

## الأزمة المالية العالمية ٢٠٠٨ وتأثيرها على أداء الأسواق المالية الناشئة

" حالة الاقتصاد المصري "

إبراهيم فتحى إبراهيم محمد

### الملخص:

ضربت الأزمة المالية والاقتصادية العالمية الاقتصاد الأمريكي وامتدت إلى الاقتصاد الأوروبي والياباني، وبدأت آثارها السلبية تنعكس على جميع بلاد العالم ويقدر انفتاح كل منها وانماجه في الاقتصاد العالمي. وتستوجب هذه الأزمة وضع عدد من السياسات والإجراءات اللازمة لمواجهة أخطارها وتداعياتها السلبية المحتملة على الاقتصاد المصري بصفة عامة. فالاقتصاد المصري يعتمد اعتماداً رئيسياً على الخارج، ومحرك فعاليته الرئيسي موجود في أسواق صادراتنا إلى هذه الدول ووارداتنا منها. وتغطية العجز الكبير في الميزان التجاري وعلاج العجز في ميزان المدفوعات يعتمدان على مصادر في الخارج كالسياحة ورسوم قناة السويس وتحويلات المصريين بالخارج. ويهدف هذا البحث إلى دراسة الأزمة المالية العالمية وأثرها على الاقتصاد المصري بصفة عامة، والتعرف على أسباب حدوثها، وأثار هذه الأزمة على الاقتصاد المصري. ويختتم البحث ببعض التوصيات حول خطوات مواجهة هذه الأزمة.

## Abstract

The world economy is currently going through a serious financial upheaval that sparked off in the United States and has spread to Europe and the rest of the world. The crisis has already led to the collapse of influential banks and firms as well as to recession in several countries, some consider such consequences as just the tip of the iceberg and that the worst is yet to come this paper aims to study the current global financial crisis and its impact on Egypt. To do so, it first presents an overview of the causes and consequences of the current turbulence, followed by an assessment of the depth of the crisis and its implications for the Egyptian economy, including the financial sector, balance of payments and the state budget.

Concludes with some recommendations on steps to handle this crisis.

## مقدمة البحث:-

الأزمة المالية العالمية ٢٠٠٨ هي التداعيات الناجمة عن أزمة الرهون العقارية التي بدأت بسبب فشل ملايين المقترضين لشراء مساكن وعقارات في الولايات المتحدة في تسديد ديونهم للبنوك وأدى ذلك إلى حدوث تدهور للاقتصاد الأمريكي، وصلت تبعاتها إلى إقتصادات أوروبا وآسيا مطيحة في طريقها بعدد كبير من البنوك والمؤسسات المالية العالمية. وتأتي خطورة هذه الأزمة من أنها انطلقت من الولايات المتحدة الأمريكية ذات الاقتصاد الأكبر على مستوى العالم، إذ يبلغ ناتجها المحلي حوالي ١٤ تريليون دولار في علم ٢٠٠٨، وهو ما يشكل أكثر من ١٧% من الناتج المحلي العالمي. وتشكل وارداتها حوالي ١٤.٣٥% من إجمالي واردات العالم في عام ٢٠٠٨ كما تشكل صادراتها حوالي ٨.٤% من إجمالي صادرات العالم مما أدى إلى انتشار الأزمة المالية العالمية (UNCTAD HANDBOOK OF STATISTIC 2008).

وتعتبر الأزمة المالية ٢٠٠٨ من أسوأ الأزمات التي مر بها الاقتصاد العالمي، خاصة بعدما ثبت عجز النظام الإقتصادي العالمي عن احتوائها والتخفيف من آثارها بشكل سريع وفعال، ولم تفلح خطة الإنقاذ المالي الأمريكية المقدره بقيمة ٧٨٧ مليار دولار في الحد من التقلبات الاقتصادية في أسواق المال العالمية (Austin Murph 2008). رغم أن الأزمة الحالية جاءت بدايتها كأزمة مصرفية و مالية، إلا أنها امتدت بآثارها إلى العديد من القطاعات الاقتصادية الأخرى. وذلك كنتيجة للسلوك الطبيعي للأسواق المالية في مواجهة الصدمات، والذي يتسم بالاستسلام لحالة الذعر العام، وإتباع سلوك القطيع بشكل غريزي ومن ثم تفقد الأسواق قدرتها على التمييز بين الإقتصادات التي تتمتع بعوامل اقتصادية سليمة وقوية والأخرى التي لا تتمتع بهذه العناصر. وهو ما شهدته الأسواق المالية العالمية منذ اندلاع الأزمة في ١٥ سبتمبر ٢٠٠٨. ففي هذا اليوم وقبل ان تفتح الأسواق المالية أبوابها تم الإعلان عن إفلاس " بنك ليمان براذرز ليكون ثاني أكبر بنك استثماري في الولايات المتحدة يسقط ضحية للأزمة بعد بنك ( ميريل لينش ) " وكان البنك قد أعلن إفلاسه بعد ان خسر نحو ٦٠ مليار دولار في أزمة القروض العقارية الرذنية ( IMF , Global Financial Stability Report , October 2008 ) وتلى ذلك تحول أكبر مصرفين في وول ستريت وهما مورجان ستانلي و جولدمان ساكس إلى مجموعتين مصرفيتين قابضتين ومن ثم أصبحا يخضعان لمرآقة الاحتياطي الفيدرالي وهو ما أنهى عهد المصارف الإستثمارية المستقلة. ويعنى هذا ان البنوك والمؤسسات التي كانت تتحرك بحرية مطلقة في الماضي ستخضع لقواعد وقيود صارمة من البنك الفيدرالي من بينهما شروط مشددة لمتطلبات راس المال يحد من قدرة البنكين على استغلال الأموال المقترضة في تمويل عمليات تداول لحسابه

وهو ما يقلل من فرص الأرباح الهائلة التي كان يحققها (IMF , Global Financial Stability Report, October 2008).

وقد دفعت أزمة شح السيولة والتوقعات السلبية المبررة إلى زيادة ترددي أوضاع بعض المؤسسات المالية الكبرى مثل (AIG, Bear Stearns, Lehman Brother) ثم إلى إعلان إفلاسها أو الاندماج في شركات أخرى أو طلب المساعدة الحكومية خوفاً من الانهيار. الزيادة الكبيرة في عرض العقارات المرهونة من قبل المؤسسات المالية أدى إلى عدم القدرة على السداد، وهو ما يؤدي إلى انخفاض أسعارها، هذا الانخفاض يؤدي إلى عدم قدرة أو رغبة المقترضين على سداد أقساط بفوائد أعلى مقابل أصول عقارية ذات قيمة أدنى، وبالتالي عدم قدرة المؤسسات المالية على تحصيل كامل قيم السندات مما أدى إلى تعميق أزمة السيولة، وبالتالي استمرار هذه الدورة الانكماشية (زايري بلاقسم ٢٠٠٩).

#### أولاً : مشكلة البحث :

تبرز إشكالية هذا البحث في البحث عن الأسباب الحقيقية الكامنة وراء اندلاع الأزمة المالية العالمية ٢٠٠٨ وما هي الدروس التي يمكن الاستفادة بها من الأزمة المالية العالمية ٢٠٠٨. وذلك من خلال قراءة منهجية للأسباب الكامنة خلف حدوث الأزمة.

#### ثانياً: فروض البحث:

١- أن الممارسات الخاطئة في النظام المالي العالمي وغياب دور حكومي منظم ومراقب وفاعل هي المسؤولة بشكل رئيسي عن انتقال الأزمة من الدول المتقدمة إلى الدول الصاعدة حالة الاقتصاد المصري.

٢- هناك تأثير سلبي للأزمة المالية العالمية على الاقتصاد المصري.

#### ثالثاً: أهمية البحث:

إن أهمية هذا البحث الحقيقية تكمن في توضيح أهم الأسباب الرئيسية للأزمة المالية العالمية ٢٠٠٨ و آثار الأزمة المالية على الاقتصاد المصري من خلال تعريف متخذ القرار بالمشكلة موضوع الدراسة وطرح مختلف الجوانب المتعلقة بها بما يساعده على اتخاذ قراره وتجنب حدوث أزمات مشابهة في المستقبل وتخفيف الآثار السلبية الناتجة عن تداعيات تلك الأزمة.

#### رابعاً: خطة البحث:

- أولاً: أسباب الأزمة المالية العالمية ٢٠٠٨ ومؤشراتها.
- ثانياً: تأثير الأزمة المالية العالمية على أداء الأسواق المالية الناشئة "حالة الاقتصاد المصري"
- النتائج والتوصيات. - المراجع .

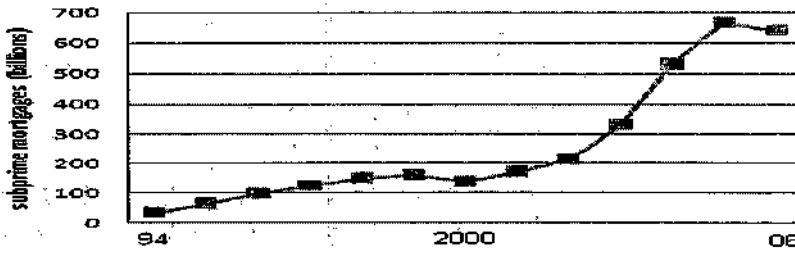
## أولاً: أسباب الأزمة المالية العالمية ٢٠٠٨ ومؤشراتها:

يوجد خلاف وجدل متواصل حول الأسباب المباشرة لأزمة الرهن العقاري (George (Soros, 2008). (Mark Zandi, 2008). و هذه قراءة منهجية مبسطة للأسباب الكامنة خلف حدوث الأزمات المالية العالمية ٢٠٠٨ كما يراها الباحث وفي ضوء الخبرات والدراسات السابقة لا تزعم الإحاطة بكل جوانبها (IMF, Global Financial Stability Report, April 2008, October 2008)

## ١- النمو الهائل في القروض العقارية: Mark Jacking 2009

يرى معظم الاقتصاديين أن السبب الرئيسي في الأزمة يرجع إلى انفجار فقاعة القروض العقارية، والتي ترجع بالأساس إلى السياسة الاقتصادية الأمريكية والتي تقوم على أساس تمكين كل أسرة أمريكية من تملك منزل باعتبار ذلك يمثل طريق الاستقرار والرخاء وقد أدت هذه الرؤية إلى إتباع سياسات هادفة إلى تشجيع تملك المنازل مثل تسهيل الحصول على القروض العقارية ودون دفع أية مقدمات من الثمن وزيادة مدة تحصيل القرض وغيرها من الإجراءات، ويوضح الشكل رقم (١) تزايد معدلات نمو القروض العقارية وتزايد نسبة شركات الرهن العقاري التي تم تأسيسها منذ ١٩٩٤-٢٠٠٧.

شكل رقم (١) معدل النمو في القروض العقارية

Growth of Subprime Mortgages  
1994 - 2006

<http://www.mortgagecalculator.org/helpful-advice/real-estate-bubble.php>

ومما ساعد على ذلك تمتع النظام المالي الأمريكي خلال هذه السنوات بسيولة ضخمة تم توجية الجانب الأكبر منها نحو الاقتراض العقاري في ظل انتعاش هذا القطاع بصورة كبيرة متزامنا مع تطبيق أسعار فائدة منخفضة في ذلك الحين حيث انخفض سعر الفائدة على الدولار من ٦.٥% عام ٢٠٠٠ إلى أدنى مستوى له خلال نصف قرن حيث وصل إلى ١% عام ٢٠٠٣ وهو أدنى مستوى لسعر الفائدة الأمريكي منذ عام ١٩٥٨. كل ذلك أسهم في حدوث ارتفاعات متتالية وسريعة في أسعار العقارات وبدأت أعداد كبيرة من الأمريكيين في شراء المساكن وأصبحت الأوراق المالية

المدعومة بالرهونات العقارية هي الوسيلة الأكثر رواجاً للاستثمار من جانب المؤسسات المالية وارتفعت أسعار العقارات في الولايات المتحدة بنسبة ١٢٤% (Robert J. Shiller 2008).

وقد أدت العوامل السابقة إلى قيام البنوك الأمريكية ليس فقط بالتوسع في الائتمان العقاري ولكن في تخفيض شروط ومعايير منحة حيث منحت الائتمان لأفراد وشركات ليس لديهم إمكانيات لإثبات قدرتهم على دفع أقساط بانتظام ولا يتمتعون بملائمة معقولة وذلك على الرغم من أن القروض العقارية عالية المخاطر (Ismail Sirageldin 2009) وكانت المؤسسات الأمريكية تراهن على مواصلة ارتفاع أسعار العقارات لسنوات مقبلة وبالتالي منحت عملاءها قروضاً بلغت في بعض الأحيان ١٠٠% من قيمة الوحدات الممولة وقد ساهمت الإرتفاعات المتتالية والسريعة في أسعار العقارات إلى زيادة قيمة الأصول العقارية للمقترضين وهو ما أدى بهم إلى بيع تلك الأصول إلى أفراد آخرين للاستفادة من هامش الربح أو الحصول على قرض ثانوي لإستخدامه في زيادة الإنفاق الاستهلاكي ولذلك ارتفع إجمالي القروض من البنوك التجارية الأمريكية من ٥٢٠٤.٢ مليار دولار عام ٢٠٠٠ إلى ٩٢٠٥.٤ مليار عام ٢٠٠٧ وإلى ٩٤١٢.٨ مليار في أغسطس عام ٢٠٠٨ وبالتالي ارتفاع حجم القروض العقارية من ١٦٥٥.٩ مليار دولار إلى ٣٥٧٧ ملياراً وإلى ٣٦٤٢.٢ مليار خلال نفس الفترة. (USA , Economic Indicators , 2008) ومن ثم وصلت ديون البنوك إلى نسب قياسية بلغت ٣٣ إلى ١ في بنك مورجان ستانلي و ٢٨ إلى ١ في جولدمان ساكس وميريل لينش (News Week , 6 October 2008).

وكذلك ارتفع عدد الوحدات المنزلية التي انشئت تلك الفترة من ١٥٧٣.٧ ألف وحدة سكنية عام ٢٠٠٠ إلى ١٩٧٩.٤ ألف عام ٢٠٠٦ قبل أن تهبط إلى ١٥٠٢.٨ عام ٢٠٠٧ وإلى ٩٦١ ألف أغسطس ٢٠٠٨ وفي المقابل زادت عدد الوحدات المباعة من هذه الإنشاءات من ٨٧٧ ألف وحدة إلى ١٠٥١ ألفاً قبل أن تهبط إلى ٧٧٦ ألفاً وإلى ٤٦٠ ألفاً فقط خلال نفس الفترة (USA , Economic Indicators , 2008 , op.,cit).

