

ندوة

الأزمة المالية العالمية من منظور إسلامي  
وتأثيرها على الاقتصادات العربية

طبعة ثانية  
منقحة ومزودة  
٢٠١٣م / ١٤٣٤هـ



بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ



## مقدمة الطبعة الثانية

موضوع «الأزمة المالية العالمية»، طافت العالم أجمع وألقت بظلالها وآثارها الفاجعة على مختلف بلاد العالم، كبيرها وصغيرها، غنيها وفقيرها، فليست هناك بلد لم تتأثر بهذه الأزمة التي صنعتها البلاد المتقدمة وصدرتها إلى مختلف جنبات الأرض. والمنطقة العربية من بين أكثر المناطق تأثراً بهذه الأزمة، حيث خسر عدد كبير من بلادها جانباً كبيراً من استثماراته الخارجية، وأصيب الكثير منها بتدنى صادراته، وانخفاض معدلات نموه، جراء هذه الأزمة، وفي إطار السعى الحثيث والدائم لمركز صالح كامل للاقتصاد الإسلامي نحو إيجاد حلول للمشكلات التي تواجه الأمة الإسلامية والعربية، وفي محاولات منه لتقديم رؤى صائبة في سبر أغوار هذه الأزمة والوقوف على أسبابها العميقة التي قادت إليها، وتقديم حلول لها على ضوء الفكر الإسلامي، كان هذا الكتاب الذي بين أيدينا الذي هو نتاج إحدى دورات المركز التي أقيمت بشأن تلك الأزمة .

وقد لاقت الطبعة الأولى لهذا الكتاب رواجاً شديداً وإقبالاً عظيماً لدى الكافة، وخاصة المهتمين بمعرفة الرؤيه الشرعية لتلك الأزمة، وكيفية الخروج منها، والحلول التي يطرحها الاقتصاد الإسلامي لعلاجها والوقاية منها مستقبلاً؛ فقد نفذت بسرعة شديدة وطالبنا الكثير من القراء والمهتمين بإعادة طباعتها، الأمر الذي دعانا إلى إصدار هذه الطبعة التي عنينا بمراجعتها لتصحيح ما وقع بالطبعة الأولى من أخطاء أيّاً كان شكلها، ونسأل الله العليّ القدير أن نكون عند حسن ظن القراء بنا وأن يعم النفع بها في هذا الكتاب من علم وأن يجعل جهدنا في ميزان حسناتنا إنه ولي ذلك والقادر عليه وهو حسبنا ونعم الوكيل.



## مقدمة:

لقد أدى انهيار النظام الشيوعي في العقد الأخير من القرن العشرين إلى انفراد النظام الرأسمالي بالساحة الاقتصادية، وجاءت العولمة للعمل على سيادة نظام رأسمالية السوق الحرة.

وقام منظرو العولمة بعد ذلك بالترويج والتبشير بعهد جديد يسود فيه التقدم والرفاهية لكافة شعوب العالم. إلا أن العالم شهد خلال هذه الفترة سلسلة من الأزمات المالية والاقتصادية المتلاحقة على المستوى العالمي والمستوى الإقليمي إلى أن بدأت جذور الأزمة المالية الحالية في العام المالي ٢٠٠٧م فيما عرف بأزمة الرهن العقاري التي عصفت بكبرى الشركات والمؤسسات المالية: البنوك، شركات التأمين، وأحدثت انهيارات متتالية في أسواق المال العالمية وتطايرت شراراتها لتشعل الحريق في اقتصادات العالم كله.

وكان من تداعيات تلك الأزمة المالية العالمية أن ظهرت آراء لمفكرين وسياسيين تشكك في السوق الحرة العالمية التي تبناها وتروج لها الولايات المتحدة سواء على مستوى الإطار الفكري أم السياسات الاقتصادية.

وهنا تثار العديد من التساؤلات لعل من أهمها ما يلي:

- ١- ما أهم ملامح هذه الأزمة من حيث: أسبابها، وحجمها، وتداعياتها، والإجراءات والسياسات التي اتخذت لمواجهتها؟
- ٢- ما تأثير هذه الأزمة على الاقتصادات العربية والاقتصاد المصري بصفة خاصة.

٣- هل يمكن تفسير أسباب وتداعيات هذه الأزمة من منظور الاقتصاد الإسلامي؟ وهل يمكن للاقتصاد الإسلامي أن يسهم في علاج هذه الأزمات المالية؟ وكيف؟

هذه الأسئلة وغيرها ستجيب عنها أعمال هذه الندوة.

والله ولي التوفيق

# الكلمات الافتتاحية



كلمة الأستاذ الدكتور/ محمد عبد الحليم عمر<sup>(١)</sup>

بسم الله الرحمن الرحيم، الحمد لله رب العالمين والصلاة والسلام على  
أشرف المرسلين سيدنا محمد وعلى آله وصحبه وسلم أجمعين.

أما بعد

معالي الأستاذ الدكتور/ سلطان أبو علي - الأساتذة الكرام الباحثين -  
السادة الحضور السلام عليكم ورحمة الله وبركاته.

