى 1250 مليار دولار عام 1995 و إلي 2000 مليار عام 1999 و إلي 4000 مليار في العام 2005 و إلى 5400 مليار دولار عند تأميمهما في مارس 2008، من جهة أخرى كانت الشركتان تدعمان بمفردهما % 97 من السندات المرتبطة بقروض الرهن العقاري وهو ما يعكس مدى ضخامة حجم مخاطر التركيز الائتماني على العقار¹⁴. كانت النظرة السائدة بالنسبة للقروض من نوع subprime تعتبر قروضا ذات مخاطر على المستوى الفردي ولكن بشكل عام هي آمنة وذات مردودية، واعتمدت هذه الفكرة على ارتفاع سريع ومستمر لأسعار العقارات.

وعلى أثر ذلك قامت المجموعتان بشراء الرهن العقاري من البنوك المحلية حتى تحول موظفي تلك البنوك إلى عملاء يستقبلون رسم الخدمة والتنظيم. ومع هذه الممارسة غير الحكيمة أصبح هناك عدد كبير من سماسرة الرهن العقاري الذين دخلوا هذا المجال وقادوا العديد من البنوك الاستثمارية لذلك مثل "ليمان برازر" هذه المجموعة الائتمانية العملاقة التي انهارت بعد ذلك، أيضاً أصبحت القدرة على سداد هذه القروض المتزايدة تواجه مخاطر حقيقية للسداد في المستقبل.

كانت النتيجة الحتمية لعملية التوريق هي توسع البنوك في تقديم الائتمان وتزايد الطلب على العقار وزيادة أسعاره، فارتفعت أسعار المساكن لمستويات جد عالية حتى تشكل في سوق العقار ما يعرف بالفقاعة العقارية، وهو ما أشاع جوا من الذعر باحتمال انفجارها في أية لحظة.

لكن بسبب زيادة الطلب على القروض ارتفعت أسعار الفائدة. بين عامي 2004 و2007، رفع مجلس الاحتياطي الاتحادي الأميركي سعر الفائدة الرئيسي ورفعه من 1% في عام 2004 إلى أكثر من 4.2% في عام 2007.

الشكل رقم (04): أسعار العقار وأسعار الفائدة في أمريكا



Sources : NAR, Census Bureau et Crédit agricole.

أدى ارتفاع أسعار الفائدة الى زيادة قيمة الأقساط الشهرية، وأصبح المقترض عاجزا عن الوفاء، وبالتالي كل مقترض لا يستطيع تسديد قرضه كان البنك يستحوذ على منزله ويتم بيعه. ففي 2007، في الولايات المتحدة، تم بيع ثلاثة ملايين من هذه المنازل بسبب العجز في التسديد، وتراجعت نسبة التملك إلى 68.2%.

من جهة أخرى، منذ منتصف 2006، شهدت أسعار المنازل في الولايات المتحدة انخفاضا، وكان واضحا بأنه سيكون له عواقب على المديونية الزائدة لعدد من الأسر، كما أن البنوك لم تتمكن من استعادة أموالها، ومن هنا كانت بداية أزمة الثقة المتولدة عن هذه الوضعية؛ بعد الخسائر الهائلة التي تكبدتها مؤسستي Freddie Mac, and Fannie Mae ، توالى خسائر المؤسسات المالية الواحدة تلو الأخرى، فانكشفت بذلك كل الحيل الاستثمارية لإخفاء القروض العقارية الرديئة، الأمر الذي أدى إلى فقدان الثقة فيما بين المؤسسات المالية ولم يعد أي منها يثق فيما يعلنه الآخر عن وضعه المالي والمحاسبي، فأصبح الشك دائما في أن هناك ديون هائلة معدومة ومخفية، فتوقفت البنوك عن منح القروض لبعضها البعض نتيجة انعدام الثقة فيما بينها، كما أصبح الاقتراض من الأسواق الثانوية في غاية الصعوبة خشية الانكشاف على مخاطر غير متوقعة.