وبالتالي دخل الاقتصاد الأمريكي في دائرة مفرغة وهي تنشيط سوق العقارات واستمرار ارتفاع الأسعار في هذه العقارات وزيادة الأنفاق الاستهلاكي ومن ثم زيادة الضغوط التضخمية واستمر هذا الوضع حتى قام بنك الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي باتباع سياسة نقدية جديدة منذ عام ٢٠٠٧ مفادها رفع أسعار الفائدة لمكافحة التضخم وهو ما انعكس بالسلب على القروض التي كانت مبنية على أسعار الفائدة المنخفضة. مما أدى إلى تراجع سوق العقارات الأمريكية تراجعاً واضحاً خلال الفترة التي تلت هذه السياسة ثم استمر هذا التراجع بصورة متسارعة حيث بلغت قيمة الانخفاض نحو ٢٥% خلال الأشهر الثلاثة الأولى عام ٢٠٠٨.

وجدير بالذكر أن نسبة الديون على عاتق الأسر الأمريكية قد قفزت من ٦٠% من إجمالي الدخل المتاح للتصرف عام ١٩٧٩ إلى ٨٠% عام ١٩٨٩ وإلى ١٠٠% عام ١٩٩٩ ثم إلى ١٤٠% عام ٢٠٠٧ وارتفعت الديون في القطاع المالي من ٢١% من الناتج المحلي إلى ١١٦% خلال الفترة ذاتها. كما ارتفعت ديون القطاع غير المالي من ١٨.٢ تريليون دولار عام ٢٠٠٠ إلى ٣١.٧ تريليون عام ٢٠٠٧ وإلى ٣٢.٤ تريليون في نهاية يونيو ٢٠٠٨ ولهذا تراجع معدل نمو الاقتراض من جانب القطاع الخاص حتى بلغ ٥.٢% خلال الربع الأول من عام ٢٠٠٨ (IMF, Global Financial Stability Report, October 2008 op.,cit )

أدت زيادة عدد حالات التخلف عن سداد أقساط سندات الرهن العقاري إلى زيادة الفوائد المترتبة على المدينين بهذه السندات وبالتالي زيادة حالات نزاع الملكية العقارية من المدينين لصالح الدائنين وعرض العقارات المرهونة للبيع. زيادة عرض العقارات أدت إلى انخفاض أكبر في أسعارها وسبب ذلك خسائر كبيرة لكثير من المؤسسات المالية وشركات التأمين والمستثمرين في هذه السندات (Tatom, John 2007) .

٢- ضعف الشفافية والرقابة عند إصدار وتصنيف وتداول سندات الرهن العقاري:

بالنظر إلى السلسلة التي تم من خلالها تسويق بعض قروض الرهن العقاري والمشتقات المالية المرتبطة بها بأشكال مختلفة وكميات ضخمة، دون الخوف من عدم قدرة المقترضين على السداد، ومن ثم منحها درجات ائتمانية عالية لا تستحقها بالتعاون مع شركات تصنيف شهيرة، مقابل أتعاب ضخمة أشبه ما تكون بالرشاوى المالية. والتأمين عليها ضد مخاطر عدم الدفع عن طريق شركات تأمين عالمية، ومن ثم جمعها على شكل حزم وبيعها في الأسواق العالمية، بالنظر إلى ذلك كله يمكن أن نلاحظ أن جميع من ساهموا في هذه العملية كانت تنقصهم الشفافية والرقابة، إذ أن كلاً منهم كان يحاول أن يحقق أقصى قدر ممكن من الربح بعد أن يلقي بعبء المخاطر على الطرف الآخر.

تخضع العمليات الائتمانية عادةً للرقابة الحكومية من قبل بنك الاحتياطي الفدرالي وذلك بمنعها من تمويل قروض طويلة الأجل بقروض قصيرة الأجل، أو من خلال فرض سقف أعلى لحجم الإقراض محددًا بحجم الودائع المصرفية، أو من خلال التحكم بالاحتياطي الإلزامي للمصارف، إلا أن هذا مطبق فقط على المصارف التجارية أما مصارف الاستثمار ووكالة الرهن العقاري فهي بمنأى عن مثل هذه الرقابة.

كما تم منح سندات الرهن العقاري تصنيفات ائتمانية مرتفعة لا تستحقها:

وصل بعضها إلى (AAA) وهذا التصنيف مساوياً لتصنيف سندات الخزينة الأمريكية التي تعتبر من الأصول المالية الأكثر أماناً على مستوى العالم، وقد كان هذا التصنيف نتيجة لعدة عوامل لعل من أبرزها (The World Bank Group, October 2009) :

- استخدام النماذج الرياضية في حساب المخاطر ، وهذه النماذج كانت قد بنيت على افتراضات غير صحيحة لم تعكس مدى خطورة أوضاع أصحاب سندات الديون المضمونة، فالجميع كان يدعي أنه في وضع جيد سواء كان ذلك ناتجاً عن قناعة و تفاؤل أو عن غش وتدليس. كانت فرضية هبوط أسعار المنازل وعدم قدرة أصحابها على السداد وانهايار أسعار هذه السندات، فرضية أشبه بالخيال لاسيما وأنه لا يوجد أمثلة كثيرة مشابهة في تاريخ الأزمات المالية. (U.Rajun, A. Serun, and VVig, 2009).

- الشعور العام لدى المستثمرين و شركات التصنيف الائتماني بأن بعض المؤسسات المالية المنشئة والضامنة لسندات الرهن العقاري والمشتقات المالية المرتبطة بها مدعومة بشكل مباشر من الحكومة الأمريكية، وهي بذلك محصنة من الانهيار، وهذا الشعور مبرر ذلك لأن بعضها وكالات حكومية أصلاً مثل FNMA (Finance Federal National Mortgage Association) وبعضها الآخر كان يعتقد بأنه أكبر من أن ينهار كالعديد من المصارف ومؤسسات التأمين الكبرى، وذلك لأن انهياره قد يؤدي إلى انهيار النظام المالي برمته وهذا ما يلزم الحكومة الأمريكية بحمايته كما فعلت مع مصرف (Bear Stearns) (Veron, N. 2009).

### ٣- شركات التقييم المالي " وكالات التصنيف الائتماني "

من أكبر شركات التصنيف العالمية نجد : ستاندر اند بورز Standard and Poors - موديز Moody s فيتش Fitch IBCA. فلقد اتهمت وكالات التصنيف الائتماني العالمية بدخولها كأحد الأطراف الفاعلة في نشوب الأزمة المالية العالمية في أغسطس ٢٠٠٨ بعجزها عن منح الجهات التقييمات التي تستحقها أو المبالغة في منحها قبيل وأثناء حدوث هذه الأزمة. ونتيجة منح شركات التقييم المالي تقييمات مرتفعة للأوراق المالية المغطاة بالأصول العقارية مما سهل حصولها على غطاء تأميني مناسب. وهكذا نالت هذه الأوراق إقبال البنوك والمستثمرين. وبالطبع عندما انهار هذا الهرم ، عوقبت البنوك وشركات الرهن، وشركات التأمين، بينما أفلتت من العقاب، حتى الآن، شركات التقييم IOSCO (International Organization of Securities Commissions 2008). من المفترض أن تساعد وكالات التصنيف العالمية المستثمرين والبنوك على تقييم المخاطر الحقيقية للأوراق المالية .



وبرغم ما عليها من ملاحظات فهي ليست محل اتفاق بين الجميع , حيث لا ينبغي الانسياق التام غير الواعي والاندفاع غير المحسوبة عواقبة معها أو ضدها فهي جزء من السوق العالمي ساهمت في بنائه ولها نصيب من أزماتة وكوارثة ESME (European Securities Markets Experts Group),2008- SIFMA (Securities Industry and Financial Markets Association),2008 .

وبوضح الجدول رقم (١) مستويات التصنيف الائتماني حسب الوكالات الثلاثة السابقة. حيث تمثل الفئة Aaa أو AAA أعلى تصنيف لجودة السندات . وتمثل السندات المصنفة في المجموعات الأربع الأولى من كلا التصنيفيين فئات الاستثمار , وتتميز بارتفاع القدرة على سداد فوائد وأصل الدين وفقا لترتيب كل مجموعة بالجدول. في حين تشمل المجموعات الأخرى السندات التي تتوافر فيها خصائص المضاربة Junk bonds , وتتصف بإنخفاض جودتها وتواجه باحتمالات التوقف عن السداد, وتزايد تلك الاحتمالات كلما أنخفض التصنيف إلى أن تصل لدرجة التوقف الفعلي عن السداد أحمد أبو الفتوح الناقه (١٩٩٤).

جدول رقم (١) التصنيف الائتماني للسندات حسب وكالات Fitch IBCA , S&P ,

### Moody s

التوصيف	التصنيف	
	Fitch IBCA / S&P	Moody s
أعلى مستويات الجودة " احتمال ٢% لحالة عدم السداد "	AAA	Aaa
جودة مرتفعة " احتمال لا يتعدى ٤% لحالة عدم السداد "	AA	Aa
أعلى فئة في الجودة المتوسطى " احتمال عدم السداد لا يتعدى ١٠% "	A	A
منتصف شريحة الجودة المتوسطة	BBB	Baa
أدنى مستوى في شريحة الجودة المتوسطة	BB	Ba
فئة المضاربة	B	B
جودة ضعيفة	-	Caa
درجة مضاربة مرتفعة	CCC-CC	-
درجة مضاربة مرتفعة جدا	-	Ca
سندات دخل " أقل السندات جودة "	C	-
أدنى درجة " لا يتم تسديد القوائد "	-	C
سندات تواجه فعليا خطر عدم السداد	DDD-DD	-

Source : Peter S. Rose, Jone W. Kolari & Donald R. Fraster, Financial Institutions & Managing Financial Services, Boston : Irwin, Fourth Edition, 1993, p : 10.

يعتمد عمل التصنيف في وكالات موديز و ستاندرد اند بورز و فيتش بدرجة كبيرة على الرسوم التي يتم تقاضيها من الهيئات والشركات التي تباع السندات, مع حصول المستثمرين على المعلومات من دون مقابل وفي أعقاب الأزمة المالية العالمية بدأت التساؤلات تطرح حول تضارب هذه العلاقة. وعن درجات التصنيف المرتفعة التي

كانت تعطى تصنيفات بدرجة AAA " أعلى تصنيف " لأعداد كبيرة من تلك الإصدارات , الأمر الذي أشعل الطلب عليها وخلق إيرادات كبيرة لوكالات التصنيف الكبرى .

وحسب هيئة التحقيق التي تتولى التحقيق في أسباب الأزمة المالية قامت وكالة موديز لوحدها بتصنيف ما قيمته ٤.٧٠٠ مليار دولار من الأوراق المالية المدعومة بالرهن العقاري خلال الفترة ما بين عامي ٢٠٠٠ و ٢٠٠٧ إضافة إلى قيامها بتصنيف ما قيمته ٧٣٦ مليار دولار التزامات الدين المضمونة Aline Fan Diwan . أصبحت وكالة موديز مصنعا لتصنيفات AAA وأدى توسعها في منح التصنيفات إلى أن يقفز سعر سهمها ستة أضعاف في الفترة من عام ٢٠٠٠ إلى عام ٢٠٠٧ لذلك تعتبر وكالات التصنيف الائتماني العالمية أحد الأسباب الرئيسية في الأزمة المالية العالمية بشأن مدى مصداقية وشفافية تلك الوكالات. وذلك بعد أن كشفت الأزمة المالية العالمية عن وجود عيوب كثيرة في عمليات التصنيف التي تجريها تلك الوكالات, وكذلك الإجراءات المتبعة في هذه التصنيفات كما فشلت وكالات التصنيف على التنبؤ بشكل صحيح (The World Bank Group, October 2009 op.,cit) . ومن الأمثلة على ذلك فشلها في التنبؤ بالأزمات المالية الحادة كما هو الحال في أزمات الديون الأمريكية واللاتينية.

#### ٤- تشجيع الحكومة الأمريكية سياسة التراخي في شروط منح القروض:

عملت الحكومة الأمريكية على حث المؤسسات المالية على منح القروض لأصحاب الدخل المحدود, وقامت الجهات التشريعية في الولايات المتحدة بسن الكثير من القوانين والتشريعات التي تشجع المؤسسات المالية على إبرام عقود واتفقيات تحمل الكثير من المخاطر, وذلك لإيمانها بقدرة الأسواق اللامحدودة على تنظيم نفسها, من هذه القوانين : قانون العقود الآجلة (Commodity Futures Modernization) (CFMA). قانون غرام ليش بليلي (Gramm - Leach-Bliley) (GLBA) .

كما سنت الحكومة أيضاً قانوناً يضمن لمثل هؤلاء المقرضين تعويضاً عن بعض الخسائر التي قد يتكبدها من جراء سياسة الإقراض (Community Reinvestment Act) كذلك تحملت الوكالات الاتحادية لتسهيل الائتمان وبدعم من الحكومة الخسائر المالية الكبرى التي حدثت بسبب تبنيها لهذه السياسة التوسعية.

• قانون إشهار الإفلاس الذي أصدرته الولايات المتحدة هو الطريقة الأسهل للقضاء على أية مطالب قانونية, وهو بمثابة ممحاة تمحو كافة العقود للمؤسسات لكنه يجعل من الصعب شطب ديون الشخص الذي أشهر إفلاسه الشخصي. وعليه, إذا أصبحت قوانين إشهار الإفلاس أكثر صعوبة فإن المصارف ستجد نفسها فجأة تمتلك قصوراً وبيوتاً وأشياء أخرى كثيرة لا تريدها حقاً. وستواجه مشاكل عديدة للتخلص منها (Eric Lipton and Sephen Labaton 2008)

## ٥- دور المشتقات المالية في تأجيج شرارة الأزمة المالية ٢٠٠٨:

تعتبر المشتقات المالية قنابل زمنية موقوتة بالنسبة للمتعاملين بها، وبالنسبة للاقتصاد ككل، ساهمت هذه المشتقات المالية مساهمة كبيرة في وقوع أزمة ٢٠٠٨ وفي زيادة حدتها، حيث أدت إلى تفاقم خطر التركيز في الإقراض على قطاع واحد - العقارات -، وأدت أيضاً إلى زيادة أحجام القروض العقارية بغية تحقيق الربح السريع، والتي تعتبر أصل مالي يدر عائد للبنك، وبذلك فإن الرهون العقارية تعتبر أصول مشتقة، ونظراً لارتفاع أسعار العقارات فقد أدى إلى زيادة الطلب على هذه المنتجات الجديدة فارتفعت أسعارها، فمثلاً تطوّر سوق "Residential Mortgage Backed Securities" RMBS أو "قروض الرهن العقاري للعائلات" وارتفعت قيمتها من ٦٤٠ إلى ٢٠٠٠ مليار دولار بين سنتي ٢٠٠٠ و ٢٠٠٧ كما ارتفع نصيب القروض العقارية الأقل جودة من ٨% إلى ٢٠%. وبعد انهيار الأسهم والسندات الصادرة عن المؤسسات المالية تبعها انهيار هذه المشتقات المالية، أدى ذلك إلى حدوث إفلاس معظم البنوك والمؤسسات وبالتالي حدوث الأزمة المالية (هارون الطاهر، نادية العقون ٢٠٠٩).