وباسم أسرة المركز أرحب بحضراتكم في هذا اللقاء الذي يتفق مع  
أهداف المركز، فمن أهداف المركز العمل على تقديم حلول إسلامية للقضايا  
والمشكلات الاقتصادية المعاصرة والهدف من هذه الندوة كما تعلمون أن  
دفتر الأزمة ما زال في صفحاته الأولى ولكن صوت الأزمة مرتفع جداً  
والهدف الأول من هذه الندوة هو التعرف على هذه الأزمة بطريقة علمية  
مفصلة فنحن جميعاً نقرأ في الجرائد عنها ولكن نريد أن نبسط التعريف بهذه  
الأزمة بحيث يفهم الناس كل ما يتعلق بها.

الهدف الثاني كما تعلمون في ظل العولمة يصعب أو لا يتصور أن تحدث  
مشكلة في العالم دون أن يتأثر الاقتصاد بها فتعريف العولمة ببساطة هو تأثير  
الاقتصاديات المحلية بالاقتصاد الدولي بدرجة أكبر فنريد أن نعرف آثار  
الأزمة على الاقتصاد المصري والاقتصاديات العربية والإسلامية.

الهدف الثالث هو لب الموضوع تقديم رؤية إسلامية حول هذه الأزمة  
لذا أتيد على صلاحية الاقتصاد الإسلامي في الوقت المعاصر وأتذكر الأستاذ

(١) أستاذ المحاسبة كلية التجارة «بنين» جامعة الأزهر، مدير مركز صالح كامل للاقتصاد الإسلامي



## كلمة الأستاذ الدكتور/ سلطان أبو علي<sup>(\*)</sup>

بسم الله الرحمن الرحيم والصلاة والسلام على أشرف المرسلين أود في البداية أن أتقدم بالشكر العميق لمركز صالح كامل وإلى أخي وصديقي الأستاذ الدكتور/ محمد عبد الحليم عمر - على تفضله بدعوتي لهذه الندوة الهامة التي جاءت في موعدها.

نحن هنا جميعاً بأشخاصنا لدينا شيئاً من المعرفة ونود أن نتناول هذا الموضوع بالبحث وحرصاً على الوقت واستغلاله فأقترح على حضراتكم البرنامج التالي.

سألقي كلمة موجزة عن الموضوع ثم نتقل بعد ذلك إلى الحديث عن «أثر الأزمة على الاقتصاد المصري» للأستاذ ممدوح الولي، ثم نتقل بعد ذلك إلى الحديث عن «الأزمة والجهاز المصري» الأستاذة/ بسنت فهمي، و«الأزمة وسوق الأوراق المالية» الأستاذ/ عوض، ثم مسك الختام الأستاذ الدكتور/ محمد عبد الحليم عمر ثم سعادة السفير الماليزي ليعطينا وجهة نظره في هذه المشكلة وكيف تم حل الأزمة في دول شرق آسيا عام ١٩٩٧م ونحن نعلم أن معالجة هذه الأزمة في هذه المنطقة تمت بطريقتين متضادتين إحداهما تتبع العلاج الذي أقترحه صندوق النقد الدولي والأخرى إتباع منهج التدخل والتغيير ونجحوا في العبور من هذه الأزمة ثم بعد ذلك نفتح باب المناقشة والمداخلات للسادة الحضور فمن يريد أن يتحدث أرجو أن يرسل لي ورقة لاستغلال الوقت بأفضل طريقة ممكنة وحتى ننتهي في الموعد المحدد لهذه الندوة.

(\*) وزير الاقتصاد الأسبق.

هذه الأزمة لم تحدث عفو اللحظة ولا فجر اليوم فهي مسلسل مستمر في فترة لا تقل عن ستين ولكن قد يقال أين كنتم أيها الاقتصاديون فأقول لغير الاقتصاديين نحن كالأطباء عندما يأتي إليهم المريض للكشف عليه وتشخيص المرض فعندنا في الاقتصاد فترات تسمى فترات الإبطاء في التعرف على الأزمة أو المرض هل هي أزمة عارضة طارئة تأخذ وقتها فهي سحابة صيف سوف تزول وتنقش أم هي مرض موجود ويحتاج إلى علاج فهناك فترة إبطاء للتعرف على طبيعة الأزمة وبعد التعرف على طبيعة الأزمة فما هي أسبابها؟ وهذا يحتاج إلى وقت لمعرفة الأسباب وبعد الاستقرار على الأسباب نبدأ البحث عن العلاج لمعالجة هذه الأسباب.

وربما تؤدي الأزمة في فترات الإبطاء إلى وفاة المريض ويقع المحظور ولا يستطيع الاقتصادي معرفة وقت وقوع الأزمة والسبب المباشر لها. والسبب المباشر لهذه الأزمة كما تعلمون حضراتكم هو أزمة التمويل العقاري وهناك أسباب أخرى لهذه الأزمة سأقولها في رءوس أقلام.

وهناك جانب سنستبعده وهو أن هذه هي الرأسالية تحدث فيها أزمات ودورات مالية و فشل السوق في دورات الاقتصاد وكما فشل السوق فشلت الحكومات حيث تصدع الاتحاد السوفيتي السابق ومع ذلك يبحثون عن رينى الثالث وهذا ما سيتعرض له الدكتور/ محمد عبد الحليم عمر - وهو الذي يجمع بين المصلحة العامة والمصلحة الشخصية وبين اقتصاديات السوق والتدخل الحكومي ولكن التدخل الشديد والتقييد الشديد له ضراره فيجب أن يكون المزج وسيطاً معتدلاً.