4- دور الخطر المالي في الأزمة المالية:

أصبح النظام المالي، حسب Minsky¹⁵ ضخما وهشاً، ويتميز بعدم اهتمام البنوك بقضية التغطية ضد الخطر بشكل كافي، بسبب النظرة التفاضلية فيما يتعلق بقيمة الممتلكات محل الرهن، مما يسمح للمستثمرين بالخوض في أنشطة ولو كانت أكثر مضاربة. بعض المصارف الأوروبية والآسيوية التي تبحث عن مردودية أفضل تحصلت على أصول بمقدار أكبر مما تسمح به أموالها الخاصة. يكون الطلب الخاص بالاستثمارات، في بعض الأحيان، أكثر من العرض مما يؤدي إلى ارتفاع الأسعار ومنه إلى فرص جديدة للربح واستثمارات أكثر.

في نهاية شهر جويلية وبداية شهر أوت 2007، كانت هناك سيولة هائلة، لكن المستثمرون يبحثون على الأكثر أكادة منها؛ فكانوا هم من تحصلوا على مستويات مخاطرة أعلى حسب الأوراق المشتراة. الفاعلون الأكثر حساسية (fragiles) هم من تحملوا خطرا أكثر، من خلال شراء سندات ذات مخاطرة، ظنا منهم أنها تسمح بتحسين وضعيتهم.

ترجع أسباب الأزمة الى ذلك الحجم الكبير من الاموال التي تم ضخها في القطاع العقاري، التي تمت دون دراسة الجدوى الدقيقة للقدرات المالية للعملاء لسداد أقساط هذه القروض. وبالفعل أدى العجز المتزايد في تسديد الأقساط الى زيادة المساكن المحجوزة مما

أدى الى انخفاض أثمانها. كم أن تدعيم معايير القرض من طرف المقرضين أدت إلى تباطؤ النمو الاقتصادي وبروز إمكانية حدوث ركود اقتصادي.

إن السبب الرئيسي للعديد من البنوك التي اضطرت للغلق هو عدم سيولتها وليس بسبب عدم ملاءتها، ومن هنا جاءت نظرية (ruée bancaire) (الهجمة البنكية). هذه الأخيرة هي ظاهرة تحدث بشكل تلقائي في الأزمة، حيث يتخوف زبائن البنوك من عدم سيولتها وبالتالي يسحبون كل أموالهم بأكبر سرعة ممكنة، وبحكم عدم مقدرة البنك على مواجهة هذه الطلبات العديدة من جهة وعدم مساندة من طرف بنوك أخرى يجد نفسه بالفعل في أزمة عدم سيولة، وبالتالي يتحقق تخوف الزبائن. وأدى ذلك إلى حدوث هزة قوية للاقتصاد الأمريكي، ووصلت تبعاتها إلى اقتصاديات أوروبا وآسيا مطيحة في طريقها بعدد كبير من كبريات البنوك والمؤسسات المالية العالمية.

في السابق، كانت البنوك هي التي تقوم بعملية الإقتراض وبالتالي تتحمل الخطر وتقوم بمراقبته كما تقوم باستعادة الأموال تدريجيا. لكن، حاليا وخاصة في النموذج الأمريكي، تقوم البنوك بإنشاء القرض والخطر الناتج عنه، لكن لا تقوم بالمحافظة عليه ولا بمراقبته، بل تقوم بنقله لأطراف أخرى. وكانت نتيجة عدم مراقبة القرض هي عدم الإهتمام به.

لقد كان النموذج السابق للخطر هو نموذج "انشاء- محافظة- مراقبة" ليصبح الآن "انشاء- توريق- توزيع". وبالتالي اختفى الخطر من الأماكن التي كان متواجدا بها سابقا، فهو موزع حاليا على الفاعلين في السوق المالي الذين يشترون كل المنتوجات التي يكون مصدرها القروض تبعا لمستوى المخاطر التي هم على استعداد على تحملها.

