

الأزمات المالية العالمية سلسلة لن تتوقف: دراسة تحليلية

د. جبار محفوظ، أستاذ التعليم العالي، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة سطيف، الجزائر

د. مريم عديلة، أستاذة مكلفة بالدروس أ، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة قالمة، الجزائر

أ. عمر عبده سامية، أستاذة مكلفة بالدروس أ، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة قالمة، الجزائر.

ملخص

إن تهاوي العشرات من الشركات الضخمة والبنوك العريقة نتيجة للأزمة التي ضربت العالم في 2008/2009، لا يعني بأي حال من الأحوال أنها الأولى ولا الأخيرة في سلسلة الأزمات المالية والاقتصادية التي دأب العالم على التعايش معها لقرون من الزمن. إذ أكدت دراسة (Kindleberger, 2003) أنه خلال الأربعمئة سنة الماضية شهد العالم العشرات من الأزمات البنكية والانهيارات المالية. وعلى الرغم من تقاطع وتشابه تلك الأزمات في بعض الأعراض، فقد لوحظ التباين في الكثير منها لاختلاف الظروف في مختلف تلك الحقب. في هذا الإطار تستعرض هذه الدراسة التحليلية أهم الأزمات المالية والاقتصادية التي عاشها العالم منذ النصف الثاني من القرن التاسع عشر وحتى آخر أزمة في 2008/2009، مركزة في ذلك على الأسباب والآثار لكل منها. كما تناولت الأزمة الأخيرة بالتحليل أكثر مبينة تداعياتها على الاقتصاديات العالمية والعربية. تم بعد ذلك رصد بعض الأمثلة عن الآثار التدميرية التي خلفتها أهم تلك الأزمات.

Abstract

The collapse of huge and well established corporations and financial institutions as a result of the 2008/ 2009 crisis that hit different parts of the world, does not mean, in any way, that it is the first neither the last one of a long series of financial and economic crises that the world get used to cope with. Kinlebereger (2003) confirmed that the world has witnessed tens of financial and economic crises in the last four centries. In this context, this study emphasises some of an endless series of the financial crises that hit the world since the second half of the 19th century centering most on triggers and consequences. Thenafter, we stress the 2008/ 2009 crisis and finally we focus on some of the main crises' effects.

1- مقدمة

مخبر تطوير أسواق رؤوس الأموال الجزائرية في ظل العولمة..... LEMAC

اهتز العالم خلال سنة 2008، لاسيما في الربع الثالث منها، لأزمة مالية واقتصادية خانقة أطاحت بكبريات الشركات والبنوك في العالم. إذ انهار بنك Lehman Brothers الأمريكي واستحوذ بنك أمريكا على شركة الخدمات المالية العملاقة Merrill Lynch. كما أنفقت الحكومة الأمريكية بنك Bear Stearns والشركة العملاقة AIG المتخصصة في التأمين وكذا الشركتين Fannie and Freddie وتم تأمين العديد من الشركات والبنوك في الولايات المتحدة وبقية دول العالم وما زالت القائمة مفتوحة لعمليات التأمين أو الإفلاس أو أشكال الدعم بما في ذلك ضخ كميات هائلة من السيولة.

ونظرا لتشابك الاقتصاديات والأنظمة المالية للدول المتقدمة والدول الناشئة على وجه التحديد فقد انتقلت عدوى contagion هذه الأزمة إلى كافة المناطق في العالم تقريبا وأصابا بشظاياها معظم الدول بدرجات متفاوتة. كما أدى ارتباط أسواقها المالية إلى هبوط حاد في أسعار الأسهم في معظم بورصات العالم لعدة أشهر متتالية، الشيء الذي أوصل الكثير منها إلى حافة الانهيار.

وإذا كانت الشرارة الأولى لتلك الأزمة هي انفجار فقاعة القروض الرهنية ذات الجدارة الائتمانية المنخفضة subprime mortgages في الولايات المتحدة، فإنه سرعان ما انتشرت العدوى إلى الكثير من الشركات والمؤسسات المالية المرتبطة بشكل مباشر أو غير مباشر بقطاع البناء وإلى قطاعات واسعة في الاقتصاد الأمريكي ومنه إلى بقية الاقتصاديات في العالم. وما زاد الطين بلة هو أنه عندما تجمعت لدى البنوك والمؤسسات المتخصصة في الرهون العقارية محافظ معتبرة من تلك الرهون قامت بتوريقها securitization وتسويقها إلى بنوك ومؤسسات مالية أوروبية وآسيوية وأمريكية بطبيعة الحال، الأمر الذي عمم الكارثة عندما تدهورت أسعار تلك الأوراق الرهنية. والأمر المدهش هنا أن الأمريكيين أنفسهم يجهلون تقنيات هذه الأوراق المالية الرهنية المعقدة complex mortgage-backed securities (Morris Goldstein, 2008, p. 2)، ناهيك عن المستثمرين في بقية الدول.

وللتخفيف من حدة هذه الأزمة (ولا نقول تفاديها)، فقد حاولت الدول المتضررة، لاسيما الدول المتقدمة، إنقاذ ما يمكن إنقاذه من شركات ومؤسسات مالية التي تهاوت بفعل "أثر الدومينو" the domino effect، مؤثرة ومتأثرة ببعضها البعض. حيث عمدت تلك الدول إلى ضخ كميات هائلة من السيولة في اقتصادياتها ضمن برامج إنقاذ بمئات الملايير من الدولارات، بما في ذلك الدعم المباشر والتأمين الكلي، الأمر الذي شكك في صلاية النظام الرأسمالي الحر الذي دأب العالم الغربي على تمجيده لقرون من الزمن.

ويبقى السؤال الجوهرى المطروح، وهو نفس السؤال الذي يطرح كلما هبت على العالم رياح الأزمات المالية، هل هذه هي الأزمة الأخيرة أم أنها مجرد إحدى الحلقات من سلسلة لا تتوقف من الأزمات؟ وذلك رغم محاولة الأكاديميين وصناع القرار في الدول المتقدمة إيجاد أنظمة للتنبؤ بها ومحاولة تفاديها، لاسيما تلك الأنظمة المعروفة باسم أنظمة الإنذار المبكر Early Warning Systems. أكثر من هذا، منذ متى والعالم يعيش مثل هذه الأزمات المدمرة؟ هل كانت الأزمات السابقة شبيهة في الأسباب والآثار بالأزمة التي عاشها العالم في 2009 / 2008؟ هذا ما ستحاول هذه الدراسة التحليلية المتواضعة الخوض فيه والإجابة عليه.

2- الأزمات المالية العالمية

شهدت القرون الأخيرة مئات الأزمات المالية التي تفاوتت في الشدة وتراوحت بين الخلل المسجل في سوق العملات في دولة من الدول النامية إلى الانهيار العظيم الذي ضرب الأسواق المالية العالمية. وإن تشابهت الأسباب في بعض الحالات فقد اختلفت في أغلب الأحيان وأدت إلى تلك الانهيارات وجرت العالم إلى تلك الكوارث المالية والاقتصادية التي خلفت وراءها أضرارا بليغة دامت لعشرات السنين.

2-1- الأزمات المالية في القرن التاسع عشر وأوائل القرن العشرين

لم تخل الاقتصاديات المتطورة والنامية على حد سواء من الأزمات المالية، حيث أكد Kindleberger أن الأزمات المالية لم تتوقف في أي فترة تقريبا وحدثت بمعدل أزمة واحدة كل 10 سنوات خلال الـ 400 سنة الأخيرة (Franklin, A., 1993). إذ كانت البنوك المركزية هي المكلفة بالتصدي لتلك الأزمات، لاسيما بعد إنشاء أول بنك مركزي بالمفهوم المتعارف عليه اليوم في السويد سنة 1668. وحدثت العديد من تلك الأزمات في بريطانيا وفرنسا والسويد وألمانيا وكندا والولايات المتحدة في النصف الثاني من القرن 19 وبداية القرن 20، حيث كانت تنتقل من البلد الذي انفجرت فيه إلى بقية البلدان. من الأمثلة على ذلك تلك الأزمات البنكية التي حدثت في سبتمبر 1873، نوفمبر 1890، أكتوبر 1896، أكتوبر 1907 وأوت 1914 (1).

ولقد لوحظ في الكثير من الدراسات أن الأزمات البنكية، التي عادة ما صاحبها ذعرا بنكيا panic، قد تزامنت مع أزمات العملات أو ما يعرف بـ الأزمات التوأمة Twin crises. على العموم فقد تراوحت مددها من 2.1 سنة إلى 3.1 سنة وكلفت الدول المعنية الكثير.

جدول رقم 1: تكاليف الأزمات المالية في النصف الأخير من القرن 19 والثالث الأول من القرن 20 (21 بلدا)

1939 - 1919			1913 - 1880			الفترة
ن.خ	م.ف	ع.أ	ن.خ	م.ف	ع.أ	البيان
currency crises						أزمات العملات
11.2	1.7	18	8	3.1	9	كل الدول
7.8	1.5	13	6.8	3	2	الدول الصناعية
20	2.4	5	8.3	3.1	7	الدول الصاعدة
banking crises						الأزمات البنكية
11.1	2	17	6.8	2.3	12	كل الدول
14.6	2.3	10	6.6	2.7	3	الدول الصناعية
6.3	1.6	7	6.9	2.1	9	الدول الصاعدة
twin crises						الأزمات التوأمة
16.1	3	14	16.3	3	10	كل الدول
13.4	2.7	12	1.7	2	1	الدول الصناعية
32.3	5	2	17.9	3.1	9	الدول الصاعدة
all crises						جميع الأزمات
10	1.9	49	9.9	2.6	31	كل الدول
8.6	1.7	35	5.9	2.7	6	الدول الصناعية
13.6	2.1	14	10.8	2.6	25	الدول الصاعدة

ع.أ=عدد الأزمات، م.ف=متوسط الفترة، ن.خ=نسبة الخسارة في الإنتاج (%)

* حسب نسبة الخسارة في الإنتاج مقارنة بمتوسط الخمس سنوات السابقة للأزمة.

Source : Bordo and Eichengreen 1999 ; Bergman, Bordo and Junung, in :Franklin, Allen, 2003, p. 5.

من الجدول السابق اتضح أن أطول الأزمات هي أزمات العملات currency crises، كما هو الحال في الفترة 1880-1913، بينما جاءت الأزمات التوأمة Twin crises هي الأكثر تكلفة مقاسة بانخفاض الإنتاج أو المخرجات output لنفس الفترة. وعلى الرغم من حدوث أكثر الأزمات في الدول المتقدمة، أي عدد الأزمات أكبر، إلا أن فترات التعافي عادة ما تكون أطول في الدول الصاعدة مقارنة بالدول الصناعية.

2-2- انهيار البورصات في 1929 (2)

لقد بدأت أزمة 1929 في سبتمبر من تلك السنة واستمرت آثارها لتمتد لسنوات، مما نتج عنها ما عرف فيما بعد بفترة الكساد العظيم The great recession. إذ استمر ذلك الكساد لفترة طويلة خلال الثلاثينات من القرن الماضي، كما سنرى فيما بعد.

1-2-2- أسباب انهيار 1929

يعني الانهيار هنا الانخفاض الكبير نسبيا والمفاجئ في أسعار الأسهم المتداولة في البورصات، الأمر الذي يؤدي إلى خسائر معتبرة لمالكي الحوافز المالية وغيرها من أوجه الاستثمار. ولقد تضاربت الآراء حول الأسباب التي أدت إلى تلك الكارثة التي أثرت ليس فقط على الاقتصاد الأمريكي، وإنما على الاقتصاد العالمي برمته. على العموم يجمع الكثير من الاقتصاديين على أن الأزمة تعود إلى العديد من الأسباب أهمها:

- البيع على المكشوف. هي عملية بيع الأسهم من قبل المضاربين وهم لا يملكونها. ولقد انتشر هذا النوع من التعامل بشكل كبير وفوضوي قبل أزمة 1929، مما عمق في أسباب الأزمة.

- البيع الظاهري. هو نوع من الممارسات التي تستعمل للخداع والتحايل على المتعاملين والمستثمرين في البورصات. والبيع الظاهري أو wash sale هو عبارة عن اتفاق بين مجموعة من المتعاملين لبيع وشراء ورقة معينة فيما بينهم، أي بيعها لبعضهم البعض، لإيهام المتعاملين الآخرين أن الورقة تمتاز بحركة نشيطة.

- الشراء بغرض الاحتكار. حيث يشتري المضاربون كافة الكميات المعروضة من سهم معين بغرض الاحتكار.

- نشر الإشاعات والمعلومات الخاطئة، وذلك بغرض التأثير على الأسعار، إذ تؤدي تلك المعلومات الخاطئة إلى زيادة العرض أو الطلب على الأسهم المعنية.