ومن أسباب الأزمة أن المجتمع الأمريكي مجتمع استهلاكي وهذا يشير إلى المبادئ الإسلامية النهي عن التبذير قال تعالى ﴿وَلَا تُبْذِرْ تَبْذِيرًا﴾ (٣٦) إِنَّ الْمُبْدِرِينَ كَانُوا إِخْوَانَ الشَّيْطَانِ ﴿﴾ [الإسراء: ٢٦-٢٧] فالمجتمع الأمريكي مجتمع استهلاكي يعيش على القروض بفائدة وقد تضخمت تضخماً شديداً فالعجلة عندما تتوقف فإن من بيده الجمرة يحرق بها.

ومن أسباب الأزمة: تضخم الأصول المالية وهو ما يعرف بالمشتقات فالأوراق المالية مستندة إلى أوراق والأوراق إلى أوراق دون أن يكون هناك اقتصاد أو عيناً حقيقياً يستطيع أن يستوعب ويسدد هذه الأوراق وقد عرض علينا مشروعاً كبيراً لإنتاج القطط التي تأكل الفئران ثم تذبح هذه القطط ونأخذ فروها لإنتاج منتجات جلدية وفروية للنساء ثم نرمي لحم القطط للفئران فتكبر الفئران وتأكلها القطط وهكذا نجني الأرباح الهائلة وهذا كلام غير معقول فالمشتقات المالية كبرت جداً وتضخمت تضخماً شديداً أدي إلى المضاربات وكما تعلمون صناديق التحوط والصناديق السيادية وقد كانت أحد الأسباب ولا زالت لارتفاع أسعار الذهب والمعادن فقد كانت هناك أموال عربية تستثمر في السندات الحكومية الأمريكية وكانت تأخذ ٢٪، ٣٪ فأشار عليهم الوسطاء الماليون بعمل صناديق تحوط للحصول على ٩٪، ١٠٪ بالمضاربة على الذهب والمعادن والخوب وغيرها ومن الممكن أن تتضخم سنة أو اثنتين أو ثلاثة لكن إن آجلاً أو عاجلاً سوف تنهار.

فهذه المضاربات الضارة تؤدي إلى تضخم الأصول المالية تضخماً كبيراً وهو اقتصاد غير حقيقي أيضاً القروض الرديئة التي منحها البنوك الأمريكية فزادت المديونية والأصول المالية وهذا ما حدث أيضاً في

الثمانينات عندما زادت الأصول المالية والإيداعات والسيولة فلا بد من تشغيلها أو توظيفها فتم إقراضها ولم يتبع الأصول الائتمانية السليمة وأعطت قروضاً بلا ضمانات مما حدث عندنا فهناك قروض تسمى قروض النينجا وهي قروض ممنوحة لأشخاص ليس لديهم دخل وليس لهم وظائف وليس لديهم أصول وكذلك الرهن العقاري وهو موجود عندنا حيث يقولون إن تملك المنزل أحسن من الإيجار ولكن كيف ذلك وما هو ثمنه.

فالتحول العقاري في أمريكا زاد زيادة كبيرة فيقولون بدلاً من تأجير البيت اشتر هذا البيت ويقوم بعمل رهن عقاري فيأخذ الزيادة الرأسالية لتسديد القرض واستبدال المنزل بغيره فلما زاد العرض عجز الناس عن دفع القروض وفوائدها فحدثت الأزمة في الرهن العقاري وبعض الأحياء الآن في المجتمعات الأمريكية تكاد تكون مثل الأحياء المهجورة لاستيلاء أصحاب الرهن العقاري عليها ويريدون بيعها فلا يستطيعون بيعها إلا بالخسارة حوالي ٥٠٪ من الثمن أيضاً الفساد الأخلاقي وغيره من الأسباب أدت إلى الأزمة وقد كانوا يحاولون معالجتها ولكن الأزمة تحدث فجائياً.

### ما أثر الأزمة على الاقتصاد المصري؟

هناك أسباب مباشرة وغير مباشرة، المباشرة لأن الأزمة ستؤثر على الدول الخليجية ونحن لنا علاقات قوية بالدول الخليجية مالية واقتصادية وعمالية إلى آخره وبالتالي تنعكس الأزمة علينا بطريقة مباشرة.

ونريد دراسة أثر ذلك على الجهاز المصرفي وسوق رأس المال والتمويل العقاري والموازنة العامة للدولة وميزان المدفوعات والصادرات والواردات وعلى القطاعات العينية الزراعة والصناعة والتجارة والنقل والمواصلات

وهل سيكون للأزمة أثر على معدل البطالة ومعدل التضخم ومعدل النمو والاقتصاد القومي والاستثمار العيني والاستثمار الأجنبي المباشر وعلى المعونات... الخ.

هذا التقدير لهذه الآثار يحتاج إلى معرفة عمق الأزمة الحالية هل ستستمر فترة طويلة أم فترة قصيرة.

ومحافظ البنك المركزي الأمريكي السابق قال إن الأزمة تفوق الأزمة التي حدثت سنة ١٩٢٩ - ١٩٣٢ الكساد الكبير الذي ضرب العالم واستمر لأكثر من ثلاث سنوات.

ونحتاج إلى دراسة الآثار الكمية للأزمة الحالية فهل العلاجات التي وضعت ستنجح في علاج الأزمة أم لا؟ وهي تحتاج إلى ستة أشهر على الأقل لإزالة هذه الآثار وقد تستمر إلى سنتين أو أكثر.