إن التدرج في العلاقات بين البنوك يؤدي إلى إفلاس متسلسل للبنوك. وقصد توقيف هذه العملية يتم ضخ أموال تقدر بالمليارات في البنوك مما يسمح لهذه الأخيرة بالحصول على سيولة بتكلفة منخفضة جدا. مع ذلك، تجد بعض البنوك نفسها في صعوبات بسبب عدم اقتراضها للمبالغ اللازمة من طرف البنوك الأخرى بسبب أزمة الثقة المذكورة آنفا.

وفي الأخير، لاننسى الإشارة الى الدور الذي لعبته المعايير المحاسبية الجديدة، فمنذ صيف 2007 أصبحت بنوك كل العالم تسجل في كل ثلاثي انخفاضات مهمة في أصولها فيما يتعلق بقروض الرهن العقاري، خاصة ABS و CDO منها، وقدرت في خلال عام بـ 500مليار دولار، مما أدى الى انخفاض الأموال الخاصة للبنوك. حيث بدت الأمور، في

الوهلة الأولى، وكأن البنوك تمكنت من حل المشكل ببيع هذه السندات. لكن في فيفري 2008 عندما قامت البنوك بإقفال حساباتها السنوية بالقيم الحقيقية (juste valeur)، ظهرت الخسائر جلية وبناتج ضخمة جدا. واتضح الخسائر المتعلقة بأصولها مقدرة بالعديد من عشرات المليارات من الدولارات بالنسبة للمئات من البنوك. ومن هنا لما كانت مجرد أزمة بنوك أصبحت أزمة بورصة، فانهارت قيم سندات البنوك وبالتالي ظهرت خسائرها ووجدت صعوبة في الحصول على السيولة. واضطر البعض منها الى اللجوء الى سياسة رفع رأس المال أي بشكل آخر الى بيع أسهم جديدة في البورصة، وقدرت مبالغها في هذه السنة بـ300مليار دولار، وبالتالي ظهرت الخسائر مستمرة بقيمة 200مليار دولار.

أشار البروفيسور في جامعة كاليفورنيا الأمريكية الحاصل علي جائزة نوبل في الاقتصاد "دانيال ماك فادن" الي ان "المصارف والمؤسسات المالية تتحمل مسئولية مباشرة في الازمة الراهنة بسبب تقاعسها عن السلامة المصرفية وصحة المعلومات عن العملاء والمتعاملين بمستوياتهم المختلفة " ووجد ان ذلك يتعارض مع المبادئ الأولية "كفاءة الأسواق" التي تعتبر واحدة من المقولات الرئيسية للنظرية الاقتصادية للرأسمالية. ذهب في نفس الاتجاه البروفيسور "جوزيف ستيجلتز" من جامعة كولمبيا الامريكية والحائز بدوره علي جائزة نوبل في الاقتصاد والذي دعي الي "وضع نظام مالي جديد تقتصر فيه حدود المغامرة بالأموال علي الإمكانيات الفعلية المتاحة لاسواق المال مؤكدا ان ما يجري حاليا ليس ازمة للرهن العقاري فقط وانما يرتبط ايضا بالتوسع في الاقتراض بمختلف اشكاله خارج نطاق الامان والتحوط اللازم وهو ما يعكس السمات الاساسية للالزامات المالية المتتابة".¹⁶

ولم تفلح مئات مليارات الدولارات التي ضخنت في أسواق المال العالمية في وضع حد لأزمة الرهون العقارية التي ظلت تعتمل تحت السطح حتى تطورت إلى أزمة مالية عالمية. ليطال مؤسسات مالية كبرى في أوروبا وآسيا باعتباره نتيجة محتومة لارتباطها الاستثماري بالسوق المالية الأمريكية.