- قصور التشريعات، الذي أدى إلى انتشار التصرفات غير الأخلاقية في المعاملات، الأمر الذي حتم على السلطات العمومية الأمريكية إلى إصدار سلسلة من التشريعات لحماية المستثمرين ولسد الثغرات الموجودة في المعاملات والقضاء على الممارسات غير القانونية التي كانت سائدة في التعامل قبل وأثناء أزمة 1929.

2-2-2- آثار انهيار البورصات في 1929

سجلت معظم الشركات الأمريكية المقيدة في البورصات انخفاضا كبيرا في أسعار أسهمها خلال الأشهر من سبتمبر 1929 إلى نوفمبر من نفس السنة، مما تسبب في انهارت معظم الشركات الأمريكية العملاقة. ولعل أهم ما ميز تلك الأزمة هو الثلاثاء السوداء Black Tuesday المصادف لـ 29 أكتوبر، حيث تم بيع 3260000 سهم في النصف ساعة الأولى من الجلسة، وبقي هذا الرقم قياسيا لمدة 35 سنة. كما تم بيع 16410000 سهم خلال ذلك اليوم، وهو أيضا رقم قياسي استمر لمدة 39 سنة.

من جهة أخرى فقد أقفل مؤشر دو جونز لمتوسط الصناعة DJIA في 3 سبتمبر 1929 -أي قبل الانهيار- عند 381 نقطة، وبعد شهر من ذلك انخفض بمقدار 49 نقطة حيث وصل إلى 332 نقطة. ثم انهار في يوم 3 أكتوبر لينخفض بمقدار 43 نقطة في يوم واحد. استمر هذا الانخفاض خلال السنوات الأولى من عشرية الثلاثينات ليصل إلى 41 نقطة في 8 يوليو 1932.

2-3- انهيار البورصات في 1987

على الرغم من تشابه بعض الأعراض والنتائج لهذا الانهيار مع سابقه فإن هذا الأخير قد حدث في ظروف تختلف تماما عن ظروف 1929. فالبورصات الحديثة أصبحت تستعمل وسائل متطورة في التداول مثل الحاسبات المتطورة ووسائل الاتصال الحديثة، مما أظهر أن العالم ما هو إلا قرية صغيرة. إذ يمكن لأي مستثمر من أي الجهة من الكرة الأرضية أن يتعامل مع المدخر أو المستثمر الموجود على الجهة الأخرى منها بكل سهولة. كما أن ظهور العديد من المنتجات المالية الجديدة والمنتجات المشتقة produits dérivés وأساليب التغطية الحديثة hedging قد جعل التعامل في البورصات بصفة خاصة والأسواق المالية بصفة عامة من الأمور الصعبة التي تتطلب تخصصا دقيقا، وصعب من مهام إدارات الاستثمار ومنها إدارات الحوافز المالية، لاسيما تقدير العوائد والمخاطر وأساليب التحوط منها.

2-3-1- انهيار البورصات العالمية في 19 أكتوبر 1987

اختلفت حول وقائع ذلك الانهيار، سواء من حيث الأسباب الحقيقية التي أدت إليه أو من حيث البلد الذي بدأ فيه وجر وراءه بقية الدول. ففي حين يجمع العديد من الكتاب أن الانهيار بدأ في الولايات المتحدة وامتد بعد ذلك للبورصات العالمية الأخرى، يحاول

الكثير من الكتاب الآخرين إثبات عكس ذلك لسبب بسيط هو الفارق الزمني بين آسيا وأوروبا من جهة والولايات المتحدة من جهة أخرى.

أ- الأزمة في الولايات المتحدة

سجل الميزان التجاري الأمريكي عجزا غير منتظر في 1986/87 وانطلاقا من ذلك صرح وزير الخزانة الأمريكي James Baker أن "أمريكا لن تقف مكتوفة الأيدي أمام الدول التي تحقق فائضا تجاريا معها إذا ما رفعت هذه الأخيرة أسعار الفائدة". وقد قصد بذلك اليابان وألمانيا. ومنذ ذلك التصريح (17 أكتوبر 1987) بدأت عمليات بيع الأسهم بأعداد كبيرة تتم في مختلف البورصات (P. Gobry, 1990, p. 105)، مؤدية إلى الانهيار العظيم. ففي يوم الاثنين 19 أكتوبر المعروف في الأدبيات المالية بيوم "الاثنين الأسود" black monday تدفق سيل من أوامر البيع على بورصة نيويورك، مما أحدث خلافا كبيرا بين العرض والطلب في السوق الفورية au comptant وفي سوق العقود المستقبلية à terme على حد سواء.

لقد مست وضعية عدم التوازن هذه كافة الأسهم المتداولة في البورصة وبدرجات عالية جدا، الأمر الذي سبب انهيارا حقيقيا في أسعارها. وأدى الارتفاع الكبير في عدد أوامر البيع إلى فشل المتخصصين (3) الذين يضمنون سيولة الأسهم التي يتخصصون فيها في أداء مهامهم، إذ عجزوا عن شراء كافة تلك الأسهم المعروضة لمحدودية إمكانياتهم المادية. كما أنهم أجلوا التعامل في العديد من الأسهم لمدة ساعة أو أكثر في محاولة منهم لإزالة الخلل.

جدول رقم 2: تطور أسعار الأسهم في وول ستريت أثناء انهيار 1987 (أكتوبر)

الوحدة: دولار

الأسهم	السعر 10 /16	السعر 10 /20	السعر 10 /22	السعر 10 /23
Alcoa	56	37	35.75	36.62
Allegis (ex :UAL)	93.87	70.25	72	70.75
ATT	30.12	26.75	28.75	29
Boeing	43.62	39.37	40	39.5
Chase Manhattan Bank	36.75	30	30.37	31.25
Du Pont de Nemours	98.5	80	86.37	88

مصدر تطوير أسواق رؤوس الأموال الجزائرية في ظل العولمة..... LEMAC

Eastman Kodak	89.5	49	56	54.25
Exxon	43.5	40.5	44	45
Ford	84	73	72.75	74
General Electric	50.75	45.12	47.37	46.75
General Motors	66	58.75	58	57.5
Goodyear	59.5	41.37	47.87	48.62
IBM	134.5	115	120	120
ITT	58.87	48.87	51.5	51.62
Mobil Oil	42.75	36	39.5	39.87
Pfizer	59.25	51.5	52.87	51
Schlumberger	36	34.5	33.87	34
Texaco	36.5	30.5	32	32.25
Union Carbide	27.62	20.75	21.5	21.5
USX	34	25	27.75	27.25
Westing House	60.5	47.87	50	48.75
Xerox Corp	70.12	55	55.62	55

Source : Le Monde 20, 21, 22, 23, 24 Oct. 1987.

من الجدول السابق يمكن ملاحظة الانهيار الشديد الذي هز بورصة وول ستريت يوم الاثنين الأسود الموافق ل 19 أكتوبر 87، حيث انخفضت أسعار كافة الأسهم بنسب متفاوتة ولكنها كبيرة نسبياً. هذا إذا ما قارنا تلك الأسعار بأسعار الإغلاق لليوم السابق، أي الجمعة 16 من نفس الشهر.

ب- الأزمة في بريطانيا

لقد كان أثر الصدمة على بورصة لندن كبيراً يوم الاثنين 19 أكتوبر، حيث انخفض مؤشر فاينانشل تايمز FT Index بنسبة 10.13 % مقارنة بما كان عليه يوم 15 أكتوبر، انظر الجدول 3. قدرت الخسارة الإجمالية في ذلك اليوم بـ 50 مليار جنيه إسترليني، كما استمر هذا الانخفاض يوم 20 أكتوبر حيث فقد نفس المؤشر 190 نقطة.

جدول رقم 3: تطور مؤشر فاينانشل تايمز FT أثناء انهيار 1987

التاريخ	10 /14	10 /15	10 /19	10 /21	10 /22	10 /23
قيمة المؤشر	1834.7	1812.9	1629.2	1527.3	1508.7	1396.8

ج- الأزمة في اليابان

سجلت بورصة طوكيو Kabuto-cho سادس أشد انخفاض لها منذ إنشائها، حيث فقد مؤشر Nikkei قرابة 600 نقطة في يوم 19 أكتوبر، انظر الجدول رقم 4، متأثرة كبقية البورصات العالمية بالعجز التجاري الأمريكي وتدهور قيمة الدولار وغيرها من الأسباب، كما سنرى فيما بعد. وبلغ حجم التداول في ذلك اليوم 600 مليون سهم.

جدول رقم 4: تطور مؤشر نيكاي NK لبورصة طوكيو أثناء أزمة أكتوبر 87

التاريخ	10 /16	10 /19	10 /20	10 /21	10 /22	10 /23
قيمة المؤشر	26336	25746	21910	23947	24404	23201

Source : Le Monde, op, cit.

يبدو من الجدول السابق الانخفاض الكبير الذي سجله مؤشر نيكاي يوم "الثلاثاء الأسود" بالنسبة لهذه البورصة والموافق لـ 20 أكتوبر وكذا التعثر الواسع المسجل يوم الجمعة 23 أكتوبر.

2-3-2- أسباب انهيار البورصات العالمية في أكتوبر 1987

مثلما تعددت سيناريوهات الأزمة فقد تعددت الأسباب واختلفت الآراء حول الأسباب المهمة والأسباب الأهم. على العموم نحاول أن نتعرض لأهمها فيما يلي:

- الأزمة كانت تصحيح لأوضاع غير عادية
- الانهيار انعكاس لمعلومات واردة عن الوضعية الاقتصادية للولايات المتحدة
- المتاجرة المبرمجة
- أسواق العقود والخيارات

- تأمين المحفظة

- نقص التعاون الدولي

- سيولة السوق (4)

- أسباب أخرى

والجدير بالذكر أنه على الرغم مما قيل وذكر من أسباب تحاول كلها تفسير ذلك الانهيار إلا أن كل ذلك لم يكن كافيا لشرح اللغز المحير: لماذا انهارت البورصات لهذا الحد في يوم واحد؟ في هذا السياق تساءل كبير الماليين العالميين Fama عن أسباب ذلك الانهيار واعترف أنه لا يعرف بالضبط الأسباب الحقيقية التي أدت إلى تلك الأزمة وأكد أيضا أن غيره من الاقتصاديين يجهلون ذلك (5).

2-3-3- آثار انهيار أكتوبر 1987

لقد خسرت البورصات العالمية في مجملها أكثر من 2000 مليار دولار منها 800 مليار في بورصة نيويورك لوحدها خلال أزمة أكتوبر 87 (Belletante, B., 1992, p. 209). لكن لحسن حظ الاقتصاد العالمي فإن السيناريو القاتل بأن الأزمة ستؤدي إلى انخفاض الاستهلاك لدى القطاع العائلي، مما يؤثر على مستوى الاستثمار لدى المؤسسات وصعوبة تمويلها لضعف الادخار ثم انتشار البطالة والكساد بصفة عامة، لم يتحقق واستطاعت الأسواق المالية العالمية استرجاع مستوى الأسعار فيها خلال أشهر فقط من ذلك الانهيار. لحسن الحظ أيضا أن الاقتصاد العالمي لم يشهد إجراءات وقائية وحواجز مثل تلك التي شهدتها خلال وبعد أزمة 1929 وأدت إلى الكساد العظيم.

نخلص في الأخير أن الآثار السلبية لانهيار أكتوبر 87 —ولحسن حظ الاقتصاد العالمي أيضا— لم تستمر لمدة طويلة. ومع ذلك يجب على السلطات المالية اتخاذ القرارات المناسبة لحماية الادخار الوطني من مثل تلك الأزمات بمراقبة مختلف البورصات والأسواق المالية الأخرى. فضرورة التعامل بشفافية أكثر وفعالية أحسن وحماية أفضل هي الدوافع الأساسية لإرجاع الثقة في السوق المالية، كعصب من أعصاب تمويل الاقتصاد الوطني وتوجيه الادخار للمشاريع الأكثر فعالية ومردودية.

من الأمثلة على تلك الإجراءات وضع حدود لتذبذب الأسعار، أي الحدود السعرية، بحيث إذا تجاوزت تلك الحدود يتوقف التعامل، البيع على المكشوف *vente à découvert* والمتاجرة المبرمجة وغيرها من أساليب التداول الحديثة. كما أن تدعيم التنسيق فيما بين الأسواق وجعلها متكامل في إتمام العمليات المالية المختلفة، يقلل كثيرا من المضاربة المشبوهة ويحدد أكثر هدف كل سوق ودورها في التعامل.

يبقى أن نشير إلى أن انهيار أكتوبر 87 أثار عدة تحفظات فيما يتعلق ببعض جوانب النظرية المالية، كمفهوم كفاءة السوق *efficient market hypothesis* ومدى صمود تلك الفرضية خلال التقلبات الشديدة في أسعار الأسهم. كما أثار تساؤلات عديدة حول ثقة المساهمين في المؤسسات التي تم خوصصتها حديثا، خاصة وأن عملية الخوصصة الشركات العمومية *privatization* هي الأساس الذي تقوم عليه برامج الإصلاح الاقتصادي وتنشيط الأسواق المالية لعشرات الدول من مختلف القارات.