### انتشار المشتقات المالية خارج حدود الرقابة وتجزئة الرقابة:

يعتمد نظام الرقابة في الولايات المتحدة الأمريكية على عدة وكالات تصنيف انتمائية، كل وكالة من هذه الوكالات متمرسة بالتنبؤ بالمخاطر المتوقعة بأداة من الأدوات المالية، وتمنحها تصنيفاً انتمائياً معيناً. لكن على الرغم من الميزات الكبيرة التي ترافق هذا التخصص إلا أنه لا يوجد أي وكالة تصنيف أو أي جهة أخرى ترافق الوضع العام لجميع المخاطر وتعطي تقويماً شاملاً لمجمل النظام الانتمائي العام والمشتقات المالية المرتبطة به. عدا بنك الاحتياطي الفيدرالي وذلك لإيمان الجميع بالحرية الاقتصادية وآلية عمل السوق. ولا يمتلك البنك الفيدرالي سلطة رقابية كافية على البنوك الاستثمارية أو صناديق التحوط، أو الكثير من المتعاملين في المشتقات المالية بأنواعها المختلفة (Mark Jacking, 2009).

أدى الانتشار الكبير الخارج عن حدود الرقابة للكثير من المشتقات المالية إلى قصور المعلومات المتعلقة بحجم المخاطر لدى جميع المتعاملين في الأسواق المالية، ولم يكن أحد قادراً على التنبؤ بحجم الأضرار ومدى انتشارها في حال إفلاس أو عدم قدرة أحد كبار المستثمرين على السداد (Walter Lukken, 2008). أدى تجاهل الوضع الانتمائي الهش لمعظم المدينين وعدم التحقق من البيانات المدخلة على النماذج الرياضية إلى خداع وتضليل المتعاملين، على سبيل المثال نمت سندات الرهن العقاري من النوع A (Alternative A-Mortgages) بسرعة كبيرة في الأسواق المالية وكان يتم تداولها بتشجيع من الدائنين والضامنين فهي ذات تكلفة زهيدة للمدينين وتعطي دخلاً كبيراً للدائنين

والضامنين، مع أن هذه السندات لا تتطلب من المدين وثائق إثبات دخل أو أصول، وقد أصبحت معروفة بالقروض الكاذبة (Liar Loans) (Zibel, 2008).

#### ٦- دور التوريق في الأزمة المالية العالمية ٢٠٠٨:

كان لزيادة عمليات التوريق وقيام البنوك بتحويل ضمانات القروض التي تقدمها إلى أوراق مالية تحصل بها على قروض جديدة وهذه القروض الجديدة تقوم البنوك ومؤسسات مالية أخرى بتحويل جانب منها إلى أوراق مالية تحصل بها على قروض جديدة وهكذا نجد أننا أصبحنا أمام بناء مالي من عدة طوابق يمكن ان ينهار إذا انهار أى طابق منه وقد عززت هذه العملية بصورة كبيرة السوق الثانوية للقروض مما منح البنوك مرونة اكبر فى الميزانية ومنح المستثمرين قدرة اكبر على الوصول إلى المحافظ الائتمانية والاهم من هذا أن هذه السياسة قد فتحت الطريق أمام البنوك فلم تعد هذه البنوك تعتمد على عمليات جذب الودائع بل توسعت فى عمليات التوريق ومما أسهم فى ذلك إلغاء قانون GLASS STEAGLL عام ١٩٩٩ والذي كان يفصل بين العمليات المصرفية التجارية والعمليات الاستثمارية فى السوق الأمريكية. وبحلول عام ٢٠٠٦ بلغ حجم القروض المحول إلى أوراق مالية غير مدفوعة نحو ٢٨ ترليون دولار وفى عام ٢٠٠٧ تم تجميع ثلاثة أخماس القروض العقارية فى الولايات المتحدة وربح الديون الاستهلاكية وبيعها (مدحت صادق، ٢٠٠١). وقد أدت التغييرات التي طرأت على نظم التمويل العقاري إلى زيادة الدور الذي يمارسه قطاع الإسكان فى الدورة الاقتصادية حيث يؤدي إلى زيادة استخدام المساكن كضمانات عقارية وبالتالي يتضخم أثر المساكن على بقية الاقتصاد وذلك بتقوية الأثر الإيجابي لزيادة أسعار المسكن على الاستهلاك عبر زيادة قروض العائلية " أى اثر المعجل " (IMF, World Economic Outlook , October 2008).

وتقدر إحصاءات بنك التسويات الدولية حجم شهادات العرض الاستثمارية التي تم إصدارها فى عام ٢٠٠٦ فى أوروبا والولايات المتحدة بحوالى ١٠٠٠ مليار دولار، ثلثها تقريبا مرتبط بأصول وقروض عقارية متدنية الملاءة. وفى العام نفسه كان حجم سوق القروض الأمريكية ضعيفة الملاءة حوالى ٤٠٠ مليار دولار أى حوالى ١٨% من إجمالي حجم السوق الأمريكي. والأصل أن الاقتصاد المالي يعد خادما للاقتصاد العيني، ولكن ما حدث أن الاقتصاد المالي على مستوى العالم أصبح اكبر ٤٠ مرة من الاقتصاد العيني فى السبعينات ومائة مرة عام ٢٠٠٨ (فضل الله عبد الحليم ٢٠٠٨). وهنا يتبين لنا أن الاقتصاد العالمي مبني على وهم مستندات مالية لا أصل لها وقيمتها مرتبطة سياسيا بحجم الطلب، فى سيل من المضاربات دون تسلم فعلى للمواد.

#### الإفراط فى عمليات توريق وبيع الديون:

عملت المؤسسات المالية على جدولة الديون بطرق مباشرة أو غير مباشرة عن طريق عمليات التوريق، وذلك من خلال تحويل هذه الديون إلى أوراق مالية تستخدم مرة

أخرى كأداة مصرفية تومن السيولة. وقد ساعدت الزيادة الكبيرة في حجم القروض والديون على ارتفاع حجم عمليات التوريق. وانتشرت عملية التوريق عبر العالم نظر للاستحسان الذي شهدته، ولم تعد عملية التوريق مقتصرة على الرهونات العقارية، بل مست منتجات أخرى كقروض السيارات، الديون المتعلقة باستخدام بطاقات الائتمان، وتأجير المعدات، كما شملت حتى منتجات الملكية الفكرية خلال سنة ٢٠٠٠ (عبد القادر بلطاس ٢٠٠٩).

#### ٧- ازدياد عمليات البيع على المكشوف وفشل نظام إدارة المخاطر:

زاد من خطورة الوضع ارتباط الكثير من المعاملات بالبيع على المكشوف وهي عبارة عن قيام مستثمر ما يتوقع هبوط الأسعار في السوق ببيع أسهم وسندات أو عملات وسلع ليست بحيازته املأ في شرائها بسعر أقل من سعر بيعها قبل موعد تسليمها وبالتالي يجنى المزيد من الأرباح وهذه العملية تقوم على الثقة في المستقبل وبالتالي مخاطرها عالية جداً إذا ما تراجعت الثقة وهو ما حدث بالفعل خاصة مع تراجع ثقة المستهلك الأمريكي. فرقت بعض المؤسسات المالية في التحليل بين إدارة مخاطر الائتمان وإدارة مخاطر السيولة وإدارة مخاطر السوق، وهذا الفصل ليس صحيحاً عندما يطبق على منتجات معقدة كالمشتقات المالية لاسيما المرتبطة منها بسندات الرهن العقاري، وهو ما أدى إلى تحمل هذه المؤسسات خسائر ضخمة (the Economist , 9/11/2009).

#### ٨- سياسة تخفيض الدولار التي اتبعتها الولايات المتحدة الأمريكية:

أتبعت الحكومة الأمريكية سياسة تخفيض قيمة الدولار خلال الفترة الممتدة من عام ٢٠٠٠ وحتى ٢٠١٢ من خلال زيادة الإصدار النقدي وخفض أسعار الفائدة، وذلك من أجل زيادة صادراتها وتقليل عجز ميزانها التجاري وتقليص حجم ديونها الحقيقية، وتخفيض معدلات البطالة فيها، وزيادة معدلات نمو ناتجها المحلي. إلا أن هذه السياسة دفعت عدداً من البنوك المركزية حول العالم إلى خفض مشترياتها من سندات الخزنة الأمريكية وتخفيض احتياطياتها من الدولار الأمريكي، وبذلك أصبح يبدو أن التراجع المتواصل في قيمة الدولار الأمريكي لم يعد خياراً أمريكياً فقط وإنما أصبح أمراً حتمياً الحدوث، سيما وأن الصادرات الأمريكية لم تعد تتمتع بمرونة سعرية كبيرة كما كانت عليه الحال في السابق.

#### ٩- ارتفاع الاستهلاك الأمريكي وتمويله بالاقتراض من العالم الخارجي:

المواطن الأمريكي من أكثر شعوب العالم اعتماداً على الاستهلاك حيث ينفق الأمريكيون نحو ٩ تريليونات دولار سنوياً مقارنة بنحو تريلون دولار فقط للصين ونحو ٦٠٠ مليار دولار للهند مع ملاحظة إنخفاض معدل الاندثار الأمريكي. وأن النمو الأمريكي لفترة طويلة مدفوعاً بازدهار استهلاكي مع ملاحظة أن تمويل هذا

الاستهلاك يأتي أساساً من العالم الخارجي فالولايات المتحدة تعتبر من أكبر مستوردي روكس الأموال وتشير الإحصائيات إلى أنها تستحوذ على نحو ٤٩.٢% من تدفقات الاستثمار الأجنبي عام ٢٠٠٧ مقابل ٩.٨% لأسبانيا و٨% لانجلترا و ٣.٨% لاستراليا و ٣.٥% لإيطاليا. (IMF, Global Financial Stability Report, October 2008 op.,cit).

#### ١٠- سياسة الأجور ودفع المكافآت كنسبة من الدخل بغض النظر عن المخاطر:

أدت نظم الأجور إلى تشجيع الموظفين على الدخول في صفقات عالية المخاطر دون النظر إلى العواقب السلبية التي قد تترتب على المستثمرين وحملة الأسهم، فالموظفون الذين يرتبط منصبهم في تسهيل المتاجرة في المشتقات المالية أو منح الائتمان يتلقون حصة كبيرة من دخلهم على شكل مكافآت متغيرة. ولذلك فإنه كلما زادت تعاملات الموظف نيابة عن المؤسسة المالية (بغض النظر عن حجم منصبه) كلما ازدادت مكافأته، فإذا أديرت الصفقات بنجاح، فإن المكافأة المالية ستكون كبيرة، وسيحصل الموظف على ترقية وسيوصف بأنه موهوب ومبدع إن كان من المدراء التنفيذيين. أما إن لم تُدر هذه الصفقات بنجاح نتيجة حدوث مشاكل ائتمانية كبيرة أو هبوط غير متوقع في قيم الأصول المتعلقة بها، فإنه سيفقد المكافأة، أو في أسوأ الأحوال، سيتم تنحيته بعد أن يحصل على تعويض، وبذلك ستتعارض مصلحته مع مصلحة المنشأة التي يعمل لحسابها، وسوف يكون ميالاً لتوسيع نطاق العمل على حساب زيادة المخاطر.

قد أدت سياسة دفع الأجور هذه إلى مبالغة في تقدير بدل أتعاب الموظفين في الشركات والمؤسسات المالية، إذ أنه وفقاً لمسح استطلاعي أجراه واتسون وبت (Watson Wyatt) فإن ٩٠% من المستثمرين يعتقدون بأن المدراء التنفيذيين يتقاضون رواتب ومكافآت أكثر بكثير مما يستحقون. على سبيل المثال تقاضى المدير التنفيذي لمصرف ليمن برازرز ريتشارد فولد (Richard Fuld) (CEO of Lehman Brothers) مبالغ تقدر بنصف مليار دولار أمريكي في الفترة الممتدة من عام ١٩٩٣ وحتى عام ٢٠٠٧ وبمعدل ١٧٠٠٠ دولار مقابل كل ساعة عمل. كذلك تقاضى الموظفون البالغ عددهم ٣٧٧ في المكتب التابع لشركة التأمين والمنتجات المالية الأمريكية (AIG) والموجود في لندن مبالغ تقارب 3.65 مليار دولار على شكل رواتب ومكافآت مالية في السنوات السبع الأخيرة مقابل تسويقهم لعقود تبادل ديون غير قابلة للسداد (CDS) عائدة لهذه الشركة التي يبلغ عدد موظفيها ١١٦ ألف موظف، (Kirkland, Rik 2006).

ليست المشكلة في المبالغة في تقويم دخل الموظفين في الشركات المالية الأمريكية إذ أنه لا يشكل عبأ كبيراً جداً على أرباحها، وإنما المشكلة في تركيبة هذا الدخل، إذ تشكل الحوافز والمكافآت نسبة كبيرة منه، وتدفع مقابل العمليات التي يحقق فيها الموظفون أرباحاً على المدى القصير دون الأخذ بعين الاعتبار المخاطر المترتبة على

الشركات من جراء هذه العمليات على المدى الطويل، وهذا ما يقتل حس المسؤولية عند هؤلاء الموظفين. فقد بلغ الراتب السنوي لأحد كبار موظفي (Merrill Lynch) مبلغ ٣٥٠٠٠٠٠ دولار أمريكي بينما بلغت مكافأته عشرة أضعاف هذا الراتب (٣٥٠٠٠٠٠٠ دولار أمريكي) وذلك في عام ٢٠٠٦ الذي وصلت فيه الأرباح إلى ٧.٥ مليار دولار نتيجة تسويقه لأصول مالية عالية المخاطر، إلا أن هذه المكافآت لم تلغ في عام ٢٠٠٨ عندما وصلت الخسائر إلى ضعف حجم الإيرادات (New York Times 2008, December 18).