الأميركي لإنقاذ البنك. كما اضطر بنك ميريل لينش أحد البنوك الاستثمارية الكبرى في الولايات المتحدة يضطر لقبول عرض شراء من "بنك أوف أميركا" خشية تعرضه للإفلاس. وعملت الحكومة الأميركية على تأمين الجزء الأكبر من نشاط شركة "أي آي جي" العملاقة وأكبر شركة تأمين في العالم، وذلك بعد شرائها ديون الشركة المتعثرة بمبلغ 85 مليار دولار. وظهر انخفاض حاد في الأسواق المالية العالمية. كما اضطرت الحكومة البريطانية للتدخل لإنقاذ بنك "أتش بي أو أس" عن طريق قيام بنك لويدز بشرائه بمبلغ 12 مليار جنيه إسترليني. وفقد عشرات الآلاف من موظفي البنوك والمؤسسات المالية في أميركا وبريطانيا وظائفهم. وانهار سعر المجموعة المصرفية والتأمين البلجيكية الهولندية (فورتيس) في البورصة بسبب شكوك بشأن قدرتها على الوفاء بالتزاماتها. وتم بيع بنك واكوفيا -رابع أكبر مصرف في الولايات المتحدة- لمؤسسة سيتي غروب المصرفية الأميركية ضمن موجة الاندماجات في السوق الأميركية لمواجهة تبعات الأزمة المالية.

انعكاسات الأزمة المالية العالمية:

كانت للأزمة المالية آثارا حادة على أميركا تحديدا وباقي دول العالم، ويمكن توضيحها كمايلي:

1 الانعكاسات على مستوى الاقتصاد الكلي:

- انخفاض نشاط التجارة الدولية والصناعة: هبط الإنتاج الصناعي وتجارة البضائع هبوطا حادا في الربع الأخير من عام 2008، واستمر في الهبوط السريع في أوائل عام 2009 في الاقتصاديات المتقدمة والصاعدة على السواء، حيث تدهورت مشتريات السلع الاستثمارية والسلع الاستهلاكية المعمرة، كالسيارات والإلكترونيات، بشدة من جراء اضطراب الائتمان واستمرار تزايد القلق، وبدأت المخزونات في التراكم السريع. تشير التقديرات إلى أن إجمالي الناتج المحلي العالمي، انكمش بمعدل مثير للخوف بلغ 6.25% محسوبا على أساس سنوي-في الربع الأخير من عام 2008، وهو نقلة كبيرة من معدل النمو البالغ 4% المتحقق في العام السابق، و أنه هبط بنفس السرعة تقريبا في الربع الأول من عام 2009، كما شهدت الاقتصاديات المتقدمة هبوطا غير مسبوق بلغ معدله 7.5% في الربع الأخير من عام 2008.¹⁷ (أنظر الملحق رقم(03)).

- العمالة: تشهد منطقة اليورو والولايات المتحدة واليابان ارتفاعا في البطالة، ويقدر عدد العاطلين عن العمل في جميع بلدان منظمة التعاون والتنمية بـ 34 مليون في خريف 2008 إلى 42 مليون في عام 2010. (أنظر الملحق رقم (04)).
- مخاطر عدم الإستقرار السياسي: في ديسمبر 2008 شهدت اليونان فترة من الإضطرابات واستمرت لغاية فيفري 2009، وفي جانفي 2009 وقعت احتجاجات واشتباكات المتظاهرين مع قوات الشرطة في ايسلندا واضطرت لإجراء انتخابات مسبقة، إضافة لإحتجاجات في البلدان الآسيوية وتراجع الصادرات بشكل حاد مما تسبب في ارتفاع معدلات البطالة.
- الارتفاع المستمر في أسعار النفط.
- ارتفاع أسعار المواد الخام وتدهور القوة الشرائية للأفراد.
- تضييع العديد من مالكي المنازل العقارات وما يترتب عن ذلك من نتائج اجتماعية.
- زيادة اسعار السلع الإستهلاكية.
- انخفاض قيمة العقارات.
- الأسواق المالية.
- انخفاض النشاط الخاص بالسفر والسياحة.

