

الازمة المالية الدولية الراهنة
على مسار دورات الائتمان واسعار الاصول

د . احمد ابريهي علي

نيسان ٢٠٠٩

مقدمة

كانت الخاصية الدورية في الحياة الاقتصادية المعاصرة ، ولم تزل ، محورا لبناء النماذج النظرية والبحوث . وذلك لاستنباط قواعد للسياسات المالية والنقدية تساعد على انسجام متطلبات الاستقرار مع دوام النمو الاقتصادي .

ان التأكد من قدرة منظومة التحليل على التفسير والتنبؤ يعد من الشروط الضرورية لاعتمادها مرجعا في السياسات .
ولذلك تمثل الازمة المالية الاخيرة مناسبة لمراجعة الافكار السائدة ، والفرضيات التي تقوم عليها النظريات ، وفاعلية ادوات السياسة .

دراسة سجل الوقائع منذ التخلي عن قاعدة التبادل بالدولار ، مطلع السبعينات ، تؤكد ان الازمة الاخيرة هي رحلة على مسار متصل من التذبذب والتقلبات في المتغيرات الاقتصادية والمالية في البلد الذي انطلقت منه العاصفة والعالم .
كما افادت التجارب ان اثار الازمات لا تنتهي بمجرد استئناف المستوى الاعتيادي للنشاط الاقتصادي والنمو بل تستمر ، وقد تؤدي اجراءات المعالجة لازمة قائمة الى ارساء مقدمات لازمة جديدة .

حاولت هذه الدراسة تسليط الضوء على النمط المتكرر للازمات المالية ، خاصة تكوين فقاعة اسعار الاصول وانفجارها . ارتباطا مع توسع الائتمان ، فوق الحد المقبول ، والذي ينتهي الى فشل الديون ونقص السيولة والعسر الانتمائي .

وايضا وضعت العملية ، التي قادت الى الازمة الاخيرة ، في سياقها الدولي المتمثل في اختلال موازين المدفوعات على المستوى العالمي ، ودور فوائض البلدان الناهضة والنفطية في اغراق بلد العاصفة بالسيولة ، التي ادت الى انخفاض الميل للادخار والتوسع في القروض غير المؤهلة .

ان مجريات الازمة الاخيرة لا تنفصل عن حيرة السياسة النقدية بين السيطرة على التضخم ومواجهة تزايد اسعار الاصول ومتطلبات تحسين الميزان الخارجي .

لقد احدث انهيار اسعار النفط صدمة في وعي الناس ، والمختصين ، في مواقع الادارة والوسط الاكاديمي . وان اعداد هذه الدراسة جاء في ذلك السياق .

ويود الباحث ان يتوجه بالشكر ، والعرفان بالجميل ، للزملاء الاعزاء في جامعات كربلاء والكوفة والقادسية لمناقشة هذا الموضوع ولتشجيعهم الباحث على تعميق الاهتمام به .

واشكر ، ايضا ، الجامعة المستنصرية وبالخصوص الدكتور قصي الجابري لتسهيلهم فرصة لنشره .

الأزمة المالية : الفهم العام لمسار الوقائع

تحدث الازمات المالية ، عادة ، من خلال آليات عمل النظام الاقتصادي على المستوى الوطني والدولي ، طالما يقوم ذلك النظام على حرية السوق والمبادرة الخاصة . ويبدو لحد الآن ، عدم امكانية تفادي تلك الازمات مهما بلغت السياسات المالية والنقدية من رصانة المنهج والتزام القائمين عليها بالحكمة وتوخي الحذر .

ان تعاقب الفتور والانتعاش ، والتغيرات العنيفة في اسعار الفائدة والصرف ، والبطالة والتضخم ، وعجوزات وفوائض موازين المدفوعات ، والدين الداخلي والخارجي للحكومات ، تعد جميعها من جملة الحقائق النمطية **Stylized Facts** في الاقتصاد المعاصر ، ولذلك لا بد من تمييز الازمة عن سياق المشكلات الاعتيادية والتي هي موضوعات مستمرة للسياسات الاقتصادية .

وعلى الرغم من تماثل الازمات المالية في وجوه عدة الا انها تتفاوت كثيرا " حتى كأن الازمة واقعة فريدة من نوعها . ولا يمكن دراسة الازمة الاخيرة بمعزل عن تطور العلاقة بين القطاع المالي والاقتصاد الحقيقي .

أذ أصبحت الموجودات المالية نسبة الى الناتج المحلي العالمي %٣٩٥ عام ٢٠٠٦ . والمقصود بالموجودات المالية : الاسهم وادوات الدين ، السندات والحوالات الحكومية والخاصة ، والموجودات المصرفية . وهذا يدل على ان القطاع المالي اصبح مهيمنا " على الاقتصاد العالمي ويمثل ثقلا " كبيرا " اكثر من اي وقت مضى .

وفي دول الاتحاد الاوربي وصل المؤشر الى %٥٣٤ ، اي حوالي ما يعادل ٧٣ ترليون دولار ، في حين ان الناتج المحلي الاجمالي للاتحاد الاوربي حوالي ١٤ ترليون دولار . وفي الولايات المتحدة الامريكية وصلت النسبة الى %٤٢٨ واليابان %٤٥٦ وفي بلجيكا %٧٦١ . وعند استثناء الاسهم فان الديون لوحدها ، مصرفية وسوقية ، كانت في العالم لعام ٢٠٠٦ حوالي ١٤٠ ترليون دولار في حين ان الناتج المحلي الاجمالي للعالم ٤٨ ترليون دولار لنفس السنة .

وتبين تلك الحقائق تسارع نمو القطاع المالي و إستناد توسعه على مقومات ذاتية بعيدا عن متطلبات الأقتصاد الحقيقي ، إذ تزايدت عمليات الأستثمار المالي التي لا تتصل مباشرة بالأستثمار الحقيقي وتلك التي تنتهي في دوائر القطاع المالي في مجالات مختلفة من المضاربة والمشتقات .

تفسير الازمات المالية لحد الآن ، لا يتعدى كثيرا " وصف العملية ذاتها بدءا " من السلوك الجمعي او التقليدي ، اي ان المستثمر يتصرف حسب ما يتوقع الاخرين ان يتصرفوا . وهذا التفسير يجعل سبب الازمة توقع الانخفاض الشديد في اسعار الموجودات او الاخفاق في التسديد او الفتور الاقتصادي وعندما يتصرف المتعاملون على هذا الاساس ينشأ نوع من

الحلقة المفرغة تعمق العملية التي تسمى لاحقاً "ازمة". وقد اصبح معروفاً ان التوقعات التي تقود اسعار الموجودات الى ارتفاع شاهق هي ذات الالية التي تنزل بها الى مستويات سحيقة .

ويفسر ارتفاع نسبة الدين الى الملكية او الدخل **leverage** ، من بين عدة عوامل ، الاخفاق في السداد الذي يؤدي الى اصابة المؤسسات المصرفية بنقص السيولة والخسائر مما ينعكس على سلوكها الاقراضي واسعار موجوداتها ، ومنها الاسهم ، سلبياً" وعندما تكون هذه الحالة كبيرة ، مثل ازمة الرهون العقارية الاخيرة ، تتسع بؤرة المشكلة حتى تعم السوق المالية بأكمله وبعد ذلك تتكفل الية التفاعل فيما بين قطاعات الاقتصاد والمؤسسات المالية بالباقي .

بدأت مشكلة القروض العقارية بعد انخفاض أسعار المساكن في أسواق مليئة بالمؤسسات المالية عالية المديونية ، مع شحة استثنائية بالسيولة ، وتفاقت عندما اصبحت التجارة من طرف واحد ، الكل يتجه للبيع ، تخلصاً" من المخاطر . ان الفقاعة ، تكوينها وانفجارها ، يعزى الى اخطاء السوق عندما تقدر المخاطر دون المستوى الصحيح ويبالغ في تقدير العوائد المتوقعة او كلاهما .

كما ان السياسة عملت الكثير من اجل دفع الاقراض العقاري واطى المستوى وهدفها توفير مساكن للعوائل بتكاليف واطنة . ولقد توسع الاقراض دون المستوى بسبب تزايد المؤسسات التي تشتري تلك القروض ، واسهمت مؤسستا ضمانات الديون العقارية الحكومية الامريكية **Fannie Mae** و **Freddie Mac** ، في توفير ضمانات لتلك القروض ولذلك بلغت ضماناتها لاوراق الدين العقاري 5.3 ترليون دولار .

وتفسر الازمة ايضا" بأنها تنطلق احيانا" من عدم التطابق بين الموجودات والمطلوبات في الامد الزمني والمخاطر . اذ تشكل الودائع مصادر التمويل الرئيسية في المصارف وهي قصيرة الامد بطبيعتها ، في حين تقرض لاماد بعيدة وعندما تهتز ثقة المودعين ويهرعون للمصارف لطلب ودائعهم تفلس تلك المصارف وتكون بؤرة لتوليد المزيد من المشاكل ، كما حصل مع مصرف **Bearn Stearns** عام 2007 – 2008 . وعندما تتردد المصارف عن الاقراض بسبب تزايد المخاطر او تمتنع عن مزاوله دورها لعدم كفاية راس المال او نقص السيولة تنشأ حالة العسر الائتماني **credit crunch** .

لكن الازمات تتفاوت في منشئها ومداهما الزمني واثارها . وهي ان لم تبدأ في سوق الاوراق المالية ، الاسهم بالذات ، فسرعان ما تنتقل اليه وهو الذي كان ولم يزل يتصف بالحساسية العالية والتطاير **Volatility** ، حتى اصبح الانهيار السريع في اسعار الاسهم يمثل تحدياً" كبيراً لنظام الحياة الاقتصادية الحديث والمعاصر ، اذ لا توجد ارضية ، تقريباً" ، ترتد عنها اسعار الاسهم عندما تسقط . والمشكلة ان اسعار الاسهم قد تستغرق مدة طويلة كي تستعيد مستوياتها قبل الازمة وقد وصلت الى ربع قرن في ازمات سابقة .

وعندما تعصف الازمة باسواق الائتمان والاسهم معاً" وهي على نطاق واسع وحجم كبير ، تعجز الاليات التلقائية والوسائل التعويضية المدبرة عن حماية الاقتصاد الحقيقي من آثارها وهو ما حصل في الازمة الاخيرة . وهكذا تعثرت قطاعات الصناعة والبناء والتشييد والخدمات فتوقف النمو بل وانخفض الناتج واتسعت البطالة .

من المشتركات الثابته بين الازمة الاخيرة والسابقات انخفاض الناتج المحلي الاجمالي واسعار الاسهم .

اما اسعار الفائدة والتضخم واسعار الصرف فأن سلوكها يتفاوت فيما بين الازمات ، ولا يوجد ارتباط ثابت في الاتجاه والمقدار بين تلك المتغيرات من جهة والنتائج المحلي واسعار الاسهم من جهة أخرى ، ومن الجدير بالذكر ان الازمة الاخيرة ادت الى تغيرات عنيفة ، نسبيا في سعر صرف الدولار تجاه العملات الرئيسية الاخرى .

لقد انتقلت الازمة الى شركات الاعمال بسبب انخفاض اسعار اسهمها كثيرا ، وهي مدينة ايضا ، فاصبح صافي الاستحقاق Net worth حرجا واحيانا سالبا . . ومن الطبيعي ان تتأثر الشركات ذات نسب الدين العالية الى راس المال المملوك Debt to Equity على نحو اشد . وحتى اصبح من الصعب على الشركات تسويق سنداتها Corporate bonds ، كما تعذر زيادة راس المال التساهمي Equity Capital ، وتفيد الاخبار ان شركات كانت اسهمها رانجة قبل الازمة اضطرت الى اصدار اسهم باسعار واطنة وربما اقل من 20% مما كانت عليه .

فالشركات الخاسرة ، والمعرضة الى اعلان الافلاس والتصفية ، في حالة عدم تدخل الحكومات ، لم تكن جميعها تعاني من ضعف الاداء او سوء الادارة او مشاكل تسويق بسبب التضخم في سوق ضيق ومنافسة حادة ، بل ان الازمة ادت الى افلاسها ، اذ تعرضت القيمة السوقية لاسهمها الى مزيد من التدهور وفي ذات الوقت تفتقر الى الضمانات لعقد قروض جديدة . لان راس المال المملوك هو الضمان وعندما اصبح لا يغطي الدين بالقيمة السوقية دخلت الشركة في نطاق الافلاس .

تلك الحالات اجبرت الحكومات على التدخل لشراء اصول بعض الشركات الخاسرة او تقديم ضمانات لقروضها على امل انقاذها .

من الواضح ان سلطات الدول الغربية لا تكثرث الان بما يسمى Moral hazard وهو المصطلح الذي يطلق على حالة تواكل المؤسسات على الدعم ، والقروض الميسرة وامكانية التملص من السداد ، او نوع من عدم الاحساس بالمسؤولية الاخلاقية تجاه الموارد وعدم الاكتراث بالكفاءة والانضباط المالي ، ولذلك تندفع الى ضخ السيولة بوسائل مختلفة لايقاف التداعي ومحاولة استعادة عمل القطاع المالي ، اذ وصلت الامور الى تهديد الاقتصاد بأكمله .

ولذلك بادرت الحكومات بتبني مختلف الاجراءات التي لم تكن تتصور قبولها بالامس الى حد التأميم . وكل تلك السياسات من اجل عدم تكرار ازمة الثلاثينات ، والتي يعتقد ان السياسات الحكومية الكلاسيكية ادت الى تفاقمها في حينها .

واصبح من المعلوم ان القطاعات التي تعتمد اكثر على التمويل الخارجي ، من المصارف والسوق المالية ، يكون ادائها اسوأ ايام الازمات المالية . وتتضرر المنشآت الصغيرة والمتوسطة والانشطة العائلية اكثر مع الازمات المصرفية بحكم كونها اكثر اعتمادا على المصارف للتمويل .

من الواضح وجود خطورة على المستويات الكلية اصلا ولا تنحصر المشكلة في قطاع معين او قسم من اقسام السوق المالية . فعندما يكون الاقتصاد مثقلا بالدين تكون الانتكاسة في القروض العقارية واطنة المستوى Subprime هي الفشة التي تقصم ظهر البعير . في الازمة الحالية يبدو ان تغذية عكسية سلبية قد نشأت Negative feed back loop بين الاقتصاد

الحقيقي والقطاع المالي وهذه لها اثار بعيدة الامد اضافة على عدم معرفة حجم الاموال المطلوبة لانقاذ المصارف والمؤسسات المالية المتضررة الاخرى

ومع الانتشار العالمي للازمة فقد تكون اعنف في البلدان النامية ذات القدرات المحدودة في الحصول على تمويل اجنبي . وعندما تكون ازمة المصارف اكثر حدة .

تمثل التغذية المتبادلة بين النظام المالي والاقتصاد على نطاقه الاوسع تهديدا " جديا" بالكساد . لقد توافقت الخسائر الهائلة مع انخفاض اسعار الموجودات وهبوط النشاط الاقتصادي . وكل ذلك يثير التساؤلات حول وجهة الاتساع الذي احرزه النظام المالي **Financial System** في الاقتصاد العالمي خلال العقود الاخيرة .

من المستبعد ان يشهد العالم كسادا" كالذي حصل في الثلاثينات من القرن الماضي ، فالبنوك المركزية واعية لوظيفتها بصفتها المقرض الاخير وهناك ضمانات للمطلوبات المصرفية وشبكات الحماية الاجتماعية واسعة وقوية والبنوك المركزية ايضا" مستعدة للتعاون على النطاق الدولي . كل ذلك يحول دون سقوط الاقتصاد الى كساد عميق .

دللت الازمة على ان البنوك المركزية ينبغي ان تتجه نحو منظور النظام الاشمل – **System** " **Macro prudential approach** " والحكمة الكلية في الضوابط والرقابة .

ان فقدان المستثمرين ، وارباب العمل والمستهلكين للثقة هو مشكلة كبيرة ، ولذلك لابد من استعادة تلك الثقة اولاً" بالجدارة المالية للمؤسسات وعلى المستوى العالمي ، وان تتخذ اجراءات كافية لازالة خطر تكرار ازمة الثلاثينات .

الاستجابة المنسقة على المستوى الدولي مطلوبة لاحتواء الازمة ولقد تبين عام 2008 ان الاجراءات المنفردة لا تكفي لمواجهة هذه الازمة . هذا لا يعني ان جميع الاقطار يعملون الشيء نفسه .

ان الصورة الكلية لاقتصاد العالم سوف ترسم من خلال التفاعل بين اقتصاد الدول الناهضة والمتقدمة ، فلم تعد المحاور الثلاثة : الولايات المتحدة الامريكية واوربا واليابان تقرر وضع الاقتصاد الدولي . اذ اصبحت الصين ، ومعها مجموعة من الدول المصنعة حديثا" والنشطة في مضمار النمو ، بمجموعها لاعبا" رئيسيا" بل ينظر الى الصين لوحدها بصفة المنقذ من الازمة الحالية .

الأزمات السابقة ومشاركاتها مع الازمة الراهنة

١ – ازمة الثلاثينات:

لقد حدثت ازمة الثلاثينات ١٩٢٨ – ١٩٣٣ بعد توسع استثنائي بالقروض الى القطاع الخاص التي وصلت عام ١٩٢٩ الى ٢٥٠% من الناتج المحلي الامريكي آنذاك ، وايضا" ازداد عرض النقد بوتيرة مماثلة في السرعة . بعد ذلك حدث تقلص مفاجيء بالسيولة ، بسبب

الفشل ، في تسديد القروض الذي قاد الى عسر أئتماني شديد Credit Crunch . ادت الازمة الى اختفاء نصف عدد المصارف الامريكية تقريبا" .

كان الاقتصاد الامريكي نشطا" وينمو جيدا" والتفاؤل في مستقبله عاليا" . تلك فترة ذهبية شهدت اختراعات وابتكارات في مجالات صناعية عديدة ومنها : الراديو والسيارات والسفن والهاتف .

وتصاعدت اسعار الاسهم للشركات الرائدة في تلك الانشطة مثل شركة الراديو الامريكية RCA وشركة صناعات السيارات GMC .

ارتفع الرقم القياسي لاسعار الاسهم ، Dow Jones ، بنسبة % ٦٠٠ بين ٢٤ آب ١٩٢١ و ٣ ايلول ١٩٢٩ .

بدأ النزول في ٢٤ تشرين الاول ١٩٢٩ (يوم الخميس الاسود) ، وفقد Dow Jones ٨٩% من قيمته عند وصوله الى ارضية الهبوط في تموز ١٩٣٢ .

وكان الاحتياطي الفدرالي قد رفع سعر الفائدة في خضم الازمة ، لحماية الدولار وقاعدة الذهب ، وزادت الحكومة الامريكية التعرفة الكمركية وحافظت على فائض في الموازنة العامة . تلك السياسة بدأت الحكومة مغادرتها تدريجيا" بعد مجئ روزفلت في آذار عام 1933 والسياسة الاقتصادية الجديدة New Deal . ولم يسترجع الاقتصاد الامريكي عافيته الا في الحرب العالمية الثانية .

واهدت المانيا الى الاشغال العامة ، Public Works ، لزيادة الطلب الكلي وانعاش الاقتصاد عن هذا الطريق . لقد تراوح انخفاض الناتج بين % ٢٥ - % ٣٠ في الولايات المتحدة الامريكية واكثر البلدان الاوربية تأثرا" بالازمة ووصلت البطالة الى مستويات مماثلة في ظروف لم تكن الاعانات والتأمينات الاجتماعية كما هي في عالم اليوم .

لقد درست الازمة التي سميت الكساد الكبير Great Depression جيدا" . وكانت السياسات الحكومية موضوعا" لنقد جذري من قبل جون ماينارد كينز ، خاصة ، في نظريته العامة التي صدرت عام ١٩٣٦ ، والتي ارست المقدمات النظرية لتدخل الدولة ومن خلال السياسة المالية بالذات . اضافة على مناقضة الفرضيات الكلاسيكية في تحديد المستوى العام للاسعار وسعر الفائدة . ولقد هيمنت النظرية الكنزية في السياسة الاقتصادية على اوساط القرار في الغرب حتى نهاية السبعينات .

ازمة أسعار النفط والغذاء 1973 – 1974 :

عندما قلصت الدول العربية انتاج النفط اواخر عام 1973 ادى ذلك الى ارتفاع اسعاره بما سمي الصدمة النفطية . و بدأت مقدمات الازمة عام ١٩٧١ مع ارتفاع اسعار الغذاء وتخلي الولايات المتحدة الامريكية عن قاعدة التبادل بالدولار . ولقد اشتدت الصدمة باندلاع الازمة النفطية في تشرين الاول عام 1973 ، والذي كان تقليص الانتاج النفطي ارتباطا" بحرب

تشرين الاول احد اسبابها . وتوالت الاحداث في اجواء من عدم الامان بعد انهيار نظام بريتون وودز .

تدهور سوق الاسهم في الولايات المتحدة الامريكية بين كانون الثاني 1973 وكانون الاول 1974 ، مؤثرا" على جميع اسواق الاسهم الرئيسية في العالم ، خاصة المملكة المتحدة .

لقد فقد داو جونز %45 من قيمته . وتأثرت الدول الصناعية الاخرى بصورة مقاربة . و تأخرت الاسواق في استعادة مستويات ما قبل الازمة ، وكانت المانيا الاولى في التعافي اذ استعادت تلك المستويات عام 1985 ، والمملكة المتحدة عام 1987 والولايات المتحدة عام 1993 .

بين 1972 – 1974 تراجع معدل نمو الناتج المحلي الاجمالي في الولايات المتحدة الامريكية من %7.2 الى %2.1 ، بينما ارتفع معدل التضخم من %3.4 عام 1972 الى %12.3 عام 1974 .