2-4- أزمة البورصات العالمية سنة 1989

تعتبر هذه الأزمة بمثابة الانهيار الصغير *mini-crash* الذي تعرضت له بورصة وول ستريت *Wall Street* وتبعته فيما بعد بقية البورصات العالمية. كان ذلك يوم الجمعة 13 أكتوبر 89، حيث فقد مؤشر دو جونز 109 نقاط، أي انخفاض بنسبة 7 %، مسجلا بذلك أكبر هبوط له منذ انهيار 1987 (ض.م. الموسوي 1990، ص. 100).

ويبدو أن الأوساط المالية من مسئولين ومستثمرين قد استفادوا آنذاك من انهيار 87. إذ على الرغم من أن حملة الأسهم "الصغار" تدفقوا على البورصات لبيع ما لديهم من أسهم، فإن المؤسسات الاستثمارية المتخصصة – وهي التي تتوفر على العدد الأكبر من الأسهم المتداولة – قد امتنعت عن بيع ما بحوزتها من أسهم. كما وفرت البنوك المركزية في الدول الغربية السيولة الضرورية للأسواق بالتنسيق فيما بينها وسهلت عملية الإقراض لصانعي السوق *market makers* لحملهم على شراء الأسهم التي لم تلق طلبا عليها. بذلك أزيل الخلل نسبيا بين العرض والطلب وجعل الانهيار في حده الأدنى. بالإضافة إلى ذلك أعطت السلطات المالية تعليمات لبيوت السمسرة لشراء الأسهم من البورصة للتخفيف من ضغوط أوامر البيع المتدفقة (6).

2-5- الأزمة الآسيوية 1997/98

انطلقت الشرارة الأولى لأزمة جنوب شرق آسيا يوم 2 جويلية 1997 على إثر قيام تايلاند بتخفيض قيمة عملتها البهت *Baht* ثم تبعته كل من ماليزيا وإندونيسيا في الأسابيع

المالية حيث قامت بتخفيض عمليتهما أيضا. من ناحية ثانية تهاوت مؤشرات الأسهم في الأسواق المالية لتلك الدول بمجرد هروب الأموال الأجنبية المستثمرة هناك، الأمر الذي أدى إلى زعزعة ثقة المستثمرين، ارتفاع أسعار الفائدة، تناقص الإنفاق الحكومي وكذا قلة الاستهلاك والاستثمار وبالتالي دخول المنطقة في ركود اقتصادي لم تعهده منذ عقود.

ولقد اعتبر (Nunnenkamp, 1998, p. 29) أن جنوب شرق آسيا هي الضحية الأولى للعولمة، على اعتبار أنه قبل هذه الأزمة كان النموذج الآسيوي يحتذى به إلى درجة أن النصيحة قدمت من طرف المؤسسات النقدية الدولية لدول أمريكا اللاتينية بغرض اتباع هذا النموذج.

2-5-1- أسباب الأزمة الآسيوية

تعددت الأسباب التي أدت إلى الأزمة الآسيوية وتمحورت في معظمها حول هشاشة النظام المالي ونقاط ضعفه في الدول التي تضررت، لاسيما اندونيسيا، تايلاند وكوريا الجنوبية. على العموم تمثلت الأسباب الأساسية في (Timothy, L., 1999, p. 28 ; and Aghevli, B.B., 1999, p. 44):

- التوسع في الإقراض، خاصة الإقراض قصير الأجل، دون تغطية،
- الارتفاع غير المبرر لأسعار الأسهم والعقارات،
- نقص وضعف الإشراف والرقابة الحكومية على الأسواق المالية والبنوك،
- الاستجابة المبالغ فيها over-reaction من طرف الأسواق المالية،
- هروب الأموال الأجنبية
- تثبيت أسعار صرف العملات المحلية وربطها بالدولار
- نقص المعلومات وضعف الشفافية.

2-5-2- تداعيات الأزمة الآسيوية والدروس المستخلصة منها

لقد كان للأزمة الآسيوية 1997/ 98 آثارا بالغة على الدول المعنية وعلى المنطقة برمتها. على العموم سجلت الانعكاسات التالية:

- زعزعة الثقة في اقتصاديات كانت قبل 1997 تعتبر بمثابة النموذج الآسيوية،
 - انسحاب رؤوس الأموال الأجنبية
 - فرض رقابة غير معهودة على نظامها المصرفي
 - انتشار ظاهرة العدوى
 - تفاقم العجز في الميزان التجاري وميزان المدفوعات فيها،
 - إفلاس العديد من البنوك والشركات
 - تضرر الدول المجاورة مثل الصين واليابان وغيرهما،
 - تراجع قيمة العملات الآسيوية،
 - تراجع الاستثمار الأجنبي المباشر FDI في المنطقة
- خلاصة القول لقد كانت الأزمة الآسيوية بمثابة الدرس القاسي، ليس فقط بالنسبة للدول الآسيوية، التي كانت كما يقال ضحية نجاحها victims of their own success، وإنما بالنسبة أيضا لبقية الدول التي وسعت الائتمان في اقتصادها دون وسائل تحوط متينة.

2-6- الأزمة المالية العالمية سنة 2008

شكلت الأزمة المالية العالمية الحدث الأبرز الذي ميز الأشهر الأخيرة من سنة 2008، حيث ظهرت مصطلحات عديدة سيطرت على التحاليل الاقتصادية والمالية للخبراء. زادت هذه الأخيرة من انتشار حالات الذعر وتنامي القلق لدى المسؤولين الرسميين، والقائمين على المؤسسات المالية والبورصات وأصحاب الودائع والبنوك وغيرها من المتعاملين.

تعود هذه الأزمة المالية إلى التداعيات الناجمة عن أزمة الرهن العقاري التي ظهرت في 2007 بسبب توقف ملايين المقترضين في الولايات المتحدة عن تسديد ديونهم للبنوك. أدى ذلك إلى حدوث هزة قوية للاقتصاد الأمريكي، ووصلت تبعاتها إلى اقتصاديات أوروبا وآسيا مطيحة في طريقها بعدد كبير من كبريات البنوك والمؤسسات المالية العالمية. ولم تفلح مئات المليارات من الدولارات التي ضخمت في أسواق المال العالمية في وضع حد لأزمة الرهن العقاري التي ظلت تتزايد وتتفاقم حتى

تطورت إلى أزمة مالية عالمية. وفي هذا الإطار أكد العديد من الاقتصاديين والباحثين أن أزمة 2008 هي الأسوأ منذ أزمة الكساد العظيم في ثلاثينات القرن الماضي، وهي تختلف عن أزمات الأسواق الناشئة التي اجتاحت المكسيك وتايلاند وكوريا واندونيسيا وروسيا والبرازيل والأرجنتين في الفترة 1994-2001.

2-6-1- الوضع العالمي قبل الأزمة

استجابة للصدمات المتتالية خلال الفترة من 1998 إلى 2003، ولتجنب الركود الاقتصادي، لجأت البنوك المركزية في جميع أنحاء العالم إلى تخفيض أسعار الفائدة. وبذلك لم تعد مشكلة السيولة مطروحة نتيجة لتنامي أنشطة المؤسسات المالية وظهور حالة الثراء العام (ارتفاع أسعار النفط، ارتفاع أسعار المواد الخام، الاحتياطات الأجنبية في الصين وغيرها من الدول الناشئة والنامية). هذا الارتفاع في السيولة إضافة إلى توقع تراجع معدلات التضخم دفع البنوك المركزية بعد ذلك إلى رفع أسعار الفائدة (ابتداء من إنجلترا سنة 2003، ثم الـو.م.أ سنة 2004 وأخيرا أوربا في 2005 وتبعتها دول أخرى).

وعلى عكس ما كان متوقعا، لم يؤد ارتفاع أسعار الفائدة إلى الحد من سيولة أسواق السندات، وظلت هذه الأخيرة مستقرة، وبذلك قلل مخزون السيولة من كفاءة أداء أسعار الفائدة. وسمح الاستقرار في عائدات السندات بتمويل عمليات جديدة كالرهن العقاري والقروض الاستهلاكية للأسر، وتمويل شراء الشركات من قبل صناديق الاستثمار وتمويل صناديق التحوط.. الخ. في النهاية، سعى الكثير من المستثمرين إلى تحقيق عوائد أعلى عن طريق الإقبال على تمويل مشاريع أكثر خطورة مثل الرهن العقاري (Zouari & Hammami, 2008).

كما شهدت الأسواق العالمية منذ 2004 وإلى النصف الأول من 2008 ارتفاعا مستمرا ومنتزعا في أسعار المواد الأولية وبعض المواد الفلاحية، مما أدى إلى ارتفاع احتياطات الصرف التي وصلت إلى مستويات أعلى بدول الجنوب المصدرة لمواد الطاقة والمنتجات الفلاحية. وسارعت العديد من هذه الدول، وعلى رأسها الصين إلى وضع أموالها بالبنوك الأمريكية وشراء سندات الخزينة الأمريكية واتجهت دول أخرى نحو السداد قبل الأجل لديونها الخارجية (مثل الجزائر). في حين اختارت بعض الدول (دول الخليج بالأساس) إنشاء ما يسمى بـ"الصناديق السيادية" Les fonds souverains

لشراء الشركات المفلسة بالدول المصنعة، ولجأت دول أخرى إلى استعمال فوائضها في اقتناء الأسلحة وغيرها من الأغراض.

وتميزت نفس المرحلة أيضا بارتفاع متزايد للديون الداخلية التي بلغت ثلاث مرات الديون الخارجية في 2006 على المستوى العالمي، مما أدى إلى ثقل سدادها (الديون وخدماتها)، فباتت الدول النامية والناشئة تسدد سنويا 800 مليار دولار في إطار خدمات الديون العمومية الخارجية والداخلية. كما ارتفعت ديون الشركات الخاصة والتي ستتحول لا محالة إلى ديون عمومية جراء الأزمة.

من حيث السياسات المنتهجة فقد استمرت معظم الدول في سياسات التحرير الاقتصادي والمالي وفتح الأسواق أمام السلع ورؤوس الأموال الأجنبية، إلغاء الحواجز الجمركية، الخصخصة وتحرير جميع مجالات الحياة الاقتصادية، إلغاء مراقبة الصرف، وغيرها من السياسات والتوصيات الممثلة من قبل المؤسسات المالية والتجارية الدولية (صندوق النقد الدولي، البنك العالمي والمنظمة العالمية للتجارة)، والتي لم تؤد إلا إلى مزيد من التفقير والتهميش والتفاوت الاجتماعي الذي بلغ أقصى حدوده (الرحماني، 2008).

2-6-2- نشأة الأزمة المالية العالمية 2008

شهدت الولايات المتحدة وما زالت تشهد أزمة مالية عنيفة انتقلت عدواها إلى الأسواق المالية في مختلف أنحاء العالم وبات علاجها من الأمور الصعبة جدا. ولم تعد الأزمة الأميركية جزئية تقتصر على العقارات بل أصبحت شاملة تؤثر مباشرة على الاستهلاك الفردي الذي يشكل ثلاثة أرباع الاقتصاد الأميركي وهو بالتالي الأساس الذي ترتكز عليه حسابات معدلات النمو. ولا تأتي الأزمات المالية من فراغ بل تتفاعل مع الوضع الاقتصادي الكلي الذي يعاني في الولايات المتحدة من مشاكل عويصة في مقدمتها عجز الميزانية واختلال الميزان التجاري وتفاقم المديونية الخاصة والعامة إضافة إلى الارتفاع المستمر لمؤشرات البطالة والتضخم وغيره من المشاكل.

وما أن انفجرت فقاعة الإنترنت في عام 2000 حتى ظهرت فقاعة أخرى ترتبط بالقطاع العقاري. ومنذ ذلك العام أخذت قيم العقارات وبالتالي أسهم الشركات العقارية المسجلة بالبورصة بالارتفاع بصورة مستمرة في جميع أنحاء العالم خاصة في الولايات المتحدة، حتى بات شراء العقار أفضل أنواع الاستثمار في حين أن الأنشطة الأخرى بما فيها التكنولوجيا الحديثة معرضة للخسارة.

كان موضوع الرهن العقاري هو السبب الرئيسي والشرارة الأولى لأزمة النظام المالي العالمي، كما سبقت الإشارة إلى ذلك، وظهرت أزمة الرهن العقاري بشكل مفاجئ نتيجة تهاافت البنوك الأمريكية على منح قروض عالية المخاطر، وأقبل الأميركيون أفراداً وشركات على شراء العقارات بهدف السكن أو الاستثمار الطويل الأجل أو المضاربة. واتسعت التسهيلات الائتمانية إلى درجة أن المصارف منحت قروضاً حتى للأفراد غير القادرين على سداد ديونهم بسبب دخولهم الضعيفة. وبدأت الأزمة تكبر كالفقاعة لتهدد قطاع العقارات في الولايات المتحدة ثم البنوك وشركات الاستثمار والأسواق المالية العالمية وتشكل تهديداً للاقتصاد المالي العالمي.