2- الانعكاسات على مستوى المؤسسات:

- أجريت دراسة بفرنسا، في سنة 2009، بخصوص آثار الأزمة المالية على المؤسسة، وقد شملت 522 عينة موزعين بين موظفين وأعوان تحكم وإطارات وإطارات عليا ومسيرين، وكانت 77% من المؤسسات المعنية مشاركة في البورصة (cotées) و80% منها عبارة عن مؤسسات كبرى. وجاءت نتائج الدراسة كما يأتي:¹⁸
- 77% من العمال يرون بأن مؤسساتهم معنية بالأزمة المالية.
 - انعكست الأزمة المالية على الجانب التجاري للمؤسسات، حيث أصبحت طلبياتها أقل ونشاطها أقل، أيضا، ولم تعد النظرة الخاصة بالسوق واضحة لديهم. كما أنهم يخشون آثارا وخيمة على التوظيف سواء من جانب التوظيف الجديد أو تسريح العمال الحاليين.
 - رد الفعل الأولي لمواجهة الأزمة المتخذ من طرف هذه المؤسسات (90% من المؤسسات) تمثل في وضع خطة اقتصادية، وفي 15% من المؤسسات تم توقيف بعض المشاريع، وفي 25% منها تقرر عدم الانطلاق في مشاريع تمت برمجتها سابقا.

- على المستويات العليا المسيرة والمتخذة للقرارات، اتضح في 41% من الإجابات أن القلق يعم محيط المؤسسة، إضافة إلى أنه في 83% من الحالات هناك تراجعاً في المبادرات.
- كما تبين عودة محيط المركزية والسلطة إلى المؤسسات للتحكم في الوضع.

الإجراءات التصحيحية المتخذة وكيفية تجديد الثقة:

بعد انفجار الوضع حاولت الحكومات في أمريكا، أوروبا وآسيا خاصة معالجة الوضع من خلال ضخ الأموال، التأمين، البيع، الخصوصية وغير ذلك؛ وسنحاول هنا عرض البعض منها؛

- على مستوى أمريكا تمت عمليات التأمين وضخ الأموال، ومن الحالات البارزة، نذكر الوفاء بديون "AIG" على شكل إنقاذ مستتر الهدف مئة إنقاذ البنوك الأخرى المعرضة للانهيار، ولم يعرف ذلك إلا عندما أعلن وزير الخزانة الأمريكي آنذاك "هنري بولسون" عن ذلك الإجراء بشكل صريح بعد أن حصلت "AIG" على 85 بليون دولار قامت بتوجيه حوالي 62 بليون دولار بشكل مستتر إلى المقايضة الائتمانية الافتراضية، واستغلت الحكومة عملية إنقاذ مجموعة "AIG" " كحل لإنقاذ مجموعة بنوك وشركات أخرى وذلك لأنها اعتقدت أن هذه المجموعة كبيرة للغاية على أن تتركها تنهار معتقدة أن إنقاذها كان سينقذ مؤسسات أخرى كبيرة. وبالفعل وافق مجلس الاتحاد الفيدرالي ووزارة الخزانة الأمريكية على إعطاء "AIG" 85 بليون دولار بمعدل فائدة 8% (5% معدل فائدة زائد 3% رسوم الدفع المقدم).

- تتفق البنوك المركزية في مجموعة الاقتصاديات الرئيسية في العالم، ومنها البنك المركزي الأوروبي وبنك اليابان على ضخ 180 مليار دولار في الأسواق عن طريق زيادة مشترياتها من سندات الخزانة الأمريكية.

- توافق عشرة مصارف دولية على إنشاء صندوق للسيولة برأسمال 70 مليار دولار لمواجهة أكثر حاجاتها إلحاحاً، كما تعلن المصارف المركزية موافقتها على فتح مجالات الاقراض.