وكذلك انخفض معدل النمو في المملكة المتحدة من %5.1 عام 1972 الى %1.1 عام 1974 ، وتساعد معدل التضخم الى %25 عام 1975 عندما بدأت مرحلة التضخم الركودي ، وعلى اثرها بدأ الاحتياطي الفدرالي في خفض سعر الفائدة تدريجيا" من %6.25 الى %1 لتحفيز الطلب .

يمكن القول ان ازمة السبعينات انطلقت من القطاع الاولي ، الزراعي والنفطي ، وتعززت بالسياسات الامريكية ومنها ، اضافة على تعويم الدولار ، تخلي الحكومة الامريكية عن سيطرتها على اسعار النفط في بلادها . وادت التوقعات دورها . لقد تفاقمت الازمة ايضا" عبر حلقة تبادل تأثير سلبي ثلاثي : القطاع الاولي ، سوق الاسهم ، وبقية قطاعات الاقتصاد . وبينت الوقائع استجابة سعر النفط لتقليص العرض وعلى نحو شديد ، اذ ارتفعت اسعاره الى اربعة امثالها من 3 دولار عام 1973 للبرميل الى 12 دولار للبرميل نهاية عام 1974 . وبعدها ظهر التضخم الركودي والذي كان يمثل تحديا" للمنهج الذي تقوم عليه السياسات الاقتصادية آنذاك .

أزمة 1987 :

وسط الثمانينات كان التفاؤل على اشده ، ومن آب 1982 وحتى آب 1987 ارتفع Dow Jones الى %350 . وكانت الارقام القياسية لاسعار الاسهم قد وصلت في اكتوبر 1987 سوق الى %296 في الفترة ذاتها .

والسيولة عالية اذ ازداد عدد الاسهم المتداولة في NYSE من 65 مليون الى 181 مليون . حدث انهيار في 19 تشرين الاول 1987 ، ويسمى الاثنين الاسود ، عندما انخفض Dow Jones بنسبة %22.6 في يوم واحد . وايضا" ، انخفض مؤشر S & P500 بنسبة %20.4 .

وبين 14 – 19 تشرين الاول بلغ انخفاض Dow Jones %31 . اتسع الانهيار الى النطاق العالمي وسجلت هونكونك انخفاضا" بنسبة %5.8 وهو الاشد بين 23 دولة صناعية اقلها تضررا" النمسا بنسبة %11.4 .

وبدأت الازمة في وقت رواج المخاوف حول احتمال انخفاض سعر الدولار عندما رفعت المانيا سعر الفائدة وحسنت المارك آنذاك ، وفي خضم الجدل حول اسعار الصرف والفائدة والخوف من التضخم في الولايات المتحدة الامريكية .

لقد كانت الآثار الاقتصادية المباشرة للانهييار محدودة واستعادت اسعار الاسهم مستوياتها السابقة بسرعة . ادى تخفيض سعر الفائدة في المملكة المتحدة الى فقاعة 1988 – 1989 في سوق السكن والضغط على الجنيه الاسترليني والتي قادت فيما بعد الى تخفيض قيمة العملة في 1992 .

لقد دلت الازمة على ترابط الاسواق المالية وتوقعات اوساط الاعمال على المستوى العالمي Global ، أكثر من اي وقت مضى ، وان تغيرات السياسة الاقتصادية في بلد ما تؤثر على الاسواق حول العالم من خلال التوصيل المالي Financial contagion .

لكن هذه الازمة ليست مماثلة في الاضرار التي الحقها بالاقتصاد لأزمة السبعينات او الازمة الحالية ، بل من المشكوك فيه انها تعدت السوق المالية وهو ما شجع على الاعتقاد في عام ٢٠٠٧ وبداية ٢٠٠٨ ، من ان الازمة الحالية ستبقى داخل نطاق قطاع المصارف والمال ولا تؤثر في النمو الاقتصادي .

الازمة الآسيوية لعام 1997 :

بدأت الازمة الآسيوية عام 1997 عندما عجزت المصارف ، ايضا" ، عن مواصلة الاقراض في ذروة التوسع المقترن بتدفق الاستثمار الاجنبي الى تلك البلدان ، ثم تداخلت مع اثر التوقعات السلبية ، واضطراب اسعار الصرف ، ثم التدفق العكسي للموارد . شهدت بلدان آسيا صعودا" في الاستثمار الاجنبي نتيجة لتحرير العمليات الرأسمالية في ميزان المدفوعات ، او الانفتاح المالي . واقترن ذلك بنظام مصرفي ضعيف واستطاعت الكثير من الشركات في بلدان النور المبالغة في الاقتراض . وتعايشت السياسة الاقتصادية مع عجوزات كبيرة في الحساب الجاري ، ممولة طبعا" بالتدفق الرأسمالي من الخارج . لقد ارتفعت اسعار الاسهم كثيرا" وبصفة عامة بدأت تظهر تناقضات بين ما يجب ان تكون عليه بموجب الاساسيات الاقتصادية Economic Fundamentals وسوق راس المال . وظهرت الازمة بعد تعويم الحكومة التايلندية لعملتها . ولقد اصبح واضحا" ان الحكومات الآسيوية ليست لديها الاحتياطات الكافية للدفاع عن عملاتها . وبعد ان اضطرت توقعات المستثمرين تخلوا عن موجوداتهم بالعملات المحلية وتهافت اسواق الاسهم .

بعد انتشار الازمة شهدت عملات جنوب آسيا واليابان ضعفا" تجاه الدولار واستمرت اسعار الاسهم بالانخفاض . والدين الخاص تزايد كثيرا" ، وعجزت البنوك المركزية عن تحاشي مخاطر اسعار الصرف واتجه المضاربون بالتخلي عن العملات الوطنية .

ولقد تزايد اقراض المصارف للحكومة من %١٠.٠ من مجموع موجوداتها عام ١٩٩٥ الى %٢١.٠ عام ٢٠٠١ . بل اصبحت قروض المصارف للحكومة بالعملة الاجنبية تشكل %٢١ من قروضها بالعملة الاجنبية . مثل الصين ، الهند ، تاوان ، سنغافورة ، بروناي وفيتنام .

لقد تضررت البلدان المعنية إذ انخفض الناتج المحلي بنسبة 13.7% في اندونيسيا و 8% في تايلند و 5.5% في كوريا الجنوبية و 5.1% في هونكونك وتضررت ايضا" ماليزيا ولاوس والفلبين . وازدادت البطالة ايضا" في تلك البلدان ، كما هو متوقع ، وتأثرت البلدان الآسيوية الاخرى .

يوجد شبه بين بداية الازمة الآسيوية والازمة الحالية من جهة انطلاقها اصلا" من قطاع المصارف ، وبعد تجاوز الائتمان المستويات التي تسمح بها الاساسيات الاقتصادية . وتختلف عن الازمة الحالية في التأثير المباشر والحاد للتدفقات الخارجية عند انسحابها المفاجيء في عملية تحويل سريعة للموجودات من العملات المحلية الى الاجنبية ، وانتقالها الى خارج بلدان الازمة .

كما ان تغير اسعار الصرف كان دورها في الازمة الآسيوية فريدا" وهذه سمة الاضطراب المالي في البلدان النامية والناهضة . ورغم الاثار المدمرة على الاقتصادات الآسيوية في وقتها الا ان تأثيرها على الاقتصاد الاوربي والامريكي بقي محدودا" .

لقد حدثت الازمة الآسيوية في اوضاع مختلفة تماما" اذ كان الاقتصاد الصيني في بدايات صعوده الذي تأكد في بداية الالفية الجديدة ، كما ان الاقتصاد الياباني لم يكن في احسن احواله اذ لازالت عواقب ازمتة التي بدأت في مطلع عقد التسعينات ضاغطة على قطاعه المالي .

لقد غيرت تلك الازمة السياسات الاقتصادية للدول الآسيوية ، وخاصة باتجاه التحوط ، وحماية اسواق واسعار الصرف بمراكمة احتياطات تفوق الاحتياجات بالمقاييس المتعارف عليها .

أزمة روسيا عام 1998

تولدت أزمة روسيا اساسا" من سوق الصرف ، وسعر الصرف ، بعد انهيار المود النفطي الذي هو مصدر رئيس لعرض العملة الاجنبية . وأدى هروب راس المال الى مزيد من تدهور قيمة الروبل . وبالتزامن مع الانخفاض الحاد في سعر النفط الذي كان له اثر سئ على الاقتصاد الروسي والمالية العامة على حد سواء .

ان المبالغة في قيمة العملة الروسية ، سابقا" ، والعجز المالي المزمن تضافرتا في تعميق الازمة .

يوم 13 آب يمكن وصفه بيوم الانهيار ، وذلك عام 1998 ، حيث اندفع المستثمرون للتخلي عن الموجودات الروسية مما قاد الى انخفاض اسعار الاسهم بنسبة 75% . وعندما سمحت الحكومة بتعويم الروبل انخفض سعره بنسبة 60% خلال شهر واحد .

بلغ التضخم في روسيا ، عام الازمة ، 84% وفي اسعار الغذاء 100% ، والغريب ان اسعار المستوردات تصاعدت الى اربعة امثال ما كانت عليه قبل الازمة مع شحة واضحة في السلع الاستهلاكية عموما" .

لقد ساعد ارتفاع اسعار النفط خلال 1999 – 2000 في انقاذ الاقتصاد لروسي .

الازمة الروسية يمكن تسميتها صدمة ميزان مدفوعات في بلد نفطي . وتلك الصدمة تكون مزدوجة في وقعها على سوق الصرف والموازنة المالية العامة في آن واحد . لم تنتشر الازمة الروسية الى بلدان اخرى .
ويوجد بعض الشبه بين هذه الازمة والازمة الاسيوية ولذلك اتبعت روسيا السياسة ذاتها ، فيما بعد ، اذ عمدت الى مراكمة احتياطات ضخمة لمواجهة الانخفاض الحاد والمفاجيء في المورد النفطي .

ازمة دوت كوم عام ٢٠٠٠

منذ عام 1995 تصاعدت اسعار الاسهم في البلدان الغربية الى مستويات لم يسبق لها مثيل محفزة بنمو قطاع الانترنت والتكنولوجيا ، وفي الولايات المتحدة الامريكية ارتفعت ، ايضا ، اسعار المساكن واسعار السلع . كما ساعد انخفاض اسعار الفائدة للسنتين الاخيرتين من عقد التسعينات على المباشرة بكثير من المشاريع الاستثمارية دون حذر .

لقد كان قطاع الاعمال يعمل بيسر انتمائي دفعه الى مغادرة النموذج التقليدي ، وقد وصل حجم دين القطاع الخاص %٣٥٠ من الناتج المحلي الاجمالي عام ١٩٩٩ قبل الازمة ، وهذه خاصية تتكرر في جميع الازمات وتشكل مقدمة لها ، والتي يطلق عليها تجاوز الائتمان حدود الاستدامة Sustainability . في ذروة الانتعاش رفع الاحتياطي الفدرالي سعر الفائدة ، وفي آذار عام 2000 اقتربت الفقاعة من الانفجار ثم تدهورت الاسهم ، اذ انخفضت بنسبة %78 بمقياس NASDAQ حتى تشرين الاول من عام 2002 . ان فقاعة دوت كوم اتصلت بصدمة الهجوم على مركز التجارة في 11 ايلول . على اثرها بدأ الاحتياطي الفدرالي في خفض سعر الفائدة تدريجيا" من %6.25 الى %1 لتحفيز الطلب .

لقد ادت الازمة الى تجميد توظيف القوى العاملة ، وتسريح بعض العاملين وايضا اندماجات في كثير من الصناعات ، وخاصة ذات العلاقة بالانترنت والاتصالات . وفي هذه الاثناء ظهرت الى السطح انواع جديدة من الفساد الاداري مثل الممارسات المحاسبية غير القانونية في حالة وورلدكوم World com التي تسببت باكبر حادثة افلاس حتى ذلك التاريخ .

من دوت - كوم الى الازمة الراهنة :

يعتقد البعض ان الازمة المالية هي مثال ممتاز لنظرية دورة الاعمال النمساوية . والتي تضع المسؤولية على البنوك المركزية التي تعتمد سياسات تدفع الائتمان الى تجاوز الحد الذي تسمح به الاساسيات الاقتصادية Economic Fundamentals . وعندما يصل الانتعاش الاصطناعي الى الذروة ينهار في النهاية . وقد توقع انصار هذه النظرية الازمة الحالية . وتلعب تغيرات سعر الفائدة دورا" كبيرا" في مسلسل الاحداث الذي تمثل الازمة ذروته ، في نظر المدارس السائدة في التحليل الاقتصادي . وقد يعود ذلك الى اعتماد الاحتياطي الفدرالي ، البنك المركزي للاقتصاد الذي انطلقت منه العاصفة ، سعر الفائدة اداة رئيسية في السياسة النقدية .

وارتباطاً" بما تقدم يلجأ الاقتصاديون الى مفهوم منحني العائد **Yield Curve** والذي تمثل الآماد الزمنية لسعر الفائدة على محوره السيني وسعر الفائدة على محوره الصادي ، ويسمى ايضا" منحني البنية الزمنية **Term Structure** للفائدة .

عندما تكون اسعار الفائدة للامد القصير ادنى منها للامد البعيد يكون شكل المنحنى ذو ميل موجب **Positively Sloped** . ويشجع هذا الوضع على التوسع في عرض النقد ، لان مؤسسات الاستثمار المالي سوف تقترض للامد القصير وتقرض للامد البعيد . وهذه الفعالية تنطوي ، بطبيعة الحال ، على قدر من الخطورة ولكنها خطورة نظامية **systemic** اذ لا يمكن تصور عمل النظام المالي بدونها ويطلق عليها عدم تطابق الآماد بين جانبي المطلوبات والموجودات .

ويؤدي التوسع النقدي أنف الذكر الى تنشيط الاقتصاد ولكن ايضا" يهدد بالتضخم . وثمة خطورة يتعرض لها الاقتصاد عندما ينعكس المنحنى **Inverted Yield Curve** لان كلفة التمويل تتجاوز عوائد الاستثمار وهو وضع غير قابل للاستدامة .

بعد انهيار دوت - كوم عام ٢٠٠٠ وهبوط اسعار الاسهم عام ٢٠٠٢ ، كانت ردة فعل الاحتياطي الفدرالي حادة ، اذ خفض سعر الفائدة على القروض للمصارف ، **Fed Funds Target Rate** ، من ٦.٥% في كانون الثاني عام ٢٠٠١ الى ١% في حزيران ٢٠٠٣ ، وابقاه على هذا المستوى المنخفض لمدة سنة . وبذلك اصبح منحني العائد ذو ميل موجب شديد الارتفاع وهو ما يحفز على التوسع في الائتمان عندما أصبح سعر الفائدة على حوالات الخزينة لثلاثة اشهر ٠.٨٨% وعلى السند الحكومي لثلاثين سنة ٥% .

وفي رأي البعض لا بد ان يؤدي هذا الوضع الى تضخم ، لكن التضخم حدث في اسعار الموجودات وليس في السلع والخدمات . ويفسر ذلك بإمكانية استيراد السلع باسعار رخيصة . طبعاً ، وكما سيتبين في موقع آخر من هذا البحث ، ان ذلك لم يكن ليحدث لولا العولمة التي اغرقت الاسواق المالية الامريكية بسيولة رخيصة . تلك المقدمات قادت الى فقاعة المساكن التي وصلت ذروتها عام ٢٠٠٥ .

في حزيران ٢٠٠٤ بدأت دورة جديدة لسعر الفائدة حيث اخذ سعر الاقراض من الاحتياطي الفدرالي يرتفع تدريجياً" وينقلص مدى الفارق بين اسعار الفائدة للامد القصير والبعيد **Spreads** وتبعاً" لذلك ينخفض الميل الموجب لمنحنى العائد . يعتقد ان السياسة النقدية المتشددة في هذه المرحلة دفعت نحو تقليص الطلب على الائتمان للامد البعيد وتباطؤ النمو الاقتصادي ، ويقترن ذلك باقتراب منحني العائد من الوضع الافقي **Flat** تقريباً" وذلك في تشرين الاول ٢٠٠٦ بعد ان وصل سعر الفائدة للامد القصير ٥.٢٥% في حزيران من نفس العام .

وفي آذار ٢٠٠٧ اصبح منحني العائد يوصف بالمنعكس **Inverted** ، في حينها اشتدت المخاوف من التضخم وكانت فقاعة المساكن قد انفجرت . وفقاعة النفط لا زالت تتكون عندما وصل سعره الى حوالي ١٤٠ دولار للبرميل عام ٢٠٠٨ قبل انهياره بعد تفاقم الازمة المالية .

يبدو ان التوسع في القروض العقارية كان بارادة سياسية ، لتوفير مساكن رخيصة لذوي الدخل المحدودة والجدارة الائتمانية الواطنة . كما ان التشريعات ساعدت على تخفيض الضوابط والاجراءات الرقابية كانت متراخية .

ويقع اللوم ايضا" على ما يسمى النظام المصرفي الظلي والذي لا يخضع لنفس الضوابط واجراءات الاشراف التي تزاو على المصارف الاعتيادية .

الازمة المالية في الارجنتين ٢٠٠١ - ٢٠٠٢ :

لقد ركزت الادبيات في دراسة ازمة الارجنتين ، ٢٠٠١ - ٢٠٠٢ ، على الاختلال الكلي الذي تصاعد في التسعينات . والذي استمر خارج السيطرة حتى ادى الى ابطال العمل بنظام مجلس العملة Currency Board ، واعلان الحكومة الافلاس عام ٢٠٠٢ . وركزت الدراسات على الجانب المالي ، ولوم سياسة الانفاق الحكومي المنفلت في التسعينيات ، جزئيا" ، والذي اقترن مع ازدهار وقوة في النمو وادى الى زيادة نسبة الدين الحكومي الى الدخل القومي اذ وصلت %٤١ عام ١٩٩٨ .
واشير في تفسير الازمة الى مشكلة سعر الصرف ، بكثافة ، مع ايضاح صعوبة الربط بسعر صرف ثابت مع الدولار في اقتصاد يوصف بصغر قطاع السلع المتاجر بها . اضافة على ضعف روابطه التجارية مع الولايات المتحدة الامريكية . اذ يؤدي غياب المرونة الكافية في الاسعار المحلية الى تراجع الانتاج في ظروف التقييم المبالغ به للعملة الوطنية .
وظهر ضعف الاقتصاد الارجنتيني مع التوقف المفاجيء للتدفقات الرأسمالية الخارجية .

تضافرت العوامل المالية وسعر الصرف لزيادة هشاشة الاقتصاد المعروف بتاريخه الطويل مع عدم الاستقرار . الحكومة اصدرت دينها بعملة اجنبية ومع زيادة قيمة العملة المحلية اصبح الحجم الحقيقي للدين اكبر بكثير ولعب القطاع المصرفي دورا" في هذه الازمة . ولقد قيل ان القطاع المصرفي تضرر من الاختلال الكلي قبل الوصول الى الازمة وبدى ضعيفا" في مواجهة مخاطر العملة واخفاق الحكومة في تسديد ديونها ، وواجه هلع المودعين a deposit Run ، مما اضطر الحكومة الى فرض اجراءات تقيد التصرف بالودائع لتحويلها الى عملة اجنبية . بل وفرضت تغيير المطلوبات الى العملة الوطنية بسعر صرف اعلى مما هو معتمد في جانب الموجودات ، وبالتالي ادت تلك الاجراءات الى خسائر في الميزانيات العمومية للمصارف .
انطلقت ازمة المصارف من مراكمة موجودات ومطلوبات بالعملة الاجنبية كانت ضخمة بالمقاييس المتعارف عليها . وايضا" ثقل الدين الحكومي ، والذي يشكل جزءا" مهما" من موجوداتها . وبعد ان بدأت الازمة تزايد الاقبال على سحب الودائع مما فاقم الاضطراب . والملاحظ ان المصارف تتعرض جميعها لنفس الدرجة من الضغوط ونمط الانهيار ، لكن وجد ان المصرف مع راس مال بمستوى جيد ، تمكن من ادارة جيدة لتقليل المخاطر ، او تحاشيها ، ولم يندفع كثيرا" نحو العمليات بالعملة الاجنبية وفي حيازة الدين الحكومي لانها توقعت زيادة مخاطر العملة والدين الحكومي .
وعندما لاحظ المتعاملون ما يكتنف نظام مجلس العملة من مخاطر سارعوا في تحويل نسب متزايدة من حسابات وادائعهم الى العملة الاجنبية . وبالتالي اسهموا في تنامي الدولار في القطاع المصرفي .

وتحيرت المصارف في التعامل مع سلوك المودعين بين السماح لزيادة المطلوبات عليهم بالعملة الاجنبية وزيادة التعرض لخطر تخفيض العملة ، او بمقابلة هذا الاتجاه بزيادة الاقراض بالعملة الاجنبية . اي ان المشكلة ، ايضا" ، في ادارة عدم التطابق ، لكن البديل الثاني يصطدم بعدم استعداد المقترضين للحماية ضد تقلبات سعر الصرف .

ومن جراء ذلك ، وفي سياق تحويل الودائع الى العملة الاجنبية ، اندفع المودعون نحو سحب وادائعهم ، وفي ثلاثة ايام من تشرين الثاني ٢٠٠١ تم سحب %٦ من الودائع . وهذا ما دفع الحكومة الى تقييد الودائع . ولان العجز الحكومي تزايد ، مع تراجع قدرة الحكومة على التمويل

من سوق راس المال العالمي ، اعتمدت كثيرا" على المصارف مما زاد من تعرض الاخيرة الى خطر الاخفاق الحكومي في تسديد الديون .

في نهاية عام ٢٠٠١ اصبح النظام المصرفي في ازمة اذ خسرت المصارف جزءا" مهما" من قيمة موجوداتها .

في شباط عام ٢٠٠٢ اتخذت الحكومة اجراءا" اخر وهو عدم التناظر في تحويل الموجودات بالعملة الاجنبية الى العملة الوطنية . حيث حولت الودائع بالعملة الاجنبية الى الوطنية بسعر صرف ١.٤ من وحدات العملة الوطنية مقابل الدولار ، في حين كان قد وصل في السوق الى ١.٨ من وحدات العملة الوطنية مقابل الدولار ، وابتقت القروض بسعر صرف ، اقل مما تسبب في خسائر كبيرة للمصارف .