١١- نمو القطاع المالي في السوق الأمريكي خلال الفترة من ١٩٧٤-٢٠٠٥. ارتفع معدل نمو القطاع المالي الأمريكي من ١٩٧٤-٢٠٠٥. و زادت أرباح القطاع من ١١% من إجمالي أرباح الشركات الأمريكية إلى ٢٣% عام ١٩٧٤ إلى ٤٠% عام ٢٠٠٥ جاءت معظمها من المشتقات المالية التي لا تمت بأي صلة إلى قيمة الأصول الحقيقية (USA Economic Report of the President, February 2008). مع ملاحظة أنه خلال الأعوام الثلاثين الماضية حدث تحول مهم في النظام المالي الأمريكي وهو ما يوضحه جدول رقم (٢). حيث تحول الادخار العائلي من البنوك إلى صناديق الاستثمار والمعاشات. وهنا نلاحظ أنه خلال الفترة بين عام ١٩٧٧ ونهاية ديسمبر ٢٠٠٧ هبط إجمالي أصول مؤسسات الودائع من ٥٦.٩% من إجمالي الأصول القطاع المالي ٢٣.٧% وذلك مقابل ارتفاع أصول صناديق المعاشات والاستثمار من ٢١% إلى ٣٧.٨% خلال نفس الفترة

جدول رقم (٢)

تطور قيمة الأصول المملوكة للقطاع المالي في الولايات المتحدة خلال الفترة (١٩٥٧-٢٠٠٧)

المؤسسة/الصناديق	١٩٥٧	١٩٦٧	١٩٧٧	١٩٨٧	١٩٩٧	٢٠٠٧
(بالمليار دولار)						
مؤسسات الإيداع (١)	٢٨٧	٦٢٥.١	١٧١٦.٦	٤٤٥٥.٩	٦٥٤٦.٥	١٢٧٣٣.٤
مؤسسات التأمين (٢)	١٠٤.٧	١٨١.٨	٣٥٤.٢	١٠٤٢.٧	٢٠٩٠.٣	٣٤٤٤.٢
صناديق المعاشات (٣)	٦٤.٤	١٩٤.٣	٥٨٠.٨	٢٤٥٨.٥	٦٤٧٩.٢	١٠.٦٩٩١
صناديق الاستثمار المشترك (٤)	١٣.١	٥١.٨	٥٦.٨	٨١٥.٣	٤١٧٧.٨	١١١٧٠.٤
المؤسسات المدعومة من الحكومة	٨	٢٥.٩	١٦٢.٧	١٠٤٣.٨	٢٩٢٧.١	٧٦٢٦.٤
الأسهم المرتبطة				١١٨.٣	٩٠.٥	٤٢٢١
اقتراض غير بنكي (٥)	٢١.٥	٥١.٨	١٤٠.٤	٤٧٠.٣	٧٩٩.٢	٣٠٩٥.٣
اوراق مضاربة بالبورصة	٥.٥	١٤.٧	٣٠	١٢٧.٩	٧٧٩.٢	٣٠٩٥.٣
أخرى (٦)	٠.١	٠.٨	٥.١	١٩٨.٩	٥٢٤.٤	٢٠٣٣.٩
نسبة مئوية %						
مؤسسات الإيداع	٥٦.٩	٥٤.٥	٥٩.٢	٤١.٥	٢٥.٩	٢٣.٧
مؤسسات التأمين	٢٠.٨	٥٤.٥	٥٩.٢	٤١.٥	٢٥.٩	٢٣.٧
صناديق المعاشات	١٢.٨	١٧.٠	١٩.١	٢٢.٩	٢٥.٧	١٨.٥
صناديق الاستثمار	٢.٩	٤.٥	١.٩	٧.١	١٩.٦	١٩.٢
USE	١.٦	٢.٣	٥.٣	٩.٧	١١.٦	١٣.٢
الأسهم المرتبطة					٢.٦	٧.٢
اقتراض غير بنكي	٤.٣	٤.٥	٤.٩	٤.٤	٣.٢	٥.٧
اوراق مضاربة بالبورصة	١.١	١.٢	١.٠	١.٢	٣.١	٥.٣
أخرى	٠.١	٠.١	٠.١	١.٩	١.١	٢.٥

١- تتضمن البنوك التجارية ومؤسسات الادخار واتحادات الائتمان .

- ٢- تتضمن مؤسسات التأمين على الحياة والممتلكات .
- ٣- تتضمن صناديق الادخار الخاصة وصناديق معاشات الدولة والولايات والادخار .
- ٤- تتضمن صناديق الاستثمار المغلقة والمفتوحة وصناديق التبادل والصناديق الاستثمارية الأخرى .
- ٥- تتضمن شركات التمويل والرهن العقاري .
- ٦- تتضمن صناديق الاستثمار العقاري وغيرها .

Source: S.Griffith Jones and J.Darista, Agenda and Criteria for Financial Regulatory Reform, The Center for International Innovation . September 2008.

وقد أدى هذا التحول إلى زيادة محسوسة في افتراض رجال الأعمال من سوق المال كما تحول تدفق الائتمان للقطاع العائلي إلى سوق المال وإلى شركات الرهن العقاري ولذلك نلاحظ أنه وخلال نفس الفترة ارتفع إجمالي أصول مؤسسات الرهن العقاري المدعومة من الدولة وصناديق التحوط من تريليون دولار إلى ٧.٦ تريليون وقفزت أصول بنك ABC من ١١٨.٣ مليار إلى ٤.٧ تريليون دولار S.Griffith Jones and

J.Darista 2008

## ١٢- فقدان الثقة في الاقتصاد الأمريكي :

من المعروف ان المعاملات في الأسواق تبنى أساسا على الثقة في المستقبل فإذا ما فقد المواطن الثقة في المستقبل زادت درجة تخوفه وتحوطه ومن ثم ترددة وبالتالي التأثير السلبي على الأسواق وهو ما ظهر جليا في المجتمع الأمريكي خلال السنوات القليلة الماضية وازدادت حدته بشدة منذ مطلع عام ٢٠٠٨ وحتى الآن . ومع ازدياد عدم اليقين للاقتصاد الأمريكي انتشرت الأزمة بسرعة وأدت إلى تدهورات سريعة في الأسواق وحققت خسائر كبيرة. أن الاقتصاد الأمريكي هو السبب وراء الكارثة فعند النظر إلى الأسباب غير المباشرة التي أدت إلى ظهور الأزمة المالية الحالية والتي تتعلق بوضع الاقتصاد الأمريكي ٢٠٠٨ نجد:

### أ- وجود عجز متزايد في الميزانية الأمريكية:

أدت السياسات غير المتماسكة للإقتصاد الأمريكي إلى تعميق العجز في الميزانية الأمريكية والمتمثلة في: ١- الإنخفاض الكبير في الإيرادات الضريبية . ٢- الإنفاق الكبير على الأمن الداخلي. ٣- الإنفاق الكبير على الحرب ضد الإرهاب. ٤- تمويل الحرب في كل من العراق وأفغانستان.

### ب- عجز ميزان المدفوعات الأمريكي:

- تدهور وضع الميزان التجاري الأمريكي بسبب القيود على تصدير المنتجات عالية التقنية وارتفاع مستويات الاستهلاك المحلي من السلع المستوردة وأسعار النفط.

المشكلة الآن هي أن عجز ميزان المدفوعات يسير جنبا إلى جنب مع دين محلي ضخم. ناهيك على أن تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر إلى الولايات المتحدة بدأت تنخفض بشكل واضح بعد أحداث ١١ من سبتمبر. بالإضافة إلى التراجع الاقتصادي المستمر في النقل النسبي للولايات المتحدة الأمريكية إذ هبط نصيبها من الناتج العالمي



من ٢٥.٤% عام ٢٠٠٠ إلى ٢١.٤% عام ٢٠٠٧ وتراجعت مساهمتها في الصادرات العالمية من السلع والخدمات من ١٤% إلى ٩.٦ خلال نفس الفترة بينما ارتفع نصيب الصين من ٦% إلى ٢٠.١% ووصلت صادراتها إلى ١٣.٢% خلال نفس الفترة. IMF:World Economic Outlook October2008.

وقد اتسع اختلال التوازن العالمي بشكل حاد خلال الفترة من ٢٠٠٧/٢٠٠٠ خاصة مع الصعود الآسيوي وتزايد أسعار النفط على النحو المتزايد وفي نفس الوقت استمرار التدهور في ميزان المدفوعات الأمريكي وفي المقابل زاد الفائض الجاري لدى كل من اليابان حيث ارتفع من ١١٩.٦ مليار إلى ١٦٥.٧ مليار والى ٢١٢.٨ مليار خلال نفس الفترة وكذلك الصين حيث ارتفع من ٢٠.٥ مليار إلى ١٦٠.٨ مليار والى ٢٥٠ مليار دولار خلال نفس الفترة ( انظر جدول ٣ )

جدول رقم (٣) تطور عجز الميزان الجاري وميزان المدفوعات الأمريكي خلال الفترة

(٢٠٠٧/٢٠٠٠) القيمة بالمليار دولار

الدولة	٢٠٠٠	٢٠٠١	٢٠٠٢	٢٠٠٣	٢٠٠٤	٢٠٠٥	٢٠٠٦	٢٠٠٧
الولايات المتحدة	٤١٧.٤	٣٨٤.٧	٤٥٩.٦	٥٢٢.١	٦٤٠.٢	٧٥٤.٩	٨١١.٥	٧٣٨.٦
اليابان	١١٩.٦	٨٧.٨	١١٢.٦	١٣٦.٢	١٧٢.١	١٦٥.٧	١٧٠.٤	٢١٢.٨
الصين	٢٠.٥	١٧.٤	٣٥.٤	٤٥.٩	٦٨.٧	١٦٠.٨	٢٤٩.٩	

% من الناتج المحلي

الولايات المتحدة	٤.٣	٣.٨	٤.٤	٤.٨	٥.٥	٦.١	٦.٢	٥.٣
اليابان	٢.٦	٢.١	٢.٩	٣.٢	٣.٧	٣.٦	٣.٦	٣.٦
الصين	١.٧	١.٣	٢.٤	٢.٨	٣.٦	٧.٢	٩.٤	١١.١

IMF:World Economic Outlook October2008

وفي هذا السياق أيضا نلاحظ الصعود المستمر لسوق لندن للأسواق المالية والتي أصبحت تنافس نيويورك كمحطة مالية عالمية ففي ٢٠٠٧ زادت حصة سوق لندن من التبادل الاجنبي العالمي على ٣٤.٤% وعن نصف تجارة الأسهم العادية الأجلة في العالم وتستضيف لندن نحو ٢٥٤ مصرفا وهو ما يزيد عن نيويورك أو فرانكفورت والأكثر أهمية من ذلك أن لندن تمتعت بحصة تصل إلى ٤٣% من سوق المشتقات العالمية.

ويؤكد ذلك أن التطورات السريعة والمتزايدة في البلدان الرأسمالية الأخرى قد أفقد الاقتصاد الأمريكي من قدرته التنافسية والحيوية وزاد من تعقيد وتشابك الأزمة المالية الدولية (S.Griffith Jones and J.Darista 2008 op.,cit).

### ج-تصاعد حجم الدين الأمريكي:

يرجع تاريخ الدين الأمريكي إلي عام ١٩١٧م عندما قامت الحكومة الفيدرالية بوضع قانون لسقف قيمة سندات الدين ، والتي قامت بإصدارها لتمويل الولايات المتحدة للدخول في الحرب العالمية الأولى. وفي أعقاب الحرب العالمية الثانية زادت نسبة الدين الأمريكي لتصل إلي ١٢١.٧% في عام ١٩٤٦م، ولكن استطاعت الولايات المتحدة التعامل مع هذا الدين وتخفيضه تدريجياً، حتى وصل إلي نسبة ٣٢.٥% في نهاية عام ١٩٨١. وبالنظر إلي تطور الدين بين عامي ٢٠٠٠ و٢٠١٠م، نجد أنه قد تضاعف مرتين، فبعد أن كان مقداره ٥.٦٧ تريليون دولار في عام ٢٠٠٠م، ارتفع ليصل إلي حوالي ١٣.٥٦ تريليون دولار، كما ارتفع الدين الأمريكي من ١٤.٩٣ تريليون دولار في الثلث الأخير من شهر أكتوبر ٢٠١١م، ارتفع في الثلث الأخيرة من شهر نوفمبر من نفس العام ليصل إلي ١٥.٠٤ تريليون دولار، وذلك كما يتضح من الجدول (٥). كما أن رفع سقف الدين ليس هو الكافي لاحتواء الأزمة، حتي وإن ارتفع مرة أخرى.

<http://www.treasurydirect.gov/NP/NPGateway>.

تضاعف حجم الدين الأمريكي مرة ونصف خلال الفترة (٢٠٠٢-٢٠٠٧)، فقد بلغ في ديسمبر ٢٠٠٧ حوالي ٩.٢ تريليون دولار، أي حوالي ٧٠% من الناتج المحلي الإجمالي، وقد وصل إلي حوالي ٧٢.٥%، من الناتج المحلي الإجمالي خلال ٣٠ سبتمبر من ٢٠٠٨، وهو بهذا الشكل يتجاوز مستوى الحد المقبول دولياً ويرجع هذا النمو الهائل في حجم الدين خلال تلك الفترة إلي أحداث ١١ سبتمبر، والسياسات التي اتخذتها الولايات المتحدة بعدها، وشن الحرب علي العراق وأفغانستان، فالولايات المتحدة تنفق كل ثلاثة دقائق مليون دولار لحربها علي العراق مما يعني نزيف للسيولة العالمية، وتمويله يكون باقتراض الحكومة الأمريكية من دول العالم ومن سوقها الداخلي. وذلك بإصدارها سندات خزينة وقد أثر ذلك في تزايد العجز في الميزانية نظراً لتزايد الانفاق علي ميزانية الحرب، وزيادة حجم الأنفاق العسكري. كذلك للسياسة التي انتهجتها الولايات المتحدة للخروج من الأزمة المالية العالمية، وضخها للمزيد من الأموال، وبرامج التحفيز المالية والنقدية التي اتخذتها للخروج من الأزمة، مما ضاعف من عجز ميزانيتها.