- يقرر المسؤولون عن الأسواق المالية يوم 20 سبتمبر 2008 وقف المضاربات القصيرة الأجل مؤقتاً.¹⁹

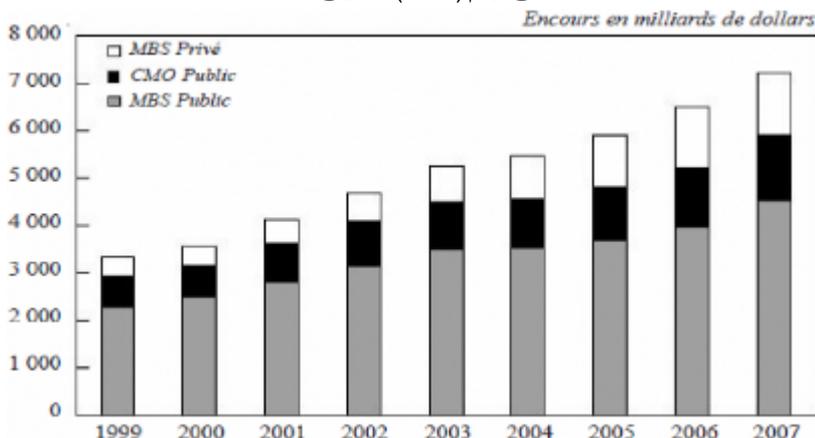
الخاتمة:

بدأت الأزمة المالية في صيف 2007 بسبب الرهن العقاري الذي لم تقابله ضمانات كافية والتي منحت للطبقة الوسطى الأمريكية في عملية شراء المنازل. ومما ساهم في توسع الأزمة هو الإقبال المفرط للمستثمرين والمؤسسات المالية على سندات الرهن العقاري طمعا في تحقيق نسب ربح مرتفعة. لكن ما حدث في الواقع أنه بسبب الأشخاص الذين قاموا بشراء العقارات لم يكونوا قادرين على التسديد من جهة وعملية التوريق من جهة، ظهرت السندات بدون قيمة، واتضح للبنوك التي ساهمت في شراء السندات بأنها لا تملك، في النهاية، شيئا.

بعد حدوث الأزمة أصبحت العلاقات بين البنوك تسودها عدم الثقة، ولاستعادتها، ينبغي الحكم الرشيد للنقدية، المزيد من الشفافية وتعديل مالي أفضل. مما لاشك فيه أن النظام الرأسمالي مبني على هذه الدورات المتكررة من الأزمات ثم الانطلاق مرة أخرى والتوسع لتعود الأزمة مرة أخرى، لذا لا بد من الاستعانة بالخبراء الماليين للنظر فيما حدث من خطأ وكيف انهار النظام المالي بهذه البساطة ولم ينتبه أحد إلى جذور هذه الأزمة؟ وكيف انهار قبل أن يستطيع أحد فهم كيفية إصلاحه؟ كما أنه يجب على الشركات التي تلقت أموال دعم من الدولة أن تدخل تحت رقابة هيئة مستقلة غير هادفة للربح، وذلك لتقييم عملها وصلابتها المالية. إضافة الى وجوب دراسة الاجراءات المطلوبة لصناعة التأمين بحيث تكون الشركه غير قادرة على بيع التأمين إلا بعد موافقة مسبقة من قبل الحكومة على السياسات المتبعة فيها. وأخيرا يجب إدراك أن بنوك الاستثمار التي أصبحت الآن شركات مصرفية- نتيجة لشرائها المصارف التجارية- لا تشكل حلا للخروج من الأزمة والدليل على ذلك أنها تلجأ الآن لمجلس الاحتياط الفيدرالي لطلب المساعدة وبعضها انهار وأعلن إفلاسه، مما يعني بشكل عام التفكير في اجراءات ذات فعالية أكبر من طرف أصحاب التخصص.

الملاحق:

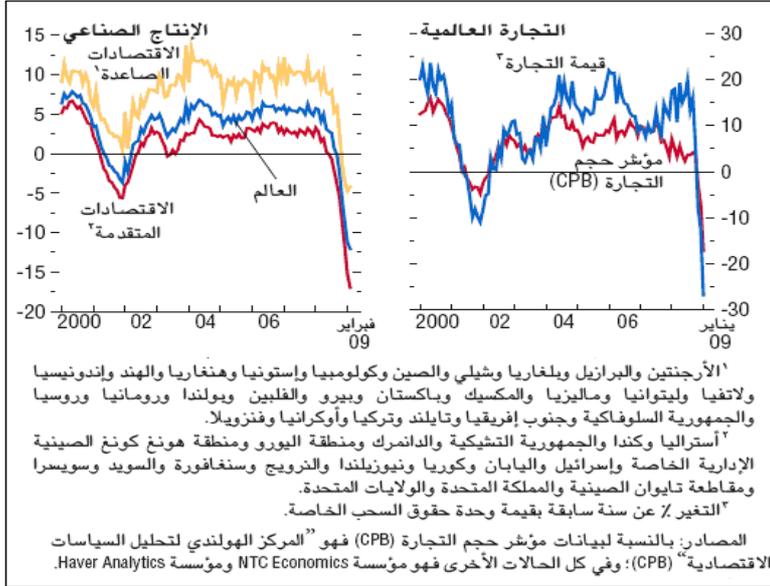
الملحق رقم (01): سوق MBS



الملحق رقم (02): نظام تقييم الوكالات

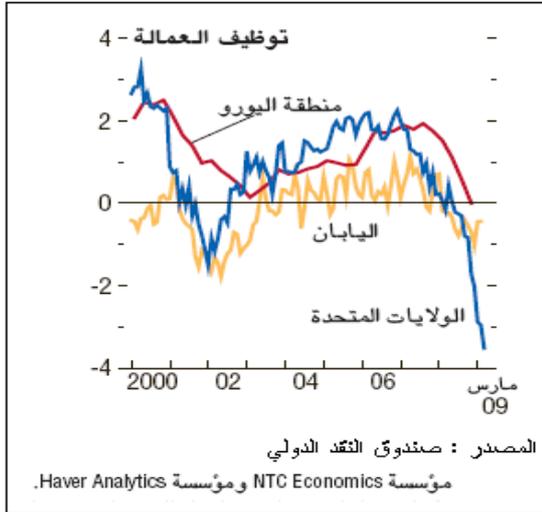
	Standard & Poor's	Moody's *	Fitch-IBCA
1	AAA	Aaa	AAA
2	AA	Aa	AA
3	A	A	A
4	BBB	Baa	BBB
5	BB	Ba	BB
6	CCC	B	B
7	CC	Caa	CCC
8	C	Ca	C
9	D	C	D
	Chaque note peut être accompagnée du signe + ou -	Chaque note peut être accompagnée des chiffres 1, 2 ou 3	Chaque note peut être accompagnée d'un signe + ou -

الملحق رقم (03): تطورات التجارة العالمية و الإنتاج الصناعي



الملحق رقم (04): تطورات معدلات التوظيف في كل من الولايات المتحدة و اليابان

ومنطقة اليورو



قائمة المراجع:

1. أحمد غنيم، صناعة قرارات الائتمان والتمويل في اطار الاستيرراتيجية الشاملة للبنك. المكتبات الكبرى. القاهرة. مصر. 2002.
2. إبراهيم عبد العزيز النجار، الأزمة المالية واصلاح النظام المالي العالمي، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2009.
3. حسن بشير محمد نور . الأزمة المالية العالمية ، تجدد مفهوم الأمن القومي. مجلة الوسط الاقتصادي ، ابريل ، 2010.
4. عبد المطلب عبد الحميد. البنوك الشاملة، عملياتها وإدارتها، الدار الجامعية، مصر، 2000.
5. منير ابراهيم هندي. ادارة البنوك التجارية: مدخل اتخاذ القرارات. المكتب العربي الحديث. مصر. 1996.
6. الطيب قصاص، نبيل عامر. الأزمة المالية الراهنة وتداعياتها على اقتصاديات الدول- مع الاشارة لاقتصاد الجزائر. ورقة مقدمة في الملتقى العلمي الدولي"الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية". سطيف. أيام 20-21 أكتوبر 2009.
7. حسين بورعدة. الأزمة المالية العالمية: الأسباب، الآثار والحلول المقترحة لمعالجتها. ورقة مقدمة في الملتقى العلمي الدولي"الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية". سطيف. أيام 20-21 أكتوبر 2009.
8. Boyer, R., Dehove, M., & Plihon, D. *Les crises financières*. Paris. 2004
9. David AUTISSIER, Faouzi BENSEBAA. Enquête Impact de la crise Financière sur la vie en entreprise Perception et comportements des salariés. Document internet. 05 mars 2009.
10. J.F. Faye, comment gérer les risques financiers. Techniques et documentation lavoisier. Paris. 1993.
11. Minsky, H. P. (1992). Financial Instability Hypothesis. *Levy Economics Institut Working Paper N° 74* , Disponible sur : <http://ideas.repec.org/p/lev/wrkpap/74.html>.
12. www. Ar.wikipedia.org.