ومع ان الحكومة اعتمدت اجراءات لاحقة لتعويض المصارف عن خسائرها ، جراء التحويل غير المتناظر آف الذكر ، ووفرت لها سيولة بما يعادل ٢% من الناتج المحلي الاجمالي ، و عادت بعض الودائع الى النظام المصرفي ، الا ان دور المصارف في الوساطة المالية بقي ضعيفا" وارباحها واطنة .

ومن المفهوم ان الودائع تنمو بسرعة في الارجتين فيما ان استتبت الاوضاع نهاية عام ٢٠٠٢ حتى عادت الودائع الى تزايدها كما في سابق عهدها ، فنمت بمعدل سنوي ١٩% وفي عام ٢٠٠٣ ٢٦% ، الا ان الائتمان نما بمعدل اقل بكثير من نمو الودائع .

وبملاحظة دور التعامل بالعملة الاجنبية في الازمة الارجنتينية نستعرض بعض المؤشرات فيما يأتي (Adolfo Barajas etal) : ارتفعت نسبة المطلوبات بالعملة الاجنبية الى مجموع المطلوبات من ٦٠% عام ١٩٩٥ الى ٧٠% عام ٢٠٠١ .

وفي الودائع ، وهي جزء من المطلوبات ، ارتفعت من ٥٤% عام ١٩٩٥ الى ٦٨% عام ٢٠٠١ والموجودات من ٥٩% الى ٦٩% والقروض من ٦٣% الى ٧٢% لنفس الفترة . ونتيجة لذلك التطور اصبح المركز المالي للمصارف بالعملة الاجنبية سالبا" ، للقطاع المصرفي بأكمله ٣% وللمصارف الاجنبية ٥% . وتعد الارجتين من جملة الامثلة على هيمنة العملة الاجنبية في نشاط المصارف لدولة ناهضة .

ازمة الارجتين بينت نمطا" يمكن ان يتكرر في دولة حاولت تثبيت سعر الصرف مع عدم استقرار متأصل في ميزان مدفوعاتها وتعاني عجزا" في موازنتها العامة ، واتجه نظامها المصرفي نحو مزيد من الدولار .

ثامنا" : مقارنة بين الازمة اليابانية في التسعينات والازمة الجارية : الوقائع والسياسات

بدأت أزمة اليابان والتي تسمى فقاعة الاسعار اليابانية بارتفاع سريع ومتواصل في اسعار العقار والاسهم عام ١٩٩٠ اعقبها فتور دائم . وتعد من الازمات المستمرة الى وقت بدء الازمة الأخيرة وتداخلت معها . إن الحجم الكبير لأقتصاد اليابان ، وتمثله مع الأقتصاد الأمريكي في خصائص ما بعد الصناعة ، وثقل القطاع المالي فيه ، يجعل من المجدي مقارنة مسار ازمته مع الأقتصاد الأمريكي ، وذلك رغم إختلاف النظام المالي بينهما إذ يركز الأمريكي على السوق ، في حين يقوم الياباني على المصارف .

لقد شهدت اليابان فقاعة الموجودات ، بين ١٩٨٦ - ١٩٩٠ ، والتي اتصفت بالتوقعات المتفائلة والثقة بالنظام الاقتصادي الياباني في فترة ما بعد الحرب . وقد شجعت الحكومة اليابانية الادخار من الدخل وحافظت بذلك على فائض تجاري كبير ، وكان الين يرتفع سعره مقابل العملات الاخرى .

المصارف توسعت في منح القروض الخطرة ، وكانت القروض يسيرة ومتوفرة دائما" والمضاربة ، تقريبا" ، لا يمكن تحاشيها . لقد استفادت اسواق العقار والاسهم من الازدهار الاستثماري ، و انفجرت الفقاعة عام ١٩٩٠ واستمر التراجع حتى عام ٢٠٠٣ . وكان تأثر النظام المالي بأسعار المساكن مماثلا" الى حد كبير لما حصل في الازمة الحالية .

لقد انزلت اليابان فيما بعد الى فخ السيولة Liquidity Trap وبقيت فيه لاكثر من عقد ، اذ عجز البنك المركزي عن استخدام ادوات السياسة النقدية استخداما" ذو معنى حيث بقي سعر الفائدة قريبا" من الصفر .

الحكومة اليابانية من اكثر الدول مديونية في العالم اذ تبلغ نسبة دينها ١٨٢% من الناتج المحلي .

هناك فروقات ومشاركات ، في الحالتين كانت فقاعة كبيرة تولدت ثم انفجرت ، وتطلب الامر مدة من الزمن لكي يدرك العموم وصانعو السياسات ما الذي كان يحدث .

في اليابان وصلت اسعار الاسهم قمتها في كانون الاول 1989، بينما كانت ذروة النشاط الاقتصادي في شباط 1991 ، وصلت اسعار الاراضي ذروتها في ايلول 1991 ، بينما حصل اول تخفيض لسعر الفائدة في تموز ١٩٩١ . في الولايات المتحدة الامريكية بدأت اسعار المساكن تميل الى التوقف عن الارتفاع في الربع الاول من عام 2006 ووصل الرقم القياسي لاسعارها القمة في حزيران 2006 ، بينما ظهرت بوادر الاضطراب المالي في آب 2007 ، واول تخفيض لسعر الفائدة اتخذ في ايلول 2007 ، في الحالتين تأخر تخفيض سعر الفائدة مما يعني صعوبة تمييز الفقاعة في الزمن الحقيقي ، وهي تتكون وتنفجر والسياسة النقدية تأتي متأخرة .

وثمة تماثل آخر وهو ان السياسة النقدية تكون مقيدة ، او مكتوفة الايدي تقريبا" ، عند انهيار الاوضاع بعد انفجار الفقاعة . لان المصارف تصاب بالشلل لعدم كفاية راس المال . ان سلاح سعر الفائدة الذي تستخدمه البنوك المركزية يصبح عديم الفاعلية . ويصبح من الصعب جعل التخفيضات في سعر الفائدة فعالة لتنشيط الاقتصاد . ولذلك فإن الاحتياطي الفدرالي وبقية البنوك المركزية لجأت الى ضخ السيولة كما فعل البنك المركزي الياباني في التسعينات . ولجأ اليابان ايضا" الى اطالة مدد السداد للمساعدات التي قدمها وتوسيع نطاق الضمانات المقبولة للتوسع في تقديم القروض بسبب اتساع الحاجة الى السيولة .

وقدم البنك المركزي الياباني آنذاك ايضا" قروضا" الى مؤسسات حيازة الاوراق المالية وقام بشراء الاوراق الناشئة من ديون مهيكلة او مدعومة بموجودات . الفرق ان اليابان عندما استخدمت تلك الوسائل في التسعينات كانت موضع تساؤل في الخارج ، بينما عندما استخدمها الاحتياطي الفدرالي والبنوك المركزية الاخرى عدت مبتكرات مرحب بها . وايضا دلت تجربة اليابان ان تلك الاجراءات لم تكن كافية وقد لا تكفي ايضا" للخروج من هذه الازمة .

ومن الفروقات ايضا" ان اليابان تأخرت في اعادة رسملة المصارف حتى عام 1998 ، في آذار من تلك السنة ، وتكررت عام 1999 بجولة ثانية من اعادة الرسملة . بينما في الولايات المتحدة الامريكية واوربا باشرت السلطات تلك العملية من وقت مبكر . في ازمة اليابان وطيلة التسعينات تعمدت السلطات اليابانية والمصارف اخفاء الحجوم الكبيرة للخسائر وعندما تكشفت فيما بعد دهش الناس وادى ذلك الى فقدان الثقة .

يدعي البعض ان المصارف ، هذه المرة في الغرب ، كانت اسرع الى الاعتراف بالخسائر وربما يعود السبب ، في جزء منه ، الى ان الازمة بدأت في ادوات قابلة للتسويق وبالتالي فان لها سعر سوق على الاقل من الناحية المبدئية . بينما في اليابان كان الامر مختلف اذ كان يتطلب الامر تقييم القروض العقارية ذاتها وهذا يعزى الى خصائص النظام المالي الياباني الذي يركز على المصارف والنظام المالي الامريكي الذي يركز على السوق .

وتفيد الخبرة ، في اليابان والولايات المتحدة ، صعوبة تقدير التغذية المتبادلة بين الاقتصاد الحقيقي والاضع المالية ، وحدود الاضرار التي تصيب الاقتصاد الحقيقي من ضعف القطاع المالي ، والاثر المرتد من الاقتصاد الحقيقي الى المراكز المالية للمصارف . ستكون الجولة الثانية من الاثار تتابعية ومن خلال عدة قنوات ، وعندما تصبح آلية الائتمان مشلولة سوف يتحاشى المستثمرون والمقرضون المخاطر ويصبح الاستثمار اقل مما هو عليه في اوضاع مغايرة .

ثمة تماثلات اخرى : في البلدين جاءت ارتفاعات اسعار الاسهم بعد فترات طويلة من اسعار فائدة منخفضة ، وفي البلدين جاءت الازمة عقب فترة حميدة من النمو مع تضخم منخفض . و يوجد تفسير مقبول على نطاق واسع لذلك الصعود السابق للازمة ، في اليابان كان يشار الى مؤسسات الاقراض ذات المكانة العالية ، والى آفاق النمو الرحبة وقوة الاقتصاد الياباني ، وفي امريكا غالبا" ما يشار الى النمو العالي للانتاجية ودور تقنية المعلومات .

تحاول المصارف اخفاء خسائرها ، او تؤخر الاعلان عنها ، وتستمر في اقراض شركات على حافة الانهيار ، ومن المتوقع افلاسها ، وهذا يفاقم المشكلة ، في حين يتطلب الامر افصاح المصارف عن خسائرها وخسائر زبائنها ودفعهم لاعلان الافلاس .

في السنوات الاخيرة لا يخشى من الانكماش بمعنى انخفاض اسعار المستهلك فهذه مستبعدة الا في اضيق نطاق .

في اليابان ، مثلا ، كان الانخفاض المتراكم في اسعار المستهلك بين 1997 و 2005 هو فقط 3% بينما انخفضت اسعار العقارات من 60-80% واسعار الاسهم بحوالي 70% ، وكذلك اسعار الاراضي .

وهذه التجربة تؤكد انفصام المستوى العام للاسعار عن اسعار الموجودات ، وان السياسة التي تساعد في السيطرة على التضخم لا تنجح في تحجيم تقلبات اسعار الموجودات . اصبحت دلالة التضخم المنخفض على الاستقرار موضع شك ، ولهذا السبب سوف تثار تساؤلات حول جدوى سياسة استهداف التضخم .

في الولايات المتحدة الامريكية يعاني القطاع العائلي المديونية الزائدة اكثر من بقية القطاعات ، بينما في اليابان كان قطاع الشركات هو الذي يعاني زيادة المديونية ، ويعكس هذا التباين

الفرق الجوهرى بين نمط السلوك اليابانى والامريكى فيما يتعلق بالميل للادخار فهو مرتفع عادة في اليابان فوق الحد المطلوب ومنخفض جدا" في الولايات المتحدة الامريكية دون الحد المطلوب .

كل ازمة لها خصائصها الفريدة وينبغي تحاشي التعميم . ومن المهم تحاشي انهيار النظام وضمان استقراره **Systemic Financial Stability** . يرى البنك المركزى اليابانى انه يتعهد بجعل سعر الفائدة ادنى مما ينبغي بموجب المنهجيات المتعارف عليها مثل قاعدة تايلر **Taylor Rule** .

فاعلية السياسات في تحاشي الأزمة و الأتقاد

السياسات النقدية بين استهداف التضخم واستئناف عمل القطاع المالى :

لازالت القناعة ، على نطاق واسع ، في اوساط القرار وفي الدول المتقدمة بالذات ان سعر الفائدة اهم الدوات السياسة النقدية ، وكذلك لازال التضخم اهم المتغيرات الهدفية للسياسة النقدية .

لكن التغيرات في اسعار الفائدة اصبحت ، تقريبا" مستقلة عن تغيرات معدل التضخم في الولايات المتحدة الامريكية في العقد الذى سبق الازمة الاخيرة .

وفي عموم البلدان ، الناهضة والمتقدمة ، في الفترة التي سبقت انهيار اسعار النفط لم ترتفع اسعار الفائدة النقدية بما يوازي ارتفاع معدل التضخم . وهذا يدل على استجابة لضغوط موضوعية منها : ملاحظة فجوة الناتج والرغبة في الحفاظ على معدل نمو اقتصادى بالمستوى المرغوب لتفادي زيادة البطالة . وايضا" ، تراعى السياسة النقدية حركات سعر الصرف ، اذ عندما ترفع الدولة سعر الفائدة لديها اعلى من شركائها التجاريين لمواجهة التضخم تخشى من ارتفاع قيمة عملتها بسبب زيادة التدفقات الرأسمالية اليها ، للاستفادة من سعر الفائدة المرتفع ، مما يؤدي الى انخفاض صادراتها وتوسع عجز الحساب الجارى في حالة الولايات المتحدة . كما ان حجم السيولة من مصادر اجنبية ، والذي يصعب التحكم به في ظل الافتتاح المالى ، يؤثر موضوعيا" على المستويات التوازنية لسعر الفائدة في السوق ، ولا بد للسياسة النقدية من مجاراته بما قد لا يتفق مع سياسة استهداف التضخم .

عندما تعمق الهبوط الاقتصادى صار هو الهم الرئيس للسياسة النقدية وعمدت السلطات النقدية الى تخفيض سعر الفائدة حتى في فترة تصاعد معدل التضخم قبل انهيار اسعار النفط . وعندما وصل سعر الفائدة الى مستويات قريبة من الصفر ، وتأكد عجزه عند احداث التغيير المطلوب ، لجأت السلطات الى ضخ السيولة من البنوك المركزية والحكومات . تلك التجربة تؤكد تهافت التزم في التنظير للسياسات الاقتصادية ، وخاصة عندما يرتكز ، ذلك التزم ، على فرضيات لا زالت موضع اختبار ولم تتأكد صحتها على نحو حاسم لحد الآن .

في اذار من عام 2008 كان المتوسط المرجح لسعر فائدة البنك المركزى الحقيقى سالبا" في ٢٦ دولة . ومن تلك المؤشرات يستنتج بان ارتفاع التضخم من نتائج فك الارتباط بين البلدان الناهضة والاقتصاد العالمى ، وبدون دليل لتنسيق السياسات النقدية بينهما .

ولقد ساعد ارتفاع اسعار السلع الاولية على رفع معدل التضخم في العالم على الرغم من تعمق الازمة المالية في البلدان الغنية .

من المتوقع ، وعندما تعصف ازمة مصرفية في اقتصاد كبير ، يحدث انخفاض في التضخم او حتى انكماش سعري ، لان اسعار الموجودات تنخفض والانتماء يتقلص ويتباطأ النمو .

لكن حتى صيف 2008 ارتفع معدل التضخم في امريكا وهي مركز العاصفة ، وكانت البنوك المركزية محتارة بين النظر الى ارتفاع اسعار الوقود والغذاء على انه مؤقت ، او ان ارتفاع اسعار الوقود والغذاء من اعراض ضغط عام لارتفاع الاسعار وبالتالي يجب رفع سعر الفائدة للتصدي له .

وقد اختلفت مواقف البلدان الناهضة من التضخم المقترن بارتفاع اسعار النفط ، اذ عمدت بعضها الى السياسات التقليدية ورفعت سعر الفائدة لاعادة التضخم الى المستوى المستهدف ، والاخرى ، خاصة في اسيا ، تأخرت في الاستجابة له مع ان الاجور النقدية اخذت بالارتفاع مع اشتداد الطلب الكلي . شددت الهند اخيرا " سياستها النقدية ، بينما ماليزيا لم تتخذ اي اجراء رغم ان التضخم بلغ 8.5% هناك .

من المتوقع ان تستمر الحكومات والبنوك المركزية في التأميم الكلي والجزئي للمؤسسات المالية المأزومة . وتفرض المزيد من الضوابط على العمل المصرفي وتضخ الاموال لانقاذ المؤسسات الحرجة . وكذلك تديم اليسر النقدي لاستعادة اسواق الائتمان نشاطها الاعتيادي ، وتوسيع نطاق التأمين على الودائع .

يظهر جليا " ان اموال البنوك المركزية ليست كافية لوحدها بل ان الموازنات المالية الحكومية يجب ان تقدم الكثير ايضا " . ولكن المشكلة كيف تغطي الحكومات عجوزات الموازنات المالية في مثل هذه الظروف ، ليست هذه العجوزات تمول بصورة غير مباشرة من البنوك المركزية ايضا " .

المشكلة ، مرة اخرى ، هي ان المصارف والشركات التجارية عندما تعاني نقصا " في رؤوس الاموال لا تستطيع السياسة النقدية العمل بكفاءة . ولا يمكن اعادة الاقتصاد على مسار النمو الا بازالة عدم التوازن والذي يتمثل بفائض المعدات الراسمالية وفائض العمل والدين الزائد عن الحد وهذه لا تتحقق الا تدريجيا " .

ولكن تبقى المهمة عسيرة اذ كيف تتحرك المصارف للاقراض ، ومن المنطقي ، في مثل هكذا اوضاع ، التعويل على التحفيز المالي **fiscal stimulus** .

ان عمليات الاعتراف بالخسائر واعادة هيكلة الديون الفاشلة لم تنته بعد وأحجامها كبيرة . ولقد حاولت البنوك المركزية الحصول على راس مال كافي لمقابلة الشطب المالي للديون ، وذلك من خلال تخصيصات الحكومات لدعم رؤوس اموال المؤسسات المالية . ان الخسارة الناشئة عن الموجودات الائتمانية ذات الاصل الامريكي قدرت بمبلغ 1.4 ترليون دولار لكن التقدير ارتفع الى 2.2 ترليون دولار . ومن المحتمل ان تحتاج المصارف الى المزيد من الاموال اذ لا زالت الخسائر تتعاظم على مستوى العالم .

ويؤيد صندوق النقد الدولي اجراءات ضخ سيولة كبيرة وتوسيع الشمول في انظمة التأمين على الودائع والضمانات الاخرى لاستعادة الاستقرار المالي **stability of financial markets** ولكي يفعل ضخ السيولة ايجابيا " لا بد من استعادة الثقة التي يزعمها الشك في الافصاح التام عن الخسائر خلال الفترة الماضية وان خسائرا " اخرى في الطريق .

ومن الطريف ان صندوق النقد الدولي يدعو الحكومات لتولي مسؤولية اعادة هيكلة المصارف حسب الحاجة بعد فحص الميزانيات العمومية على اساس اسوأ الاحتمالات ، وان تكون الحكومات مستعدة للتدخل الشامل ان اقتضى الامر وهذا يعني التأميم .

لقد تحول الاحتياطي الفدرالي الى مشتري لادوات الدين الحكومي بعيدة الامد اكثر من الادوات قصيرة الامد . ولذلك ظهرت مجدداً " مخاوف من احتمال ان تؤدي حماسة الاحتياطي الفدرالي ، لاغراق السوق بالسيولة ، الى تضخم ومن خلال اضعاف قيمة الدولار ولكن الجهات المعنية تستبعد هذه الاحتمالات كون الاقتصاد الامريكي يعاني من هبوط حاد في النشاط الاقتصادي . مع العلم ان الاحتياطي الفدرالي يحافظ على سعر فائده بين الصفر و 0.25% ، وسوف يشتري 750 مليار من اوراق الدين العقاري المضمونة حكومياً" ، اضافة الى 500 مليار دولار في طريقه لشرائها . وهو على استعداد لشراء 300 مليار دولار سندات حكومية طويلة الامد خلال ستة اشهر وبذلك سوف يدفع سعر الفائدة نحو الاسفل لجميع الاماد . وايضا " ، يوسع الاقراض نحو المستهلكين وقطاع الاعمال ، وهو يعمل ذلك استخداماً" لصلاحياته في خلق النقود . من كل ما تقدم سوف تصل ميزانية الاحتياطي الفدرالي الى حوالي 3 ترليون دولار عام ٢٠٠٩ بعد ان كانت اقل من ترليون دولار نهاية عام 2008 .

على البنوك المركزية ان تعتني بنتائج الاجراءات التي تتخذها خلال افق زمني ابعد ، وان تفهم ، على نحو افضل ، آليات عمل النظام المالي ، نقاط ضعفه وارتباطه بالاقتصاد الحقيقي ، وايضاً" من الضروري زيادة الاهتمام بالابعاد العالمية Global له . ويتطلب الامر بذل المزيد من الجهود لفهم المعجل المالي والاثار الاخرى التي تتخذ من قنوات الائتمان طريقاً" لها . أخذين بالاعتبار تراكم الدلائل التي تؤكد ان تلك الاثار يمكن ان تؤدي الى ظهور تغذية مرتدة تعمل عكسياً" بين الاسواق المالية والاقتصاد الحقيقي ، وهي سلسلة التراجعات المتسارعة التي تعمق الازمة وربما الوصول الى كساد عميق .

تباين وجهات النظر حول سياسات التأثير في اسعار الموجودات :

ارى ان الاقتصاديين يببالغون في دلالة معدل التضخم المنخفض على الاستقرار الاقتصادي مما يتطلب الموقف الاكاديمي المسؤول اعادة النظر في مفهوم الاستقرار والذي يرتبط بمدى اداء النظام الاقتصادي لوظائفه بفاعلية وكفاءة .

فما هو معنى الاستقرار الذي يشير اليه معدل التضخم المنخفض اذا اقترن بعجز كبير في الموازنة العامة ، والحساب الجاري لميزان المدفوعات ، وتصاعد جنوني في اسعار طائفة او اكثر من الموجودات ، ثم سقوط الاسهم والاوراق المالية الاخرى بنمط من الانتشار يجعل الحديث عن سعر فائدة البنك المركزي بصفتها اداة للحفاظ على الاستقرار الكلي نوعاً" من الايديولوجية .