جدول رقم (٥)  
تطور الدين الأمريكي خلال الفترة من ١٩٩١ - ٢٠١٢ (مليار دولار)

السنة	الدين العام	الفوائد المدفوعة	معدل الفائدة
2012	16,066,241,407,385.80	\$359,796,008,919.49	2.24%
2011	14,790,340,328,557.10	\$454,393,280,417.03	3.07%
2010	13,561,623,030,891.70	\$413,954,825,362.17	3.05%
2009	11,909,829,003,511.70	\$383,071,060,815.42	3.22%
2008	10,024,724,896,912.40	\$451,134,049,950.63	4.50%
2007	9,007,653,372,262.48	\$429,977,998,108.20	4.77%
2006	8,506,973,899,215.23	\$405,872,109,315.83	4.77%
2005	7,932,709,661,723.50	\$352,350,252,507.90	4.44%
2004	7,379,052,696,330.32	\$321,566,323,971.29	4.36%
2003	6,783,231,062,743.62	\$318,148,529,151.51	4.69%
2002	6,228,235,965,597.16	\$332,536,958,599.42	5.34%
2001	5,807,463,412,200.06	\$359,507,635,242.41	6.19%
2000	5,674,178,209,886.86	\$361,997,734,302.36	6.38%
1999	5,656,270,901,615.43	\$353,511,471,722.87	6.25%
1998	5,526,193,008,897.62	\$363,823,722,920.26	6.58%
1997	5,413,146,011,397.34	\$355,795,834,214.66	6.57%
1996	5,224,810,939,135.73	\$343,955,076,695.15	6.58%
1995	4,973,982,900,709.39	\$332,413,555,030.62	6.68%
1994	4,692,749,910,013.32	\$296,277,764,246.26	6.31%
1993	4,411,488,883,139.38	\$292,502,219,484.25	6.63%
1992	4,064,620,655,521.66	\$292,361,073,070.74	7.19%
1991	3,665,303,351,697.03	\$286,021,921,181.04	7.80%

Source: [http://www.treasurydirect.gov/gov/reports/pd/histdebt/histdebt\\_histo5.htm](http://www.treasurydirect.gov/gov/reports/pd/histdebt/histdebt_histo5.htm)

كما أن تحمل الحكومة الأمريكية لتسديد تكاليف الرعاية الطبية الكاملة، وتخفيض الضرائب، والإجراءات التي اتخذتها لمكافحة التضخم أثر بالغ الأهمية في زيادة العجز في ميزانيتها وتزايد حجم الديون United States Congress, Government Accountability Office (November 10, 2009).

جدول رقم (٦) تطور حجم الإنفاق العسكري الأمريكي

السنة	الحرب على العراق ألف دولار في الدقيقة	الحرب على الإرهاب ألف دولار في الدقيقة	ميزانية الدفاع الأمريكية
٢٠٠٣	٩٣	٥٤	٤٣٨
٢٠٠٤	١١١	٧٤	٤٤٨
٢٠٠٥	١٦٤	١٠٠	٥٠٧
٢٠٠٦	١٨٨	١١٦	٥٢٦
٢٠٠٧	٢٤٥	١٦٦	٦١١
٢٠٠٨	٣٧١	١٩٥	-

المصدر: سامر مظهر قنطجني، ضوابط الاقتصاد الإسلامي في معالجة الأزمات المالية العالمية، دار النهضة، سورية، ٢٠٠٨، ص ٦٢

مع نهاية ٢٠١٠ بلغ إجمالي الدين العام الأمريكي نحو ١٣.٧ تريليون دولار، أي نحو ٩٥ % من الناتج المحلي الإجمالي، كما أن تقديرات إجمالي الدين العام الأمريكي في

الأجل المتوسط حتى عام ٢٠١٥ تصل بهذا الرقم إلى نحو ١٩.٧ تريليون دولار، وهو ما سيمثل نحو ١٠٢.٦% من الناتج المحلي الإجمالي في هذا العام. غير أنه على مدى الفترة من ٢٠١١ حتى ٢٠١٥ يتوقع أن يتراجع معدل النمو في إجمالي الدين العام الأمريكي من ١٠% تقريبا في ٢٠١١ إلى ٦.٢% فقط في ٢٠١٥. هذه المعدلات المرتفعة لنمو إجمالي الدين العام الأمريكي الضخم تنذر بمخاطر خروج الدين العام عن نطاق السيطرة، حتى هذه اللحظة، وأخذاً في الاعتبار السيناريوهات المستقبلية، فإن الدين العام الأمريكي يعد محل قلق عالمي كبير، حيث أخذت الشكوك تتصاعد حول درجة استدامة هذا الدين وقدرة الولايات المتحدة على أن تحتفظ بدين عام ضخم دون أن تتأثر أوضاع النمو والتضخم وقيمة الدولار نتيجة لذلك. وأن ذلك سيتسبب في حدوث اضطرابات في أسواق المال و إلى انهيار الدولار (Huntley, Jonathan, 2010).

غير أنه تجدر الإشارة إلى أن هذه ليست المرة الأولى التي ترتفع فيها نسبة الدين العام إلى الناتج المحلي الإجمالي لتتجاوز حاجز الـ ٩٠%، ففي أعقاب الحرب العالمية الثانية ارتفعت نسبة الدين العام إلى الناتج المحلي الإجمالي من ٥٢.٤% عام ١٩٤٠ إلى ١٢١.٧% عام ١٩٤٦، لتأخذ النسبة في التراجع بشكل مستمر تقريبا، حتى بلغت ٣٢.٥% عام ١٩٨١، أي أن الاقتصاد الأمريكي استطاع التعامل مع هذا المستوى الضخم من الدين إلى الناتج، وعادت الأمور إلى نصابها مرة أخرى The PEW center on the states 2011.

ارتفاع الدين العام على النحو الذي نشهده حاليا وبهذه المعدلات المرتفعة هو، كما نرى، ظاهرة ليست جديدة على الاقتصاد الأمريكي، وأنها ارتبطت أساسا بأحداث سبتمبر ٢٠٠١ وما تلاها من تطورات، سواء على النطاق العسكري أو الاقتصادي، وكذلك بالأزمة المالية العالمية والمسبب الرئيس لهذا الدين المتصاعد هو عجز الميزانية العامة للولايات المتحدة 2007 Jackso.

هل بلوغ الدين العام الأمريكي هذه المستويات التاريخية ينذر بحدوث كارثة مالية يمكن أن تدفع بالحكومة الأمريكية إلى التوقف عن خدمة دينها العام؟

للإجابة عن هذا السؤال لابد من التأكيد على حقيقة مهمة جدا وهي أن الدين العام الأمريكي مقوم كله بالدولار، أي بالعملة المحلية لتلك الدولة، وهذه هي الخاصية الأساسية التي تتمتع بها الولايات المتحدة، من بين دول العالم، بالنسبة لدينها العام. يعني ذلك ببساطة أن احتمال توقف الولايات المتحدة عن خدمة دينها العام هو صفر % لأنه، على أسوأ الفروض، إذا ضاقت السبل بالحكومة الأمريكية حيال خدمة دينها العام، فإنها يمكنها ببساطة أن تتحمل قدرا من معدلات التضخم المرتفع في سبيل استيفاء مدفوعات خدمة الدين العام من خلال طباعة الدولار، وتخفيض القيمة الحقيقية

للدين العام، لكن الولايات المتحدة لا تنوي أن تفعل ذلك، لا الآن ولا في المستقبل، كما أنها ليست راغبة فيه، لأن الولايات المتحدة لها سمعة مالية دولية تريد أن تحافظ عليها، وتريد دائما أن تكون هناك ثقة بما تصدره من سندات لتجد بسهولة مشترى لهذه السندات عندما تصدرها. من ناحية أخرى، فإن الولايات المتحدة لا ترغب في أن يفقد الدولار الأمريكي وضعه الدولي كعملة الاحتياط الأولى للعالم، وهي تدبر سياساتها النقدية على هذا الأساس، صحيح أن الولايات المتحدة أقرت في طباعة الدولار الأمريكي " سياسة التيسير الكمي " ضمن إطار سياسات التحفيز النقدي للاقتصاد للخروج من الأزمة، لكن "الاحتياطي الفيدرالي" لديه خطط جاهزة لسحب هذه السيولة حالما يعود الاقتصاد إلى النمو مرة أخرى، حتى يتجنب الضغوط التضخمية التي يمكن أن تنجم عن ذلك. أنه من الواضح أن الدين الأمريكي أصبح بالفعل مشكلة معقدة جدا سواء بالنسبة للولايات المتحدة أو بالنسبة للعالم أجمع، وسيطلب التعامل معها عقودا من الزمن لا بد وأن يحقق فيها الاقتصاد الأمريكي خلالها نموا استثنائيا. كان الحديث عن أزمة الديون هو من الناحية التقليدية حديث يخص دول العالم الثالث، والفقير منها على وجه الخصوص، الوضع المالي للولايات المتحدة اليوم، أصبح في غاية الخطورة، وحاليا قد تبدو تكلفة هذا الاقتراض محدودة في ظل المعدلات المنخفضة للفائدة السائدة حاليا، ولكن أي تصاعد في معدلات الفائدة في المستقبل سيحمل كارثة للولايات المتحدة. مع ميل معدلات العائد على الدين الأمريكي نحو التزايد فإن تكلفة خدمة الدين سترتفع على الميزانية الأمريكية وهو ما يؤدي بالولايات المتحدة إلى الدخول في الحلقة الخبيثة Vicious Circle للدين العام ويقصد بالحلقة الخبيثة للدين العام أن ارتفاع حجم الدين العام الأمريكي في ظل الأسعار المرتفعة للفائدة يؤدي إلى زيادة تكلفة خدمة الدين العام وزيادة مستويات الإنفاق العام، هو ما يرفع من قيمة العجز في الميزانية العامة، وبالتالي زيادة الحاجة نحو الاقتراض، فارتفاع تكلفة خدمة الدين العام وزيادة مستويات الإنفاق العام والعجز والدين وهكذا سيدخل الاقتصاد الأمريكي في دوامة الديون، ما لم تتمكن الولايات المتحدة من السيطرة على نمو الدين العام.

لقد أصبح من الواضح اليوم أن الضمانة الوحيدة لاستمرار الولايات المتحدة في خدمة دينها العام اليوم هي استمرار رفعها بشكل مستمر لسقف دينها العام، وذلك لكي تتمكن الخزنة الأمريكية من إصدار المزيد من السندات لخدمة هذه الديون، وهو ما يعني أن الولايات المتحدة أصبحت تقترض لكي تخدم ديونها وهو تطور في غاية الخطورة يهدد استقرار أسواق المال. غير أنه ينبغي الإشارة إلى أن ارتفاع نسبة الدين العام إلى الناتج المحلي الإجمالي يجب ألا ينظر إليه على أنه مؤشر لاحتمال فشل الدولة في خدمة ديونها، على سبيل المثال على الرغم من أن دين المملكة المتحدة كان يمثل ٢٤٠

% من الناتج المحلي لها بعد الحرب العالمية الثانية، إلا أنها لم تقع في هذه المشكلة، كذلك فإن دين اليابان يمثل حالياً نحو ٢٠٠ % من ناتجها المحلي الإجمالي، ومع ذلك فاليابان تستطيع أن تقترض ما تشاء وبمعدل فائدة صفري تقريبا، على العكس من ذلك فإن هناك دولا أخرى وقعت في هذه الأزمة عند نسب منخفضة جدا للدين إلى الناتج المحلي، على سبيل المثال ما حدث لروسيا في ١٩٩٨ بنسبة دين إلى الناتج المحلي تساوي ١٢.٥ %، وألمانيا في ١٩٩٠ بنسبة دين ١٦.٩ % . ويمكن القول إنه ليس هناك معدل محدد يمكن القول عنده أن الدولة مهددة بالتوقف عن خدمة ديونها، Setser,

. B., (2008)

ثانياً تأثير الأزمة المالية العالمية على أداء الأسواق المالية الناشئة "حالة الاقتصاد المصري"

ترجع خطورة الأزمة المالية العالمية إلى الآثار الناجمة عنها في الدول الصاعدة ومصر من ضمنها. أزمة كاشفة لمواطن الضعف والخلل في بنية الاقتصاد القومي وهو ما يتطلب دراسة هذه العناصر بالتفصيل وهنا تجدر الإشارة إلا أن آثار الأزمة تتوقف على الطريقة التي يتم التعامل بها مع الأزمة والآثار المتوقعة على الصعيد العالمي وتبدو هذه الآثار واضحة على عدة محاور أساسية. (وزارة التنمية الاقتصادية ٢٠٠٧/٢٠٠٨)

#### ١- تأثير الأزمة على البورصة المصرية:

كانت البورصة المصرية هي القناة الأولى التي انتقلت إليها الأزمة المالية بصورة سريعة وهي أكثر حساسية للتغيرات والتطورات التي تحدث وهو ما حدث بالفعل إذ تأثرت البورصة المصرية بشدة جراء هذه الأحداث وهو ما يوضحه الجدول رقم (٧).  
جدول رقم (٧) تطور التغيرات في أسعار أهم البورصات العالمية خلال الفترة يناير/ أكتوبر ٢٠٠٨

البورصة	بالاسعار المحلية	بالادولار الامريكى	البورصة	بالاسعار المحلية	بالادولار الامريكى
الولايات المتحدة	٣٦.٧	٣٦.٧	السويد	٤٥	٥٣.٧
اليابان	٤٦.٤	٣٨.٥	تركيا	٣٠.٧	٣١
الصين	٦٧.٣	٦٥.١	هونغ كونج	٥٥.٢	٦٥.٣
المملكة المتحدة	٣٤.٣	٤٦.٢	استراليا	٥٤.٣	٥٤.١
كندا	٣١.٣	٤٤.٩	الهند	٤٠.٧	٥٤.٧
النمسا	٥٩.٦	٦٤.٥	اندونيسيا	٥٥.٤	٦٤.٦
بلجيكا	٥١	٥٧	ماليزيا	٥٩.٤	٦٤.٧
فرنسا	٣٩.٤	٤٩.٧	باكستان	٤٢.٦	٤٧.٠
ألمانيا	٤٠.٤	٤٧.٦	سنغافورة	-٣٤.٨	-٥٠.٦
اليونان	٦٢	٦٦.٦	كوريا الجنوبية	٥١.٨	٥٣.٧
إيطاليا	٤٦.٩	٦٣.٣	تايوان	٤٨.٩	٦٦.٥
هولندا	٤٩.٧	٥٥.٨	تايلاند	٤٨.٢	٤٩.٥
إسبانيا	٤٣.٣	٥٠.٤	الإرجنتين	٥٧.٣	٥٦.٧
جمهورية التشيك	٥٦.٤	٥٧.١	البرازيل	٤٥.٥	٦٠.١
النمرك	٤٥.٢	٥١.٨	المكسيك	٣٥.١	٥٤.٤

المجر	٤٨.٩	٥٥.٧	فنزويلا	٥.٢	٥٨.٩
النرويج	٥٣.١	٦٢.١	مصر	٥٣.٣	٥٣.٩
بولندا	٥٠.٦	٥٦	السعودية	٤٩.٨	٤٩.٨
روسيا	٦٩.١	٧١.٩	جنوب أفريقيا	٣١.٦	٥٣.٣

Source: the Economist, November.2008

فقد مؤشر البورصة المصرية نحو ٥٣% خلال فترة يناير - أكتوبر ٢٠٠٨ ويرغم من ضخامة هذا التراجع إلى أن البورصة المصرية تقع ضمن الفئات الوسطى بالنسبة للضرر من الأحداث أذ نلاحظ أنه وخلال نفس الفترة تراجعت البورصة الروسية بنحو ٧١% والصين بنحو ٦٢% واليونان ٦٦% وتركيا ١٧% والهند ٦٠% والسعودية ٤٨% واليابان ٣٢% ودبي ٤٦% والمجر والبرازيل وألمانيا ٥٠% وفرنسا ٤٨% بينما كان التراجع في البورصة الأمريكية نحو ٣٦% فقط .  
وقد انتقلت العدوى للبورصة المصرية خلال ثلاث آليات هي :

الآلية الأولى هي تعاملات الأجانب : حيث تتراوح نسبتهم بين ٢٠% و ٣٠% من السوق المصري وهي نسبة مؤثرة للغاية خاصة وهم يتسمون بالطابع المؤسسي في إدارة محافظهم المالية ويتعاملون في الأسهم القيادية مع ملاحظة أن انسحاب الأجانب من البورصة المصرية لا يرجع للأداء المالي للشركات المقيدة بالبورصة المصرية فهي ذات أداء جيد وربحية معقولة وهو ما يتضح من كافة المؤشرات والبيانات المنشورة عن هذه الشركات ولكنة يعود بالأساس إلى رغبتهم في تعويض خسائرهم بالأسواق الأمريكية والأوروبية لذلك فضلوا السيولة على الربحية . الآلية الثانية هي شهادات الإيداع الدولية : حيث توجد نحو ١٢ شهادة في بورصة لندن تمثل عماد مؤشر البورصة المصرية وقد سجلت هذه الشهادات انخفاضا ملحوظا وصل إلى نحو ٣٠% لشركة اوراسكوم ٢٦% لكل من هيرمس والسويس للأسمنت والبنك التجاري الدولي . الآلية الثالثة هي وجود بعض الأدوات العالية المخاطر في البورصة المصرية : مثل البيع والشراء في نفس الجلسة والبيع على المكشوف وكلها أمور أسهمت في تذبذب التعاملات بالبورصة خاصة وأنها تزيد من عمليات المضاربة الغير المحسوبة .