ما العلاج؟ نحتاج إلى التعاون العربي في هذه الفترة لأننا كلنا متضررون فلا بد من وضع خطة للعمل الجماعي يعود بالنفع علينا جميعا.

كما نحتاج إلى مجهودات دولية بحيث يجنب العالم من ويلات الأزمة المالية حيث نبه البعض إلى أن ذلك قد يؤدي إلى الحرب العالمية الثالثة.





الموت



## الأزمة المالية العالمية: محاولة لفهم (٥)

الإستاذ الدكتور/ جازم الببلاوي (٥٥)

يقف العالم مشدوهاً أمام ما يطلق عليه «الأزمة المالية» العالمية، فأكبر اقتصاد في العالم (الولايات المتحدة الأمريكية) مهدد بالانزلاق إلى هاوية الكساد والإفلاس، ومن من؟

من أكبر وأعرق المؤسسات المالية الدولية في أمريكا وأوروبا، فكيف حدث ذلك؟ ولماذا هي «أزمة مالية» أكثر منها «أزمة اقتصادية»؟ فهي أزمة في القطاع المالي ولكنها تهدد بإغراق الاقتصاد بأكمله. فكيف ولماذا؟

كل هذه أسئلة تقلق القارئ العادي الذي يريد أن يفهم. وقد طلب مني الكثيرون أن أحاول أن أقدم تفسيراً مبسطاً يساعد القارئ غير المتخصص علي فهم ما يجري أمامه من أحداث تبدو غير واضحة.

ونظراً لأنني أعتقد أن أهم أسباب عدم الفهم ترجع عادة إلى غموض «البدهيّات» والمبادئ الأولية لعلم الاقتصاد، فلذلك لا أجد غضاضة في أن أبدأ بشرح هذه المبادئ الأولية.

تتطلب البداية أن نفهم أن هناك تفرقة أساسية بين ما يمكن أن نطلق عليه «الاقتصاد العيني أو الحقيقي» وبين «الاقتصاد المالي». فأما الاقتصاد العيني «وهو ما يتعلق بالأصول العينية Real Assets فهو يتناول كل الموارد الحقيقية التي تشبع الحاجات بطريق مباشر (السلع الاستهلاكية) أو بطريق غير مباشر (السلع الاستشارية).

(٥) منشورة بجريدة «المصرى اليوم» يوم السبت الموافق ٤ / ١٠ / ٢٠٠٨ م.

«فالأصول العينية» هي الأراضي وهي المصانع، وهي الطرق، ومحطات الكهرباء، وهي أيضاً القوى البشرية. وبعبارة أخرى هي مجموع السلع الاستهلاكية التي تشبع حاجات الإنسان مباشرة من مأكّل وملبس وترفيه ومواصلات وتعليم وخدمات صحية.

ولكنها أيضاً تتضمن الأصول التي تنتج هذه السلع (الاستثمارية) من مصانع وأراض زراعية ومراكز للبحوث والتطوير.. إلخ. وهكذا فالاقتصاد العيني أو الأصول العينية هو الثروة الحقيقية التي يتوقف عليها بقاء البشرية رتقدمها.

وإذا كان الاقتصاد العيني هو الأساس في حياة البشر وسبيل تقدمهم، فقد اكتشفت البشرية منذ وقت مبكر أن هذا الاقتصاد العيني وحده لا يكفي بل لابد أن يزود بأدوات مالية تسهل عمليات التبادل من ناحية، والعمل المشترك من أجل المستقبل من ناحية أخرى.

ومن هنا ظهرت الحاجة إلى «أدوات» أو «وسائل» تسهل التعامل في الثروة العينية. لعل أولى صور هذه الأدوات المالية هي ظهور فكرة «استئوف» علي الثروة العينية. فالأرض الزراعية هي جزء من الثروة العينية وهي التي تنتج المحاصيل الزراعية التي تشبع حاجة الإنسان من المأكّل والسكن وأحياناً الملابس.

ولكنك إذا أردت أن تتصرف في هذه الأرض فإنك لا تحمل الأرض بل إنك تبيعها أو تؤجرها للغير، وإنما كان لابد للبشرية أن تكتشف «حق الملكية» علي هذه الأرض. فهذا «الحق القانوني»

يعني أن يعترف الجميع بأنك (المالك) الوحيد صاحب الحق في استغلال هذه الأرض والتصرف فيها.

وهكذا بدأ ظهور مفهوم جديد اسمه «الأصول المالية» Financial assets، باعتبارها حقاً على الثروة العينية.

وأصبح التعامل يتم على «الأصول المالية» باعتبارها ممثلاً للأصول العينية. فالبائع ينقل إلى المشتري حق الملكية، والمشتري تنقل إليه الملكية العينية من المالك القديم بمجرد التعامل في سند الملكية. وأصبح التعامل الذي يتم على هذه الأصول المالية (سندات الملكية) كافياً لكي تنتقل ملكية الأصول العينية (الأرض) من مالك قديم إلى مالك جديد.

ولم يتوقف الأمر على ظهور أصول مالية بالملكية، بل اكتشفت البشرية أن التبادل عن طريق «المقايضة» ومبادلة سلعة عينية بسلعة عينية أخرى أمر معقد ومكلف، ومن ثم ظهرت فكرة «النقود» التي هي أصل مالي، بمعنى أنها بمثابة «حق» ليس على أصل بعينه (أرض معينة أو سلعة معينة) وإنما هي حق على الاقتصاد العيني كله. فمن يملك نقوداً يستطيع أن يبادلها بأي سلعة معروضة في الاقتصاد.