المفروض ان تحظى العلاقة بين السياسة النقدية واسعار الموجودات بالاهمية التي تستحقها في النظرية والممارسة .

ويعتقد وعلى نطاق واسع ان تغيرات اسعار الاسهم والعقارات والموجودات الاخرى يمكن ادارتها في اطار المنهج الكينزي الجديد ، توازن المحفظة ، لكن فقاعات اسعار الموجودات بهذا الشكل العنيف لا يمكن ان تفسر بالطلب الكلي لوحده او مجرد توقع تراجعه .
الرأي الذي كان متداولاً هو ان الفقاعات لا يمكن تشخيصها وحتى مع معرفتها لا يمكن عمل الكثير لمواجهتها بسياسات لا تؤدي الى اضطراب الاقتصاد الحقيقي. والتساؤلات كثيرة وتطال ليس الادوات فحسب بل من هي المؤسسات المسؤولة وتنسيق السياسات .

يمكن التمييز بين نوعين من الفقاعة الاولى ينشأ من خلال الاندفاع غير العقلاني وعلى الاغلب هو ظاهرة لسوق الاسهم . وهناك لا يوجد سبب للاعتقاد بأن السلطات الحكومية والبنوك المركزية لديها ميزة في الوصول الى المعلومات حول المشاركين في السوق ومنها لا تستطيع العمل على منع تكوين الفقاعة .

اما النوع الثاني للفقاعة فينشأ عن الانتعاش الائتماني وعندما تنطلق الفقاعة الائتمانية تنعكس الى فقاعة في اسعار الموجودات . لان الائتمان السهل يمكن ان يستخدم لشراء موجودات ويسهم في ارتفاع اسعارها .

يعني هناك توجيهين اولهما وهو التقليدي يدفع باتجاه عدم تدخل السياسة النقدية لمواجهة تكوين الفقاعة في اسواق الموجودات وقد القى هذا الفريق بالمسؤولية على الضوابط التنظيمية والاشراف وفريق آخر يقول من الضروري رفع سعر الفائدة لايقاف عملية تكوين الفقاعة في اسواق الموجودات ومنها المساكن . والفريق الاول يبقى مصراً على ان سياسة سعر الفائدة التي تستهدف التضخم على نحو امثل **optimally stabilizes inflation** من المتوقع ان تؤدي الى نتائج افضل ، اي تلك حدود السياسة النقدية في رأيهم .

والاجتماعات الموثقة للجنة السياسة النقدية في بنك انكلترا اظهرت ان اقلية من اعضاء اللجنة اقترحوا رفع سعر الفائدة لايقاف ارتفاع اسعار المساكن عام 2004 ، ويبدو ان اصحاب الاقتراح تذرعوا بتصور عن احتمال تطور تلك الوقائع وهو ما حدث فيما بعد فعلاً ، وفي تلك الاجتماعات يظهر ان المحافظ كان متمسكاً في حصر وظيفة سعر الفائدة بالسيطرة على التضخم . والبنك المركزي السويدي من بين القلائل الذي قرر رفع سعر الفائدة في حين ينخفض التضخم وفسر هذا الاجراء صراحة بأنه لمواجهة ارتفاع اسعار المساكن . ويلاحظ ان المشكلة في امكان التناقض بين سلوك معدل التضخم ووتيرة ارتفاع اسعار الموجودات مما يعزز الشكوك حول دلالة معدل التضخم على الاستقرار .

اصبح من الواضح ان الكثير من المترددين سابقاً والذين يعارضون محاولة السياسة النقدية التأثير مباشرة في اسعار الموجودات ، ادركوا الخطر الهائل لانفجار الفقاعة ولديهم الاستعداد الان لتوجه جديد . الا ان بعضهم يضع المهمة الجديدة على التنظيم **Regulation** وبذلك يحيلها الى اجهزة الرقابة **Supervision** وليس على السياسة النقدية . بمعنى ان الرقابة ذات السلطة التنظيمية **Regulator** ستأخذ على عاتقها منع تكوين الفقاعة اصلاً من خلال تقييد المديونية ومنع التمادي في زيادة نسبة الدين الى راس المال المملوك **Excessive leverage** ، وايضاً تقليل اندفاع المؤسسات المالية لركوب المخاطر .

ان ارتفاع اسعار الموجودات يشجع على زيادة الائتمان بضمان تلك الموجودات مما يؤدي الى زيادة الطلب عليها وزيادة اسعارها وتستمر العملية على هذا الطراز من التغذية المتبادلة والتي يمكن ان تولد فقاعة ومن خلالها ترتفع اسعار الموجودات بعيدا" عما تسمح به الاساسيات الاقتصادية Fundamentals .

ان الفقاعة ذات المنشأ الائتماني خطيرة ، على نحو خاص ، لانها عندما تنفجر تنخفض اسعار الاسهم ، وسوف تعمل التغذية العكسية المبينة آنفا" بالعكس لان الائتمان سوف يقلص وبذلك ينخفض الطلب على الموجودات ، الاسهم ، فتتخفف اسعارها اكثر وهكذا . وتلك العملية تحدث و منذ ان انخفضت اسعار المساكن في النصف الثاني من عام 2006 لا تريد السياسة النقدية تحجيم وايقاف تكوين الفقاعة ، إذ تشكك المدارس المؤثرة في إمكانية سعر الفائدة على اداء تلك المهمة ، على الرغم من ان بعض نماذج التحليل الاقتصادي تستنتج ذلك .

النظر الى اسعار الموجودات ، اسهم ومساكن ، تعد نقطة انطلاق خاطئة في نظر البعض ، إذ يعد مستوى المديونية مؤشرا" اكثر دلالة لأن اسعار الموجودات تتزايد عندما ينمو الائتمان بسرعة ، و ثم ينصب في صنف من اصناف الموجودات او قطاع معين . فالبنوك المركزية تستطيع مراقبة الائتمان وبأية وتيرة اتسع . ولذلك تحتاج البنوك المركزية الى تعريف النسب المقبولة في الائتمان : التعرف الى الاصل الذي يموله ، و الائتمان الى راس المال .

اذت التجربة الحالية الاهتمام بضرورة تطوير سياسات تتجه نحو الأفضل لتحاشي الصعود السريع بأسعار الموجودات وتدهورها العنيف . وبضمنها استجابات عاجلة أيام انتعاش اسواق الموجودات . والمنهج الواعد في هذا المجال في تقديم عنصر الرقابة الحكيمة على المستوى الكلي في الاطار التنظيمي وذلك لتعديل النزعة المستبطنة نحو الدورية Procyclicity في خلق الائتمان . وايضا" لا بد من ايلاء الاهتمام نحو نطاق عمل السياسات النقدية لمواجهة حركة اسعار الموجودات . خاصة عندما تكون تلك الارتفاعات سريعة وتخرج كثيرا" عن الخط الذي تعينه الاساسيات . وايضا" لا بد من جعل السياسة المالية اكثر فاعلية لمعاكسة الدورات . ولكن تبقى السياسة المالية محاصرة كونها مقرررة سياسيا" خاصة في الامد القصير . ولذلك فشلت المالية العامة في تهيئة مقومات التحفيز الملائم ايام الهبوط . كما فشلت في توفير متطلبات الاستدامة في الامد البعيد .

لقد بين Iossifov وآخرون في دراسة حديثة (2008) ان افضل التقديرات في رأيهم تؤكد تأثير سعر الفائدة على اسعار المساكن ، إذ كانت مرونة سعر المسكن مع سعر الفائدة قصيرة الامد 3.61 اي ان زيادة سعر الفائدة قصير الامد بوحدة مئوية واحدة تخفف سعر المسكن بحوالي 3.61% . ويبدو ان تأثير سعر الفائدة اكبر من تأثير عوامل الدخل وحجم الائتمان نسبة الى ناتج القطاع الخاص .

وإذا تأكدت مثل هذه الاستنتاجات في دراسات اخرى فهذا يدعم موقف الداعين الى استخدام السياسة النقدية للتأثير في آلية تكوين الفقاعة عن طريق رفع اسعار الفائدة للحد من ارتفاع اسعار الموجودات .

ويتذرع المعارضون بأن نتائج الدراسات ليست حاسمة بعد بسبب تفاوت التقديرات الكمية لتأثير الفائدة ، بما في ذلك الدراسة التي اشير اليها آنفاً ، فالتقدير المذكور تم اختياره من جملة نتائج متفاوتة . كما ان التخلف الزمني للاستجابة مهم ايضا ، وهو ما اشارت اليه دراسة المراجعة المنشورة عن BIS (Hordahl وزميله) .

اما في اسواق الاسهم خاصة فالحجة هي ان اسعار الفائدة الوطنية لا اثر كبير لها بسبب ان الطلب اصبح عالميا " Global بحكم تكامل الاسواق المالية الدولية .

في اوربا لا يوجد موقف حاسم في معارضة استخدام السياسة النقدية لمواجهة الارتفاع السريع لاسعار الموجودات . بل يلاحظ تباين واسع في الاراء لحد الآن . اذ يرى البعض ان ادراج اسعار الموجودات بين الاهداف الوسيطة ، او النهائية للسياسة النقدية ، قد يتسبب بتقلبات غير مرغوبة في مستوى الناتج والتضخم . وايضا لا زال البعض يشكك في القدرة على تحديد القيمة العادلة للموجودات اصلا" وان كان هذا الرأي ضعيف اذ ان المقاييس نسبية . ولكن البنك الوطني الايطالي يراقب اسعار الموجودات من بين متغيرات اخرى ويعلن عن ملاحظاته في نشراته الرسمية والتفكير في البنك الوطني الفرنسي يتجه بوضوح نحو وجوب استجابة البنوك المركزية لفقاعات اسعار الموجودات ، ومن خلال اسعار الفائدة و / او محاولة التأثير في التوقعات . والبنك المركزي الاوربي يلاحظ وضع السيولة ويحاول التأثير من خلال التحكم بها .

وتوجد قناعة في كوريا الجنوبية بأن استقرار المستوى العام لاسعار بدلالة معدل التضخم المنخفض لا يضمن النمو المستدام والمستقر . كما ان الانهيار المفاجيء لاسعار العقار تكون تكاليفه الاقتصادية باهضة ولذلك لا بد من التدخل لمواجهة الحركة العنيفة في اسعار الموجودات . لكن المشكلة في اقتران الصعود السريع لاسعار العقارات مع الركود الاقتصادي مما قد تؤدي السياسات الرامية الى تهدئة اسعارها في نفس الوقت الى اطالة امد الركود . اما في الدول التي تعتمد بنوكها المركزية على ادارة سعر الصرف ، في سياستها النقدية ، فيصعب عليها اصلا" استخدام اسعار الفائدة لمواجهة صعود اسعار الموجودات اذ قد يتناقض ذلك مع سياسات الصرف ، ويؤدي الى زيادة قيمة العملة الوطنية عند ارتفاع سعر الفائدة وتكون لذلك نتائج اقتصادية لا يرغبونها .

الاسكان والقطاع المالي

نمو قطاع الأسكان والأقراض :

في المدة 1890 – 1930 أزداد عدد المساكن في الولايات المتحدة الامريكية الى اربعة امثاله مستفيدا من الانتعاش الاقتصادي للعشرينات الذي سبق الكساد الكبير ، او ربما مهد له ، وقد حصل ذلك التوسع وبالرغم من محدودية مصادر التمويل آنذاك وشروطها غير الجذابة . اذ كان من متطلبات امتلاك سكن جديد دفع نصف قيمته من مدخرات المشتري وكانت مدة القرض العقاري حوالي عشر سنوات او اقل ، وفي نهاية المدة على المقترض ان يدفع مبلغا كبيرا" بسبب له متاعب في كثير من الاحيان . ان سعر الفائدة المرتفع آنذاك كان بسبب شحة السيولة وعدم وجود مؤسسات حماية Hedging لمخاطر الفائدة والانتماء . وكان الفرق بين سعر الفائدة على قروض الشركات والقرض العقاري حوالي 200 نقطة اساسية ، مقارنة بخمسين نقطة اساسية منذ منتصف الثمانينات .

لقد تأثر قطاع الاسكان كثيرا" مثل بقية القطاعات في الكساد الكبير . وعندما استلم روزفلت الرئاسة عام 1933 كانت %10 من المساكن محتجزة . وانخفض عدد المشتغلين في نشاط البناء والتشييد الى النصف مقارنة بمستوى القمة الذي وصله في العشرينات ، قبل الازمة ، والنظام المصرفي قريب من التعطل التام لا يزال الاقراض الا في اضيق نطاق . وفي سياق السياسات الجديدة New deal reforms استحدثت نظام التأمين على القروض العقارية .

وبعد الحرب العالمية الثانية حدثت تطورات تنطلق من نفس الاسس السابقة ، لكن المستجدات في النظام المالي الدولي واندماج القطاع المصرفي مع سوق راس المال أحتوت أنشطة الأقرض العقاري .

اكثر مشتريات العوائل من المساكن تمويل بقروض ضمانتها قيمة المسكن . وتتبع الحاجة الى تمويل من خارج العائلة من كون متوسط سعر المسكن يبلغ اضعاف متوسط الدخل الممكن التصرف به للعائلة . وعادة ما تشتري العائلة مسكنها لأول مرة وهي في مرحلة مبكرة من دورة حياتها .

سقف الائتمان معرفا" بنسبة القرض من سعر البيع للعقار السكني ، والضرائب على الجزء المملوك من المسكن والارباح الرأسمالية ومعاملة الفوائد المدفوعة على القروض العقارية ضريبيا" ، وما الى ذلك ، كلها تؤثر في جانب الطلب على المساكن . اما في جانب العرض وفي ظروف المنافسة التامة فأن حجم البناء السكني يحدد بالاسعار الحقيقية للمدخلات . وفي وضع توازني يجب ان تتساوى الكلفة الاقتصادية لانتاج وحدة اضافية من المساكن مع سعر بيعها في السوق . وفي حالة غياب نواقص السوق فأن سعر المسكن يحدد بسعر الارض وكلفة البناء . وجود التصلبات rigidities ونواقص السوق الاخرى في جانب العرض تجعل اسعار العقارات مقادة بالطلب اساسا" ، وهو ما حدث في العقدين الاخيرين في البلدان المتقدمة ، اذ ازدادت اسعار المساكن بمعدل يبلغ ضعف المخفض الضمني لتكوين راس المال الثابت في البناء السكني .

سوق السكن تكتنفه الكثير من النواقص لاسباب منها طول المدة التي تستغرقها عملية التهيئة وبناء الوحدة السكنية ولان مصادر التمويل ، في الغالب ، من خارج الادخار العائلي وتحكمها محددات من خارج قطاع الاسكان وهناك ايضا" اجراءات تتطلب وقتا" وكلفة للحصول على القرض . كما ان الايجار يخضع لعقود طويلة الامد نسبيا" ولا يتسم بالمرونة تجاه تغيرات العوامل الاقتصادية الاساسية .

توريق القروض العقارية :

أكثر القروض دون المستوى non prime موروقة والادارة اليومية للقرض توكل عادة الى شركات خدمات . تلك استراتيجيات صارمة لتقليل الخسائر ايام الاخفاق في السداد . ان الواجبات الاساسية لشركات الخدمات هي تجميع مدفوعات القرض العقاري من المقترضين وإيصالها الى حملة اوراق الدين (الجهة الماسكة للاوراق نيابة عن الدائن Trusts) . وهم اي شركات الخدمات يديرون حسابات Escro يسكونها نيابة عن المقترضين لدفع ضرائب الملكية والتأمين . وتعطى شركات الخدمات 50 نقطة اساسية سنويا" عن الارصدة غير المدفوعة ويحتفظون بالغرامات عن المدفوعات المتأخرة .

وكذلك تستفيد شركات الخدمة من الفائدة على مبالغ الاقساط في المدة بين وصولها الى الحساب وتسديدها وتسمى " Float " .
تكون خدمة القروض ذات الاشكالية مكلفة لحين حل الاشكال اي لحين استئناف المدفوعات او تصفية القرض .

يعد التوريق **Securitization** اهم التغيرات البنوية في تمويل الاسكان وهو عملية تجمع بموجبها الديون العقارية سوية في رزمة وتستخدم ضمانات لنوع من السندات الذي يسمى باسمها **Mortgage – backed security** . كانت القروض العقارية قبل عصر التوريق تقدم على الاغلب من مصارف او مؤسسات مشابهة . ومع التوريق دخلت مصادر تمويل جديدة والتي يطلق عليها المستثمرون المؤسسيون مثل صناديق التقاعد والصناديق المشتركة **mutnal funds** والاخيرة احد اشكال شركات الاستثمار .

ويقوم المستثمرون الجدد في سوق الاقراض العقاري بشراء الاوراق آنفة الذكر . وهكذا اصبح تمويل الاسكان متكاملًا مع اسواق راس المال . ونتيجة لعولمة اسواق راس المال ، عبر العقود الاخيرة ، فإن تمويل الاسكان في الولايات المتحدة الامريكية او غيرها يمكن ان يأتي من مختلف انحاء العالم .

وفي هذا السياق ازداد الترابط بين المصارف واسواق الاوراق المالية واصبح عابرا للحدود . وكذلك فإن عمل اسواق القرض العقاري يؤثر ويتأثر بشروط استقرار الاقتصاد الكلي واداء اسواق راس المال .

كانت الجهة المتخصصة بالاقراض العقاري تنشئ القرض وتدير خدماته (تستلم مدفوعات الاقساط والفوائد) ، وتحفظ بالقرض في محفظتها .

ولكن مع التطورات الاخيرة فإن الاجراءات الثلاثة من العملية قد تؤدي من قبل مؤسسات مختلفة .

اذ ان الجهة التي تنشئ القروض العقارية تتخلص منها بعد ان تتحول الى اوراق تحتفظ بها شركات استثمارية ، وهناك شركات متخصصة بخدمات الدين ، وشركات ضامنة . وكل من تلك الجهات تستلم مدفوعات بقدر الجزء الذي اخصت به .

ولقد استقبل المقترضون التطورات الاخيرة بأرتياح اذ اقترنت بأنخفاض تكاليف تمويل العقارات .

وساعدت عملية التوريق على نقل المخاطر من القروض المفردة وتجميعها وتوزيعها على حائزي الاوراق والجهات الضامنة . وهكذا تضاعلت حوافز الاهتمام بالتقييم الموضوعي للمخاطر بل وعدم الاكتراث بالدقة في تقييم الضمانات ، وهي عادة الاصول العقارية الممولة بالقروض ، وتراجعت معايير الاكتتاب والتوثيق . ولقد انطلقت الازمة المالية الاخيرة في الولايات المتحدة من عدم التأكد حول المخاطر المرتبطة بأوراق الدين المدعومة بالرهون العقارية واطئة المستوى **Sub prime Morgages** .

أضافت عملية تحويل قروض المساكن الى اوراق مشكلات جديدة ، إذ لم يتحقق المستثمرون الجدد ، حائزو اوراق الدين العقاري، من المعلومات ومعرفة المخاطر. واعتمد المستثمرون على تقدير مؤسسات تقييم الائتمان والتي لم تتمكن من السيطرة على خلفيات الاوراق المستندة على القروض العقارية **MBS** ، كونها حديثة في السوق ، وكذلك ما يسمى **CDOS** وهي

اوراق دين مهيكله ترتكز الى مجوعات Pools من الاوراق والقروض والمشتقات الائتمانية تقسم تدفقاتها النقدية الى اقسام Segments تسمى شرائح tranches مع خصائص متفاوتة في الاقساط والعوائد .
ولقد غضت جميع الاطراف المشاركة الطرف عن مشاكل تلك القروض كونها مستفيدة ، ويتحمل المستثمر الاخير المخاطرة والتي يجهلها تقريبا" او قلل من احتمالها لاسباب تقدمت في الارتفاع المستمر لاسعار المساكن .

في سنة 2001 تجاوزت قيمة الاوراق المدعمة بالقروض قيمة القروض التي قدمتها المصارف في امريكا .

ان مستوى وتعقيد اليات اعادة تجميع وتوريق الديون ، خاصة المتصلة بال عقار ، تنامت على نحو هائل فالمصارف ابتكرت طرق لاعادة تجميع الاوراق المدعمة بالقروض وتقسيم المجموع في شرائح مخاطرة ، وقد انفجرت اسواق المشتقات في نموها ايضا" . وبحسب بيانات BIS وصلت قيمة عقود المشتقات نهاية 2007 الى 600 ترليون دولار او ما يعادل 11 مرة بقدر الناتج الاجمالي للعالم .

وقد كانت قبل عقد من الزمن 75 ترليون اي 2.5 مرة بقدر الناتج الاجمالي . وفي السنوات القريبية الماضية كانت الزاوية الاكثر اتساعا" من عقود المشتقات هي المتصلة بما يسمى مبادلات الائتمان الفاشل Credit – default swap او ضمان القروض . ان قلب النظام المالي الجديد هو في wall street وكذلك London ولكن المبادلات العابرة للحدود تزايدت بشكل كبير . لقد اصبحت الاسواق المالية في العالم الغني متكاملة الى حد كبير .

شركات الخدمات يجب ان تسدد الاقساط والفوائد الى المستثمرين . وعلى الشركات دفع التكاليف القانونية لعملية الاحتجاز ، عندما يكون الاحتجاز من المحكمة ، وكذلك الضرائب غير المدفوعة واقساط التأمين وحتى يتم احتجاز العقار ، وتقدر هذه المصروفات بحوالي %0.75 من الارصدة غير المدفوعة حسب بنك امريكا ، وايضا" يجد ملتزم الخدمة نفسه بين عدد من المستثمرين الذين قد لا تنسجم مصالحهم ، فهم من شرائح مختلفة . لقد تأثر السلوك الاقراض بالارتفاع المضطرد لاسعار المساكن دون واقعة انخفاض منذ عام 1930 . وبذلك فإن اية مشكلة عدم دفع في المستقبل يمكن حلها من الناحية العملية لان قيمة الضمانات ترتفع ، وبذلك يباع المسكن الى مقترض جديد ويحصل المقترض ، الذي اخفق في السداد ، على الفرق بين سعر المسكن ومبلغ القرض وتسمى هذه العملية اعادة التمويل .