تتمثل صيغة الرهن العقاري في أن يتم التعاقد بين 3 أطراف: مالك العقار، ومشتري وممول (بنك أو شركة تمويل عقاري)، على أن يقوم المالك ببيع العقار للمشتري بمبلغ معين ويدفع المشتري جزءاً من الثمن (10% مثلاً)، ويقوم الممول في ذات العقد بدفع باقي الثمن للبائع مباشرة واعتباره قرضاً في ذمة المشتري مقابل رهن العقار الممول، ويسدد القرض على أقساط طويلة الأجل ما بين 15-30 سنة بفائدة تبدأ عادة بسيطة في العامين الأولين ثم تتزايد بعد ذلك، ويسجل العقار باسم المشتري ويصبح مالكا له، يحق له التصرف فيه بالبيع أو الرهن (عبد الحليم غربي، 2008).

وفي سبتمبر 2008 انفجرت الأزمة المالية العالمية، والتي اعتبرت الأسوأ من نوعها منذ ثمانية عقود، حيث انطلقت في الوم.أ ثم امتدت إلى دول العالم لتشمل الدول الأوروبية والآسيوية وحتى الدول النامية التي يرتبط اقتصادها مباشرة بالاقتصاد الأمريكي. وقد وصل عدد البنوك الأمريكية التي انهارت خلال العام 2008 إلى 19 بنكاً، كما توقع آنذاك المزيد من الانهيارات الجديدة بين البنوك الأمريكية البالغ عددها 8400 بنكاً.

وبعد أن ارتفعت أسعار العقارات المرهونة وأصبحت منازل محدودي الدخل بمبالغ تفوق قيمة الشراء الحقيقية بدأ محدودو الدخل بأخذ قروض أخرى من البنوك بضمان منازلهم التي لم تسدد بالأساس وكان الاعتماد بصرف هذه القروض على فرق السعر بين المطلوب والقيمة في السوق (هيثم فارس، 2008). كما زاد من هذه المشكلة محاولات التحايل على إجراءات الرقابة المصرفية المعتادة وذلك بالتخلص من هذه القروض المشكوك في تحصيلها من خلال تسويقها إلى عدد كبير من المؤسسات المالية في شكل سندات ومنتجات مالية معقدة تمثلت أساساً في سندات الدين الرهنية

Collateralized Debt Obligations, CDOs. ولجأ بعض المستثمرين العالميين إلى تأمين هذه السندات لدى شركات التأمين التي وجدت في أزمة الرهن العقاري فرصة للربح، وذلك بضمان المنازل. وقامت وكالات التصنيف الائتماني بتصنيف هذه السندات إلى فئات حسب قابليتها للسداد، وارتكبت أخطاء جسيمة في عمليات تصنيفها، الأمر الذي ضلل المستثمرين (Eichengreen, 2008, pp. 11-14).

ومع الارتفاع المفاجئ لنسب الفوائد في الأسواق المصرفية الأمريكية، وبعد أن بدأت سلبيات عقود الرهن تظهر على السطح، وجد عدد كبير من الأمريكيين أنفسهم عاجزين عن تسديد أقساط القروض، وازداد عددهم مع مرور الأشهر ليخلق جوا من الذعر والهلع في أسواق المال وفي أوساط المستثمرين في قطاع العقار.

وقد تضررت البنوك المختصة في القروض العالية المخاطر أكثر من غيرها، كما أثر ارتفاع نسب الفوائد تأثيرا بالغا المقترضين ذوي الدخول المتواضعة. وبمجرد ظهور الاضطرابات الأولى، سارعت البنوك إلى مصادرة سكنات العاجزين عن تسديد القروض وبيعها على خلفية أزمة مفاجئة وحادة لقطاع العقار نتيجة تراجع الأسعار بنسب كبيرة. أثر ذلك بدوره على أصحاب السندات الذين طالبوا بحقوقهم عند شركات التأمين فأعلنت أكبر شركة تأمين في العالم AIG عدم قدرتها على الوفاء بالتزاماتها تجاه 64 مليون عميل تقريبا مما دفع بالحكومة الأمريكية إلى منحها مساعدة بقيمة 85 مليار مقابل امتلاك 79.9% من رأسمالها، (موسوعة ويكيبيديا).

وبذلك أصبحت مشكلة هذه القروض تمس الأوضاع المالية لكثير من المؤسسات الأمريكية وغيرها في الكثير من دول العالم. وقد شهدنا مع بداية 2008 الآثار الأولية للأزمة ممثلة في الخسائر الكبيرة التي تكبدتها كبرى المؤسسات المصرفية مثل مجموعة Citi Bank و Merrill Lynch وغيرهما. كذلك وصلت تداعيات هذه الأزمة إلى أوروبا وبريطانيا على إثر تعرض مصرف Northern Rock البريطاني إلى مشكلة كبيرة الأمر الذي اضطر السلطات البريطانية إلى التدخل لإنقاذه من خلال التأمين والتملك.

تفاقت بعدها الأزمة ولم تستطع مؤسسات مالية كثيرة الصمود حيث انهار بنك Bear Stearns الأمريكي، مما دفع السلطات الأمريكية إلى اللجوء لمؤسسة استثمارية أخرى هي J.P. Morgan لإنقاذه. واستمر هذا المسلسل من التعثر ليطال

مؤسسات مالية كبيرة الواحدة تلو الأخرى بدءاً بأكبر مؤسسة أمريكية متخصصة في تمويل الإسكان F.M.F.M. مروراً بإفلاس Lehman Brothers.

على إثر هذه الانهيارات المتتالية ساد كثير من الذعر والهلع في الأوساط المالية، لاسيما المستثمرين في أمريكا وأوروبا وآسيا، الأمر الذي دفع غالبيتهم إلى بيع أسهمهم فيما تبقى من مؤسسات، وبغض النظر فيما إذا كانت هذه المؤسسات تعاني من مشاكل أم لا. وقد تعرض نتيجة لهذا الهلع أسهم ما تبقى من المصارف الأمريكية الكبيرة مثل Morgan Stanley و Goldman Sachs إلى ضغوط كبيرة كادت أن تؤدي بهم إلى نفس المصير، أي الانهيار (جاسم المناعي، 21/09/2008).

وكنتيمة حتمية للخسائر المالية التي تكبدتها المؤسسات المالية سجل نقص فادح في رؤوس الأموال، الشيء الذي صعب عليها مزاوله أنشطتها التمويلية المعتادة، وانعكس في شكل انكماش أعمال المؤسسات. هذا بالإضافة إلى تخوف هذه المؤسسات من التعامل مع مؤسسات وبنوك أخرى قد تكون متورطة في هذه الأزمة بشكل قد لا يسمح باسترجاع تمويلاتها وقروضها. ومن هنا نشأت مشكلة نقص السيولة. كما أدى ذلك إلى ارتفاع تكاليف التمويل والحصول على رؤوس الأموال المطلوبة. وسواء تعلق الأمر بمشكلة الرهن العقاري التي تعتبر بداية هذه الأزمة أو ما ترتب عليها فيما بعد من أزمة سيولة فكل هذه الجوانب لا زالت تمثل أزمة أو خلل في النظام المالي والمصرفي.

ولمواجهة تداعيات مسلسل الأزمة المالية منذ نشوب أزمة القروض عالية المخاطر، وجدت المصارف المركزية في الولايات المتحدة وأوروبا وآسيا نفسها مضطرة للتحرك، ولم يبق لها سوى الخيار بين تغيير نسب الفوائد أو ضخ أموال في البنوك المتضررة. وقد عمد الاحتياطي الفدرالي الأمريكي إلى نهج الخيار الأول، حيث بادر في العديد من المرات إلى خفض نسبة الفائدة التي تراجعت من 5.25% في يونيو 2006 إلى 2% في أبريل 2008. ولم تكتف الحكومة الأمريكية بهذا الإجراء، بل اختارت الذهاب بعيداً في سعيها إلى تفادي تفشي الأزمة، حيث قررت تأمين ثلاثة بنوك كبيرة (هيثم فارس، 2008).

ويبرز الجدول الموالي أهم المراحل التي مرت بها هذه الأزمة، وكيف تطورت من أزمة رهن عقاري لأزمة كبرى انتقلت عداها إلى بقية دول العالم الأخرى كما سبقت الإشارة إلى ذلك.

جدول رقم 5: المراحل الكبرى في الأزمة المالية العالمية 2007-2009

التاريخ	الحدث
فيفري 2007	الولايات المتحدة تشهد ارتفاعا كبيرا في عدم قدرة المقترضين على دفع مستحقات قروض الرهن العقاري، مما أدى إلى أولى عمليات إفلاس مؤسسات مصرفية متخصصة.
2008/09/07	وضعت وزارة الخزانة الأمريكية المجموعتين العملاقتين في مجال تسليفات الرهن العقاري: جمعية "فاني ماي" Fannie Mae المختصة بتمويل الإسكان وشركة "فريدي ماك" Freddie Mac المختصة بتوفير السيولة للهيئات الممولة للمساكن تحت الوصاية الحكومية.
2008/09/15	أعلن عن إفلاس بنك الأعمال Lehman Brothers رابع أكبر بنك في العالم، و اشترى Bank of America مؤسسة Merrill Lynch عملاق السمسرة بمساعدة السلطات الأمريكية.
2008/09/16	تأميم شركة التأمين العملاقة AIG التي تحتل المرتبة الأولى عالميا في مجال التأمين.
2008/09/18	السلطات الأمريكية تعلن إعدادها لخطة بقيمة 850 مليار دولار لإنقاذ البنوك.
2008/10/01	مجلس الشيوخ الأمريكي يقر خطة الإنقاذ المالي المعدلة.
2009/01/05	الاحتياطي الفدرالي مطلق مخططا لدعم القطاع العقاري وشراء الرهون المتعثرة بغرض بعث نشاط الاستدانة من جديد والمتعلق بالبيوت.
2009/01/18	الدانمرك يعلن من مخطط لإنقاذ البنوك بـ 13.4 مليار يورو
2009/02/08	النرويج يعلن من مخطط لإنقاذ الشركات بـ 11.4 مليار يورو
2009/03/03	الشركة AIG تعلن عن تسجيل أكبر خسارة في تاريخ الو.أ بـ 99.3 مليار دولار والخزينة تضخ فيها 30 مليار دولار وتعلن إعادة هيكلتها.
2009/04/30	صندوق النقد الدولي يعلن عن انخفاض قيمة أصول البنوك الأوروبية (عدى بريطانيا) بـ 1100 مليار دولار متجاوزة مثيلاتها الأمريكية (1050 مليار).
2009/06/03	حسب Eurostat انخفض الناتج المحلي الإجمالي لمنطقة اليورو بـ 4.8 % في الربع الأول من 2009 مقارنة بالربع الأول 2008.

Source : Moussy, J.P., Chronologie de la Crise Financière 2009 (2), available at : <http://www.clesdusocial.com/telechargement/crisefinanciere-chrono2-2009/pdf>

وكما سبق وأن أشرنا، قامت المؤسسات المالية الكبرى ببيع تلك القروض إلى شركات التوريق التي أصدرت بموجبها سندات دين securitisation، وطرحتها في

مخبر تطوير أسواق رؤوس الأموال الجزائرية في ظل العولمة..... LEMAC

أسواق المال والبورصات للتداول، أي أعادت إقراض ما حصلته في تمويل عقاري جديد مرات متتالية (الجزيرة-نت)، أي:

- فبعد تشبع السوق العقارية وضعف الطلب على العقارات انخفضت أسعار المنازل، وفي ظل ارتفاع سعر الفائدة وعدم قدرة أصحابها على إعادة بيعها أو رهنها والحصول على قروض جديدة، توقفوا عن سداد أقساط القروض العقارية وفوائدها، وهنا بدأت أسعار السندات في الانخفاض واتجه حملتها إلى بيعها بخسارة.

- ظهرت ملامح الأزمة بوضوح في منتصف 2007، وذلك مع تزايد حالات توقف المقترضين عن الدفع وزيادة عدد المنازل المعروضة للبيع، وبروز ظاهرة استيلاء المقرضين على العقارات وكثرة المنازعات بين المقرضين والبنوك.

- عجزت بعض البنوك عن مواجهة عمليات سحب الأموال وتمويل المؤسسات والأفراد فأعلنت إفلاسها، وفي المقابل انخفضت أسهمها وأسهم شركات الاستثمار العقاري فأدى ذلك إلى انهيار الأسواق المالية وهدد بحدوث كساد اقتصادي.

- أدى ارتباط عدد كبير من المؤسسات المالية في أوروبا وآسيا بالسوق المالية الأمريكية إلى انتقال أزمة الرهن العقاري من الولايات المتحدة إلى القارتين الآسيوية والأوروبية، لتتطور إلى أزمة أكبر باتت تعرف بالأزمة المالية العالمية.