أي أن «النقود» أصبحت أصلاً مالياً يعطي صاحبه الحق في الحصول على ما يشاء من الاقتصاد، أي من السلع والخدمات المعروضة في الاقتصاد. والنقود في ذاتها ليست سلعة، فهي لا تشبع الحاجات، فهي لا تؤكل، ولا تشبع حاجة الملابس أو المسكن أو غير ذلك من متاع الحياة، فقط الاقتصاد العيني من سلع وخدمات يسمح بذلك.

ولكن النقود باعتبارها حقاً على الاقتصاد العيني تسمح بإشباع الحاجات الحقيقية بمبادلتها مع الأصول العينية (السلع)، أي أن «النقود» هي أصل مالي أو حق على الأصول العينية، فهي تمثل عن الاقتصاد العيني، ولكن وجودها والتعامل بها يساعد على سهولة التبادل والمعاملات في السلع العينية.

ولم يتوقف تطور «الأصول المالية» على ظهور حق الملكية أو ظهور النقود كحقوق مالية على موارد عينية محددة أو على الاقتصاد في مجموعه، بل اكتشفت البشرية أيضاً أن الكفاءة الاقتصادية تزداد كلما اتسع حجم المبادلات ولم يعد مقصوراً على عدد محدود من الأفراد أو القطاعات، فالقابلية للتداول Negotiability ترفع القيمة الاقتصادية للموارد. ومن هنا ظهرت أهمية أن تكون هذه الأصول قابلة للتداول.

وبشكل عام تأخذ هذه الأصول المالية عادة أحد شكلين، فهي إما تمثل حق الملكية على بعض الموارد (أرض زراعية أو مصانع أو غير ذلك) أو تأخذ شكل دائنية على مدين معين (فرد أو شركة). وقد تطورت أشكال الأصول المالية الممثلة للملكية (الأسهم) مع ظهور الشركات المساهمة، كما تطورت أشكال الأصول المالية الدائنة (أو المديونية) مع تطور الأوراق التجارية والسندات.

وهكذا جاء ظهور الأوراق المالية من أسهم وأوراق تجارية وسندات مما زاد من حجم الأصول المالية المتداولة والتي تمثل الثروة العينية للاقتصاد. وساعد وجود هذه الأصول المالية المتنوعة على انتشار وتوسع الشركات وتداول ملكيتها وقدرتها على الاستدامة.

ولكن الأمر لم يقتصر على ظهور هذه الأصول المالية الجديدة (أسهم وسندات وأوراق تجارية) بل ساعد على انتشار تداولها ظهور مؤسسات مالية قوية تصدر هذه الأصول باسمها وحيث تتمتع بثقة الجمهور مما أدى إلى زيادة تداول هذه الأسهم والسندات بين الجمهور.

فمن ناحية ظهرت البورصات التي تتداول فيها هذه الأصول المالية مما أعطى المتعاملين درجة من «الثقة» في سلامة هذه الأصول المالية، ومن ناحية أخرى فإن المؤسسات المالية الوسيطة (البنوك بوجه خاص) حين تمول الأفراد فإنها تحل، في الواقع، مديونية هذه البنوك التي تتمتع بثقة كبيرة لدى الجمهور محل مديونية عملائها. فالعميل يتقدم للبنك للحصول على تسهيل أو قرض، ومديونية هذا العميل للبنك تستند إلى ملاءة هذا العميل والثقة فيه، ولكن ما إن يحصل العميل على تسهيل البنك فإنه يتصرف في هذا التسهيل كما لو كان نقوداً لأن البنوك تتمتع بثقة عامة في الاقتصاد. وهكذا فإن البنوك تحول المديونيات الخاصة للعملاء إلى مديونيات عامة تتمتع بثقة كبيرة لدى الجمهور فيقبل عليها المتعاملون لأنهم يثقون في هذه البنوك.

وهكذا لعب القطاع المصرفي - والقطاع المالي بصفة عامة - دوراً هاماً في زيادة حجم الأصول المالية المتداولة وزيادة الثقة فيها. ومن هنا بدأت بوادر أو بذور الأزمات المالية وهي بدء انقطاع الصلة بين الاقتصاد المالي والاقتصاد العيني. فالتوسع المالي بإصدار أنواع متعددة من الأصول المالية المتنوعة بشكل مستقل عن الاقتصاد العيني وأصبحت للأسواق المالية حياتها الخاصة بعيداً عما يحدث في الاقتصاد العيني.

ومن هنا تظهر حقيقة الأزمة المعاصرة باعتبارها أزمة «مالية» بالدرجة

الأولى نجمت عن التوسع الكبير في الأصول المالية على نحو مستقل - إلى حد كبير - عما يحدث في «الاقتصاد العيني»، كيف؟ يرجع ذلك إلى المؤسسات المالية التي أسرفت في إصدار الأصول المالية بأكثر من حاجة الاقتصاد العيني، ومع هذا التوسع الكبير في إصدار الأصول المالية، زاد عدد المدنين، وزاد بالتالي حجم المخاطر إذا عجز أحدهم عن السداد، وهناك ثلاثة عناصر متكاملة يمكن الإشارة إليها وتفسر هذا التوسع المجنون في إصدار الأصول المالية.