¹ للإشارة، فإن كلمة "crédit" مشتقة من اللاتينية credere والتي تعني منح الثقة، أي أن الأمر كله مبني على عنصر الثقة.

² عبد المطلب عبد الحميد. البنوك الشاملة، عملياتها وإدارتها، الدار الجامعية، مصر، 2000. ص.103.

³ منير ابراهيم هندي. ادارة البنوك التجارية: مدخل اتخاذ القرارات. المكتب العربي الحديث. مصر. 1996. ص.10-12.

⁴ J.M. Faye, J.F. Faye, comment gérer les risques financiers. Techniques et documentation lavoisier. Paris. 1993. P. 32.

⁵ أحمد غنيم، صناعة قرارات الائتمان والتمويل في اطار الاستيرراتيجية الشاملة للبنك. المكتبات الكبرى. القاهرة. مصر. 2002. ص.72.

⁶ Special Purpose Vehicle, SPV

⁷ هناك قواعد معينة في هذا الإطار حيث نجد مثلا قرض لمدة 30 سنة تنطبق عليه قاعدة 28/2 أي سعر فائدة ثابت لمدة السنتين الأولى ومتغير لـ 28 سنة الباقية، أو 27/3 أي سعر فائدة ثابت لمدة 3 سنوات ومتغير لـ 27 سنة. فكل طريقة لها مزاياها وعيوبها.

⁸ إبراهيم عبد العزيز النجار، الأزمة المالية واصلاح النظام المالي العالمي، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2009، ص.49. أنظر الملحق رقم(01).

¹⁰ Asset backed Securities, ABS
¹¹ C DO Collateralized Debt Obligation:
¹² MBS Mortgage-Backed Securities:

¹³ أنظر الملحق رقم(02).

1. حسين بورغدة. الأزمة المالية العالمية: الأسباب، الآثار والحلول المقترحة لمعالجتها. ورقة مقدمة في الملتقى العلمي الدولي "الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية". أيام 20-21 أكتوبر 2009. سطيف.

14

¹⁵Minsky, H. P. (1992). Financial Instability Hypothesis. *Levy Economics Institut Working Paper N° 74* , Disponible sur : <http://ideas.repec.org/p/lev/wrkpap/74.html>.

¹⁶حسن بشير محمد نور . الأزمة المالية العالمية ، تجدد مفهوم الأمن القومي. مجلة الوسط الاقتصادي ، ابريل ، 2010م.

الطيب قصاص، نبيل عامر. الأزمة المالية الراهنة وتداعياتها على اقتصاديات الدول- مع الإشارة لاقتصاد الجزائر. ورقة مقدمة في الملتقى العلمي الدولي "الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية". أيام 20-21 أكتوبر 2009. سطيف.

Impact de la crise Financière sur la vie en entreprise Perception et comportements des salariés. Document internet. 05 mars 2009. ¹⁸David AUTISSIER, Faouzi BENSEBAA.

1. للمزيد من المعلومات يمكن الاطلاع على: قدي عبد المجيد، الأزمة الاقتصادية العالمية وتداعياتها العالمية، مجلة بحوث اقتصادية عربية ، العدد 46، تصدر عن الجمعية العربية للبحوث الاقتصادية ، القاهرة ، 2009 ، ص ص 15 – 16.