وهكذا فقد ترتب على الرهن العقاري كميات هائلة من الديون مرتبطة بعضها ببعض، حيث أدى الخلل في إحدى حلقات تلك الديون المركبة، أي توقف المقرضين في سوق التمويل العقاري عن سداد القروض، إلى انهيار النظام المالي بكامله وحدثت الأزمة التي ما زالت تداعياتها مستمرة إلى الآن.

2-6-3- أسباب الأزمة المالية العالمية 2008

بدأت الأزمة المالية، كما سبق وأن أشرنا، نتيجة لارتفاع مغال فيه في أسعار العقارات بما لا يتناسب مع العرض والطلب الحقيقيين في أمريكا نتيجة سهولة الحصول على القروض، وعندما عجز المقرضون عن سداد الدين صادرت البنوك foreclosure المنازل محل النزاع ولم تجد من يشتريها. وتفاقت المشكلة مع عجز الشركات عن تسويق وإعادة بيع هذه العقارات نتيجة لارتفاع أسعارها بشكل كبير، وكذلك إلى تراجع القدرة الشرائية لمشتري العقارات من ناحية أخرى، ما أدى إلى انتقال العدوى إلى سائر المؤسسات المثيلة، على اعتبار أنها تتوفر على محافظ مشابهة

واتخذت نفس الاستراتيجيات. إنه كان من الطبيعي أن يتأثر السوق الأمريكي بشدة في هذه الحالة، ولكن نتيجة للأوراق المالية التي باعتها البنوك إلى مؤسسات أخرى أو ما يسمى توريق الديون وهي الديون المدعومة بالرهون العقارية mortgage backed securities، والتي بدأت تتحول إلى الرهون عالية المخاطر، مما جعل المستثمرين في جميع أنحاء العالم أكثر حذرا في استخدام هذه الأوراق ولم يعد هناك مشتررون لها، وقد أدى ذلك إلى شبه تجميد في توافر الائتمان في جميع أنحاء العالم. ويمكن تحديد تلك الأسباب فيما يلي (عبد الرحمن اليوسف نورة، 2008):

أ- أن الأزمة المالية بدأت نتيجة توفر ما يعرف بالأموال الرخيصة (انخفاض سعر الفائدة الذي وصل إلى 1% في عام 2003)، مما رفع الطلب على القروض وخاصة القروض العقارية، ومع سهولة وتيسير هذه القروض تزايد الطلب عليها وأدى إلى رفع سعر العقار في الولايات المتحدة. هذه الفقاعة في قطاع العقار الأمريكي أغرت البنوك الكبرى وصناديق الاستثمار على الدخول في سوق القروض العقارية الأمريكي، مما أدى إلى نشر مخاطرها على نطاق أوسع.

ب- الرهون العقارية الأقل جودة subprime، وهذا يأتي من أن المواطن الأمريكي يشتري عقاره بالدين من البنك مقابل رهن هذا العقار، حين يرتفع ثمن العقار المرهون يحاول صاحب العقار ونتيجة لسهولة الحصول على قرض جديد، وذلك مقابل رهن جديد من الدرجة الثانية، ومن هنا تسمى الرهون الأقل جودة، لأنها رهونات من الدرجة الثانية، أي أنها أكثر خطورة في حال انخفاض ثمن العقار، وتوسعت البنوك في هذا النوع من القروض الأقل جودة مما رفع درجة المخاطرة في تحصيلها.

ج- الزيادة الهائلة في توريق الديون العقارية Securitization، وهو ما قام به المهندسون الماليون في الولايات المتحدة حيث تم تحويل تلك القروض إلى أوراق مالية معقدة (توريق الديون) يمكن عن طريقها توليد موجات متتالية من الأصول المالية بناء على أصل واحد.

لم تكف البنوك بالتوسع في القروض الأقل جودة، بل استخدمت (المشتقات المالية) لتوليد مصادر جديدة للتمويل، وبالتالي للتوسع في الإقراض.. وذلك عندما تجمع لدى البنك محفظة كبيرة من الرهونات العقارية، فإنه لجأ إلى استخدام هذه (المحفظة من الرهونات العقارية) لإصدار أوراق مالية جديدة يقترض بها من المؤسسات المالية الأخرى بضمن هذه المحفظة، وهو ما يطلق عليه التوريق، فكان البنك لم يكف

بالإقراض الأولي بضمان هذه العقارات بل استخدم هذه القروض كرهن على قروض أخرى.

د- نقص أو انعدام الرقابة أو الإشراف الكافي على المؤسسات المالية الوسيطة والهيئات المالية التي تصدر شهادات الجدارة الائتمانية rating agencies. كما أغرت الفقاعة الأخيرة في قطاع العقار الأمريكي البنوك الكبرى وصناديق الاستثمار من دول أخرى على الدخول في سوق القروض العقارية الأمريكي، ما أدى إلى نشر مخاطرها على نطاق أوسع.

هـ- التوسع والإفراط في تطبيق نظام بطاقات الائتمان دون رصيد (السحب على المكشوف) وتوسعت معه عدم القدرة على التسديد default.

كنتيجة لكل ذلك أدى انكماش الائتماني وصعوبة الإقراض والركود في الاقتصاد إلى تدخل البنوك المركزية، بضخ المليارات من السيولة النقدية في القطاع المصرفي، وذلك لشراء أصول سيئة من البنوك.

4-6-2- انتقال العدوى

على إثر هبوط قيم الأسهم في وول ستريت انخفض المؤشر العام للقيم بنسبة 7.1% في فرانكفورت و 6.8% في باريس و 5.4% في لندن و 7.5% في مدريد و 3.8% في طوكيو و 5.1% في شنغهاي و 6% في ساو باولو و 9.8% في الرياض و 9.4% في دبي و 3% في بيروت و 4.2% في القاهرة (صباح نعوش، 2008). انتقلت بذلك عدوى الأزمة الأميركية إلى جميع أنحاء العالم مع ملاحظة أن نسبة التراجع لم تكن على وتيرة واحدة. وهبط المؤشر العام حتى في دول لا توجد فيها استثمارات أميركية في البورصة كالسعودية بنسبة تفوق هبوط المؤشر العام في بلدان أخرى لا تضع قيوداً على الاستثمارات الأجنبية كأوروبا.

كان انفجار الأزمة العقارية الأميركية عاملاً مهماً لهبوط أسهم الشركات الأخرى غير العاملة في القطاع العقاري. وعلى الرغم من أنه لا وجود لمثل هذا العامل في دول أخرى ومع ذلك هبطت أسهم شركاتها العقارية وغير العقارية. فالأسهم التي أصابها تدهور شديد في الخليج لا علاقة لها بالأنشطة العقارية بل بالاستثمارات والتجارة الخارجية.

انطلاقاً من هذه الملاحظات العامة يمكن تحليل عالمية الأزمة المالية بالاعتماد على ثلاثة عوامل. يتعلق العاملان الأول والثاني بمختلف بلدان العالم ويرتبط العامل الثالث بالدول التي تتبع سياستها النقدية نظام الصرف الثابت مقابل الدولار. تصب جميع العوامل في محور واحد وهو فقدان الثقة بالسياسة الاقتصادية الأميركية (Wiem Mrad Namji, 2007/ 2008).

-العامل الأول والأساسي هو ظهور بواذر الكساد الاقتصادي في الولايات المتحدة، الأمر الذي انعكس على صادرات البلدان الأخرى وعلى أسواقها المالية. فالولايات المتحدة أكبر مستورد في العالم حيث بلغت وارداتها السلعية 1919 مليار دولار أي 15.5% من الواردات العالمية (إحصاءات التجارة الخارجية لعام 2006 الصادرة عن منظمة التجارة العالمية).

- أما العامل الثاني فهو تعويض الخسارة حيث اعتاد بعض أصحاب رؤوس الأموال الاستثمار في عدة أسواق مالية في آن واحد. فإذا تعرضت أسهمهم في دولة ما للخسارة فإن أسهمهم في دولة أخرى قد لا تكون كذلك. وفي حالات معينة عندما تهبط أسهمهم في دولة ما فسوف يسحبون أموالهم المستثمرة في دولة أخرى لتعويض الخسارة أو لتفادي خسارة ثانية. في بعض البلدان العربية كمصر والسعودية هبط المؤشر العام كثيرا بسبب هذه العمليات التي قام بها مستثمرون في هذين البلدين نتيجة خسارتهم في وول ستريت.

- يتعلق العامل الثالث بالخوف من هبوط جديد وحاد لسعر صرف الدولار الأمريكي مقابل العملات الرئيسية الأخرى. وهبطت قيم الأسهم بين مطلع عام 1987 ومطلع عام 2008 في الولايات المتحدة سبع مرات بنسب عالية. وفي كل مرة يتراجع سعر صرف الدولار مقابل العملات الأوروبية بسبب لجوء البنك المركزي الأمريكي إلى تخفيض أسعار الفائدة.

وهذا التراجع يعني خسارة للاستثمارات بالدولار سواء في الولايات المتحدة أم خارجها. وتحدث هذه الخسارة أيضاً وبنفس النسبة في البلدان التي تربط عملاتها المحلية على سعر صرف ثابت أمام الدولار كما هو حال غالبية أقطار مجلس التعاون الخليجي. وعلى هذا الأساس فإن أية أزمة مالية في الولايات المتحدة تقود إلى سحب استثمارات من هذه الأقطار لتتوطن في دول أخرى ذات عملات معومة كأوروبا وبلدان جنوب شرق آسيا.

2-6-5- التداعيات القائمة والمحتملة للأزمة المالية العالمية

أثرت الأزمة المالية العالمية القائمة حاليا سلبيا على كافة الدول سواء أ كانت من الدول المتقدمة أم من الدول النامية. ومن المتوقع أن تشهد معدلات النمو تراجعا معتبرا يزداد حدة كلما انزلت التجارة الدولية بسرعة حادة نحو التراجع من جراء ذلك وارتفعت أسعار السلع وانخفضت أسعار البترول.

أ- أثر الأزمة على الاقتصاد الأميركي

طالت تداعيات أزمة الرهن العقاري الأمريكية مختلف القطاعات الاقتصادية في الـم.أ. وأدت إلى خسائر مالية لا يمكن حصرها، وتكبدت البنوك خسائر ضخمة وأعلن إفلاس وانحيار الكثير منها. كما شهدت البورصات الأمريكية هبوطا حادا في قيم الأسهم على إثر تفشي الأزمة. ولم تقتصر الأزمة في الولايات المتحدة على سوق الأسهم بل شملت الاقتصاد الحقيقي برمته. يمكن حصر جوانبها في النقاط التالية:

- الإنفاق الاستهلاكي: ينتظر أن تؤدي هذه الأزمة إلى تراجع الطلب الاستهلاكي نتيجة نقص مصادر التمويل المتاحة. ولن يؤثر تراجع الطلب الاستهلاكي على قطاع الصناعات الاستهلاكية فحسب، بل سيصل لاحقا العديد من القطاعات الأخرى كقطاع الصناعات التحويلية وقطاع الخدمات.

- سوق العمل: أدت الأزمة الراهنة إلى خسائر كبيرة في مناصب الشغل، حيث خسر الاقتصاد الأمريكي 22000 منصب عمل في جانفي 2008 لوحده وحوالي 3.6 مليون لفترة الأزمة كاملة ولحد أوائل 2009، وتشير التوقعات إلى تزايد تسريح العمال نتيجة انخفاض أسعار العقارات الذي تسبب في كساد قطاع البناء.

- الدولار: منذ تفجر أزمة الرهن العقاري والدولار يشهد تراجعا مستمرا مقابل اليورو، حيث وصل إلى أدنى مستوياته منذ سنوات وأصبح على إثر هذه الأزمة يواجه احتمال الانتقال من نظام القطب الواحد إلى نظام القطبية الثنائية القائمة على الدولار واليورو، حيث عززت هذه الأزمة من الإجراءات التي انتهجتها بعض البنوك العالمية والمتمثلة في تخفيض الاعتماد على الدولار في احتياطات الصرف لديها (Zouari & Hammami, 2008).

- عجز الميزان التجاري: منذ عام 1971 لم يسجل الميزان التجاري الأمريكي أي فائض، بل أصبح عجزه يزداد سنوياً، حيث وصل في 2006 إلى 758 مليار دولار. ويعود السبب الأساسي إلى عدم قدرة الجهاز الإنتاجي خاصة السلعي على المنافسة.

- عجز الميزانية: لا يزال العجز المالي مرتفعاً حيث قدر في ميزانية عام 2008 بمبلغ 410 مليار دولار أي 2.9% من الناتج المحلي الإجمالي. في الولايات المتحدة يغلب الطابع العسكري على النفقات العامة والطابع السياسي على الضرائب. كما تستخدم الضرائب كوسيلة للحصول على أصوات الناخبين بدلاً من الحصول على إيرادات لتمويل العجز المالي.