أما العنصر الأول فهو زيادة أحجام المديونية أو ما يطلق عليه اسم الرافعة المالية Leverage، فما هو المقصود بذلك؟ أشرنا إلى أن هناك نوعين من الأصول المالية، أصول تمثل الملكية وأصول تمثل مديونية، أما الأصول التي تمثل الملكية فهي أساساً ملكية الموارد العينية من أراضٍ ومصانع وشركات، وهي تأخذ عادة شكل أسهم، وبالنسبة لهذا الشكل من الأصول المالية فهناك - عادة - حدود لما يمكن إصداره من أصول للملكية، حقاً أنه يمكن المبالغة بإصدار أسهم بقيم مالية مبالغ فيها عن القيمة الحقيقية للأصول التي تمثلها، ولكن يظل الأمر محدوداً، لأنه يرتبط بوجود هذه الأصول العينية، أما بالنسبة للشكل الآخر للأصول المالية وهو المديونية، كما لا توجد حدود على التوسع فيها، وقد بالغت المؤسسات المالية في ذلك في هذه الأصول للمديونية، وكانت التجارب السابقة قد فرضت ضرورة وضع حدود على التوسع في الاقتراض، ومن هنا فقد استقرت المبادئ السليمة للمحاسبة المالية على ربط حدود التوسع في الاقتراض بحد أدنى من الأصول المملوكة، فالمدين يجب أن يمتلك حداً أدنى من الأصول المملوكة - من يدين، وأن يتوقف حجم استدانته على حجم ملكيته للأصول

العينية، ولذلك حددت اتفاقية بازل للرقابة على البنوك حدود التوسع في الإقراض للبنوك بألا تتجاوز نسبة من رأس المال المملوك لهذه البنوك، فالبنك لا يستطيع أن يقرض أكثر من نسبة محددة لما يملكه من رأس مال واحتياطي وهو ما يعرف بالرافعة المالية.

ورغم أن البنوك المركزية تراقب البنوك التجارية في ضرورة احترام هذه النسب، فإن ما يعرف باسم بنوك الاستثمار في الولايات المتحدة لا يخضع لرقابة البنك المركزي، ومن هنا توسعت بعض هذه البنوك في الإقراض لأكثر من ستين ضعف حجم رؤوس أموالها كما في حالة UBS، ويقال إن الوضع بالنسبة لبنك Lyman كان أكبر، وهذه الزيادة الكبيرة في الاقتراض تعني مزيداً من المخاطر إذا تعرض بعض المدينين لمشكلة في السداد كما حدث بالنسبة للأزمة العقارية، كما سنشير.

ولكن لماذا تتوسع المؤسسات المالية في الإقراض والاقتراض؟ لسبب بسيط، الجشع greed، فمزيد من الإقراض والاقتراض يعني مزيداً من الأرباح، أما المخاطر الناجمة عن هذا التوسع في الإقراض فهي لا تهم مجالس الإدارة في معظم هذه البنوك، والتي تهتم فقط بالأرباح قصيرة الأجل، حيث يتوقف عليها حجم مكافآت الإدارة، ومن هنا ظهرت أرباح مبالغ فيها ومكافآت مالية سخية لرؤساء البنوك، وهكذا أدى الاهتمام بالربح في المدة القصيرة إلى تعريض النظام المالي للمخاطر في المدة الطويلة.

ولكن التوسع في الإقراض لا يرجع فقط إلى تجاهل اعتبارات الحدود للرافعة المالية لكل مؤسسة، بل إن النظام المالي في الدول الصناعية قد اكتشف وسيلة جديدة لزيادة حجم الإقراض عن طريق اختراع جديد اسمه

المشتقات المالية financial derivatives، وهو اختراع يمكن عن طريقه توليد موجات متتالية من الأصول المالية بناء علي أصل واحد كما سيتضح من المثال الذي سوف نعرضه عن تركيز الإقراض على قطاع أو قطاعات محدودة، فماذا حدث في هذا المجال، وهو المرتبط بما يعرف بأزمة الديون العقارية؟

ولدت الأزمة الأخيرة نتيجة ما أطلق عليه أزمة الرهون العقارية، فالعقارات في أمريكا هي أكبر مصدر للإقراض والاقتراض، فالحلم الأمريكي لكل مواطن هو أن يملك بيته، ولذلك فهو يشتري عقاره بالدين من البنك مقابل رهن هذا العقار، والأزمة بدأت فيما عرف بالرهون العقارية الأقل جودة subprime، فماذا حدث؟

يشتري المواطن بيته بالدين مقابل رهن هذا العقار، ثم ترتفع قيمة العقار، فيحاول صاحب العقار الحصول علي قرض جديد نتيجة ارتفاع سعر العقار، وذلك مقابل رهن جديد من الدرجة الثانية، ومن هنا التسمية بأنها الرهون الأقل جودة، لأنها رهونات من الدرجة الثانية، وبالتالي فإنها معرضة أكثر للمخاطر إذا انخفضت قيمة العقارات، ولكن البنوك لم تكتف بالتوسع في هذه القروض الأقل جودة، بل استخدمت «المشتقات المالية» لتوليد مزيد جديد للتمويل، وبالتالي للتوسع في الإقراض.. كيف؟

عندما يتجمع لدي البنك محفظة كبيرة من الرهونات العقارية، فإنه يلجأ إلى استخدام هذه «المحفظة من الرهونات العقارية» لإصدار أوراق مالية جديدة يقترض بها من المؤسسات المالية الأخرى بضمن هذه المحفظة، لتوليد المزيد من التمويل، فإذ كان البنك لم يكتف بالإقراض