فشل القروض العقارية :

ظاهرة الاقراض واطى المستوى Sub prime والتي تنسب اليها المشاكل التي كونت بؤرة الازمة تعني امكانية حصول غير المؤهل على قرض عقاري مع ان جدارته الائتمانية مشكوك فيها ، ومع تغير اسعار الفائدة عندما ترتفع تصبح تكاليف خدمة الدين لا تتناسب مع الدخل العائلي بما يعني اخفاق المقترض واحتجاز الدار .

ثمة ظاهرة اخرى لها تأثير في اسواق القرض العقاري هي استخدام الجزء المملوك من المسكن ضمانا" لقرض جديد Home Equity Lines of Credit والضمان في تلك الحالة يقدر على اساس الفرق بين سعر المسكن ومبلغ القرض غير المسدد .

وعندما ترتفع اسعار المساكن يزداد الانتمان من هذا النوع ويزداد استهلاك العوائل تبعاً لذلك بما يسهم في انخفاض الميل للادخار من الدخل بفعل اثر الثروة **Wealth effect** . و"احياناً" يستفيد المقترض من ارتفاع سعر المسكن بطريقة اخرى وهي بيعه الى مقترض اخر ويحول الفرق الى نقد مما يفوق ايضاً الى زيادة الاستهلاك وهو شكل من اثر الثروة.

يؤثر تقلص نشاط البناء والتشييد على نمو الاقتصاد الامريكى ويؤدي الى تقليصه رغم ان التقدير الكمي للتأثير قابل للمناقشة ، وعلى الرغم من انخفاض وتيرة البناء الجديد فقد تزايد خزين المساكن الجديدة في انتظار البيع مما يعكس سلباً على البناء الجديد والنمو الاقتصادي .

في كثير من الدول تكون اسعار الفوائد على القروض العقارية متغيرة ، بينما كانت في الولايات المتحدة الامريكية ثابتة . وفي السنوات الاخيرة تعاملت مع القروض العقارية واطئة المستوى بالذات ، وبالارتباط مع اسواق الولايات المتحدة الامريكية ، بالفائدة المتغيرة والقروض بفائدة فقط لفترة ابتدائية . تلك المستحدثات ايضاً ساعدت في توليد الازمة .

ان رفع سعر الفائدة يؤدي الى تقليص الانتمان ومن ثم الحركة النزولية المبينة آنفاً ، كما ان انخفاض اسعار الفائدة يدفع باتجاه الفقاعة التي لا بد ان تنفجر لانها تتجاوز الحدود الاقتصادية .

المقترض العقاري على الاغلب ذو مسؤولية محدودة ولذلك تسمى القروض **non recourse** بمعنى ان المقرض لا يستطيع استيفاء بقية القرض من موجودات اخرى للمقترض .

ليس من الخطأ اقراض ذوي الدخل الواطيء والجدارة الانتمانية المتدنية . لكن الحكمة تقتضي السيطرة على المخاطر ، بالتقدير الدقيق لوضع المقترض ، واعتماد معايير عالية للضمانات ، وتعديل سعر الفائدة بما ينسجم مع المخاطر الاعلى .

على الاغلب جرت عملية تخفيض للمعايير في السنوات الاخيرة في التعامل مع المقترضين دون المستوى **Subprimes** والحالات الوسط . بل ان الكثير من تلك القروض قدمت الى اشخاص يطلق عليهم " **ninja** " اي بلا دخل ولا عمل ولا موجودات . وايضاً انشأت مع اسعار فائدة مغرية في مستوياتها ، و"احياناً" بفائدة فقط " **Interest – only** " ومع خيار المدفوعات السالبة ، **Negative amortization option** ، وهو تعبير يطلق على امكانية اخذ قروض اضافية مع زيادة سعر المسكن بما يتناسب مع الفرق بين سعر المسكن والقرض .

وعندما ترتفع اسعار الفوائد وتبدأ الاقساط بالاستحقاق تظهر المشكلة . في عام ٢٠٠٦ كانت اكثر من ٤٠% من قروض العقار غير مؤهلة **nonprime** ، وغالباً بنسبة قروض الى القيمة عالية جداً ، مع توثيق غير كافي .

نمت اسعار المساكن في الولايات المتحدة في مطلع القرن الواحد والعشرين نمواً "معجلاً" بتأثير اسعار الفائدة المنخفضة ، والمعايير الواطئة والرخوة للاقراض ومبتكرات السوق المالية . ولقد أخفى ارتفاع اسعار المساكن اليات الاقراض غير السليمة مادام المقترضون يرتاحون لارتفاع اقيام الموجودات . ويكون الاخفاق في تسديد الديون نادراً ، ولذلك تذهب

المصارف نحو ارخاء معايير الاقراض اكثر فأكثر . و في نهايات تكوين الفقاعة تقدم القروض الى اغلب المقترضين الجدد ، وثبت فيما بعد ان العديد منهم يعجز عن سداد قسط الشهر الاول ، وعندما بدأت اخفاقات السداد تتراكم ، واخذت اسعار الاوراق المالية المدعومة بالقروض العقارية ذات المستوى الادنى تنخفض اسعارها ، وتغير مزاج السوق منعكسا" على اسعار المساكن أخذت تميل الى الانخفاض . وترتب على نهاية العملية ، بالكيفية آنفة الذكر ، خسائر على نطاق واسع في القروض العقارية والاوراق المدعومة بها لان العديد من تلك القروض والاوراق قابلة للاستدامة فقط عند استمرار اسعار المساكن بالارتفاع . ان انخفاض اسعار المساكن جعل مقدار قيمة الملكية سالبا . والملكية السالبة Negative Equity تؤدي الى زيادة المخالفات ، واحتجاز المساكن نتيجة لابد منها ، لان الملكية السالبة لا تسمح للمقترض ببيع المسكن بربح كما تقدم ولا يستطيع الانتفاع من اعادة التمويل Refinance . وعندما تنخفض اسعار المساكن فان العوائل التي لا تسمح دخولها بتسديد الاقساط والفوائد لا تستطيع ، في تلك الحالة ، اللجوء الى ما يسمى اعادة التمويل Refinancing والذي تقدم آنفا" اي بيع المسكن الى مقترض جديد مما ادى الى اتساع ظاهرة احتجاز المساكن .

ان انخفاض اسعار المساكن عام 2006 جاء على اعقاب انخفاض المبيعات ، من القائمة منها والجديدة ، بعد ان وصلت ذروتها منتصف 2005 .

عندما تشدد معايير الاقراض يصبح عدد اقل من الناس مؤهلين للاقتراض . مما يقتل الطلب على المساكن ويدفع اسعارها مزيدا" نحو الاسفل . للعوامل النفسية دورها ايضا" اذ عندما تنخفض الاسعار تسود توقعات لمزيد من الانخفاض وعليه ينخفض الطلب على المساكن . تلك العملية تكون من القوة بحيث تقلل من اثر انخفاض اسعار المساكن على زيادة الطلب عليها .

ان الاحتجاز وبيع المساكن يؤثر في العرض فعندما عرضت المصارف المساكن المحتجزة للبيع إزداد خزين المساكن المعروضة مما فاقم من عدم التطابق بين العرض والطلب . وايضا" فان بيع المساكن في اوضاع العسر المالي للمقرض والمقترض يكون مع تخفيضات في السعر ، مما يفضي الى مزيد من الخفض في اسعار السوق .

ان المساكن غير المشغولة بالاسر لفترة طويلة تتدهور وربما تستخدم لاغراض سيئة مما يؤدي الى انخفاض في اسعار المساكن المجاورة لها ايضا" . وبينت الدراسات ان نسبة المخزون الى المبيعات من اهم المحددات لحركة اسعار المساكن في الامد القصير .

الخصائص الجديدة للنظام المالي و إنتقال الأزمة الى القطاع الحقيقي

دورة الاعمال والاسكان :

يذكر ان قطاع المساكن في الدول المتقدمة في تعاقب دوري ومدة الدورة تقدر بعشرة سنوات حيث تتصاعد الاسعار الحقيقية فوق المستويات التي يجب ان تكون بموجب الاساسيات ، في الست سنوات الاولى من الدورة ، ثم تنخفض الاسعار في الاربعة سنوات التالية . وبينت الدراسات السابقة ان الاسعار كانت تزداد بالمتوسط للدورة بنسبة %٤٠ في طور الصعود ، ثم تنخفض بنسبة %٢٥ في طور النزول ، وذلك خلال المدة بين ١٩٧٠ - ٢٠٠٥ . وفي

الدورة الاخيرة يبدو ان الزيادة في الاسعار بين ٢٠% - ٣٠% ولذلك من المتوقع استمرار اسعار المساكن بالانخفاض ولكن هذه المرة اصبح لانخفاضها اثار مدمرة ، [WEO, OCT2008Box102] وذلك كون النزول يقترن بعسر انتماني ومشاكل اخرى .

ومن المعلوم ايضا ان البطالة تزداد في زمن هبوط النشاط الاقتصادي **Recession** المقترن بتراجع سوق السكن اكثر مما يحدث بدونه وبفارق يتراوح بين ١.٥% الى ٢.٥% في الدول المتقدمة .

من الصعب ، لحد الان ، تشخيص الانماط الزمنية لتعاقب او تزامن الدورات للمتغيرات الاقتصادية الرئيسية : الناتج والتشغيل واسعار الاسهم والرواج الانتماني . يختلف اسهام قطاع ما في النمو الاقتصادي عن دوره في التقلبات ، صعودا او هبوطا . ولقد بين **Lerner** انه بين 1944 و 2008 ، في الولايات المتحدة الامريكية ، اسهم الاستثمار السكني بنسبة ٤.٦% بنمو الناتج المحلي الاجمالي ، ويقاس الاسهام بالاهمية النسبية للزيادة في الناتج التي نجمت عن الاستثمار السكني بما يتطلبه من توظيف عناصر انتاج وتوليد قيمة مضافة ضمن قطاع البناء والتشييد . ولكن من المفارقات ان ذلك القطاع يفسر 26% من الضعف الاقتصادي في السنة التي تسبق الفتور **Recession** في ثمان حالات بعد الحرب العالمية الثانية . وهو مسؤول ايضا عن 11% من الضعف الاقتصادي للسنتين منذ بدء الفتور .

ويبدو ان الاستهلاك له دور في التقلبات اكبر مما كان متداولاً ، لحد الآن ، اذ تسهم السلع المعمرة بحوالي 20% من الضعف الاقتصادي والخدمات الاستهلاكية 10% و سلع الاستهلاك غير المعمرة ٩% ، وذلك للسنوات التي تسبق الفتور **Recession** . وفي المحصلة يفسر سلوك المستهلكين ، القطاع العائلي في المقام الاول ، 65% من الدورة ولذلك يقول **Lerner** هي دورة استهلاك وليست دورة اعمال . في حين يسهم انفاق قطاع الاعمال بما يقارب 10% ، 8% في مجال الانفاق على المعدات والبرامجيات و2% الابنية ، بقيت 25% ، ومن المنطقي انها تعزى للانفاق الحكومي والصادرات اي الى بقية مكونات الطلب .

تعيد اضطرابات السوق المالية توزيع الثروة على نحو مختلف عما كانت عليه قبل ذلك ، وهكذا يكون لتغيرات اسعار الاسهم والمساكن والاراضي دور كبير في تحديد الميل للاستهلاك والنمو وبنية الطلب ، اضافة على فاعليتها في تكوين الازمات والخروج منها ، وهذه من المسائل التي تستحق المزيد من الابحاث . اي ان الازمات لا تطال فقط المستوى بل تعيد صياغة العديد من البنى **Structures** ، وبالتالي تتغير انماط السلوك التي تظهر على المستوى التجمعي . لقد اشار **Lerner** الى ان اضطرابات السوق تعيد توزيع الثروة ولكنه لم يتطرق الى النتائج .

لقد سبق انهيار الاسهم هبوط النشاط الانتاجي والتشغيلي وكان تراجع الائتمان سابق لكليهما ، في الازمة الاخيرة ، هذا مما يضع صعوبات اضافية امام التنبؤات . ولكنه لا ينفي الترابط الوثيق بين وفرة / شحة السيولة وسهولة / صعوبة التمويل من جهة واسعار اسهم الشركات المعنية من جهة ثانية ، وارتباط ذلك مع النشاط الانتاجي لتلك الشركات . ولان انتقال التأثير ، على المدى القطاعي والوطني والدولي يحتاج الى زمن ، لذلك تستبعد منطقيا تصورات تطابق الدورات وهذا ما يستقرأ لحد الآن .

والتجربة تؤكد ضرورة التمييز بين الاتجاه والمستوى اذ يبدأ الاتجاه نحو الهبوط في قمة الارتفاع كما يبدأ زخم الصعود من قعر الدورة . ودائما" تعمل التوقعات على دفع الاسعار وقرارات الاستثمار بعيدا" عن حدود الامكانية الموضوعية التي تفرزها الاساسيات الاقتصادية في وضعها الاستقراري . ومن المناسب الاشارة الى ان زخم الصعود تتكفله التوقعات بنمطها المتعارف عليه ، اي غريزة القطيع وسلوك المحاكاة ، وصولا" الى القمة وكذلك الانهيار الذي يطلق عليه انفجار الفقاعة .

ومن المعلوم ان مراحل الدورة الثمانية : القعر ، الثور المبكر ، الثور المتوسط ، الثور المتأخر ، القمة ، الدب المبكر ، الدب المتوسط ، الدب المتأخر ، لا يمكن تمييزها الا لاحقا" باستثناء الثور المبكر ، والدب المبكر ، الى حد ما ، وقد يتوهمها المتعاملون ملتبسة مع ارتفاع طارئ مؤقت ولا تتوفر له شروط الاستدامة في حالة الثور او انخفاض على نفس الشاكلة في حالة الدب .

ومن المعروف ايضا" ان سلع الاستهلاك الجاري والاحتياجات اليومية للقطاع العائلي ذات مرونة سعرية شديدة الانخفاض ، وكذلك مرونة الطلب الداخلية عليها واطنة ، ولذلك لا تتأثر بالدورة الا قليلا" وتشكل بهذه الخاصية عامل استقرار من خلال منع انحدار الطلب الكلي الى مستويات سحيقة . اما السلع الاستهلاكية المعمرة مثل السيارات الخاصة والاجهزة المنزلية والالكترونيات وحتى الملابس فهذه تتأثر بالدورة بسبب مرونة الطلب السعرية والداخلية العالية وهو من جملة ما لوحظ في الازمة الاخيرة ايضا" . ويتأثر بناء المساكن على نحو اشد ، وكذلك سلع راس المال ووسائل الانتاج ونشاط التشييد عموما" كونها مرتبطة بدرجة استغلال الطاقة الانتاجية للمنشآت التي تولد الطلب عليها . ولما تقدم من المفيد معرفة الصناعات الاكثر تأثرا" بالازمة استنادا" الى تلك الاسس ، اضافة على المعلومات المتداولة ، لما لذلك من اهمية لزيادة الكفاءة في التعامل مع السوق الدولية للاستيراد والشراكة الاستثمارية وبناء المشاريع .

محددات تأثر المؤسسات المالية وشركات الاعمال بالازمة :

فاقمت الفروقات في اسعار الفائدة من مشكلة عدم الانسجام بين الموجودات والمطلوبات وهي من التحديات التي تواجه جميع المؤسسات في الظروف الاعتيادية فكيف الحال في الازمة

تؤثر مديونية المنشأة Leverage و التي تحسب بقسمة مجموع المطلوبات على راس المال المملوك Stock holders equity في نمط إستجابة الشركات للازمة سلبا أو إيجابا .

ومن الطبيعي ان تتأثر الشركات ذات نسب الدين العالية الى راس المال المملوك الشركات والتي تحتاج الى ادامة بمشكلة نقص السيولة و سوف تعاني اكثر في المستقبل القريب . تعتمد الشركات في تخطيطها المالي على التدفق النقدي المتوقع والذي يعتمد على حجم نشاطها ومبيعاتها من جهة والتكاليف التي ستتأثر باسعار المدخلات واسعار الفوائد من جهة ثانية ومن المفيد ذكره ان الشركات التي ترتبط أنشطتها باتفاقيات تجهيز طويلة الامد تضمن استمرار الطلب على منتجاتها .

ان عدم قدرة المصارف والمؤسسات المالية الاخرى على تقديم قروض او تحفظها الشديد بسبب المخاطرة ، وكذلك تردها عن الاستثمار في استيعاب الموجودات المالية ، ادى الى تقليص تدفق السيولة نحو القطاع الحقيقي وادى ، في نفس الوقت ، الى انهيار مزيد

من مؤسسات السوق المالية ، ذاتها ، مما عجل في انتشار الازمة وتزايد الصعوبات امام الحكومات في محاولة السيطرة عليها .

وقد لا يعزى النقص الحاد في السيولة الذي واجهته شركات الاعمال الى قصور في ادائها اظهرته الازمة ، بل فرضت الازمة عليها وضعا " بمنتهى السلبية فهي تسدد اكثر بكثير مما تستطيع الحصول عليه من مصادر التمويل التي اعتادت عليها . ومن الممكن ان تتجاوز تكاليف الدين مبلغ العائد الذي يتولد للمنشأة من توظيف ذلك الدين في الاستثمار والانشطة الانتاجية مثل تمويل راس المال التشغيلي ، وهذا الوضع قد يقود الى الافلاس بسبب الخسائر المتراكمة . وحتى اصبح من الصعب على الشركات تسويق سنداتها Corporate bonds ، كما تعذر زيادة راس المال التساهمي Equity Capital ، وتفيد الاخبار ان شركات كانت اسهمها رانجة قبل الازمة اضطرت الى اصدار اسهم باسعار واطنة . وربما اقل من 20% مما كانت عليه .

تلك الحالات اجبرت الحكومات على التدخل لشراء اصول بعض الشركات الخاسرة او تقديم ضمانات لقروضها على امل انقاذها .
فالشركات الخاسرة ، والمعرضة الى اعلان الافلاس والتصفية ، في حالة عدم تدخل الحكومات ، لم تكن جميعها تعاني من ضعف الاداء او سوء الادارة او مشاكل تسويق بسبب التزام في سوق ضيق ومنافسة حادة ، بل ان الازمة ادت الى افلاسها .

فلو فرضنا شركة راسمالها المملوك 70 ومدينة بمبلغ 40 من الوحدات النقدية انخفضت اسعار اسهمها بنسبة 50% فاصبح راس المال المملوك 30 وصافي الاستحقاق (10) سالبا" .

في هذه الحالة تتعرض القيمة السوقية لاسهمها الى مزيد من التدهور وفي ذات الوقت تفتقر الى الضمانات لعقد قروض جديدة .

ويمكن ايضا اتخاذ سوق الاسهم دليلا" على حساسية الانشطة المختلفة للازمة . ومن المتعارف عليه تفسير التغيرات في اسعار الاسهم بأن جزءا" منها يرتبط بالصناعة ذاتها ، ويسمى الفا alpha ، والجزء الاخر يرتبط بتغيرات السوق بمجموعها ويسمى بيتا Beta وهذا التصنيف متأتي من معادلة الخط المستقيم البسيطة .

$$Y = a + b x$$

وكلما كانت بيتا (b) عالية كلما تأثرت اسعار اسهم الشركة بالازمة اكثر .
ويعد معامل بيتا Beta مقياسا" لمدى تأثر اسهم الشركة او المحفظة الاستثمارية بتغيرات السوق بأكملها فعندما يكون معامل بيتا هو الواحد الصحيح فان الشركة منسجمة في احوالها مع السوق ، وعندما يقل عن الواحد الصحيح تتخلف حركات اسعار اسهمها عنه وتكون اقل تأثرا" بتقلباته . اما اذا تجاوز بيتا الواحد الصحيح فان اسهم الشركة او المحفظة المعنية شديدة الحساسية وتتخذ اسعار اسهمها مؤشرا" دالا" على التغيرات المستقبلية ، وهي اول ما تتأثر بالدورة صعودا" او هبوطا" فستفيد من الانتعاش كما تتضرر من الفتور والكساد .

وبموجب المؤشرين فان المصارف وشركات الاستثمار من المؤسسات عالية المديونية ، ومعامل بيتا لاسهمها قريب من الواحد الصحيح ، يعني ان مشكلة عدم الموائمة بين

الموجودات والمطلوبات والفروقات بين كلفة التمويل وعوائد الاقراض والاستثمار هي التي قادت الى انهيارها اضافة على انسجام حركة اسعار اسهمها مع الازمة ودون مبالغة في الصعود او التخلف . ويبدو من جانب آخر في هذا الطيف ان شركات الاستكشاف والانتاج النفطي واطنة المديونية بشكل لافت للنظر ، وكذلك قطاع الطاقة عموماً اي ان نسبة المديونية الى راس المال اقل من 10% ، لكن هذا القطاع حساس نسبياً في سياق الدورة اذ تقدر بيتا بحوالي 1.2 وتكون المحصلة ان هذه الشركات اكثر مقاومة لضغوط الازمة . ويظهر ان صناعة السيارات والبناء والتشييد الثقيل عالية المديونية مع ارتفاع في معامل بيتا ايضاً الى اكثر من 1.7 ، وكذلك السكن والبناء التحتي . ومع ان صناعة اشباه الموصلات واطنة المديونية الا انها حساسة للدورة وايضاً معدات الاتصال والتعدين وصناعة المكنان الثقيلة .

ومن البيانات المتاحة يمكن الاستنتاج بان الخدمات المالية عموماً وصناعة السيارات والمعادن والتشييد والنقل وتجارة التجزئة هي الانشطة الاكثر تأثراً بالازمة .