- المديونية: أظهرت إحصاءات وزارة الخزانة الأميركية ارتفاع الديون الحكومية (الإدارة المركزية والإدارات المحلية) من 4.3 تريليون دولار في عام 1990 إلى 8.4 تريليون دولار في عام 2003 وإلى 8.9 تريليون دولار في عام 2007. وأصبحت هذه الديون العامة تشكل 64% من الناتج المحلي الإجمالي. وبذلك يمكن تصنيف الولايات المتحدة ضمن الدول التي تعاني بشدة من ديونها العامة. يعادل حجم هذه الديون عشرة أضعاف الناتج المحلي الإجمالي لجميع الدول العربية ويعادل ثلاثة أضعاف الديون الخارجية للدول النامية.

ولا يتوقف ثقل المديونية الأمريكية على الإدارات الحكومية بل يشمل الأفراد والشركات أيضاً. فقد بلغت الديون الفردية 9.2 تريليون دولار منها ديون عقارية بمبلغ 6.6 تريليون دولار. إن هذه الديون العقارية التي ساهمت مساهمة فاعلة في الأزمة المالية الحالية تشكل أكثر من نصف الناتج المحلي الإجمالي الأمريكي. أما ديون الشركات فتحتل المرتبة الأولى من حيث حجمها البالغ 18.4 تريليون دولار. وبذلك فاق المجموع الكلي 36 تريليون دولار، أي ثلاثة أضعاف الناتج المحلي الإجمالي. هذه الديون بذاتها أزمة اقتصادية خطيرة.

كما تعاني الولايات المتحدة من مشاكل اقتصادية أخرى في مقدمتها التضخم الذي تجاوز 4% والبطالة التي تشكل 5% والصناعة التي تتراجع أهميتها وسوء الخدمات التعليمية. ولا تقتصر خطورة الأزمات المالية الأمريكية على إفقار الملايين من الأميركيين بل تمتد لتشمل التأثير السلبي على الوضع الاقتصادي العالمي (صباح نعوش، 2008).

ب- أثر الأزمة على الاقتصاديات المتطورة والناشئة

منذ بداية 2008 أخذت أسهم الأسواق الناشئة تتعثر خاصة في الصين التي انخفض فيها مؤشر شنغهاي المركب بنسبة 52%، كما انخفضت سوق الأسهم في روسيا بنسبة أكثر من 30%، وفي الهند انخفضت بنسبة 37%، وكانت أقل الأسواق الناشئة تأثراً السوق البرازيلية بنسبة 5% فقط. أما في أسواق الدول السبع الكبرى فقد تراوح الانخفاض بين 29% في الولايات المتحدة حتى 10 أكتوبر 2008 وفي بعض القطاعات وصل الانخفاض إلى 42%، وكانت كندا الأكثر تضرراً، إذ وصل الانخفاض إلى 39% تليها فرنسا، اليابان، وألمانيا بنحو 37%، ولا تقل النسبة كثيراً في كل من بريطانيا وإيطاليا التي وصلت نسبة الانخفاض فيهما إلى 32% (عبد الحفيظ محبوب، 2008).

ورغم أن حجم الخسائر لم يتم تحديدها بدقة، إلا أن صندوق النقد الدولي قدر تكلفة الأزمة بحوالي 945 مليار دولار، حيث أن أكثر من نصفها (565 مليار الدولار) هي خسائر في البنوك. ولم تنحصر تداعيات الأزمة في التصدع المالي بل سرعان ما تحولت هذه الأزمة إلى الاقتصاد الحقيقي حيث أنه من ناحية فإن التكاليف الباهظة لمعالجة وضع المؤسسات المالية المتضررة من هذه الأزمة سوف تنعكس في شكل عبء مالي كبير على الاقتصاد. ومن ناحية أخرى فإن تردد البنوك وتقلص قدرتها على الإقراض من شأنه أن يحرم كثير من القطاعات الاقتصادية الأخرى من التمويل المطلوب وبالتالي ينعكس ذلك في شكل انكماش للأنشطة الاقتصادية المختلفة وغيره من أوجه تأثير هذه الأزمة العالمية.

ونتيجة للتفاعلات التي أثارها الأزمة والتي وإن بدأت في شكل أزمة مصرفية إلا أنها أصبحت أزمة اقتصادية بكافة المعايير. من المتوقع دخول الاقتصاد في حالة انكماش وتراجع في نسبة النمو بالنسبة للسنتين 2008-2009. وقد راجع صندوق النقد الدولي توقعاته وأعلن أن نسبة النمو لن تتعدى في كل الأحوال 2% بل وستكون سالبة بالنسبة لبعض الدول. هذا الوضع سيكون من نتائجه المباشرة تراجع الطلب والاستهلاك كنتيجة لتراجع الأجور وتدهور القدرة الشرائية. وسيزداد عدد العاطلين جراء التسريحات وإفلاس الشركات، إذ يتوقع المكتب الدولي للشغل أن تمس البطالة 210 ملايين شخص في العالم في 2009 أي بزيادة 20 مليون عاطل في أقل من سنة. ولعل ما يدل على ذلك الأزمة التي مست قطاع صناعة السيارات (الرحماني ميمون، 2008).

وسيكون من النتائج المباشرة أيضا ارتفاع مديونية العديد من الدول بحيث، من جهة، ستتحول الديون الخاصة إلى ديون عمومية بسبب إفلاس الشركات الكبرى وما تلاها من "إنقاذ" وتحمل الدولة للعبء وهو ما سينعكس سلبا أيضا على الوضع الاجتماعي بعد تراجع الاستثمارات في القطاعات الاجتماعية.

وتأكدت التوقعات الآن أن الاقتصاد العالمي سوف يعاني كثيراً من جراء هذه الأزمة ليس الاقتصاد الأمريكي أو الأوروبي فقط ولكن جميع اقتصاديات العالم. بالطبع يعتبر الاقتصاد الأمريكي أكثر المتضررين حيث يتوقع أن ينخفض معدل نموه إلى ما يقارب الصفر. يليه الاقتصاد الأوروبي الذي هو أصلاً ليس أحسن حالاً حيث أن معدل نموه لا يتوقع أن يتجاوز النصف في المائة. بالنسبة للاقتصاد الياباني الذي كان يعتقد بأنه بدأ يتعافى من كساد طويل خيم عليه طيلة الخمسة عشرة سنة الماضية يتوقع له الآن على أثر هذه الأزمة أن يرجع في انتكاسة تقوض تعافيه الذي طال انتظاره. وحتى الصين والهند التي كانت تحقق معدلات نمو عالية خلال الثلاثين سنة الماضية يتوقع أيضاً أن تتأثر بهذه الأزمة وتنخفض فيها معدلات النمو بشكل ملموس (جاسم المناعي، 2008 / 11 / 16).

ج- أثر الأزمة على الاقتصاديات النامية والأقل نموا

رغم أن الأثر المباشر للأزمة الحالية أقل تأثيراً على القطاعات المالية في البلدان النامية والأقل نمواً، حيث من المتوقع أن يتفاوت تأثير الأزمة على الأسواق المالية في هذه الأخيرة، وكلما كانت الدولة أقل نمواً كلما كانت تداعيات الأزمة عليها أقل، وذلك لكون الأسواق المالية في تلك الدول تعتمد بالدرجة الأولى على رأس المال الحكومي، كما أن البنوك في هذه البلدان ليست مرتبطة بعلاقات عالمية كبيرة، وليست معتمدة بشكل كبير على رؤوس الأموال الأجنبية. بل تعتمد على الاستثمارات المباشرة ومن المساعدات التنموية والتحويلات الخارجية من قبل المهاجرين. ولكن مع ذلك سوف تتأثر نتيجة لانخفاض معدلات الصادرات -حيث من المتوقع هبوط معدلات التجارة العالمية بواقع 2.5% في العام 2009- وانخفاض أسعار المواد الأولية، مما سيؤدي إلى تراجع مداخل الدول المصدرة للمواد الأولية، ومن المتوقع أن تعرف البلدان النامية تراجعاً في تدفقات رأس المال إليها (البنك الدولي، 2008). كما يتوقع أن يؤدي ضعف معدلات النمو -واقترانه بالضائقة الائتمانية- إلى انخفاض المبالغ المالية التي ستتوفر للحكومات لاستثمارها في مشروعات البنية التحتية. ومن المرجح ألا يزيد معدل نمو إجمالي الناتج المحلي في البلدان النامية -الذي كان من المتوقع قبل فترة وجيزة أن يبلغ

6.4% في العام 2009- على 4.5% حسب توقعات خبراء البنك الدولي. ومن المتوقع أن تشهد معدلات نمو إجمالي الناتج المحلي الحقيقي التباطؤ في كافة مناطق العالم النامية في عام 2009 (البنك الدولي، 2008).

ويمكن تلخيص الآثار المتوقعة على البلدان النامية والأقل نمواً في ثلاثة محاور (المخلفي عبدو جميل، 2008):

المحور الأول هو انخفاض الطلب على منتجات الدول النامية، لاسيما تلك المصدرة للمواد الخام، نتيجة انخفاض الطلب العالمي، وهو ما سينعكس على موازنات الدول النامية وقدراتها على تمويل مشاريعها التنموية،

المحور الثاني ويتمثل في وجود مخاوف من أن تؤثر الأزمة على المساعدات التنموية التي تتلقاها الدول الفقيرة من قبل الدول الصناعية، وهو ما دفع بالكثير من المؤسسات الإنسانية إلى مطالبة هذه الدول بالوفاء بالالتزامات التي تعهدت بها.

المحور الثالث يتمثل في احتمال تقلص الاستثمارات الأجنبية في الدول النامية ومنح القروض، حيث ستفكر الشركات العالمية ملياً قبل المغامرة في العمل في أسواق ليست فيها ضمانات كبيرة، وبالتالي فإنها ستنتج إلى الدول التي تتوفر فيها ضمانات أكثر.

د- أثر الأزمة على الاقتصاديات العربية

على الرغم من أن كافة المؤشرات تدل على أن التأثير المباشر على الأسواق العربية من المفترض أن لا يكون بنفس الحدة التي تأثرت بها الأسواق المالية العالمية المرتبطة بشكل أكبر مع السوق والاقتصاد الأميركي حيث نشأت الأزمة، إلا أن التداعيات المباشرة وغير المباشرة المتعلقة بتأثير الأزمة المالية الدولية على معدلات نمو الاقتصاد العالمي، لا شك أنها انعكست سلباً على الأسواق العربية. حيث انخفض المؤشر المركب لصندوق النقد العربي والذي يقيس أداء أسواق الأوراق المالية العربية مجتمعة بنسبة 21.2% ليصل إلى 252.5 نقطة في نهاية الربع الثالث من عام 2008، مقارنة مع 320.5 نقطة بنهاية الربع الثاني منه (صندوق النقد العربي، 2008).

وأظهرت المؤشرات التي يحتسبها الصندوق تراجعاً ملحوظاً في أداء الأسواق العربية خلال الربع الثالث من عام 2008، مقارنة مع الربع الثاني، في حين تفاوت أداء الأسواق، مقارنة مع أدائها خلال الربع الثالث من العام 2007. فعلى سبيل المثال،

سجلت كافة الأسواق تراجعاً خلال الربع الثالث، باستثناء سوق تونس. والجدير بالذكر أنه على أعقاب هذه الأزمة المالية العالمية، تتعرض أسواق الأوراق المالية العربية بشكل عام منذ بداية النصف الثاني من 2007، كمثيلاتها من الأسواق العالمية، إلى حركة تراجع كبيرة أدت إلى انخفاض القيم السوقية فيها بشكل ملحوظ وإلى انخفاض مؤشرات أدائها وإلى خسائر مرتفعة للمستثمرين.

ويعزى معظم المحللين والمسؤولين في الأسواق العربية هذا التراجع الحاد إلى العامل النفسي الذي يغلب على قرارات المتداولين في هذه البورصات. أي أن هذا الانخفاض لا يعود إلى أسباب جوهرية مالية واقتصادية، إذا ما أخذنا بعين الاعتبار أداء الاقتصاد الكلي في المنطقة والأداء الجيد للشركات المدرجة نفسها، وبالتالي، يعتبر انخفاض الطلب وارتفاع حركة البيع كنتيجة للقلق وعدم الثقة لدى المستثمرين بالأوضاع المالية العالمية ومدى تأثيرها على أسواق المنطقة.

وبشكل عام من المتوقع أن تنخفض معدلات النمو الاقتصادي في الدول العربية، فبدلاً مما حققته خلال السنوات القليلة الماضية من معدلات نمو تصل إلى 6% في المتوسط يمكن أن تنخفض إلى حدود 4.5% على أفضل تقدير. وتتمثل القطاعات التي من المتوقع أن تتأثر بهذه الأزمة على سبيل المثال لا الحصر (جاسم المناعي، 16/11/2008):

أولاً : الطلب على النفط ومستوى أسعاره. الاحتمال الأكبر لهذه الأزمة أن تؤدي إلى تباطؤ النشاط الاقتصادي العالمي وبالتالي خفض الطلب على النفط ومن ثم انهيار أسعاره، كما حدث في الربع الأخير من سنة 2008 والربع الأول من 2009. ويعتبر هذا التأثير هو الأكبر للأزمة على الاقتصاديات العربية خاصة إذا أخذنا في الاعتبار أن الإيرادات النفطية هي المصدر الوحيد للدخل تقريباً في كثير من البلدان العربية، مما يعني أن الإنفاق الحكومي وهو المحرك الأساسي للاقتصاد سوف يتأثر وفقاً لذلك.