الأولى بضمها هذه العقارات، بل أصدر موجة ثانية من الأصول المالية بضمها هذه الرهون العقارية فالبنك يقدم محفظته من الرهونات العقارية كضمان للاقتراض الجديد من السوق عن طريق إصدار سندات أو أوراق مالية مضمونة بالمحفظات العقارية، وهكذا فإن العقار الواحد يعطي مالكة الحق في الاقتراض من البنك، ولكن البنك يعيد استخدام نفس العقار ضمن محفظة أكبر، للاقتراض بموجبها من جديد من المؤسسات المالية الأخرى، وهذه هي المشتقات المالية، وتستمر العملية في موجة بعد موجة، بحيث يولد العقار طبقات متتابة من الإقراض بأسماء المؤسسات المالية واحدة بعد الأخرى، هكذا أدي تركيز الإقراض في قطاع واحد «العقارات» على زيادة المخاطر، وساعدت الأدوات المالية الجديدة «المشتقات» على تفاقم هذا الخطر بزيادة أحجام الإقراض موجة تلو الموجة.

ويأتي العنصر الثالث والأخير وهو نقص أو انعدام الرقابة أو الإشراف الكافي على المؤسسات المالية الوسيطة. حقاً تخضع البنوك التجارية في معظم الدول لرقابة دقيقة من البنوك المركزية، ولكن هذه الرقابة تضعف أو حتى تنعدم بالنسبة لمؤسسات مالية أخرى مثل بنوك الاستثمار وسماسرة الرهون العقارية أو الرقابة على المنتجات المالية الجديدة مثل المشتقات المالية أو الرقابة على الهيئات المالية التي تصدر شهادات الجدارة الائتمانية، وبالتالي تشجع المستثمرين على الإقبال على الأوراق المالية.

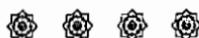
وقد تكاثفت هذه العناصر على خلق هذه الأزمة المالية، ولم يقتصر أثرها على التأثير على القطاع المالي بزيادة حجم المخاطر نتيجة للتوسع المحموم في الأصول المالية، بل إنه هدد أحد أهم عناصر هذا القطاع وهو «الثقة»، فرغم أن العناصر الثلاثة المشار إليها - زيادة الاقتراض، وتركيز

المخاطر، ونقص الرقابة والإشراف - كافية لإحداث أزمة عميقة، فإن الأمور تصبح أكثر خطورة إذا فقدت الثقة أو ضعفت في النظام المالي الذي يقوم على ثقة الأفراد، ويزداد الأمر تعقيداً نتيجة للتداخل بين المؤسسات المالية في مختلف الدول، فجميع المؤسسات المالية - وبلا استثناء - تتعامل مع بعضها البعض، وأي مشكلة عويصة تصيب إحدي هذه المؤسسات، لا بد أن تنعكس بشكل مضاعف على بقية النظام المالي العالمي «العولمة».

وهكذا نجد أن الأزمة المالية الحالية هي نتيجة للتوسع غير المنضبط في القطاع المالي في الولايات المتحدة ومن ورائه في بقية دول العالم المتقدم، والسؤال: هل يمكن التجاوز عن هذا الاقتصاد المالي بأدواته المتعددة ومؤسساته الكثيرة؟ للأسف لا يمكن.

الأصول المالية أصبحت مثل الدورة الدموية في الجسم، فلا يكفي أن يكون في جسم الإنسان أعضاء رئيسية مثل القلب والمخ والريتين، بل لابد من دورة دموية تنقل الغذاء وتطلق الحركة في جسم الإنسان، وهكذا أصبح الاقتصاد لا يكفي بالمصانع والأراضي الزراعية، بل إن ما يحركها هو أصول مالية مثل الأسهم والسندات والنقود، وهناك الادخار والاستثمار الذي يساهم من خلال أدوات مالية، ولذلك فإن علاج الأزمة المالية ضروري ولا يمكن تجاهله.

والله أعلم



## الأزمة المالية العالمية وآثارها على الاقتصاد المصري

الإستاذ/ محمود الولي (✽)

رغم إقرار الكونجرس الأمريكي بمجلسيه النواب والشيوخ لخطه الإنقاذ البالغ قيمتها ٧٠٠ مليار دولار . والتي تستمر لمدة عامين قابلة للزيادة . إلا أن تلك الخطه التي يبدأ تنفيذها بعد ستة أسابيع من إقرار مجلس النواب لها في الثالث من اكتوبر ٢٠٠٨م. أى بعد الانتخابات الرئاسية الأمريكية التي تجرى في الرابع من نوفمبر. لم تؤد مباشرة الى تهدئة البورصة الأمريكية وكذلك البورصات الأوربية والآسيوية في الأيام التالية لإقرارها. مما دعا البنوك المركزية في عدد من الدول بخفض منسق لسعر الفائدة في الثامن من أكتوبر. وبما يشير الى ان خطه الإنقاذ وحدها غير كافية لإخراج الاقتصاد الأمريكي من كبوته التي تشمل قطاع المنازل وقطاع البنوك والمؤسسات المالية وارتفاع نسبة البطالة. حتى أنه فقد ٧٥٠ ألف وظيفة خلال الشهور التسعة الأولى من عام ٢٠٠٨م. إلى جانب أن السوق الأمريكية قد شهدت مبادرات على عدة جبهات طوال تاريخ الأزمة المالية شملت خفض سعر الفائدة عدة مرات . وإعادة مليارات من الدولارات لدفعى الضريبة لإنعاش السوق. وإقرار خطه لتسهيل سداد المقترضين المتعثرين لقروض المساكن . إلا ان كل تلك المبادرات لم تحل المشكلة أو حتى تخفف من حدتها على النحو المقصود .