من المتوقع تأثر الانشطة التي تكون مرونة الطلب الداخلية على منتجاتها عالية اكثر من غيرها وايضاً قطاع البناء وخاصة السكني منه .

ويستنتج من تلك العوامل مجتمعة ان البناء السكني والتجاري والبناء التحتي ومواء البناء وصناعة السيارات وخطوط الطيران تتأثر اكثر من غيرها وهذا ما حصل بالفعل ، ذلك اضافة على المصارف والتأمين والصناعة الثقيلة وبناء السفن والحديد وتقنيات المعلومات والاتصالات

ان انخفاض الطلب يؤدي الى اشتداد المنافسة بين الشركات مما يدفع بالاسعار نحو الانخفاض وبالتالي يقلل التدفقات الداخلة ، ولكن الشركات التي اعتادت على تنويع منتجاتها تقاوم المنافسة بنجاح اكبر . ومن الجدير بالذكر ايضاً ان انخفاض قيمة العملة الوطنية يخدم شركات التصدير ، على فرض ان زيادة المبيعات في الخارج تتفوق في ايجابياتها على زيادة تكاليف المستوردات الناشئة عن انخفاض قيمة العملة المحلية . من جهة ثانية فان محصلة التدفق النقدي ستعتمد على تغيرات سعر الفائدة واسعار المواد الاولية وما اليها .

والشركات ذات القدرة على تعديل طاقاتها الانتاجية ستتمكن من مواجهة الازمة افضل من تلك الشركات التي ستعمل مع درجة منخفضة من استغلال الطاقة الانتاجية وتتكد تكاليف ثابتة عالية للوحدة من المنتج لحين زيادة طلب السوق مجدداً .

ومن البديهي ان جميع الانشطة الصناعية والخدمية وحتى المؤسسات المالية تعاني عند نقص السيولة وهي المشكلة الضاغطة لحد الان في الازمة الحالية .

وكذلك جميعها تتضرر من ارتفاع اسعار الفائدة ، كما ان اغلب الصناعات لا تستفيد بالمحصلة من ارتفاع قيمة العملة الوطنية ايام الازمة . طبعاً ، صناعات النفط في امريكا تستفيد من ارتفاع قيمة الدولار تجاه العملات الاخرى ، وهناك نطاق من الصناعات لا يتأثر بتغيرات سعر الصرف . ومن البديهي ان جميع الشركات وفي كافة الانشطة تتضرر من عطالة طاقاتها الانتاجية . وكذلك تتأثر سلباً بانخفاض الانفاق الاستهلاكي ، عدا الادوية والاغذية والمشروبات ، لان مرونة الطلب الداخلية والسعرية عتي منتجاتها واطنة .

تحديات انحسار النمو :

توقعت احدث التقارير الدورية لصندوق النقد الدولي انخفاض النمو العالمي الى 0.5% ، نصف الواحد بالمئة ، عام 2009 وهو الادنى منذ الحرب العالمية الثانية ، وذلك على الرغم من المدى الواسع من السياسات التي اعلن عنها لحد الآن . ان استئناف النشاط الاقتصادي الاعتيادي واستدامته ليس ممكنا" ما لم يسترجع القطاع المالي الاداء الاعتيادي لوظائفه ، وتعود اسواق الائتمان للعمل . وستكون اوضاع البلدان المتقدمة اسوأ ، فمن المتوقع انخفاض الناتج المحلي بنسبة 2% وهي نسبة الانخفاض للاتحاد الاوربي ايضا" ، واليابان وبريطانيا 2.6% ، والولايات المتحدة الامريكية 1.6% . والبلدان المصنعة حديثا" سينخفض ناتجها بنسبة 3.3% ويعول على البلدان الناهضة والنامية تحقيق نمو ايجابي لتكون المحصلة على مستوى العالم نصف الواحد بالمئة المبين آنفا" لكن البيانات التي نشرت في آذار من عام ٢٠٠٩ أظهرت تراجعاً سريعاً في مستويات النشاط الاقتصادي .

ستبقى الاسواق المالية متوترة خلال 2009 في البلدان المتقدمة ، وستبقى شروط السوق على صعوباتها حتى تتخذ تدابير قسرية لاعادة هيكلة القطاع المالي ، وحل مشكلة عدم التأكد ازاء الخسائر . ولحد الآن لم تنجح السياسات لازالة عدم التأكد وتسبب ذلك في استمرار هبوط اقيام الموجودات في البلدان المتقدمة والناهضة على حد سواء ، مما تسبب في انقاص دخل القطاع العائلي وضغط الاستهلاك .

واصلت اسعار السلع الاولية والغذاء انخفاضها وقد خفض صندوق النقد الدولي توقعاته لسعر النفط عام 2009 من 68 دولار للبرميل الى 50 دولار ولعام 2010 من 78 دولار الى 60 دولار في احدث تقاريره الدورية .

علما" ان وحدة المعلومات لمجلة الاقتصادي ، في احدث نشراتها ، قدرت سعر النفط 35 دولار و 50 دولار للبرميل في سنتي 2009 و 2010 على التوالي . والملاحظ ان معدلات التضخم في العالم والبلدان المتقدمة والنامية قد انخفضت مع انخفاض اسعار النفط .

ومن المتوقع انخفاض معدل التضخم الى (1 4) الواحد بالمئة 0.25% عام 2009 و (3/4) الواحد بالمئة 0.75% عام 2010 . وقد ينخفض المستوى العام لاسعار المستهلك في بعض البلدان المتقدمة ، او ما يسمى التضخم السالب او انكماش الاسعار . وفي البلدان النامية والناهضة من المتوقع ، ايضا ، انخفاض معدل التضخم . ستواصل البنوك المركزية سياستها النقدية ، خاصة اسعار الفائدة بالغة الانخفاض او القريبة من الصفر ، على الرغم من ان اقتراب معدل التضخم من الصفر ايضا" في البلدان المتقدمة ، يؤدي الى انخفاض سعر الفائدة الحقيقي الى النطاق السالب .

كما ان عجوزات الموازنات العامة سوف ترتفع وتقدر بحوالي 7% من الناتج المحلي في البلدان المتقدمة لعام 2009 ، وتبقى اكبر من 6% عام 2010 .

استمرار انتشار الازمة الى الصناعة التحويلية عام 2009 :

يستمر انتاج الصناعة التحويلية بالانخفاض في اوربا وآسيا اضافة على الولايات المتحدة الامريكية . ويشار الى ان شركات عريقة في الصناعة التحويلية انخفض الطلب على انتاجها بنسبة 50% ، وهي تواجه كارثة . وعلى المستويات الاجمالية انخفض ناتج الصناعة التحويلية في اوربا بنسبة 12% بما يؤدي ، مباشرة ، الى خفض الناتج الاجمالي بنسبة

2.4% اضافة على اثاره المضاعفة فيما بعد . و انخفض الناتج الصناعي في البرازيل 15% وفي تايبان 43% ، وفي الصين انخفضت الصادرات بنسبة 25% ، وفي الولايات المتحدة الامريكية انخفض الانتاج الصناعي بنسبة 11% .

والتجارة الخارجية تتأثر اكثر من الانتاج اذ انخفضت صادرات المانيا بنسبة 20% واليابان 46% والولايات المتحدة 23.6% .

الصناعة التحويلية تشكل 14% من الناتج المحلي الاجمالي للولايات المتحد الامريكية و 18% على مستوى العالم و 33% في الصين ، وهذا يعني ان الصين والهند والبرازيل وماليزيا ، من الدول المصنعة حديثا" ، ستعاني في المستقبل القريب اكثر .

وفي الربع الاخير من عام 2008 هبط الناتج المحلي الياباني بنسبة 12.7% بمقياس سنوي وهو هبوط كبير بعد الحرب العالمية الثانية ، اذ تقلص الناتج المحلي الاجمالي بنسبة 3.4% عام 1974 في خضم الازمة النفطية . ولقد اثر انخفاض الصادرات بنسبة 13.9% على الاقتصاد الياباني الذي اصبح اكثر اعتمادا" على الصادرات نسبيا" مما كان عليه عام 1999 ، كما ان انخفاض الاستثمار الحقيقي ، وفي قطاع الصناعة التحويلية بالذات ، فاقم ، ايضا" ، انخفاض الطلب الكلي والذي ادى الى النتيجة المذكورة آنفا" .

القطاع الانتاجي في اليابان تراجع بنسبة 22.5% بالمقياس السنوي . وقد تدهورت ثقة المستهلك الياباني بقوة اقتصاده بنسبة 26% نهاية عام ٢٠٠٨ وهو ما ينسجم مع المؤشرات الموضوعية الى حد كبير .

البطالة في بريطانيا تجاوزت 6% في اذار عام 2009 وفي الصين اكثر من 10% في اذار عام 2009 .

اصبح واضحا" ان اليابان وبقية آسيا لا تتمتع بوقاية ضد الازمات في الغرب ، وخاصة عندما تنطلق من الولايات المتحدة الامريكية . في حين ان تأثير ازمات آسيا في الغرب يبقى محدودا" فاليابان تعاني مشكلات ازمته المالية التي بدأت مع مطلع التسعينات ، ويطلق اليابانيون على الفترة الماضية مدة العقد والنصف الضائعة .

في شباط عام 2009 اعلنت مؤسسة Moody ان اوربا الشرقية دخلت في هبوط اقتصادي عميق وطويل الامد . وهذا يهدد المصارف الاوربية الغربية ، كون اكثر مصارف اوربا الشرقية هي فروع او شركات تابعة للمصارف الغربية . وخاصة في النمسا واطاليا وفرنسا وبلجيكا والمانيا والسويد والتي تشكل 84% من ديون المصارف الاوربية الغربية على اوربا الشرقية . وهذا يهدد بالدرجة الاولى النمسا ، اذ ان نصف قروض مصارفها هي في اوربا الشرقية ، واطاليا بالدرجة الثانية وتتركز قروضها في بولونيا وكرواتيا .

ويلاحظ ان التوقعات متداولة في جميع الاتجاهات : المتشائمة جدا" ، والتي تقول باستمرار التغذية المرتدة بين القطاع المالي والحقيقي في تعزيز تبادل للآثار السلبية ، مما يدفع الاقتصاد الحقيقي الى مزيد من الانحدار ، وتوقعات اخرى متفائلة تقول بان السياسات المالية والنقدية قد تنجح في اعادة تحريك القطاع المالي ، واستئناف الائتمان فينتعش القطاع الحقيقي وترتد اثاره الايجابية ، وهكذا في حلقة من التبادل الايجابي ترفع من ثقة المستهلك ورجال الاعمال ، ويستعيد النمو وتيرته لما قبل الازمة على المستوى الدولي .

توسع الاقراض المصرفي وتقييم النظام المالي الانكلوسكسوني :

الانتماء ينمو بأسرع من الناتج المحلي الإجمالي في العديد من الأقطار على الرغم من تفاوتها في الكثير من الخصائص ، وعند تقدير المستوى الملازم من الانتماء ، على أساس ان نسبة الانتماء الى الناتج المحلي هي دالة في متوسط الناتج للفرد ، يتبين ان اقطارا " نامية وناهضة قد تجاوزت المستوى الملازم بذلك المعنى . ومن الواضح ان القطاع العائلي قد اظهر طلبا " متزايدا على الانتماء في العقود الاخيرة وكذلك المنشآت المتوسطة والصغيرة وبوتيرة نمو اعلى من قطاع الشركات .

لقد تضافرت عدة عوامل في النمو المتسارع للانتماء منها : استقرار النمو ، وانخفاض معدل التضخم ، وربحية عالية ، وتوقعات متفائلة ، وميل للاستهلاك العائلي من الدخل يرتفع بفعل اثر الثروة . ولان سعر الفائدة طويل الامد قد انخفض اندفع الوسطاء الماليون نحو القطاعات الخطرة لزيادة العائد ، ولذلك وصل الانتماء الى مقترضين جدد ما كان ليصل اليهم من قبل . ومن جهة اخرى تطورت تقنيات الاقراض ، مثل تقييم الضمانات واختيار المقترضين وادارة المخاطر .

يقترب توسع الانتماء بتخفيض المعايير . والكثير من الازمات المالية تكون مسبقة بنمو سريع للانتماء وتوقف مفاجيء له عادة ما يسبق ابتداء الازمة . وفي الفترة التي تسبق الازمة يكون المقرضون والمقترضون في غاية التفاؤل بحيث يتجاوز التحسب الضروري . وبين التاريخ بأن الانتعاش المالي يحدث عندما تكون النقود رخيصة كما في امريكا خلال السنوات الاخيرة . ان المدة الطويلة لانخفاض التضخم والاستقرار الاقتصادي ساعدتا على ازالة الاحساس بالخطر المتوقع ، فحافظ الاحتياطي الفدرالي على سعر فائدة منخفض لفترة طويلة من الزمن وكذا تدفق رؤوس الاموال من بلدان الفائض (البلدان عالية الادخار) لشراء ادوات الاستثمار الغربية .

لقد استنتج بعض الاقتصاديين ان عمق السوق المالية يؤدي الى زيادة النمو الاقتصادي ، بثبات اثر العوامل الاخرى ، اي ان زيادة النمو لا تعزى لزيادة الادخار بل للتخصيص الامثل لرأس المال مما يزيد الانتاجية . واكدت الدراسات المقارنة داخل الولايات المتحدة الامريكية بان الولايات ذات الضوابط الاقل على المصارف حققت نموا " افضل من الاخرى التي تعمل مع ضوابط اشد وذلك في السبعينات .

النظام المالي الجديد يتصف بالمستوى العالي للمطلوبات **Highly Leveraged** والضوابط الخفيفة **Lightly Regulated** والارتكاز على السوق **Market Based system** . تبلور النظام الجديد عبر العقود الثلاثة الاخيرة وشهد نموا " انفجاريا " في السنوات الاخيرة بمساعدة الالغاء التدريجي للضوابط الحاكمة **Deregulation** والتطور التقني ونمو حركة رأس المال على المستوى العالمي .

وبينت دراسات لصندوق النقد الدولي ان النظام المالي الانكلوسكسوني يستطيع اعادة تخصيص الموارد من القطاعات المترجمة الى القطاعات الصاعدة اسرع مما هو عليه الحال في اليابان والمانيا .

والعديد من الاقتصاديين يعزون النمو السريع في الانتاجية الى المبتكرات في النظام المالي الامريكي . لكن اخرين يرون ان الانتاجية تحكمها عوامل مثل التي وصفها شومبيتر هي خارجية على النظام الاقتصادي بأكمله .

والقول بأن المبتكرات المالية تدعم النمو هذا لا يعني انها تحقق ذلك دائما" ، وايضا" ليس كل التغيرات التقنية تساعد على زيادة الانتاجية .

لقد تصاعد دين القطاع العائلي الى %100 من الدخل العائلي الممكن التصرف به عام 2000 ، بعد ان كان %80 عام 1986 واصبح %140 عام 2007 . وكلما كانت المديونية اكبر كلما كان اثر الثروة على سلوك المستهلك اوضح . ومثلما تسهم المبتكرات المالية في تكوين الفقاعة كذلك في تفجيرها .

يتطلب كل ما حدث اخيرا" مراجعة تلك الفرضيات ، وما استنتج من بعض الدراسات ، لان سهولة الوصول الى الائتمان على نطاق واسع هيا لصناعة الفقاعة . ان الطلب على اوراق الدين العقاري المعقدة ادى الى تخفيض معايير الاقراض ورفع اسعار المساكن عاليا" .

وهناك من يقول بأن النظام المالي الانكلوسكسوني يخفض فيه المستهلكون انفاقهم بمقدار اقل ، استجابة للصدمات المؤقتة ، من نظرائهم في أنظمة اخرى حيث الانظمة المالية الاكثر محافظة والاقل تطورا" . ان التعديل المهذب Smother للانفاق الاستهلاكي يجعل الدورة اقل حدة .

لقد ارتفع خزين الموجودات والمطلوبات الاجنبية ، التي يحتفظ بها في البلدان الغنية ، الى خمسة امثاله في عقد من الزمن . لقد ساعد توريق الديون العقارية على خلق فائض في عرض المساكن والتي لم تسهم الا بالقليل لتدعيم النمو الاقتصادي في الامد البعيد . وثمة راي مفاده حتى لو لم تؤدي المبتكرات المالية الى زيادة النمو لكنها تسهم في زيادة الرفاه . اذ ساعدت المالية الحديثة على وصول الناس للائتمان ، والتوريق قلل مخاطر الاقراض وساعد على توسيعه الى مقترضين اقل جدارة .

البلدان الناهضة كان موقفها من النظام المالي الانكلوسكسوني براغماتيا" بصفة عامة ولقد اخذت الصين بانتقاد وول ستريت علنا" في الآونة الاخيرة . ومن المحتمل جدا" ان تعيد تلك البلدان تقييم النظام المالي في المراكز المتقدمة ، لندن ونيويورك خاصة ، واذا اظهرت قدرة على بلورة نمط جديد من النظام المالي فسيتم أخذ اقتصاد العالم مسارا" جديدا هو محصلة الحوار بين نظامين وهذا ما لا يستبعد .

والهند على سبيل المثال غيرت رأيا بشأن عقود مبادلات الائتمان الفاشل **credit default swaps** بدعوى ان ازمة الرهن العقاري اثبتت عدم ملائمتها ، ولكن في نفس الوقت سمحت بنوع اخر من المشتقات لاعطاء فرصة للمتعاملين للحماية ضد تقلبات اسعار الصرف . من جهة اخرى اوقفت الدول الغنية والصين كذلك البيع القصير للاسهم **short selling** ، والذي يعني بيع اسهم مقترضة ، وذلك في محاولة قد لا تكون موفقة لايقاف تدهور اسعار الاسهم ، عادت الصين وسمحت به مع اجازة شراء الاسهم بقروض .

من سياسة كبح التضخم الى تحاشي الانكماش :

الانكماش الذي يعكس تقاعس الطلب وفائض في الطاقة الانتاجية هو خطر دائما" . الاسعار النازلة يمكن ان تتسبب في ايقاف مشتريات المستهلكين بسبب التوقعات . وتقود الى حلزون نازل من نقص الطلب ومزيد من نزول الاسعار . وهذه الحالة شديدة الضرر عندما يكون المجتمع مثقل بالدين . ان القيمة الحقيقية للدين تنمو مع نزول الاسعار وهي عكس ما يحتاجه البلد المثقل بالدين . ان اقتصاد العالم يعاني شبه الحالة التي يمكن تسميتها انكماش المديونية . ان توافق انخفاض اسعار المساكن وتقليص الائتمان يضطر المدينين الى قطع نفقاتهم وبيع الموجودات ، والذي بدوره يدفع اسعار المساكن مزيدا" نحو الادنى .

ويؤدي الانخفاض العام في اسعار المستهلك الى جعل الوضع اكثر سوءا خاصة وان البنوك المركزية لا تستطيع تخفيض اسعار الفائدة الى ما دون الصفر .

ولكن من المستبعد انخرط الاقتصاد العالمي في الحلقة المفرغة للانكماش السعري فمن المستبعد ان تنخفض الاسعار بما يؤدي الى تضخم سالب ، وكذلك يفهم صناع القرار في الولايات المتحدة الامريكية ودول اخرى ان ضخ اموال عامة في السوق ضروري لانتشال الاقتصاد .

ان التفاعل السلبي بين قطاع المال والانتاج في البلدان المتقدمة سوف يترد وتنعكس الحركة نحو الاتجاه الايجابي وذلك لان البلدان النامية والمجموعة الناهضة منها تمثل ارضية صلبة تمنع الاقتصاد العالمي من الاستمرار في التدهور . لكن تلك المجموعة ايضا تعاني من تحديات تختص بها اذ تتضرر امريكا اللاتينية من انخفاض اسعار السلع الاولية ويخشى المستثمرون من استمرار التضخم في اسيا ولو بمعدلات ادنى . اما بلدان اوربا الناهضة والتي اعتادت على تدفقات موارد من الخارج لسد عجوزات موازين مدفوعاتها الجارية فقد تعاني بعد انخفاض الفوائض النفطية ، واحتمال انخفاض الفوائض الاسيوية ايضا ، والاخيرة مطالبة برفع الميل للاستهلاك لديها وتصحيح اسعار صرف عملاتها . ومن المحتمل ان تواجه ضغوطا متزايدة من الدول المتقدمة ، ايام الازمة ، ولو انها مطالبة ايضا بالمشاركة في تحمل جزء من اعباء الازمة المالية المصرفية المستمرة . ابدت الصين اهتماما بتراجع النشاط الاقتصادي في بلادها ، وخفضت متطلبات الاحتياطي للمصارف الصغيرة واسعار الفائدة ، ولكن ، وكما تقدم ، ومن وجهة نظر الاقتصاد العالمي ، على الصين ارخاء الضوابط المالية Fiscal والسماح بزيادة قيمة عملتها وذلك لمواجهة المخاطر الانكماشية في البلدان الغنية . تنطلق البلدان الناهضة من تجربتها مع ازمتها القاسية في التسعينات اكثر مما تهتم بتعلم الدروس من وول ستريت .

فقد انخفض ناتج المكسيك بنسبة 6% عام 1995 واندونيسيا بنسبة 13% عام 1998 ومن تلك التجارب تبلورت ضوابط صارمة للسياسة الاقتصادية ومن بينها ان المديونية بالعملة الاجنبية خطرة dangerous . وفي رأيها يجب تحاشي صندوق النقد الدولي ، بأي ثمن ، وبناء درع واقى من احتياطات العملة الاجنبية ، قد يصل الى 20% من الناتج المحلي . وهو ما يفسر المنعة التي تعيشها البلدان الناهضة الان ومقاومة اثار الازمة المالية . لكن في نفس الوقت يعتقد ان تراكم تلك الاحتياطات كان من جملة اسباب الانحرافات Distortions والتصلبات Rigidities التي اسهمت في تكوين الفقاعة واشعال التضخم . والتحدي الذي تواجهه البلدان الناهضة هو كيف يمكن خلق نظام عالمي اكثر مرونة وامان .