٢- تأثير الأزمة المالية ٢٠٠٨ على الجهاز المصرفي المصري:

الأزمة المالية العالمية قد جاءت بعد أن انتهت الحكومة المصرية من المرحلة الأولى لسياسة الإصلاح المصرفي والتي ركزت على إصلاح وتقوية أوضاع الجهاز المصرفي من خلال دمج البنوك وتخارج البنوك العاملة من البنوك المشتركة والعمل على حل مشكلة الديون المتعثرة بما يحافظ على أموال المودعين من جهة ويعيد الثقة في المناخ

الاستثماري من جهة أخرى وقد بلغ البنوك العاملة في مصر بخلاف البنك المركزي المصري نحو ٣٤ بنكا في نهاية يونية ٢٠٠٨ وبلغ مجموع مركزها المالي ١٠٨٣.٣ مليار جنية مئة أرسدة الودائع بنحو ٧٤٧.٢ مليار بما يمثل ٦٩% من مجموع المركز المالي (عبدالفتاح الجبالي ٢٠٠٨). ( انظر جدول رقم ٨ ) .

## جدول رقم (٨)

## المركز المالي للبنوك المصرية (القيمة بالمليون جنية) خلال الفترة من ٢٠٠١ - ٢٠٠٨

٢٠٠٨	٢٠٠٧	٢٠٠٦	٢٠٠٥	٢٠٠٤	٢٠٠٣	٢٠٠٢	٢٠٠١	المركز المالي للبنوك المصرية
١٠٢٦١	٧٧٠٥	٦٨١٣	٦٥٩٤	٥٤١٢	٥٥٥٧	٤٤٥٣	٤٣٨٥	نقدية
٢٠١٨٥٨	١٦٦٠٩٨	١٩٣٩٦٥	١٧٠٦٥٩	١٣٧٤٣١	١١١٣٣٧	٨٧٧٢٦	٧١١٤٢	اوراق مالية وائون الخزائنة
٢٧٨١٨٥	٢١٧٣٦٣	١٢١٦٩٥	١٢٤٩٨٦	١١٦٢٩٠	١١٠٨٧٤	٨٣٢٤٤	٩٧٠٤٨٧	أرسدة لدى البنوك في مصر
١٢٢٧٩٢	١٢٤٣٦٦	٧٢٥٥٤	٥١٢٠٤	٤٣٢٩٠	٢٩٧٩٨	٢٠٠٠٢	١٦٢٥٢	أرسدة لدى البنوك في الخارج
٤٠١٤٢٥	٣٥٣٧٤٦	٣٢٤٠٤١	٣٠٨١٩٥	٢٩٦١٩٩	٢٨٤٧٢١	٢٦٦١٠٠	٢٤١٤٧٠	أرسدة الإقراض والخصم
٦٨٧٩٠	٥٨٦٤٥	٤٢٤٩٤	٤١٩٩٠	٣٤٨١٤	٣٥٦٥٠	٣٣٩٣٩	٢٨٩٦٦	أصول الأخرى
١٠٨٣٣١١	٩٢٧٩٢٣	٧٦١٥٩٢	٧٠٣٦٦٨	٦٣٢٤٣٦	٥٧٧٩٣٨	٤٩٥٤٤٤	٤٢٨٣٦٢	الأصول - الخصوم
								الخصوم
٣٧٢٤٥	٣٢٠٣٧	٢٧١١٢	٢٢٤٤٩	٢٠٣٤٦	١٨١٥٥	١٢٥٣١	١٢٠٣٨	رأس المال
١٦١٤١	١٢٥٥٢	١٣٤١٨	١٢٤١٩	١١٥٤٥	١١٨٠٥	١١٢٣٨	١٠١٥٦	الاحتياطيات
٦٢٣٤٤	٥٢٤٩٦	٥٤٩٥٠	٤٤٥٤١	٤٤٥٨٤	٤٠٠٩٩	٣٥٨٦٩	٣١٢٠٠	المخصصات
٢٢٢٨٥	٢٦٣٥١	١٧٥٢٦	١٤٢٥٤	١٥٠١٢	١٤٨٦٦	١٤٠٥٧	١١٩٢٢	هوية الأجل
١٣٢٢٧	١٠٠٠٦	٨٧٧٠	١٢٢٢٢	١٠٢٢٢	١٦٢٤٧	١١٨٢٠	١١٤٨٦	التزامات قبل البنوك في الخارج
٧٤٧١٩٩	٦٤٩٩٥٣	٥٦٨٨٤١	٥١٩٦٤٩	٤٦٦٦٩٧	٤٠٣١٤٤	٣٤٠٨٩٨	٢٩١٢٢٥	إجمالي الودائع
٥٦٠٥٥١	٦٩٩٣٦	٤٩٤٥٧	٤٩٨٨٣	٤٠٠٧٨	٣٨٠٤٣	٣٢٩٧٧	٣٢١٧٧	خصوم أخرى

## المصدر : البنك المركزي المصري ، تقرير الأوضاع النقدية والائتمانية، اعداد متفرقة

وقد أدت هذه الإجراءات إلى تحسن أوضاع الجهاز المصرفي بشدة وعلى الرغم من ذلك فمزال الجهاز المصرفي وضعة الحالي يعاني من مشكلات عديدة على رأسها ضعف الهياكل التمويلية وارتفاع نسبة الأصول غير العاملة مع عدم كفاية المخصصات هذا فضلا عن المنافسة غير الصحية التي تقوم بها بعض البنوك بغية جذب المزيد من العملاء بالإضافة إلى ذلك نلاحظ أن هناك تزايد مستمرا في الاعتماد على الاستثمار في الأوراق المالية على حساب العمل المصرفي وفي هذا الإطار تشير الإحصائيات إلى أن استثمار الجهاز المصرفي في الأوراق المالية قد وصلت إلى ٢٠١.٩ مليار جنية في نهاية يونية ٢٠٠٨ بنسبة ١٩% من إجمالي الأصول وارتفعت أرباحها من هذه الاستثمارات وتجاوزت أرباحها عن النشاط المصرفي العادي .

## ٣- تأثير الأزمة المالية على ميزان المدفوعات والميزان الجاري المصري :

أسفرت السياسة الاقتصادية الحالية عن تحسن أوضاع ميزان المدفوعات فارتفع الفائض المحقق بهذا الميزان من ٣.٣ مليار دولار عام ٢٠٠٥ / ٢٠٠٦ مليار \$ إلى



٥.٤ مليار دولار عام ٢٠٠٧/٢٠٠٨ وعلى الرغم من ذلك فقد انخفضت نسبة الناتج المحلي الاجمالي من ٥% عام ٢٠٠٤/٢٠٠٥ إلى ٣.٣% عام ٢٠٠٧/٢٠٠٨ .  
وذلك كنتيجة أساسية لتحسن ميزان الخدمات الذي حقق فائضا بلغ ١٤.٩ مليار دولار خلال العام المالي ٢٠٠٧/٢٠٠٨ مقابل ١١.٥ مليار دولار خلال العام المالي ٢٠٠٦/٢٠٠٧ وكذلك ميزان التحويلات " كنتيجة لزيادة تحويلات المصريين العاملين بالخارج " الذي حقق نحو ٩.٣ مليار دولار عام ٢٠٠٧/٢٠٠٨ مقابل ٧.١ مليار عام ٢٠٠٦/٢٠٠٧ . وعلى الجانب الآخر فقد اتسعت الفجوة في الميزان التجاري بصورة كبيرة حيث وصل العجز في هذا الميزان ٢٣.٤ مليار دولار عام ٢٠٠٧/٢٠٠٨ مقابل ١٦.٣ مليار عام ٢٠٠٦/٢٠٠٧ .  
بمتابعة التوزيع الجغرافي يتضح أن معظم الصادرات المصرية ٦٥% السلعية تتجه إلى الاتحاد الاوربي والولايات المتحدة الأمريكية وهي الأسواق التي تأثرت بشدة من الأزمة وأدى ذلك إلى تراجع ملحوظ في الطلب أدى لانخفاض صادراتنا , وبالتالي سوف تنخفض الصادرات المصرية البترولية من حيث الأسعار وكذلك الكميات وينطبق نفس القول على الصادرات تامة الصنع والتي تشكل نحو ٧٣.٤% من اجمالي الصادرات السلعية غير البترولية فأنها ستتأثر بشدة جراء هذه التحويلات وينطبق نفس القول ولكن بدرجة اقل من السلع نصف المصنعة التي تشكل نحو ١٢% بينما يتوقع أن تستقر الصادرات من السلع الخام عند مستواها من حيث الكميات ولكن ستخضع من حيث الأسعار .

## جدول رقم (٩)

مؤشرات ميزان المدفوعات المصري (% من الناتج المحلي الاجمالي)  
خلال الفترة ٢٠٠٣-٢٠٠٨

الميزان	/٢٠٠٣	/٢٠٠٤	/٢٠٠٥	/٢٠٠٦	/٢٠٠٧
الميزان التجاري	١٠.٠-	١١.٦-	١١.٢-	١٢.٥-	١٤.٤-
الميزان الجاري	٤.٣	٣.٣	١.٦	١.٧	٠.٥
الميزان الكلي	٠.٢-	٥.٠	٣.٠	٤.١	٣.٣
الميزان الخدمي الى عجز الميزان التجاري	٩٣.٤	٧٥.٧	٦٨.٣	٧٠.٦	٦٣.٩
الصادرات السلعية للواردات السلعية	٥٧.٢	٥٧.٧	٦٠.٦	٥٧.٥	٥٥.٦
الصادرات الخدمية/ المدفوعات الجارية	٢٢٩.٢	٢٠٩.١	١٨٨.٦	٢٢٨.٤	٢٢٢.٢
الفوائد المدفوعة/الصادرات السلعية والخدمية	٢.٦	٢.٠	١.٦	١.٥	١.٣
الفوائد المدفوعة/الحصيلة الجارية	٢.٣	١.٧	١.٤	١.٣	١.١

المصدر : جمعت وحسبت من النشرة الشهرية للبنك المصري وكذلك وزارة المالية المصرية اعداد مختلفة.

## جدول رقم (١٠)

أوضاع ميزان المدفوعات المصري (بالمليون دولار) خلال الفترة من ٢٠٠١ - ٢٠٠٨

البيان	/٢٠٠١	/٢٠٠٢	/٢٠٠٣	/٢٠٠٤	/٢٠٠٥	/٢٠٠٦	/٢٠٠٧	/٢٠٠٨
الميزان التجاري	-٧٥١٧	-٦٦١٥	-٧٨٣٤	١٠٣٥٩	-١١٩٨٦	-١٦٢٩١	-٢٣٤١٥	-٢٣٤١٥
الصناعات	٧١٢١	٨٢٠٥	١٠٤٥٣	١٣٨٣٣	١٨٤٥٥	٢٢٠١٨	٢٩٣٥٦	٢٩٣٥٦
بتترول	٢٣٨١	٣١٦١	٣٩١٠	٥٢٩٩	١٠٢٢٢	١٠١٠٨	١٤٤٧٣	١٤٤٧٣
غير بترونية	٤٧٤٠	٥٠٤٥	٦٥٤٢	٨٥٤٣	٧٢٣٣	١١٩١٠	١٤٨٨٣	١٤٨٨٣
الواردات	-١٤٦٣٧	-١٤٨٢٠	-١٨٢٨٦	-٢٤١٩٣	-٣٠٤٤١	-٣٨٣٠٨	-٥٢٧٧١	-٥٢٧٧١
بتترول	-٢٤٧٧	-٢٣١٣	-٢٥٥٠	-٣٩٧٥	-٥٣٥٩	-٣٤١٨٠	-٩٥٦١	-٩٥٦١
غير بتترول	-١٢١٦١	-١٢٥٠٧	-١٥٧٣٧	-٢٠٢١٨	-٢٥٠٨٢	-١١٤٩٨	-٤٣٢١٠	-٤٣٢١٠
صافي الميزان الخدمي	٣٨٧٨	٤٩٤٩	٧٣١٨	٧٨٤٢	٨١٩١	٢٠٤٥٦	١٤٩٦٦	١٤٩٦٦
المتحصلات	٩٦١٨	١٠٤٤١	١٢٩٨١	١٥٠٣٠	١٧٤٣٨	-٨٩٥٧	٢٧٢١١	٢٧٢١١
المدفوعات	-٥٧٤٠	-٥٤٩٣	-٥٦٦٣	-٧١٨٧	-٩٢٤٧	٧٠٦١	١٢٢٤٥	١٢٢٤٥
صافي التحويلات	٤٢٥٢	٣٦٠٩	٣٩٣٤	٥٤٧٨	٥٥٤٧	٢٧٦٩	٩٣٣٨	٩٣٣٨
الميزان الجاري	٦١٤	١٩٤٣	٣٤١٨	٢٩١١	١٧٥٢	٨٥٣	٨٨٨	٨٨٨
ميزان المعاملات الرأسمالية	٩٦٤	-٢٧٣٤	-٥٠١٦	٣٣٧٨	٣٥١١	٢١٦٠	٧١٣٧	٧١٣٧
السهم والخطأ	-١٠٧	١٣٣٧	١٤٤٠	-١٨١١	-٢٠١٠	٥٢٨٢	-٢٦٠٥	-٢٦٠٥
الميزان الكلي	-٤٥٦	٥٤٦	-١٥٨	٤٤٧٨	٣٢٥٣	٥٤٢٠	٥٤٢٠	٥٤٢٠

المصدر: البنك المركزي المصري النشرة الشهرية، اعداد متفرقة

أما فيما يتعلق بالواردات السلعية : فتشير الإحصائيات إلى أنها قد ارتفعت من ٣٨.٣ مليار دولار ٢٠٠٧/٢٠٠٦ وإلى ٥٢.٨ مليار عام ٢٠٠٨/٢٠٠٧ وذلك بعد الطفرة الكبيرة في الواردات الغير بترونية التي ارتفعت خلال الفترة من ٣٤.٢ مليار دولار إلى ٤٣.٢ مليار دولار .