ثانياً : الحصول على التمويل وتكاليفه. إن انخفاض وتيرة معدلات السيولة المتوفرة والمترتبة على هذه الأزمة من شأنه المساعدة من ناحية على الحد من ارتفاع الأسعار ومعدلات التضخم المرتفعة. من ناحية أخرى فإن انخفاض مستويات السيولة من شأنه تحسين إدارة المخاطر وزيادة الحرص والحذر في منح الائتمان وفي ذلك حماية للمؤسسات المقرضة بشكل خاص والاقتصاد بشكل عام، وارتفاع في تكلفة التمويل.

ثالثاً : الاستثمارات الأجنبية. المتوقع أن تنخفض الاستثمارات الأجنبية على أثر هذه الأزمة. ووفقاً لبعض التقديرات فإن هذا الانخفاض قد يصل إلى 30% مقارنة ب 2007.

رابعاً : التجارة أيضاً متوقع لها أن تتأثر سلباً بهذه الأزمة بما يشمل مرافق التجارة من موانئ وقنوات مائية.

خامساً : تحويلات الأيدي العاملة من المتوقع أيضاً أن تتأثر سلباً حيث أن انكماش النشاط الاقتصادي من شأنه أن يمثل فرص عمل أقل ومستويات رواتب وأجور أدنى.

سادساً : تأثرت الأسواق المالية كثيراً على المستويين العالمي والعربي، إذ هي تعكس مختلف التفاعلات مع هذه الأزمة من ضعف أوضاع المؤسسات المالية المتضررة إلى التوقعات السلبية لأداء الاقتصاد بشكل عام وما يترتب عليه من ضعف أداء الشركات ومختلف القطاعات إضافة إلى صعوبة وارتفاع تكاليف التمويل. صحيح أن الأسهم كانت مقيمة بأعلى من قيمها الحقيقية عالمياً وعربياً لكن الأسعار في الواقع تعكس أيضاً توقعات قيم الشركات وأدائها في المستقبل على ضوء هذه الأزمة وما قد تسببه من تراجع وكساد.

في الواقع إن تداعيات هذه الأزمة لا تنحصر في هذه الجوانب فقط بل إن تأثيراتها تبدو بأنها سوف تكون أبعد بكثير على الصعيد العربي والعالمي. على الصعيد العربي فإن التأثيرات بعيدة المدى لهذه الأزمة يمكن أن تمس سياسات الإصلاح وبخاصة تحرير القطاع المالي، حيث من المتوقع أن تكون هناك مراجعة وإعادة نظر حول مدى ودرجة التحرير التي يمكن أن تكون مقبولة للأنشطة المالية دون أن تؤدي إلى تعرض الدول المعنية إلى مخاطر مماثلة، ودون استعمال ذلك كذرائع للتراجع عن الإصلاح الذي قطعت فيه تلك الدول أشواطاً لا بأس بها.

كذلك فمن المتوقع على المدى البعيد أن يعاد النظر في موضوع الاستثمارات سواء الاستثمارات الأجنبية في المنطقة أو استثمارات المنطقة في الخارج. على صعيد الاستثمارات الأجنبية في المنطقة، فعلى ضوء الحركة السريعة لهذه الاستثمارات خلال الأزمة خاصة بالنسبة للاستثمارات التي تدعى الأموال الساخنة Hot Money فإن تجربة دول المنطقة كما هي حال تجارب الدول النامية عموماً فإنها لم تكن إيجابية تماماً، حيث أحدثت هذه الأموال بعد خروجها المفاجئ إرباكاً لأسواق المنطقة قد تستدعي على أثرها

التفكير في التعامل معها. أما فيما يخص استثمارات المنطقة في الخارج فذلك على أثر الأضرار التي ترتبت على هذه الاستثمارات من جراء هذه الأزمة قد تحتاج دول المنطقة إلى مراجعة سياسات واستراتيجيات استثماراتها في الخارج على صعيد نوع الأصول المستثمر فيها وكذلك القطاعات وحتى وجود هذه الاستثمارات في المراكز المالية العالمية (جاسم المناعي، 16/11/2008).

أما على الصعيد العالمي فإن التساؤل الأكبر سيتركز في ضوء هذه الأزمة حول مدى ملائمة النظام الاقتصادي العالمي وهل بالفعل أن الاقتصاد الحر لا يزال أفضل الأنظمة الاقتصادية أم أن الأمر أصبح يحتاج إلى إعادة نظر على أساس اضطراب الدول للتدخل وإدارة الاقتصاد بدلاً من الاعتماد على الأسواق. وهل أن مثل هذا التدخل هو مجرد إجراءات مؤقتة أم أن الأمر يمثل اختلالات هيكلية تحتاج إلى تصويب ومراجعة جادة (جاسم المناعي، 16/11/2008).

3- آثار الأزمات المالية العالمية (7)

نتعرض في هذا الجزء من البحث إلى تداعيات الأزمات المالية العالمية بصفة عامة مع التركيز على الأزمات التي حدثت في العالم في السنوات 1929، 1987، 2008 باعتبارها الأكثر تأثيراً على المستوى العالمي. إذ لم تمر أزمة من تلك الأزمات إلا وتركت وراءها آثاراً مدمرة على الاقتصاديين الحقيقي والمالي. فعل سبيل المثال لا الحصر، كان من نتائج أزمة 1929 أن أفلس 5000 بنك في الولايات المتحدة وفقد المودعون مبلغ 3 ملايين دولار، وبذلك أعلن الكساد العظيم الذي أصاب الاقتصاد العالمي، انظر الجدول 6. فخلال تلك الفترة ازدادت البطالة وقلت الاستثمارات وانخفضت أرباح الشركات.

جدول رقم 6: بعض المؤشرات الاقتصادية للولايات المتحدة خلال فترة الكساد العظيم 1929-32

المؤشر السنة	الناتج الوطني الإجمالي GNP	الأجور والرواتب	عدد البطالين	الاستثمار كنسبة من GNP
1929	104.4 مليار دولار	51.1 مليار دولار	1550000	15.2 %
1930	91.1 مليار دولار	46.8 مليار دولار	4340000	11.2
1931	76.3 مليار دولار	39.7 مليار دولار	8020000	70.1
1932	58.5 مليار دولار	31.1 مليار دولار	12060000	1.5

Source : Supplement to Economic Indicators, in : R. Sobel, 1968, p. 150.

يظهر جليا من الجدول السابق مدى تزايد عدد البطالين منذ أزمة 1929 وتناقص مبلغ الرواتب والأجور التي تقاضاها العمال. لا شك أن هذا ينعكس على كافة الأنشطة الاقتصادية من استثمار وإنتاج وتوزيع واستهلاك.

كما انعكس هذا الكساد على أسعار الأسهم المتداولة في البورصات الأمريكية وأثر عليها كثيرا، انظر الجدول 7. وإن دل هذا على شيء فإنما يدل على مدى تأثير كل من البورصات بصفة خاصة والحالة الاقتصادية بصفة عامة.

جدول رقم 7: تطور بعض أسعار الأسهم الأمريكية 1930-1933

الوحدة: دولار

الشركة أو السهم	2 جانفي 1930	2 جانفي 1931	2 جانفي 1932	2 جانفي 1933
American can	119.12	113.75	57.75	54.87
American Telephone	220	181	112.5	104.12
Eastman Kodak	178.12	151.12	79	54
General Electric	242.25	45.37	23.25	15.25
General Motors	40.5	37.37	20.75	13.12
Goodrich	41	15.75	4	4.5
Intern'l Harvest	79	50.37	24	21.12
NY Air Brake	44.25	21.5	5	7
Standard Oil, NJ	65.37	48.87	27	30.25
Union Pacific	218	188	71	70.62
US Steel	167.25	142	37.12	27.5

Source : New York Times, p. 151.

ويلاحظ من الجدول السابق الانهيار الكلي لأسعار هذه الأسهم إذا ما نظرنا لمستواها في بداية سنة 1930. من الأمثلة الواضحة على ذلك انهيار سهم شركة General Electric، الذي انخفض في 3 سنوات من 242.25 دولار إلى 15.25 دولار، أي انخفض إلى أقل من 16/1 من سعره قبل بداية الأزمة. من الأمثلة الأخرى نسجل انهيار سهم شركة Goodrich من 41 إلى 4.5 دولار في نفس الفترة، أي إلى 10/1 سعره تقريبا.

من الأمثلة الأخرى عن الآثار المدمرة للأزمات المالية العالمية أن خسرت البورصات العالمية في مجملها أكثر من 2000 مليار دولار منها 800 مليار في بورصة نيويورك لوحدها خلال أزمة أكتوبر 1987، كما سبقت الإشارة إلى ذلك (Belletante, B., 1992, p. 209). أما الخسارة والانخفاض فقد مس كبريات البورصات، انظر الجدول 8. وكانت بورصة نيويورك هي الخاسر الأكبر بانخفاض مؤشر دو جونز خلال الثلاثة أسابيع الأخيرة من أكتوبر بنسبة تفوق 30 % إلى جانب مؤشر فاينانشل تايمز اللندني.

جدول رقم 8: تطور مؤشرات أهم البورصات العالمية خلال شهر أكتوبر 87 (من 12 إلى 30 منه)

المؤشر	الحد الأدنى	الحد الأعلى	%مقدار الانخفاض
Dow Jones	1738.4	2508.2	30.7
FT 30 London	1288.5	1847.4	30.3
Nikkei225 Tokyo	21910.0	27546.5	20.5
CAC 40 Paris	293.6	395.0	25.7
Commerzbank Frkt	1427.1	1946.9	26.7

Source: Deguen, D., 1988, p. 128.

وتجدر الإشارة إلى أن هذا الانهيار قد أرجع مستويات هذه المؤشرات لما كانت عليه قبل عدة أشهر، كما هو الحال في بوصة طوكيو، ولأكثر من سنتين كما الحال بالنسبة لبورصة فرانكفورت الألمانية. كما أرجعت الأزمة مستوى مؤشر دو جونز إلى ما كان عليه قبل 19 شهرا (أي مارس 1986)، ومؤشر فاينانشل تايمز لما كان عليه هو الآخر قبل 19 شهرا ومؤشر نيكاي لما كان عليه قبل 7 أشهر (أي مارس 1987) ومؤشر كاك 40 إلى ما كان عليه قبل 20 شهرا (أي فيفري 1986) ومؤشر كميرزبانك الألماني إلى ما كان عليه قبل 18 شهرا، أي جوان 1986، (Deguen, p. 128).

وإن دلت هذه الأرقام الأخيرة على شيء فإنما تدل على قوة الانهيار الذي حدث في 87. فبورصة طوكيو، وعلى الرغم من أنها تعتبر من البورصات الأقل تأثرا به، إلا أنها خسرت أكثر من 20 % من قيمة مؤشر نيكاي 225 كما يبين الجدول السابق.

أما على مستوى المؤسسات، سواء الإنتاجية أو الخدمية، لاسيما المالية منها، فقد مني بعضها بخسائر ضخمة، انظر الجدول رقم 9: كما أن العديد منها قد أفلس نتيجة

لتعرضها لخسائر فاقت قدراتها وإمكاناتها. ومن الأمثلة على ذلك أن خسارة 5000 شركة مسجلة في البورصات الأمريكية قد قدرت بـ 490 مليار دولار تقريبا (الموسوي، 1990، ص. 88).

جدول رقم 9: خسائر بعض الشركات الأمريكية نتيجة انهيار 1987

الوحدة: مليون دولار

مقدار الخسائر	Big losers أكبر الخاسرين
389	Four BP Underwriters in the US*
90	Continental Illinois Corp.
44	LF Rothschild
22	Charles Schwab Corp.
10	Jefferies Group Inc

* Golden Sachs, Saloman Bros, Shearson Lehman, Morgan Stanley

Source : News Week, November 9, 1987, p. 20.

من الجدول السابق يتضح أن المجموعة المكونة من أربع مؤسسات متخصصة في تقديم الخدمات المالية للمتعاملين في السوق المالية، هي الأولى في الولايات المتحدة، وهي أيضا التي كلفت بتخصيص privatization الشركة البترولية البريطانية العملاقة BP، قد خسرت قرابة 400 مليون دولار خلال انهيار أكتوبر 87.

نفس الشيء تقريبا يمكن أن يقال عن الأزمة الحالية 2008/ 2009 التي تسببت، كما سبق وأن أشرنا، في إفلاس العشرات من الشركات والمؤسسات المالية وفقدان الملايين من مناصب الشغل في كافة أنحاء العالم تقريبا، الأمر الذي يهدد بانكماش اقتصادي عالمي.