اظهرت الدراسات ان البلدان النامية التي تعتمد على ادخارها المحلي في تمويل الاستثمار هي اوفر حظا في النمو من التي تعتمد على التدفقات الاستثمارية الخارجية ، كما لا يساعد راس المال الاجنبي البلد النامي على تكيف افضل مع التقلبات في الاوضاع الاقتصادية الدولية . ان تلك التحفظات قد تعبر عن معاناة البلدان الفقيرة ومتوسطة الدخل في الشريحة الدنيا والمتعثرة في مسارها التنموي ، اما البلدان الناهضة فقد اندمجت في الاقتصاد العالمي وهي على الاغلب ادامت درجات عالية من الانفتاح المالي . وكرر صندوق النقد الدولي دعواته السابقة لاهمية استعادة مستوى الطلب الكلي لانهاء التغذية المتبادلة السلبية بين التآزم المالي وضعف النمو . ويعترف الصندوق بأن ليس جميع البلدان تستطيع استخدام المحفزات المالية نظرا للعجوزات الكبيرة خشية ان تتعرض جدارتها الائتمانية للخطر .

ويركز صندوق النقد الدولي على الصين بان لديها الامكانية لتقديم حوافز مالية ، وايضا بحثها على اعادة موازنة الطلب نحو الاستهلاك الخاص بتحسين شبكة الحماية الاجتماعية والتأمين الاجتماعي والتقاعد . وبيان مواطنيها ليسوا بحاجة الى الادخار التحوطي ، وان تسمح

لعملتها بالارتفاع ، لان تلك الاجراءات تساعد على زيادة الطلب المحلي وايضا" صادرات البلدان الآسيوية اليها .
ومن المحتمل ان اسوأ آثار الازمة لم تصل بعد الى دول الاسواق الناهضة وبضمنها الآسيوية
ومن تلك الآثار السيئة انخفاض الصادرات وتجفيف منابع التدفقات الراسمالية اليها .

الاختلالات على المستوى العالمي و دور الفوائض

اختلالات موازين المدفوعات على المستوى العالمي :

لقد بدأت مشاورات متعددة الاطراف حول الاختلالات على المستوى العالمي Global في صيف ٢٠٠٦ . وكان من المعلوم حينها ان التعديل يتطلب خفض قيمة الدولار مقابل العملات الآسيوية . و بينت المؤشرات في سنة الاجتماع ان اسعار الصرف الاسمية الفعالة لليورو والجنيه الاسترليني تجاه الشركاء التجاريين ليست بحاجة الى تعديل ، وطبعاً ان تلك المؤشرات هي اجمالية تدخل في حسابها اسعار الصرف الثنائية موزونة بالتجارة الخارجية .

وعلى المستوى الثنائي توجد حاجة لارتفاع سعر صرف الجنيه الاسترليني تجاه الدولار وقد تحقق ذلك الارتفاع وقد تأكل في الأشهر الاخيرة من عام ٢٠٠٨ وبداية عام ٢٠٠٩ . يعني ان الازمة المالية الغت التصحيح الذي يحبذه مقيموا السياسات على المستوى الدولي وكانوا ينتظرونه .

وحتى منتصف عام ٢٠٠٦ كان ينبغي انخفاض اسعار صرف اليورو والاسترليني تجاه العملات الآسيوية ايضاً" . اي كان التعديل يتطلب انخفاض الدولار تجاه جميع العملات وارتفاع قيم العملات الآسيوية تجاه الجميع .
وفي المحصلة تبقى اسعار الصرف الفعالة لليورو والاسترليني قريبة مما كانت عليه ، اذ ترتفع تجاه الدولار وتنخفض مقابل العملات الاخرى وهذا يعني ان تعديل اختلالات موازين المدفوعات يراود له ان يجري عبر العلاقة بين الولايات المتحدة الامريكية ودول اسيا المصنعة حديثاً" والناهضة .

اهم الاخطار التي تواجه الاقتصاد العالمي تنشأ عن الاختلالات الكبيرة وغير القابلة للاستدامة في الحساب الجاري .

يعتقد البعض ان هذه الاختلالات سوف تنقل تدريجياً" ولكن آخرين يخشون من التغيير المفاجئ في بيئة الاسواق المالية ومزاج المتعاملين بها مما يقود الى تعديل مفاجئ ومدمر .
الصين ودول اسبوية اخرى ، واليابان والبلدان النفطية ، ضمنها روسيا ، هي المصدر الرئيس للتدفقات نحو الولايات المتحدة الامريكية التي وصلت مطلوباتها الاجنبية حوالي %٢٠ من ناتجها المحلي عام ٢٠٠٦ ولو استمرت الاوضاع قبل الازمة الاخيرة سارية كان مقدراً" لها ان تصل الى اكثر من %٥٠ من ناتجها المحلي عام ٢٠١١ ، اي حوالي %١٥ من الناتج العالمي . بتعبير آخر ان الاختلال العالمي في موازين المدفوعات الذي استمر حتى انفجار الازمة لا تتوفر له مقومات الاستدامة . لقد ساعد ذلك الوضع الولايات المتحدة الامريكية على التوسع في الائتمان بأسعار فائدة حقيقية بعيدة الامد منخفضة . ومن المعروف ، ايضاً" ، ان معدلات العائد على الموجودات الاجنبية للولايات المتحدة الامريكية ، رؤوس اموالها في الخارج ، اعلى من معدلات العائد على مطلوباتها الاجنبية . ولان الاخيرة في الدولار الامريكي والاولى اكثرها بعملات دول اخرى فقد استفادت من استمرار تدهور سعر صرف الدولار تجاه العملات الاخرى اذ يساعد ذلك على تعديل مركزها المالي الدولي لصالحها . بالتأكيد ساعدت

تلك الاختلالات على الازمة . العبرة ليست فقط باسعار الصرف الاسمية بل بالقيمة التبادلية الحقيقية للعملة الوطنية ازاء جميع الشركاء التجاريين والتي يعبر عنها سعر الصرف الحقيقي الفعال **Real Effective Exchang Rate** ، وفي عام ٢٠٠٧ كان هذا المؤشر للدولار ٨١% مقاسا لسنة ٢٠٠٠ وللين ٦٣% وللجنيه الاسترليني ٩٧% ولل يورو ١٢٦% ، ومن المشكوك فيه ارتفاعه للعملة الصينية . يعني حتى نهاية ٢٠٠٧ لم تتحرك اسعار الصرف بالاتجاه المطلوب لتصحيح الاختلالات سوى اليورو علما ان منطقة اليورو اصبحت محايدة ، تقريبا ، ازاء الاختلالات العالمية في موازين المدفوعات الجارية .

البنوك المركزية كان بإمكانها محاولة ابقاء راس المال الاجنبي خارجا او تعقيم اثر شراء العملة الاجنبية عبر بيع السندات او اجبار المصارف على رفع نسبة الاحتياطي . بعض الاقطار ، الصين خاصة ، كانت ناجحة في هذه السياسة . ولا تعمل اي من تلك الطرق بالكفاءة التامة .

وتلك المشاكل تتأكد عندما يتسع التباعد في الخصائص الاقتصادية بين دولة التثبيت **Anchor country** ، في هذه الحالة امريكا ، وبلدان العملات الظلية للدولار . ان خفض سعر الفائدة ، او اخر 2007 وبداية 2008 ، هو مناسب للولايات المتحدة الامريكية آنذاك ولكنه خفض من قيمة الدولار واريك اوضاع الاقطار الاخرى المرتبطة به والتي كانت تنمو لفترة طويلة خارج مسار الاستدامة ، وفي راي صندوق النقد الدولي ان البلدان الناهضة امضت اربع سنوات وهي تنمو فوق المعدل الاتجاهي وقد استنفدت طاقتها الاحتياطية ، وبدأ التضخم بالارتفاع حتى عند استثناء الوقود والغذاء .

لوحظ ان عجز الحساب الجاري الاميركي غير النفطي قد انخفض وتلك خطوة في الاتجاه الايجابي . ولقد ساعد الانخفاض في قيمة الدولار على ذلك التحسن . ولكن تعديل سعر صرف الدولار لم يتحقق تجاه عملة الصين ، خاصة ، وانها الدولة التجارية الثانية في العالم . ويبقى الترصين المالي في الولايات المتحدة الامريكية مفتاح للاستقرار العالمي . ولكن رفع قيمة عملة الصين يمكن ان تسهم في خدمة الاستراتيجية الصينية الاوسع لتمويل مصادر النمو نحو الطلب الداخلي ولزيادة فاعلية السياسة النقدية كما يعتقد صندوق النقد الدولي .

ان ضعف النمو الاميركي مقارنة بشركائه التجاريين والانخفاض المستمر في قيمة الدولار منذ عام ٢٠٠٢ ساعد على تخفيض عجز الحساب الجاري الاميركي الى ٥% في النصف الاول من عام ٢٠٠٨ وذلك بعد ان كان ٦.٥% عام ٢٠٠٥ وعند استبعاد النفط سيكون التحسن في الحساب الجاري الاميركي اكبر .

ولقد اصبح سعر الصرف الحقيقي الفعال للدولار الاميركي عند أخفض مستوياته منذ سنوات وبموجب التقييم الحالي اصبح الدولار منسجما مع الاساسيات الاقتصادية متوسطة الاجل ، وذلك قبل الارتفاع العنيف للدولار تجاه الاسترليني واليورو .

ولقد حدث ارتفاع سعر الصرف الفعال للعملة الصينية ولكن يعتقد صندوق النقد الدولي ان العملة الصينية لا زالت ادنى كثيرا مما يجب ان تكون عليه بموجب الاساسيات متوسطة الامد .

من الضروري ان تشدد دول الشرق الاوسط التركيز على ازالة الاختناقات من جانب العرض . ويتطلب الامر القيام باصلاحات في اسواق السلع والعمل في اوربا واليابان لزيادة امكانيات النمو . ايضا توجد جوانب متعلقة بالتجارة الخارجية وتدفعات راس المال والسعي لكسر الاستعصاء الذي وصلت اليه محادثات الدوحة .

لا زالت البلدان المصدرة للنفط في الشرق الاوسط تربط عملتها بالدولار ولذلك فإن اسعار الصرف الأسمية الفعالة لعملاتها انخفضت ايام تدهور الدولار في حين ترتفع الآن . ولكن اسعار صرف عملاتها الحقيقية قد ارتفعت في كل الأحوال بسبب التضخم .

اعادة تدوير فوائض البلدان النفطية والناهضة :

يفسر فائض البلدان الناهضة والنفطية بعوامل معروفة منها :

(١) انهيار الاستثمار في العديد من الدول الاسيوية بعد ازمتهن المالية اواخر التسعينات
(2) اسهم ارتفاع اسعار النفط في تحويل الثروة نحو البلدان المصدرة للنفط مثل السعودية وروسيا باسرع من انفاقها له . (3) وايضا " لعبت السياسات في البلدان الناهضة وخاصة سياسة سعر الصرف دورا " لا يستهان به .

غذى فيضان راس المال الاجنبي الانتعاش المالي وتسبب في دفع سعر الفائدة بعيد الامد الى الاسفل وبقي كذلك حتى بعد ان رفع الاحتياطي الفدرالي سعر الفائدة للامد القصير عام 2004 ، وبالنتيجة ساعدت بريتون وودز الثانية على تغذية الفورات الانتمانية والسخونة الاقتصادية في بلدان العالم الناهض . ولا غرابة في ذلك فعندما يكون راس المال متحركا " فالدول التي تحافظ على اسعار صرف ثابتة لعملاتها تفقد السيطرة على شؤونها النقدية المحلية . فعندما يتدفق راس المال يجب عليهم شراء العملات الاجنبية مقابل طرح المزيد من عملاتهم الوطنية ويزداد عرض النقد ويرتفع التضخم .

اعادة تدوير الدولار النفطي قصة مألوفة من السبعينات عندما ارتفعت اسعار النفط في خريف 1973 ، وواجهت الدول المصدرة للنفط بمدخولات قدرية . اغلب تلك المستلمات ادخرت وادعت في مصارف الدول الصناعية . وقامت المصارف ، بدورها ، باقراض الجزء الاعظم من تلك الاموال الى الدول الناهضة وخاصة في بلدان امريكا اللاتينية .

وعلى النقيض من فترة السبعينات ادارات بلدان الاسواق الناهضة بمجموعها فوائضا " في الحساب الجاري كبيرة ومنتزادة في السنوات الاخيرة . وكذلك لم تعد المصارف هي المجال الرئيسي لاستثمار الفوائض النفطية والاخرى بل اسواق الاوراق المالية الدولية Global Securities Markets . وعلى الرغم من انخفاض نسبة الودائع المصرفية من مجموع التدفقات المالية الى الخارج من الدول النفطية الا انها بقيت ذات اهمية وتقدر بحوالي 27% بالمتوسط ، اذ كانت الودائع 560 مليار دولار من مجموع التدفقات التي تقدر بمبلغ 2108 مليار دولار للفترة 2001 - 2006 . لكن يلاحظ ايضا " ارتفاعها لبلدان مثل روسيا وليبيا في حين تستثمر السعودية 14% من اموالها في الخارج على شكل ودائع والكويت 16% والامارات العربية 18% وقطر 11% ، مما يؤكد الاتجاه نحو السوق على حساب المصارف . في حين كانت نسبة الاستثمارات في الودائع المصرفية 44% لمجموع الدول المصدرة للنفط في السبعينات وهي اعلى مما هي عليه الآن كما يبدو مما تبين آنفا " . وفي بدايات الازمة الحالية يوجد اعتقاد بأن المصارف اتجهت لاقرض بلدان الاسواق الناشئة في اوربا ، ويخشى تكرار نموذج الازمة الاسيوية 1997 - 1998 في اوربا الناهضة هذه المرة .

تلك الملاحظات تسلط الضوء على احد جوانب الآلية التي فاقمت الازمة المالية : فوائض تتجه الى بلدان العجز في الحساب الجاري والاخيرة تجد ان الظروف مواتية ، فائض السيولة ، لتخفيض اسعار الفائدة والتواطؤ مع بيئة تتوسع في الاقراض وللقطاع العائلي بالذات . اي

المبالغة في ارتفاع الاستهلاك بسبب عدم الحاجة الى تمويل الاستثمارات بادخارات داخلية وهذا الاتجاه يعزز استمرار تزايد الميل للدخار في بلدان الفائض . بمعنى اخر مجتمعات تعيش باكثر من امكاناتها الاقتصادية . واخرى تعيش دون تلك الامكانيات ، ومثل هذه الاوضاع خطرة حتما" ولا تنسجم مع متطلبات الاستدامة **sustainability** .

اما الحديث عن ان صناديق الثروة السيادية والاموال الرسمية الاخرى ربما هي احد اسباب الاضطراب فهذه الدعاوى مبالغ بها ايضا لان الاحتياطات طالما هي بيد جهات رسمية تكون عوامل استقرار وليس العكس اذ لا تتصرف الجهات الرسمية في الاسواق مثل المستثمر المالي الذي تعتمد ارباحه على دوام تحريك الاموال عبر الحدود والعملات .

ان قلق البلدان الغربية مرده الخوف من سيطرة الجهات الخارجية على صناعاتهم الاستراتيجية ولكن ايضا" من المستبعد اعادة النظام المالي الدولي الى الوراء فالانفتاح المالي اصبح حقيقة كبيرة وتجذر في شبكات المصالح واليات عمل الاقتصاد المعاصر .

صحيح ان الاحتياطات تجاوزت الحد قبل اندلاع الازمة الاخيرة ومطالبة بلدان الفائض السماح بقيم عملاتها بالارتفاع **appreciation** لا يخلو من وجهة . ولكن ايضا" هناك مبالغة في تأثير سعر الصرف على وضع ميزان المدفوعات الجارية اذ تفيد التجربة وحتى التحليل الكمي الى ضعف العلاقة بينها لصالح تغيرات الطلب ، خارجي وداخلي . وذلك لا يعني التقليل من دور الاسعار ولكن ليس في الحدود المتعارف عليها بل ان الانحرافات الكبيرة والتغيرات الواسعة التي تؤثر في بنية الاقتصاد جذريا" ، وعلى سبيل المثال تخصيص الموارد بين السلع المتاجر بها وغير المتاجر بها واضعاف او تقوية القطاع الانتاجي مثل حالة بعض البلدان النفطية وما يماثلها ، في هذه الحالة لاسعار الصرف اهمية كبيرة . اما في الصين فعلى الاغلب يعزى التأثير الى الميل للدخار من الدخل في الداخل والطلب الخارجي على الصادرات الصينية هما الاكثر تأثيرا" على الفائض . ولذلك فان تعديل موازين المدفوعات الجارية ، لصالح الاستقرار العالمي ، يتطلب الاشتراك في مباراة تعاونية **Cooperative Game** بين دول الفائض ودول العجز واخرين . وظهرت اتجاهات جديدة بعد ظهور الازمة اقترنت بزيادة الاستهلاك والاستثمار الداخلي في بلدان الفائض واسباب اخرى بما في ذلك انعكاس تأثير الازمة على القطاعات المالية في تلك البلدان كما ظهر جليا" في الخليج وحتى في الصين من شأن كل ذلك تقليص الاحتياطات .

ان الارتفاع السريع في فائض الادخار الصيني بين 2004 – 2007 نشأ جزئيا" عن القيمة المنخفضة للعملة الصينية الذي ساعد على ترصين القدرة التنافسية الدولية للصين .

طرح مقترحات لتأسيس منتدى دائم من اجل تحسين النظام المالي الدولي ، ويوجد توجه لاشراك البرازيل والصين والهند والمكسيك وافريقيا الجنوبية واعطائها فرصة اكبر للاسهام في ذلك المنتدى . ولقد تأسس فعلا" تحت مسمى مجلس الاستثمار العالمي وهو يتبع مجموعة العشرين . وايضا" تناقش فكرة المقعد الواحد للاتحاد الاوربي في صندوق النقد الدولي على اساس وحدة العملة ، وهذا يمهد لان يكون للحياة الاقتصادية الدولية محور من ثلاث كتل كبيرة هي الولايات المتحدة الامريكية والصين واوروبا .

ولكن دول الخليج النفطية تستطيع التحرك نحو الواجهة اذا ما اسرعت في اصدار عملتها الموحدة وقدمت نفسها بصفة الكيان الواحد ليس ماليا" فحسب بل بمعنى اوسع ، وعندما يدعم مثل هذا التوجه بتفاهم سياسي في المنطقة ستكون له اثار ايجابية اكبر .

اغلب الظن ان مؤسسات بریتون وودز لا تستطيع مواكبة التغيرات الكبيرة في اقتصاد العالم والتكيف معها .

ملحق وقائع الازمة المالية

نحاول في هذا الملحق ادراج بعض الوقائع المختارة في تسلسل زمني وذلك لوضع القارئ المختص في اجواء الازمة ، وهذا مهم لمعرفة المضمون الواقعي للاطروحات النظرية .

انطلقت الازمة من الفشل في سداد القروض المسماة دون المستوى القياسي **Sub prime** الذي بلغ مستويات لا سابق لها في ذلك المضمار . ووصلت تلك المشكلة قمتها في مايس 2007 عندما اصبحت احدى المؤسسات المتخصصة بذلك النوع من الاقراض واسمها **New century financial** مقلسة وسرحت نصف عدد منتسبيها . وعندما بدء الانهيار كان وقعه ثقيلًا على الميزانيات العمومية للمصارف على مدار العالم .

وابلغ **Bearn stearns** ، وهو مصرف استثماري في موقع قيادي ، المستثمرين في تموز 2007 بأنهم لا يستطيعون استرجاع الا القليل من اموالهم عندما رفضت المصارف المنافسة مساعدته بعد تعرضه لخسائر كبيرة من حيازته لاوراق القروض المهيكلة والتي سيأتي شرح آليات تكوينها واصدارها .

وفي 20 من تموز 2007 صرح رئيس الاحتياطي الفدرالي بأن مشكلة القروض دون المستوى برزت الى السطح وقدر الخسائر بين 50 – 100 مليار دولار ومن الواضح انه تقدير في غاية الانخفاض كما اتضح الامر فيما بعد .

وفي آب من نفس العام وفي التاسع منه اخبر **BNP Paribas** المستثمرين بأنهم لا يستطيعون انقاذ اموالهم الموظفة في صندوقين من صناديق الاستثمار التي يديرها بسبب العجز عن تقييم الموجودات بعد ان تبخرت السيولة بالكامل في السوق .

اتفق على اعتبار 10 آب 2007 تاريخًا لظهور الازمة الذي افصح عنه الاحتجاجات واسعة النطاق للمساكن . وبدأ حانزو اوراق الدين العقاري واطى المستوى يقلقون عندما تأكد انخفاض اسعار المساكن ، ودب الخوف من تأثير مشكلة الاقراض العقاري على ميزانيات اكبر المؤسسات المالية في الولايات المتحدة الامريكية . تبلغ القروض العقارية حوالي 12 ترليون دولار ، ومجموع الدين على القطاع العائلي يصل الى %140 من دخله الممكن التصرف به كما ان مجموع الائتمان في الولايات المتحدة الامريكية يتجاوز %230 من الناتج المحلي لذلك البلد .

في ايلول 2007 اخذت الازمة تهدد بانهيار المؤسسات ما ادى الى هرع المودعين الى المصارف . في 4 ايلول وبعد يوم واحد من اعلان احد المصارف الالمانية **IKB** اسقاط مليار دولار من قروضه الى المنشآت الصغيرة والمتوسطة ، ارتفع سعر الاقراض الى مستويات لم يعهدها منذ الازمة الاسبوية وفي هذا السياق ازداد ليبر **Libor** بأكثر من 100 نقطة فوق سعر بنك انكلترا .