ومن المتوقع أن تختلف الآثار الناجمة عن الركود المحتمل وفقا للهيكل السلعي للواردات المصرية وهنا تشير الإحصائيات إلى أن الواردات من السلع الاستثمارية تستحوذ على ٢٢.٥% من اجمالي الواردات السلعية بينما تشكل الواردات الوسيطة ٢٩.٢% والمواد الخام ١٨.٣% والاستهلاكية ١٦% والوقود والزيوت المعدنية ٩.٣% فالواردات من السلع الاستثمارية والمواد الخام وبعض السلع الوسيطة لن تنخفض بصورة محسوسة من حيث الكميات ولكن قد تنخفض قيمتها نظرا للتراجع في أسعار معظم هذه السلع .

وفيما يتعلق بالميزان التجاري الخدمي : فقد حقق فائضا بلغ ١٥ مليار دولار خلال العام المالي ٢٠٠٨/٢٠٠٧ نتيجة زيادة الإيرادات السياحية إلى ١٠.٨ مليار وكذلك ارتفاع متحصلات النقل من ٦.٤ مليار دولار إلى ٥.٤ مليار دولار خلال نفس الفترة ومن الملاحظ أن هذا الميزان سوف يتأثر بالسلب من ناحيتين اولاهما بالنقص المتوقع في حركة السياحة القادمة إلى مصر والثاني يتعلق بالنقص المحتمل في إيرادات قناة السويس بسبب التراجع في حركة التجارة الدولية . وعلى الجانب الآخر نلاحظ أن تحويلات المصريين العاملين بالخارج فقد شكلت نسبة لا بأس بها من فائض الميزان

الجاري مع الملاحظة أن ٣٢.٣% تأتي من الولايات المتحدة الأمريكية و ٢١% من الكويت و ١٦% من الإمارات ونحو ١١% من السعودية والباقي من الدول الأخرى ووفقا لهذا التوزيع فمن المتوقع التأثير السلبي لبعض هذه التحويلات خاصة الولايات المتحدة الأمريكية .

٤- تأثير الأزمة المالية ٢٠٠٨ على تدفقات الاستثمار في مصر :

أن التساؤل عن كيفية تأثير الأزمة المالية على معدلات الاستثمار ومن ثم التنمية في مصر وهو تساؤل مهم و اساسى نظرا لارتباط معدل النمو بمعدلات الاستثمار وبمعنى آخر فان نقص الاستثمارات سوف يؤدي بالضرورة إلى تراجع معدلات النمو ومن ثم المزيد من البطالة وغيرها من الآثار السلبية .

و جدير بالذكر ان حجم الاستثمارات الكلية المنفذة فى مصر خلال العام المالي ٢٠٠٨/٢٠٠٧ قد بلغت ١٩٩.٥ مليار جنية مقابل ١٥٥.٣ مليار جنية عام ٢٠٠٧/٢٠٠٦ ونحو ١١٥.٧ مليار في عام ٢٠٠٦/٢٠٠٥ وهو ما أسهم في زيادة معدلات النمو من ٧% إلى ٧.٢% .

#### جدول رقم (١١)

تطور معدلات الناتج المحلي والاستثمارات المحلية خلال الفترة من ٢٠٠١ - ٢٠٠٨

السنة	الناتج المحلي الاجمالي بالاسعار الجارية (بالمليار جنية)	معدل النمو الحقيقي بالاسعار الثابتة	اجمالي الاستثمارات المنفذة بالمليار جنية	معدل الاستثمار للفاتح
٢٠٠٢/٢٠٠١	٣٧٨.٩	٣.٢	٦٨.٢	١٨
٢٠٠٣/٢٠٠٢	٤١٧.٥	٣.٢	٧٠.٥	١٦.٩
٢٠٠٤/٢٠٠٣	٤٥٨.٣	٤.١	٨٢.٨	١٦.٩
٢٠٠٥/٢٠٠٤	٥٣٨.٥	٤.٥	٩٦.٨	١٨
٢٠٠٦/٢٠٠٥	٦١٧.٧	٦.٨	١١٥.٧	١٨.٧
٢٠٠٧/٢٠٠٦	٧٣١.٢	٧.١	١٥٥.٣	٢٠.٩
٢٠٠٨/٢٠٠٧	٨٧٠.٠	٧.٢	١٩٩.٥	٢٢.٣

المصدر : وزارة التنمية الاقتصادية , تقرير متابعة التنمية الاقتصادية والاجتماعية لخطه عام ٢٠٠٨/٢٠٠٧

ولاشك أن تأثير الأزمة على الاستثمارات الكلية في الاقتصاد المصري سوف يختلف حسب طبيعة هذه الاستثمارات ونوعها وهنا تجدر الإشارة إلى أن الاستثمار الكلى في مصر عبارة عن استثمارات عامة تتضمن الحكومة والهيئات الاقتصادية وشركات قطاع الأعمال العام والقطاع الخاص واستثمارات خاصة بهذا القطاع الخاص والاستثمارات الأجنبية وتختلف العوامل المحركة لكل منهم وبالتالي فمعرفة الآثار الناجمة عن الأزمة المالية على هذه الاستثمارات يتطلب دراسة كل من منها على حدة

أ- أثر الأزمة المالية العالمية ٢٠٠٨ على الاستثمارات الحكومية وقطاع الأعمال العام: عموما فان الاستثمارات العامة والمتمثلة في الإنفاق الحكومي على جهات الموازنة وكذلك الهيئات الاقتصادية وشركات القطاع العام وقطاع الأعمال قد بلغت نحو ٦٥.٥

مليار جنية مع ملاحظة أن معظم هذه الاستثمارات تأتي من القطاع الحكومي الذي يسهم بنحو ٤٩% من الاستثمارات العامة يلية قطاع الشركات العامة ٣٥% ثم الهيئات الاقتصادية ١٦% وقد تركزت هذه الاستثمارات في مجالات البنية الأساسية وخدمات التنمية البشرية (وزارة التنمية الاقتصادية ٢٠٠٧/٢٠٠٨).

وهنا تجدر الإشارة أن الإشارة إلى أن تمويل الجانب الأكبر من هذه الاستثمارات قد جاء من خلال الموازنة العامة للدولة التي ساهمت بنحو ٦٥% من جملة الاستثمارات المنفذة وساهمت حصيلة الخصخصة بنحو ٢٠% والموارد الذاتية ٥٧% بينما ساهمت الخزينة العامة بنحو ٢٠% وبنك الاستثمار القومي بحوالي ١٠.٥% وساهمت القروض والمنح بنسبة ١٢.٤% وهو ما يشير إلى أن استثمارات هذا القطاع تعتمد أساسا على موارد ذاتية والخزينة العامة وبالتالي فاحتمالات الانخفاض غير الواردة بل من المحتمل زيادتها وهو ما أعلنته الحكومة المصرية مؤخرا حينما قررت زيادة الإنفاق العام الاستثماري من ٣٥ مليار جنية كما جاء في خطة التنمية الحالية للعام ٢٠٠٨/٢٠٠٩ إلى ٤٠ مليار لتعويض النقص المحتمل في استثمارات القطاعات الأخرى وعلى الرغم من ذلك فاننا في حاجة شديدة للزيادة مرة أخرى ويمكن للموازنة العامة للدولة استخدام الفائض المتحقق نتيجة لنقص أسعار النفط ومن ثم خفض تكلفة الدعم المنتجات البترولية في تمويل المزيد من الاستثمارات العامة.

ب- أثر الأزمة المالية العالمية ٢٠٠٨ على استثمارات القطاع الخاص:

جدير بالذكر أن استثمارات القطاع الخاص قد لعبت دورا هاما في المجتمع خلال الفترة الماضية وبلغت نسبتها من الناتج نحو ٧٠% كما بلغت قيمتها في العام المالي ٢٠٠٧/٢٠٠٨ نحو ١٣٤ مليار جنية ونرى أن الأزمة المالية الراهنة سوف تختلف بين قطاع وآخر فان الاستثمارات الموجهة إلى تلبية الطلب الداخلي والاستهلاكي مثل الاستثمارات الزراعية والصناعات البترولية والكهرباء والمياه والغاز الطبيعي لن تتأثر كثيرا نظرا لان الطلب المحلي الاستهلاكي مرتفع في المجتمع نتيجة لعوامل عديدة ومتنوعة.

بينما ستتأثر الاستثمارات الموجهة إلى الأسواق الخارجية سواء في قطاع التصدير أو تلك المتعلقة بقطاع السياحة والفندقية وكذلك الأنشطة العقارية وفي كل الأحوال فان هذه الاستثمارات سوف تحتاج إلى المزيد من الدعم والمساندة خاصة من جانب الجهاز المصري في ظل صعوبات الحصول على الائتمان الخارجي ومن ثم فان العبء الأكبر يقع على قدرة هذا الجهاز في تلبية الطلب على الائتمان وهو رهن بطبيعة السياسة النقدية والائتمانية وكذلك مدى توافر السيولة النقدية.

ج- أثر الأزمة المالية العالمية ٢٠٠٨ على الاستثمار الاجنبي المباشر :

حققت الاستثمارات الأجنبية المباشرة طفرة كبيرة في المجتمع المصري حيث ارتفعت قيمتها ٣.٩% مليار دولار عام ٢٠٠٤ / ٢٠٠٥ إلى ٦.١ مليار عام ٢٠٠٦ / ٢٠٠٧ وإلى ١٣.٢ مليار عام ٢٠٠٧ / ٢٠٠٨ .

وقد ساهمت هذه الاستثمارات في سد فجوة التمويل المحلي " الفرق بين الاستثمارات المحلية والادخار المحلي " وبالتالي فإن أي تخفيض فيها سوف ينعكس بالسلب على النمو الإقتصادي. معظم هذه الاستثمارات قد جاءت من الولايات المتحدة الأمريكية حوالي ٦٤٣٤ مليون دولار عام ٢٠٠٧ / ٢٠٠٨ يليها الاتحاد الأوربي بنحو ٥١١٤.١ مليون دولار عام ٢٠٠٧ / ٢٠٠٨ جاء معظمها من المملكة المتحدة . والاستثمارات العربية قد هبطت من ٣٣٥٤.١ مليون دولار إلى ٣٠٥٩ مليون خلال نفس الفترة جاء معظمها من السعودية والإمارات . وذلك بسبب : أن معظم الاستثمارات الموجودة بالأسواق الأوربية والأمريكية تعرضت لمخاطر كبيرة وبالتالي لم تصبح هذه الأسواق ملاذاً آمناً لها مثل الأقطار العربية . و ضيق الأسواق المحلية لهذه الاستثمارات وعدم قدرتها على استيعابها بطريقة اقتصادية تحقق الأهداف المرجوة منها ولكن هذا الأمر ليس سهل المنال بل يحتاج إلى بذل الجهود وتذليل الصعوبات والعقبات التي تعترض هذه الأموال .

#### جدول رقم (١٢)

تطور صافي الاستثمار الأجنبي المباشر " القيمة بالمليون دولار  
" خلال الفترة من ٢٠٠٤ - ٢٠٠٨ "

السنة	تأسيس شركات جديدة	خصخصة لغير المقيمين	الاستثمارات العقارية	قطاع البترول	الاجمالي
٢٠٠٥/٢٠٠٤	٩٢٥.٦	٣٩٠.٨	١٦.٥	٢٥٤٠.٢	٣٨٧٣.١
٢٠٠٦/٢٠٠٥	٣٣٤٧.٨	٩٠٥.٧	٢٥.٧	١٨٣٢.٢	٦١١١.٤
٢٠٠٧/٢٠٠٦	٥٢٢٧.٢	٢٧٧٢.٢	٣٩.٧	٣٠٦٤.٨	١١٠٥٣.٢
٢٠٠٨/٢٠٠٧	٦٤٠٠	٢٣٠٠	٤٠٠	٤١٠٠	١٣٢٣٦.٥

المصدر : وزارة الاستثمار تقرير عن نشاط الوزارة ٢٠٠٧ / ٢٠٠٨

#### جدول رقم (١٣)

تطور الاستثمارات الأجنبية المباشرة وتوزيعها الجغرافي خلال الفترة من ٢٠٠٣ - ٢٠٠٨

البيان	٢٠٠٤/٢٠٠٣	٢٠٠٥/٢٠٠٤	٢٠٠٦/٢٠٠٥	٢٠٠٧/٢٠٠٦	٢٠٠٨/٢٠٠٧
صافي الاستثمارات	٤٠٧.٢	٣٩٠١.٨	٦١١١.٤	١١٠٥٣.٢	١٣٢٣٦.٥
تدفقات للداخل	٤٣٥	٤١٣٤.٥	٩٠٩٧.٩	١٣٠٨٤.٣	١٧٠٠٠.٢
تدفقات للخارج	٢٧.٨	٢٣٢.٧	٢٩٨٦.٥	٢٠٣١.١	٤٥٨٥.٧
الولايات المتحدة	٢٩٩.٤	٢٠٤٠.١	٤٥٥٣.٦	٤٦٨١.٣	٦٤٣٤.٩
الاتحاد الأوربي	٤٢.٥	٨١٢.٩	٢٩٥٤.٣	٤٠٦١.٠	٥١١٤.١
الدول العربية	١٥٢.٢	٢١٣.٦	٥٥٤.٥	٣٣٥٩.٤	٢٠٥٦.٥
باقي دول العالم	١٠.٩	١٠٦٧.٩	١٠٣٥.٦	٩٩٠.٥	٣١٩٤.٢

المصدر السابق مباشرة.