جدول رقم 10: توقعات نمو إجمالي الناتج المحلي الحقيقي في مناطق العالم النامية

المنطقة	2008	2009
شرق آسيا والمحيط الهادئ	8.8 %	6.7 %
أوروبا وآسيا الوسطى	6	3.5
أمريكا اللاتينية والبحر الكاريبي	4.5	2.1
الشرق الأوسط وشمال أفريقيا	5.7	3.5
جنوب آسيا	6.3	5.4
أفريقيا جنوب الصحراء	5.4	4.6

المصدر: البنك الدولي، الأزمة المالية: مدلولاتها بالنسبة للبلدان النامية، 2008.

مما سبق يمكن ملاحظة الآثار المدمرة التي تتركها الأزمات المالية سواء على الدائرة الحقيقية أو الاقتصاد الحقيقي real economy أو على الدائرة المالية أو الاقتصاد المالي financial economy. حيث تتجلى تلك الآثار في فقدان مناصب الشغل وانخفاض الناتج المحلي الإجمالي ومعدلات النمو وانهيار في الأسواق المالية وتدني الاستثمار، وما ينجر عن ذلك من انخفاض في الدخل ومستوى المعيشة للفرد، بالإضافة طبعا إلى الخسائر المسجلة في الشركات والمؤسسات المالية.

4- خاتمة

بينت هذه الدراسة أن الأزمات المالية، أي تلك التي تضرب الأنظمة المالية ثم تنتقل لتصبح أزمات اقتصادية، أي تشمل الاقتصاد الحقيقي، هي سلسلة غير متناهية من الاضطرابات المالية والاقتصادية المختلفة الحجم والعمق. كما أنها أزمات من الصعب جدا وربما من المستحيل التكهّن بها، سواء من حيث التوقيت أو حجم الأضرار أو حتى المجال الجغرافي الذي ستتوقف عنده آثارها. فلقد أجاد المختصون من باحثين ومؤسسات في حشد النماذج الرياضية وأنظمة الإنذار المبكر Early Warning Systems، بغرض المعرفة المسبقة لتلك الأزمات لتفاديها والتصدي لها والحد من آثارها ولكن دون جدوى. ففي كل مرة ومع نهاية كل أزمة ندرس الأسباب ونحصر الخسائر وننتظر الأزمة القادمة، وهذا ما يشجع الأكاديميين، على وجه التحديد، إلى التفكير في تصور أسس اقتصاد الأزمات The economics of crises.

Footnotes :

1- See the full list of those crisis in: Franklin, Allen, Financial Crises : historical and recent crises, Bendheim Center for Finance, Princeton University (unpublished manuscript), 2003, p. 5. Available at : <http://finance.wharton.upenn.edu/~allenf/>

2- اعتمدنا بصورة أساسية في إعداد هذا الفرع والفرعين القادمين (أي أزمات 1929، 1987، 1989)، على: جبار محفوظ، البورصة، التسيير وخصوصة المؤسسات العمومية: دراسة حالة دول المغرب العربي، أطروحة دكتوراه الدولة، الجزء الأول، 1996/1997، ص. 124-166.

3- المتخصصون فئة من شركات الوساطة التي تقوم ببيع وشراء الأسهم لصالحها الخاص، أي المتاجرة فيها، إلى جانب تقديم خدمات الوساطة المعروفة للزبائن. تتميز هذه الشركات بتخصص كل شركة في عدد محدود ومعين من الأسهم، ومن هنا جاءت تسميتها بالمتخصصين specialists .

4- إن السيولة في الأسواق المالية هي إمكانية شراء وبيع الأوراق المالية في أي وقت أثناء التعامل بالكميات المطلوبة أو المعروضة.

1 - «What causes this shift in expectations ? I do not know. But I am not alone in my ignorance » ; Fama, E., Perspectives on October 1987, or what did we learn from the crash ? in :. 607، ص. 1993، هندي، م.إ.

6- للوقوف على تفاصيل هذه الأزمة، أسبابها ونتائجها على مختلف الدول المتقدمة ارجع إلى: جبار محفوظ، 1996/97 مرجع سابق، ص. 158 وما بعدها.

7- للوقوف على تفاصيل هذه الأزمة، أسبابها ونتائجها على مختلف الدول المتقدمة ارجع إلى: جبار محفوظ، 1996/97 مرجع سابق، ص. 158 وما بعدها.

References

- Aghevli, B.B., The Asian Crisis : Causes and Remedies, Finance & Development, Vol. 36 n° 2, June 1999.
- Aljazeera: <http://www.aljazeera.net/NR/exeres/98AFF91D-83FO-4658-8DD2-16DBDA6F67A9.htm>

- Belletante, B., La Bourse : mécanismes et financement des entreprises, PUL, 1986.
- Belletante, B., La Bourse : temple de la spéculation ou marché financier, 5è éd. , Hatier, 1991.
- Belletante, B., La Bourse : son fonctionnement, son rôle dans la vie économique, Hatier, 1992.
- Blume, M. E. , et al., Order Imbalances and Stock Price Movements on October 19 and 20, 1987, Journal of Finance, Vol. XIIIV, N°4, Sept. 1989.
- Claessens, S., Djankov, S., Collin Xu, L., Corporate Performance in the East Asian Financial Crisis, World Bank Research Observer, Vol. 15 n°1, Feb. 2000.
- Deguen, D. , et al., Les Nouveaux Instruments Financiers et les Marchés Financiers à terme, Rapport au Ministère d'Etat de l'Economie, des Finances et de la Privatisation (France), 1988.
- Djebbar, M., La Privatisation : Rôle du marché financier, Revue Algérienne des Sciences Juridiques, Economiques et Politiques, Vol. XXXIV, N° 3, 1996.
- Djebbar, M., Marchés Financiers Emergents: Cas de la Bourse de Casablanca, Les Cahiers du CREAD, N° 41, 3eme Tri. 1997.
- Dollar, D., Hallward-Driemier, S., Crisis Adjustment and Reform in Thailand's Industrial Firms, World Bank Research Observer, Vol. 15 n°1, Feb. 2000.
- Eichengreen, B., Thirteen Questions about the Subprime Crisis, Unpublished Manuscript, U. of California, Berkeley, 2008.
- Fama, E., et al, (FFJR), The Adjustment of Stock Prices to New Information, International Economic Review, Feb. 1969.
- Fama, E. F., Efficient Capital Markets : review of theory and empirical work, Journal of Finance, May 1970.

- Franklin, Allen, Financial Crises : historical and recent crises, Bendheim Center for Finance, Princeton University (unpublished manuscript), 2003, p. 5. Available at : <http://finance.wharton.upenn.edu/~allenf/>
- Georges, J. C., La Nouvelle Bourse: Nouvelles règles du jeu des marchés financiers, Lattes, 1990.
- Gobry, P., Les Indices Boursiers, PUF, 1990.
- Goldstein, Morris, The Subprime Credit Crisis : Origins, Policy Responses, and Reforms, Peterson Institute for International Economics, 2008, (unpublished manuscript).
- Hesse, H., Auria, L., The Financial Crisis in Southeast Asia : Causes and Effects on the Global Economy,
- Hill, J., Jones, F, Equity Trading, Program Trading, Computer Trading and all that, Financial Analysts Journal, Vol. 44, July-August 1988.
- IMF, World Economic Outlook, May 1998, in : IMF Staff, Finance & Development N° 35, Vol. 2, June 1998.
- Jahnke, W. W. , The Crash of '87, Financial Analysts Journal, Nov-Dec. 1987.
- IMF Staff, The Asian Crisis : Causes and Cures, Finance & Development, Vol. 35 n° 2, June 1998.
- Kleidon, A.W., Whaley, R.E., One Market? Stocks, Futures, and Options During October 1987, Journal of Finance, Vol. XLVII, N°3, July 1992.
- Moussy, J.P., Chronologie de la Crise Financière 2009 (2), available at : <http://www.clesdusocial.com/telechargement/crisefinanciere-chrono2-2009/pdf>
- News Week, October 26, 1987.
- News Week, November 9, 1987.

- Powell, B. , Averting a Crisis: What Can Be Done, Newsweek, November 9, 1987.
- Sobel, R., The Great Bull Market: Wall Street in the 1920's, W. W. Norton and Co. , 1968.
- Tvede, L., La Psychologie des Marchés Financiers, SIFI, 1994.
- Timothy, L., The Asian Financial Crisis: What Have We learned? Finance & Development, Vol. 36 n° 3, Sept. 1999.
- Wiem Mrad Namji, La politique monétaire et la crise immobilière: cas du subprime, université de Monstir, 2007/2008, www.memoireonline.com/10/08/1597/politique-monetaire-crise-immobiliere-cas-du-subprime.html -- World Bank, <http://econ.worldbank.org/WBSITE/EXTERNAL/EXTDEC/0,,contentMDK:21976256~pagePK:64165401~piPK:64165026~theSitePK:469372,00.html>
- Zouari Zeineb et Hammami Samir, crises financières et contagion: cas de subprime, IHEC Sousse – Maitrise en Actuariat et Finance, www.memoireonline.com/07/08/1344/m_crises-financieres-et-contagion-cas-des-subprime0.html
- W.B., - www.dw-world.de/popups/popup_lupe/0,,3718752,00.html

المراجع العربية

- البنك الدولي، الأزمة المالية: مدلولاتها بالنسبة للبلدان النامية، 2008، <http://econ.worldbank.org/WBSITE/EXTERNAL/EXTDEC/0,,contentMDK:21976256~pagePK:64165401~piPK:64165026~theSitePK:469372,00.html>
- جبار محفوظ، البورصة، التسيير و خصوصية المؤسسات العمومية، دراسة حالة دول المغرب العربي، أطروحة دكتوراه، 1996 / 1997.
- جبار محفوظ و مريمت عديلة، انهيار سوق الأسهم الجزائرية وبدائل الاستثمار، مجلة دراسات، الجامعة الأردنية، المجلد 35 العدد 2 جويلية 2008.

- جاسم المناعي، الأزمة المالية العالمية...وقفة مراجعة، صندوق النقد العربي، 16 / 11 / 2008. ،
www.amf.org.ae
- جاسم المناعي، الأزمة المالية العالمية....ورب ضارة نافعة، صندوق النقد العربي، 21 / 09 / 2008.
- www.amf.org.ae/web/weblisher/storage/uploads/docs/DG%20OFFICE/
- صباح نعوش، خطورة الأزمة المالية الأمريكية على الاقتصاد العالمي، 07 / 02 / 2008،
http://www.aljazeera.net/NR/exeres/34BAECB7-FD94-434A-B9BF-F9B840271453.htm
- صندوق النقد العربي، أداء الأسواق المالية العربية، النشرة الفصلية، الربع الثالث 2008، العدد 55،
http://www.amf.org.ae/weblisher/storage/uploads/docs/ECONOMIC%20DEPT/Arab%20Capital%20Markets%20Bulletin/3rd%20quarter%202008.pdf
- عبدو جميل المخلافي، انعكاسات سلبية للأزمة المالية العالمية على جهود مكافحة الفقر، 16 / 10 / 2008،
http://www.dw-world.de/dw/article/0,2144,3718752,00.html
- عبد الحفيظ محبوب، لماذا اقتفت الأسواق الخليجية أثر الأسواق الدولية؟، 20 / 10 / 2008،
http://www.alaswaq.net/views/2008/10/20/19087.html
- عبد الحليم غربي، في ضوء الأزمة العالمية، مجلة العلم والإيمان، العدد 27، نوفمبر 2008.
- عمر عبده سامية، ترابط الأسواق المالية الخليجية بالأسواق المالية العالمية، رسالة ماجستير، تحت إشراف الأستاذ جبار محفوظ، 2003 / 2004.
- الموسوي، ض. م. ، الأزمة الاقتصادية العالمية، 1986-1989. دار الهدى، 1990.
- ميمون الرحمان، الأزمة المالية العالمية وتداعياتها والانعكاسات المحتملة على الاقتصاد المغربي، 18 / 12 / 2008،

أ. د. جبار محفوظ، د. مريمت عديلة، أ. عمر محمد سامية.....

http://maroc.attac.org/joomla/index.php?option=com_content&task=view&id=745&Itemid=125

- مريمت عديلة، محاولة قياس أثر البورصة في التنمية الاقتصادية: حالة تونس، رسالة ماجستير، تحت إشراف الأستاذ جبار محفوظ، 2004 / 2003.

- نورة عبد الرحمن اليوسف، أسباب الأزمة المالية العالمية، 2008/10/13، www.banquecentrale.gov.sy/Archive/archive-ar/archive2008/news10-13/news-ar/news32-ar.htm

- هندي، م. ب. ، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1993.

- هيثم فارس، الأزمة المالية العالمية... الأسباب والتداعيات، 2008/10/19، <http://www.masrawy.com/News/Economy/General/October/19/crises.aspx>

- ويكيبيديا، الموسوعة الحرة، أزمة الرهن العقاري، <http://ar.wikipedia.org/wiki>