ولقد تزايد هلع المودعين في مصرف نورثرن رول مما اضطر الحكومة البريطانية لاعلان ضمان كافة الودائع في ذلك المصرف . ايضا" خفض الاحتياطي الفدرالي سعر فائدته الى %4.75 وعرض بنك انكلترا مزاد سيولة بعشرة مليارات جنيهه استرليني . في تشرين الاول تزايد اعلان الخسائر المرتبطة بالقروض دون المستوى Sub prime وربما حصل فشل في انشطة اخرى قد تأجل الاعلان عنها من قبل وجاءت تلك الاخبار من UBS و Citi group و Merrill lynch وهي مؤسسات مصرفية قيادية .

في تشرين الثاني من عام ٢٠٠٧ بادرت سلطة ابو ظبي للاستثمار بشراء حصص من المصارف المأزومة وعلى سبيل المثال حصلت على %4.9 من Citi group مقابل 7.5 مليار دولار . في هذه الاثناء جرى تحويل بعض أنشطة المصارف الكبرى الى الميزانيات العمومية بعد ان كانت خارجها بعد هبوط القيمة السوقية للضمانات الذي اثر على موقف صناديق الحماية Hedge Funds . ولقد تزعمت الثقة بالمؤسسات المالية العريقة وذات النطاق الدولي مثل ، مجموعة التأمين الامريكية AIG ومصارف الاستثمار الكبرى .

في كانون الاول 2007 خفض بنك انكلترا سعر فائدته ، وفي 13 ايلول اتخذت خمسة بنوك مركزية اجراءات ضخ سيولة وهي الاحتياطي الفدرالي ، والبنك المركزي الاوربي ، بنك انكلترا ، البنك المركزي السويسري والبنك المركزي الكندي ، وايضا" اتفقوا على مبادلة العملات لمعالجة مشكلة شحة الدولار . مؤسسة Standard and poors المختصة بتقييم الجدارة الائتمانية اعادت تقييم عدد من المؤسسات المالية المختصة بضمان القروض . ايضا" واصلت صناديق الثروة السيادية الاسيوية شراء اجزاء كبيرة من المؤسسات المنهارة . اذ اعلن UBS ان شركة الاستثمارات الحكومية في سنغافورة ستشتري %9 من المصرف مقابل 9.75 مليار دولار و اشترت جهات استثمارية من الشرق الاوسط ، لم يعلن عنها ، ايضا" حصة في UBS بمبلغ 1.77 مليار دولار . و اعلن Morgan Stanly ان شركة الاستثمار الصينية اشترت %9.9 منه بمبلغ 5 مليار دولار . وايضا" اعلن Merrill lynch ان صندوقا" استثماريا مملوكا" لحكومة سنغافورة سيشتري حصصا" منه بقيمة تتراوح من 5 - 4.5 مليار دولار .

انهارت مصارف ومؤسسات مالية اخرى اواخر عام 2008 اذ وضع Freedom Bank تحت وصاية شركة التأمين على الودائع التي يديرها الاحتياطي الفدرالي كذلك Security Pacific و Franklin Bank ، يوم 21 من تشرين الثاني انهارت وفي ثلاثة مصارف في نفس اليوم Downey Savings و The Community Bank of Loganville Ga . و Loan association of New port Beach . في 23 تشرين الثاني استلمت Citigroup ضمانات طوارئ بمبلغ 306 مليار دولار من الحكومة الامريكية وتضمنت الترتيبات اصدار 20 مليار دولار اسهم تفضيلية الى الخزنة الامريكية .

في الخامس من كانون الاول وضع مصرف First Georgia Community Bank of Jackson , Ga. تحت وصاية شركة التأمين على الودائع . وفي الثاني عشر من نفس الشهر حدث الشئ نفسه لمصرفين هما Haven Trust Bank in Duluth و Sanderson state Bank in Sanderson والملاحظ ان هذه المصارف التي تنهار توضع بأدارة مصارف اخرى مما يضيف اعباءا" على كاهل تلك المصارف والتي قد تكون هي بدورها على حافة الانهيار .

في تلك الاثناء وفي تشرين الثاني من عام 2008 اعلنت الصين تخصيص حوافز مالية بحوالي 588 مليار دولار . واستثمرت الحكومة الامريكية 40 مليار دولار اخرى في AIG .

في كانون الثاني 2008 وفي 25 منه حدث اعنف هبوط في اسعار الاسهم بعد 11 ايلول 2001 واستعادت الاسهم في اليوم الثاني اسعارها لكن الاحتياطي الفدرالي استجاب بخفض سعر فائدته ليكون % 3.5 وهو اكبر تخفيض بمقدار 75 نقطة في ربع قرن . وفي 30 من نفس الشهر اجري الاحتياطي الفدرالي خفضا" آخر بخمسين نقطة كما اعلن ان شركة الاستثمار الحكومي في سنغافورة ستشتري %4 من Citigroup مقابل 6.9 مليار دولار . واعلن Merrill lynch ايضا" ان صناديق الاستثمار الحكومية الكويتية وشركة الاستثمار الكورية ومصرف استثمار ياباني سيشترون حصصاً بمبلغ 6.6 مليار دولار .

في 7 شباط خفض بنك انكلترا فائدته الى %5.25 وقرر الكونغرس في 13 من الشهر نفسه اصدار قانون التحفيز الاقتصادي بمبلغ 150 مليار دولار .

في آذار 2008 خفض البنك المركزي الكندي سعر فائدته الى %3.5 وعرض الاحتياطي الفدرالي 200 مليار دولار الى المصارف الرئيسية قروضاً في مزاد انتمان ووسائل اخرى . وبعد ايام انشأ الاحتياطي الفدرالي نافذة اخرى لاقرض المتعاملين بحوالات الخزنة . وايضاً" اعلن بنك انكلترا نافذة شراء repo لثلاثة اشهر لاقرض المصارف وفي نفس الشهر في يوم 16 آذار فتح الاحتياطي الفدرالي نافذة اخرى للاقرض الليلي اي ليوم واحد .

في 17 من ذلك الشهر استحوذ مورغان ستانلي Morgan Stanly على مصرف Bear Stearns وعقدت الصفقة بادارة الاحتياطي الفدرالي مقابل 240 مليون دولار فقط .

ولكن في ذات الوقت اقرض الاحتياطي الفدرالي المصرف المستحوذ 29 مليار دولار لتمير الصفقة وفي اليوم الثاني خفض الاحتياطي الفدرالي فائدته الى % 2.25 . في نيسان 2008 قرر بنك انكلترا تخصيص 50 مليار دولار لتمكين المصارف من مبادلة قروضها العقارية الخطرة بسندات حكومية . وايضاً" خفض البنك المركزي الكندي سعر الفائدة الليلي الى %3 .

في مايس توثق تعاون البنوك المركزية فيما بينها وتعاون الاحتياطي الفدرالي مع البنك المركزي الاوربي والبنك السويسري لزيادة حجم المبالغ في قنوات تبادل العملات . في حزيران اشترت سلطة الاستثمار القطرية %7.7 من مصرف Barely بمبلغ 1.7 مليار دولار . في هذه الاثناء اعلن عن صعوبات اضافية واجهت مصارف رئيسية في بريطانيا والولايات المتحدة الامريكية ومنها :

Morgan Stanly , Lehman Brothers , Royal Bank of Scotland , Barclays وحاولت اتخاذ ما يمكن من تدابير لتوفير سيولة داعمة لوضعها . في تموز من عام 2008 سقط مصرف Indymac وهو مقرض عقاري وثاني اضخم مصرف ينهار في تاريخ امريكا ، وقد استحوذت عليه شركة التأمين على الودائع .

لقد استمر تراجع اسعار المساكن مما اثر كثيرا على Freddie Mac , Fannie Mae ، وهي منشآت اقرض عقاري مدعومة من الحكومة الامريكية كما تقدم ، واعلنت الخزانة دعمها بتوفير نافذة سيولة لهما .

وفي ايلول من عام 2008 اصبح النظام المالي على حافة الهاوية السحيقة وتبين ان الاموال التي خصصتها الحكومة والاحتياطي الفدرالي لم تعد كافية ولذلك قررت الحكومة الامريكية تقديم الاموال الكافية لانقاذ المؤسساتين فردي ماك وفاني مي ، آنفتي الذكر . وفي ذلك الشهر اعلن الاحتياطي الفدرالي في نيويورك انه يبحث عن مشتري لمصرف Lehman Brothers الذي اعلن افلاسه في 15 من ايلول وخلال 24 ساعة اعلن الاحتياطي الفدرالي انه يخصص 85 مليار دولار لانقاذ AIG وهي اكبر شركة تأمين في العالم لانقاذها من الافلاس في مقابل امتلاك الدولة 80% من اسهمها .

وفي تلك الايام اعلن Merrill lynch عن شرائه من قبل Bank of America بمبلغ 50 مليار دولار .

في 19 ايلول اعلنت الخزانة الامريكية برنامج ضمان مؤقت لجميع الصناديق المشتركة لسوق النقد Money – Market Mutual Funds و اعلن الاحتياطي الفدرالي بانه سوف يقدم قروضا الى المصارف لتمويل مشترياتها للاوراق التجارية من الصناديق آنفة الذكر . ان انهيار ليمان بروذرز ومؤسسة اي ، آي ، جي اصاب السوق المالية بالشلل على نطاق دولي .

ومن تداعيات تلك الانهيارات المزيد من انخفاض اسعار الاسهم ومئات المؤسسات المالية وجدت نفسها امام خطر الانهيار بسبب قطع خطوط انتماناتهم ونضبت رؤوس اموالهم من خلال البيع الاجباري للموجودات باسعار واطنة لتمويل عملياتهم .

وفي 20 ايلول ٢٠٠٨ ، اعلنت الخزانة الامريكية عن مسودة مقترحات لانقاذ الموجودات القلقة والخطرة وصمم البرنامج لشراء ما قيمته 700 مليار دولار من تلك الموجودات . وبعد يوم واحد اعلن الاحتياطي الفدرالي تحويل Morgan Stanly و Golden Sachs الى شركات قابضة . وذلك يعني تقديم انواع مختلفة من الضمانات الحكومية وفي نفس الوقت مواجهة ضوابط صارمة من الاحتياطي الفدرالي .

في 25 من ذلك الشهر حدث اكبر انهيار مصرفي في الولايات المتحدة الامريكية اذ اغلق Washington Mutual وهو مقرض عقاري تبلغ موجوداته حوالي 307 مليار دولار وبيع الى JP Morgan ، وانتقلت آثار ذلك الحدث الى اوربا .

في 28 من ايلول اصبح واضحا ان Fortis وهي مؤسسة صيرفة وتأمين كبيرة ورئيسية في اوربا ، قد امت جزئيا من قبل ثلاث حكومات هي هولندا وبلجيكا ولوكسمبورغ بتكاليف 11.2 مليار يورو . وفي 29 من ايلول اعلنت بريطانيا وضع اليد على 50 مليار جنيه استرليني من القروض والرهنات العقارية للمصرف الاسباني Bradford and Bingle الذي يزاول الاقراض في بريطانيا ، وبيع قسم منه الى مصرف اسباني Santander . وفي اسلندا ايضا سيطرت الحكومة على ثالث اكبر مصرف هناك Glitner في 30 ايلول وبعد يومين فقط من انقاذ Fortis قررت حكومات فرنسا وبلجيكا ولوكسمبورغ انقاذ Dexia بمبلغ 6.4 مليار يورو .

في الولايات المتحدة الامريكية اشترت City group مصرف Wachovia ، وهو الرابع تسلسلا" في الحجم ، بحوالي 22 مليار دولار . وفي هذه الاثناء زادت الحكومة البريطانية سقف الضمانات على الودائع الى 50000 جنيه استرليني .

وفي تشرين الاول حذت حكومات اوربية اخرى حذو بريطانيا لرفع سقف الودائع المضمونة . سيطرت حكومة ايسلندا على مصرف Land Banki وهو ثاني اكبر مصرف في ذلك البلد . والحكومة البريطانية قررت تخصيص 50 مليار جنيه استرليني لدعم رؤوس اموال المصارف من خلال التأميم الجزئي للمؤسسات الكبيرة ، وقررت فتح خطوط للاقراض القصير بمبلغ 200 مليار جنيه استرليني .

ومن جملة المؤسسات المسهتدة في الخطة البريطانية LLOYDS والمصرف الملكي السكوتلاندي . واعلنت الولايات المتحدة انها ستخصص 250 مليار دولار للتأميم الجزئي . فالحكومات اصبحت تترك انه لا يكفي شراء الموجودات المأزومة بل لا بد من تدعيم رؤوس اموال المؤسسات المالية ذاتها .

وفي هذه المرحلة اخذت ضغوط الازمة تشتد ايضا" على البلدان الناهظة Emerging ، واعلنت حكومات تلك البلدان اتخاذ تدابير لايقاف التدهور . ومن ابرزها كوريا الجنوبية التي خصصت 130 مليار دولار للانتقاذ في 19 تشرين الاول لتقديم ضمانات وضخ اموال لتدعيم رؤوس الاموال ، وخفض البنك المركزي الهندي سعر الفائدة وكذلك فعل البنك المركزي الكوري والبنك المركزي الصيني .

وفي اوربا اعلنت هولندا ، اضافة على ما تقدم ، عن خطة بمبلغ 20 مليار يورو والسويد بما يعادل 250 مليار دولار .

اعلن صندوق النقد الدولي عن تقديم قروض الى ايسلندا واوكرانيا وفرض على الاولى زيادة سعر الفائدة زيادة كبيرة وهو عكس الاتجاه الذي ساد في العالم تماما" ، والهدف من ذلك تقليل الطلب الكلي للسيطرة على التضخم . وحصلت هنغاريا على قروض من صندوق النقد الدولي والبنك الدولي والاتحاد الاوربي .

لقد ارتفعت اسعار صرف الدولار والين تجاه العملات الاخرى وراجت مخاوف من احتمال انزلاق الاقتصاد الياباني الى فتور قاسي في النشاط الاقتصادي بسبب تقلص صادراته المحتملة ارتباطا" مع ارتفاع قيمة عملته . وتعاون الاحتياطي الفدرالي مع طائفة من البنوك المركزية في الدول الناهظة للتخفيف من اثار شحة الدولار اي شمولها في تسهيلات تبادل العملات . Currency – Swap .

في تشرين الثاني 2008 تأكد فتور النشاط على المستوى العالمي اذ أكدت الاحصائيات ان الدول القائدة في الاقتصاد العالمي تراجع نموها وتوقف في بعضها وسجلت قطاعات فيها انخفاضا" في مستوى الناتج عن السنة السابقة ، وقد اختفى خطر التضخم بالكامل ولاح في الافق طيف الانكماش .

خفض بنك انكلترا سعر فائدته الى 3% وهو الاقل منذ سنة 1954 . وكذلك خفض البنك المركزي الاسترالي فائدته الى 5.25% . ومن الملاحظ في هذه المرحلة تفاوت اسعار الفائدة التي تعكس السياسات النقدية للبنوك المركزية ، في اليابان 0.3% وفي انكلترا 3% وفي الولايات المتحدة الامريكية 1% وفي استراليا 5.25% . ظهرت مبادرات اخرى للتعاون النقدي اذ طلبت كوريا من البنك المركزي الصيني على فتح خط لمبادلة العملات بالدولار . والبنك المركزي الاوربي يقبل السندات الاوربية بعملة الدولار لضمان القروض للمرة الاولى .

في كانون الثاني من عام 2009 بيع المصرف الاتحادي Indy Mac الى مجموعة خاصة بمبلغ 14 مليار دولار .

في شهر آذار من عام 2009 اعلن الاحتياطي الفدرالي انه سيضخ ترليون دولار اضافية لشراء سندات الخزنة واوراق الدين العقاري .

البنك المركزي الياباني من جانبه صرح بأن اليابان يواجهه اسوأ هبوط في النشاط الاقتصادي منذ التسعينات وسيشتري سندات شركات بمبلغ ترليون ين حوالي 10.7 مليار دولار وسوف يحافظ على سعر فاندته قريبا" من الصفر او %0.1 اي عشر الواحد بالمئة . وقد فاجأ اليابان العالم عندما اظهر ان اقتصاده تقلص بنسبة %12.7 سنويا" في شهر واحد بين تشرين الاول وتشرين الثاني من عام 2008 وهو اسوأ هبوط منذ 1974 . وازدادت خسائر الشركات بنسبة %15.8 عن سنة سابقة .

في 17 آذار من عام 2009 اعلن البنك المركزي الياباني انه سيقترض حوالي 10 مليار دولار الى المصارف لتحسين رؤوس اموالها . ويشتري البنك شهريا" ما قيمته 14 مليار دولار سندات حكومية بعيدة الامد لضخ سيولة في الاقتصاد .

لقد انعكست الازمة في اسواق الاسهم على نحو حاد واستنادا" الى تقرير يومي يصدره البنك الوطني الفرنسي (المركزي سابقا") كان مستوى اسعار الاسهم في 18 تشرين الثاني من عام 2008 نسبة الى 31/12/2007 وفي 10 آذار نسبة الى نهاية عام 2008 كما يلي :

التغيرات في أسعار الأسهم

المؤشرات	نسبة الانخفاض % بين 18/11/2008 و 31/12/2007	نسبة الانخفاض % بين 10/3/2009 و 31/12/2008
DJ Euro STOXX50	46.3	19.7
CAD 40 INDEX	43.3	15.9
XETRA DAXPF	43.5	17.8
XET TECHN AID PR	51.0	15.0
DJ STOXX 50	43.0	16.2
FTSE 100 INDEX	36.0	15.4
DJ INDU STRIAL AVERAGE	37.6	17.7
S& P 500 INDX	42.0	16.2
NASINMS COMPOSITE	43.0	9.2
NIKKEI 225 INDEX	45.6	14.6

وتلك المؤشرات بينت انخفاضا "كبيراً" في مدة اقل من 11 شهراً" متوسط المدى فيه 43.5
بمعدل شهري حوالى 4% ، والمتوسط البسيط للانخفاض في المدة المذكورة هو 43.1%
والمعدل الشهري 3.9% . وفي ثلاثة اشهر وعشرة ايام كان متوسط الانخفاض 15.8%
والمعدل الشهري 4.7% . بمعنى ان الانخفاض مستمر ومتصاعد عام 2009 . بتعبير آخر
ان متوسط الانخفاض يصل الى 60% في آذار 2009 عما كان عليه بداية عام 2008 .

References

1- Sentence Andrew , " The Global Economy and UK Inflation , Bank of England Quarterly Bulletin , 2007- Q4, Vol- 47 No .4 , PP574 – 582

2- Hui Tong and shang – Jin wei , Real Effects of the subprime Mortgage crisis : Is it a Demand or a Finance shock , July 2008 , IMF .

3- IMF , Finance and Development , June , 2008 .

4- IMF, IMF survey online , Global financial crisis , February 7 , 2009 .

5- Tohannes weig and , Bank Recycling of Petro Dollars to Emerging Market Economies During the Current Oil price Boom , IMF , July 2008 .

6- Daniel c . Hardy and Alexander F . Tie man , Innovation in Banking and Excessive loan groth , IMF , July 2008 .

7- World Economic Outlook up date , IMF , January , 28,2009 .

8- Global Financial stability Report up date , January 28. 2009 .

9- Global financial crisis of 2008 – Wikipedia , the free encyclopedia .

10- Bernank , Beb S . , Federal Reserve policies in the financial crisis , December 1 , 2008 , speech at the Greater Austin chamber of Commerce , Austin , Texas .

11- Andrew Swiston , A.U.S. Financial conditions Index : putting credit where credits Due , IMF , June 2008 .

12- Cronology of Financial Crisis , central Banking , Querterly Journal , Publications LTD , Landon , November 2008 , pp13-59 .

13 – The Economist , A special Report on the World Economy , October 11th – 17th 2008 .

14 – KPMG , Swiss info , IMF (2008) special Report on Financial Crisis , IMF website .

- 15 – Leamer Edward " Housing is the Business cycle" , in , Housing , Housing Finance and Monetary policy , A symposium sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City (2008) .**
- 16 – Luis I . Jaime H . , central bank involvement in banking crises In Latin America , IMF , May 2008 .**
- 17- Dziobek , Claudia and Pazarbasioğlu , lessons from systemic bank Restructuring , IMF , May 1998 .**
- 18 – Economist Intelligence Unit country report , Saudi Arabia , January 2009 .**
- 19 – Economist Intelligence Unit , country report , Bahrain , January 2009 .**
- 20 – Stanyre , Peter , Guide to Investment strategy : how to understand Markets , risk , rewards and Behaviour , the Economist newspaper Ltd , 2006 .**
- 21– Klyuev Vladimir and Mills Paul , is Housing wealth an "ATM"? The Relationship Between Household wealth , home Equity Withdrawal , and saving rates , IMF staff papers vol . 54, no -3 , 2007 , pp 539 – 561.**
- 22- Mishkin Fredric S. , " Housing and the Monetary Transmission Mechanism " in Housing , Housing Finance , and Monetary Policy , Asymposium Sponsored By the Federal Reserve Bank of Kansas City , Federal Reserve Bank of Kansas City , 2008 , pp 359 – 405 .**
- 23 – Plamen Iossifov , Martin Cihak , and Amar Shanghavi , Interest Rate Elasticity of Residential Housing Prices , IMF Working Paper , IMF , October 2008 .**
- 24- Hordahl , Peter and Packer Frank , under standing asset prices an over view , BIS , March 2007 .**
- 25 – Dodd Randall and Paul Mills , out break : U . S . Subprime contagion , Finance and Development , volume 45 , Number 2 , Jun 2008.**
- 26 – Adolfo Barjas , et al , " Banks During the Argentine crisis : Were they all Hurt Equally ? Did they Behave Equally " , IMF Staff Papers Vol 54 . No . 4 , 2007 IMF , PP . 621 – 662 .**

27 – World Economic Outlook , October 2008 , IMF .

28 – Global Financial Stability Report , October 2007 , IMF .

**29 – Ahearne Alan , etal , " Global Imbalances : Time for Action " ,
brugel policy brief , moreh 2007 .**

قمر / ٢٠٠٩