٦- أثار الأزمة المالية العالمية ٢٠٠٨ على الموازنة العامة للدولة :  
أن تأثير الأزمة على الموازنة العامة للدولة يتطلب الأخذ في الاعتبار التغيرات التي  
ستطرأ على جانبي الموازنة أي الإنفاق العام والإيرادات العامة .  
فعلى الجانب الأول النفقات العامة للدولة :

نلاحظ أن الخزنة العامة تأثرت بصورة كبيرة بالانخفاض في أسعار النفط بالأسواق  
العالمية , ووفقا للدراسات فان دعم المنتجات البترولية في موازنة العام المالي  
٢٠٠٩/٢٠٠٨ يصل إلى ٦٢.٧ مليار جنية أنخفض بحوالى ٩ مليارات جنية نتيجة  
انخفاض سعر النفط إلى ٧٠ دولارا للبرميل وينطبق نفس القول على الدعم السلع  
التموينية خاصة مع التراجع الكبير في أسعار السلع الأساسية الداخلة في هذا البند  
ونقصد بهما تحديدا القمح والزيت .

وعلى الجانب الآخر يرى البعض أن جانب الإيرادات الضريبية :  
سوف يتأثر بسبب النقص المتوقع في الإيرادات الضريبية من النشاط الإقتصادي  
نتيجة لتوقع البطء في معدلات النمو . وتزايد العجز الكلى في الموازنة العامة للدولة  
فقد ارتفع من ٢٨ مليار جنية إلى ٥٠.٤ مليار عام ٢٠٠٦/٢٠٠٥ والى ٥٤.٧ مليار  
عام ٢٠٠٧/٢٠٠٦ وإلى ٥٨.٨ مليار في موازنة ٢٠٠٨/٢٠٠٧ .

٧- تأثير الأزمة المالية العالمية ٢٠٠٨ على النمو الإقتصادي :  
لاشك أن خلاصة الآثار سالفة الذكر سوف تنعكس في النهاية على معدل النمو في  
الاقتصاد المصري الذي كان قد حقق معدلات مرتفعة ومتسارعة خلال العام المالي  
٢٠٠٨/٢٠٠٧ حيث بلغ معدل الناتج الحقيقي ٧.٢% مقابل ٧.١% خلال عام  
٢٠٠٧/٢٠٠٦ حيث ارتفع الناتج المحلى الاجمالي بالأسعار الجارية وبسعر السوق  
من ٧٣١ مليار جنية إلى ٨٧٠ مليار جنية . بدأت مظاهر التراجع في معدلات النمو  
تظهر خلال الربع الأخير من العام المالي ٢٠٠٨/٢٠٠٧ وذلك كنتيجة أساسية  
للتباطؤ النسبي في بعض القطاعات مثل التشييد والبناء وكذلك التراجع في عائدات  
قناة السويس والسياحة والقطاعات الاستهلاكية والاستثمارية والصادرات .

جدول رقم (١٤)  
المساهمة القطاعية في النمو الحقيقي للناتج المحلي الاجمالي  
(بتكلفة عوامل الانتاج وبالسعر الثابتة)

القطاع	الوزن النسبي	معدل النمو السنوي	المساهمة في نمو الناتج
الزراعة والري	١٤.٣	٣.٣	٠.٤٧
البتروك والتعدين	١٤.٨	٤.٠	٠.٦٠
الصناعة التحويلية	١٦.٣	٨.٠	١.٣١
التشييد والبناء	٤.٣	١٤.٨	٠.٦٤
المياه والكهرباء	١.٨	٧.٦	٠.١٣
النقل والتخزين	٤.٢	٨.١	٠.٣٤
الاتصالات وتكنولوجيا المعلومات	٣.٣	١٤.٢	٠.٤٧
قناة السويس	٣.٤	١٨.٠	٠.٦٢
تجارة الجملة والتجزئة	٩.٧	٧.١	٠.٦٩
الوساطة المالية والتأمين	٧.٧	٧.٢	٠.٥٥
المطاعم والفنادق	٣.٥	٢٤.٣	٠.٨٥
الانشطة العقارية	٣.٠	٣.٧	٠.١١
الخدمات الاجتماعية والشخصية	٤.٥	٤.٧	٠.٢١
الحكومة العامة	٩.٢	٢.٠	٠.١٨
الاجمالي العام	١٠٠	٧.٢	٧.١٧

المصدر: وزارة التنمية الاقتصادية تقرير متابعة الخطة السنوية لعام ٢٠٠٧/٢٠٠٨

#### النتائج والتوصيات:

أن خطة الإنقاذ الأمريكية، التي تبلغ كلفتها ٧٠٠ مليار دولار في مراحلها الأولى لا تعدو كونها "إجراء طارئاً" لن يحول دون انكماش خطير لأكبر اقتصاد في العالم، أن أمريكا لن تتمكن من إعادة الاستقرار تماماً للاقتصاد، وأن الخطة ربما تمنع حالات إفلاس وتحول دون ضياع الرهون العقارية التي كانت سبباً في الأزمة المالية، لكنها لن تحقق توازناً مالياً للأسواق. أما الحديث عن خطة "الإنقاذ" الأمريكية فهي لا تعدو كونها خطة للحد من الانهيار وليست خطة للإصلاح في النظام المالي أو الرأسمالي عموماً.

ورغم أن تلك التدابير والإجراءات قد ساهمت في الهدوء النسبي لأوضاع البورصات الدولية إلا أن بعض البنوك الدولية الأوربية (المركزية) قامت بتجميد أو سحب استثمارها في السوق العقاري الأمريكي.

مما سبق يتضح لنا أن الأزمة المالية نبتت أساساً من إخفاقات ثلاثة:

إخفاق تنظيمي ورقابي في الاقتصادات المتقدمة وإخفاق في إدارة المؤسسات المالية الخاصة وإخفاق في آليات الانضباط السوقي .  
وتزاد خطورتها في عدم اليقين الذي أصبح السمة المميزة للاقتصاد العالمي ككل خاصة ان الاضرابات الجارية ليست مجرد مشكلة نقص السيولة حيث أنها انعكاسا لمواضع هشّة وعميقة الجذور في الميزانيات العمومية وقواعد رأسمالية ضعيفة ومن ثم يرجح ان تكون أثارها أوسع نطاقا وأكثر عمقا وأطول أمدا .  
ان النتيجة الأساسية المؤكدة هي ان حقبة النظام المالي غير المنضبط وغير الخاضع لأية قيود قد انتهت تماما لصالح أكثر انضباطا وصرامة وهي خطوة متقدمة للغاية. أن الهيكل الحالي للنظام المالي الدولي لا يتسم بالكفاءة وبالتالي فهو غير قادر على إدارة المخاطر المالية المحتملة.



## المراجع :

- أحمد أبو الفتح النافقة ، نظرية النقود والبنوك والأسواق المالية ، قسم الاقتصاد بكلية التجارة ، جامعة الاسكندرية ، مصر ، ١٩٩٤ ، ص : ١٨٣ .
- زايري بلقاسم، الأزمة المالية المعاصرة: الأسباب والدروس المستفادة، الملتقى الدولي الثالث حول إدارة المخاطر في المؤسسات الأفاق والتحديات، ٢٥-٢٦ نوفمبر ٢٠٠٩ ، جامعة شلف، ص ص ٧،٩ .
- سلطان أبو علي، الأزمة التمويلية العالمية وانعكاساتها على مصر، المركز المصري للدراسات الاقتصادية، ورقة عمل رقم ١٤٢، ديسمبر ٢٠٠٨، ص ص ٢-١٠ .
- مدحت صادق، أدوات وتقنيات مصرفية، دار غريب، القاهرة، ٢٠٠١، ص ٢٣٧ .
- فضل الله عبد الحليم ، الجدور الاجتماعية لأزمة الأسواق المالية ، عالم التجارة ، عدد ١٢ ، ديسمبر ٢٠٠٨ ، ص ٣٦ .
- وزارة التنمية الاقتصادية، تقرير متابعة التنمية الاقتصادية والاجتماعية لخطة عام ٢٠٠٨/٢٠٠٧
- عبدالفتاح الجبالي " الأزمة المالية وانعكاساتها على الاقتصاد المصري " كراسات استراتيجية ، السنة الثامنة عشر، العدد رقم ١٩٣ ، مركز الاهرام للدراسات السياسية والاستراتيجية ، نوفمبر ٢٠٠٨
- عبدالفتاح الجبالي " الموازنة العلمية والمواطن المصري " القاهرة ، مركز الاهرام للدراسات السياسية والاستراتيجية ، ٢٠٠٨ .
- عبد القادر بنطاس، تداعيات الأزمات المالية العالمية أزمة sup-prime ، دار النشر ليجند، الجزائر، ص ٣٥-٣٦ .
- هارون الطاهر، نادية العقون، الأزمة المالية الراهنة: أسبابها، أليان انتشارها، والآثار المترتبة عنها، الملتقى الدولي حول أزمة النظام المالي والمصرفي الدولي ويديل البنوك الإسلامية، قسنطينة، جامعة الأمير عبد القادر، ٥ و٦ مايو ٢٠٠٩ ، ص ١٠-١١ .

- 1- Austin Murphy, An Analysis of the Financial Crisis of 2008: Causes & Solution, Oakland University, 2008, P 2. (Electronic copy available at ) : <http://ssrn.com>
- 2- Aline Fan Diwan , Severe impact of anew era in the international credit rating agencies , financial times , at site : [http://www.4eqt.com/vb/thread\\_309833.html](http://www.4eqt.com/vb/thread_309833.html)
- 3- ESME (European Securities Markets Experts Group),2008, "Role of Credit Rating Agencies", Report to the European Commission. [http://ec.europa.eu/internal\\_market/securities/docs/esme/report\\_040608\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/esme/report_040608_en.pdf).
- 4- Eric Lipton and Sephen Labaton , "The Reckoning Deregulation Looks Back, Unswayed". New York Times, 16/11/2008.
- 5-George Soros, The New Paradigm for Financial Markets: The Credit Crisis of 2008 and What It Means (New York: Public Affairs, 2008).
- 6- Government Accountability Office, The Debt Limit: History and Recent Increases, September 8, 2010
- 7- Huntley, Jonathan (July 27, 2010). "Federal debt and the risk of a fiscal crisis". Congressional Budget Office: Macroeconomic Analysis Division. Retrieved February 2, 2011 .
- 8- IMF , Global Financial Stability Report , October 2008 .
- 9- International Monetary Fund, Global Financial Stability Report, Containing Systemic Risks and Restoring Financial Soundness, April 2008
- 10-International Monetary Fund, Global Financial Stability Report, Financial Stress and Deleveraging Macro-Financial Implications and Policy ,October 2008.
- 11- Ismail Sirageldin ,The 2007 Credit Crisis: a Long-term View, ERF Working Paper 454 ,January 2009.

- 12- IOSCO (International Organization of Securities Commissions). 2008. "The Role of Credit Rating Agencies in Structured Finance Markets", Technical Committee Final Report. <http://www.iosco.org/>.
- 13- Jackso, J., The United States as a Net Debtor Nation: Overview of the International Investment Position, Congressional Research Service, US, October, 2007.
- 14- Kirkland, Rik (2006, June 30). The real CEO pay problem. Fortune. Retrieved July 29, 2008: [http://money.cnn.com/magazines/fortune/fortune\\_archive/2006/07/10/8380799/index.htm](http://money.cnn.com/magazines/fortune/fortune_archive/2006/07/10/8380799/index.htm)
- 15- Mark Zandi, Financial Shock: A 3600Look at the Subprime Mortgage Implosion, and How to Avoid the Next Financial Crisis (Harlow: Financial Times Prentice Hall, 2008).
- 16- Mark Jacking, Causes of Financial Crisis, Congressional Research Service, Prepared for Members of Committees of Congress, 29/1/2009, P 8, [www.src.org](http://www.src.org)
- 17- News Week, 6 October 2008, op,cit.
- 18- New York Times, On Wall Street, bonuses, not profits, were real: Story Louise (2008, December 18), A1, A35.
- 19- Robert J. Shiller, The Subprime Solution: How Today's Global Financial Crisis Happened and What to Do about It (Princeton University Press, 2008),p48.
- 20- S.Griffith Jones and J.Darista, Agenda And Criteria for Financial Regulatory Reform, the Center for International Innovation, September 2008.
- 21 - SIFMA (Securities Industry and Financial Markets Association),2008, "Recommendations of the Credit Rating Agency Task Force", [http://www.sifma.org/capital\\_markets/docs/SIFMA-CRA-Recommendations.pdf](http://www.sifma.org/capital_markets/docs/SIFMA-CRA-Recommendations.pdf).
- 22- Setser, B., (2008), China: Creditor to the Riche, China Security, 4(4), pp17-23.
- 23- The World Bank Group, Credit Racing Agencies, No Easy Regulatory Solutions, Note Number 08, October 2009, p:3-4, at the web: <http://rru.worldbank.org/documents/crisisresponse/note8.pdf>
- 24- the Economist, Confession of Risk Manager, A Personal View of the Crisis, 9/11/2009.
- 25- The PEW center on the states, The Debt Ceiling Debate: How a federal could impact states and cities, July, 2011.
- 26- The World Bank Group, Credit Racing Agencies, No Easy Regulatory Solutions, Note Number 08, October 2009, p: 03-04, at the web: <http://rru.worldbank.org/documents/CrisisResponse/Note8.pdf>.
- 27- Tatom, John, The U.S. foreclosure crisis: a two-pronged assault on the U.S. economy, Networks Financial Institute at Indiana State University, 28 August 2007, NFI Report (Source: Mortgage Bankers Association)
- 28- United States Congress, Government Accountability Office (November 10, 2009). Financial Audit: Bureau of the Public Debt's Fiscal Years 2009 and 2008 Schedules of Federal Debt GAO-10-88 United States Government Accountability Office (GAO). Retrieved February 2, 2011.
- 29- UNCTAD HANDBOOK OF STATISTICS, New York and Geneva, United Nation Different Pages. Publication, 2008.
- 30- U.Rajun, A. Serun, and V.Vig., "The Failure of Models that Predict Default: Distance, Incentives, and Default": Chicago GSB Research Paper No. 08-19,2009.
- 31- USA, Economic Indicators, Joint Economic Committee, September 2008.

- 32- Veron, N. 2009, "Rating Agencies: An Information Privilege Whose Time Has Passed", Bruegel Policy Contribution 2009/01, Briefing Paper for the European Parliament's ECON Committee. <http://veron.typepad.com/>.
- 33- Walter Lukken , " How to Solve the Derivative Problem" , Wall Street Journal. 10/10/2008. P (A15).
- 34- [www.treasurydirect.gov/NP/NPGateway](http://www.treasurydirect.gov/NP/NPGateway)
- 35- [www.brillig.com/debt\\_clock](http://www.brillig.com/debt_clock)
- 36-Zibel. "Liar Loans Threaten to Prolong the Crisis." Huffington Post (August/18/2008).