ولأن حجم ضرر أزمة الرهون العقارية عالية المخاطر كبير حتى قدرته

إحدى المؤسسات البحثية بنحو ٢,٥ تريليون دولار. فإن الأمر يحتاج الى وقت كى تؤتى خطة الإنقاذ الأخيرة ثمارها كما أعلن الرئيس بوش نفسه . الى جانب ما ذكره وزير الخزانة الأمريكى «بولسون» صاحب خطة الإنقاذ من تعقد المشكلة حيث تواجه البنوك الأمريكية تحديات متنوعة تتمثل فى حيازة سندات من رهون عقارية غير سائلة. وامتلاكها لقروض غير قابلة للتسييل . وحاجتها للحصول على تمويل لدعم رءوس أموالها . ومعاناة تلك البنوك أيضا من أزمة ثقة تسببت فى تراجع عمليات الإقراض ما بين البنوك بما يصعب عليها تدبير السيولة اللازمة عند الحاجة. حتى إن الوزير نفسه قد حذر من إمكانية انهيار بنوك رغم إقرار خطة الإنقاذ الأخيرة.

### بداية الأزمة:

ولأن مشكلة الرهن العقارى هى العامل الأساسى للتباطؤ الذى لحق بالاقتصاد الأمريكى. فإن بدايات المسألة تعود الى أواخر عهد الرئيس كليتون وبداية عهد الرئيس بوش قبل ثمانى سنوات . عندما كانت دورة نمو الاقتصاد الأمريكى الطويلة قد شارفت على الانتهاء وبدء دخول الاقتصاد فى دورة من الركود. ولتلافى ذلك بدأ البنك المركزى الأمريكى فى اتخاذ سلسلة من خفض الفائدة كطريقه للانعاش لتشجيع رجال الأعمال على الاستثمار الرأسمالى. لكن الشركات الأمريكية الكبيرة كانت تتقل بوحدياتها الإنتاجية إلى شرق آسيا والمكسيك حيث العمالة الأرخص. ومن هنا كان الحل لتفادى الانكماش هو انعاش الاستهلاك وتيسير الائتمان.

وتوافق ذلك مع برنامج الرئيس بوش حول مجتمع التملك الذى يشجع على امتلاك الأمريكيين منازل وأسهم وأعمال تجارية. حيث ذكرهم بوش أن امتلاك الفرد منزلا هو جزء من التراث الأمريكى. فتم بناء منازل

في كل مكان تصل إليه كهرباء أو طريق مرصوف ومياه وتليفون أو يمكن أن تصل إليه. إلى جانب قيامه بخفض كبير في الضرائب. فتوسعت البنوك في الإقراض لبناء منازل.

وتدخلت عقلية الامتلاك الفردي الرأسمالي لتضفي على المسألة أبعاداً أخرى. حيث تقوم العائلات برهن جزء من المنزل لشراء سيارة أو للاقتراض لدفع المصروفات الجامعية للأبناء. ليصبح امتلاك المنزل جزءاً من عملية رأسمالية معقدة.

ومع التوسع في البناء زاد العرض عن الطلب وارتفعت ديون بائعي المنازل الذين اقترضوا من البنوك للاستثمار. كما زادت ديون المشترين للمنازل لأن معدلات دخولهم لم ترتفع بنفس ارتفاع معدلات الفوائد خاصة مع ارتفاع معدلات إنفاقهم على الضروريات والكماليات. وكانت جهات منح القروض العقارية قد حولت تلك القروض إلى سندات. لتقوم صناديق استثمار ومؤسسات مالية محلية في دول أخرى بشراء تلك السندات المستندة إلى رهون عقارية عالية المخاطر. كما تم أيضاً بيع مشتقات هذه السندات العقارية.

وكانت النتيجة أن بدأت ملامح مشكلة عجز المشترين للعقارات عن السداد تظهر آثارها منذ منتصف عام ٢٠٠٦م. ثم بدأت الأزمة تظهر بشكل واضح في مارس من عام ٢٠٠٧م. كما ظهرت بقوة في أغسطس ٢٠٠٧م حين أعلنت مؤسسة نيو ستشرى فايننشال الأمريكية المتخصصة في قروض الرهن العقاري على المخاطر إفلاسها الأمر الذي أظهر مدى حدة نقص السيولة لدى المؤسسات المالية. ليتضح تضرر بعض شركات الإقراض العقاري بإعلان إفلاس بعض البنوك التي تعمل في الإقراض لشراء المنازل.

وكذلك انسحاب بنوك كبيرة من سوق الإقراض العقاري وتضررت شركة كانترى وايد فاينشال والتي تعد أكبر شركة إقراض عقارى أمريكية. مما دفع البنوك المركزية فى عدة بلدان لضخ أموال بالأسواق لتخفيف حدة مشكلة نقص الائتمان.

ثم تضررت ثلاث صناديق استثمار تابعة لبنك بى إن بى باريا فى فرنسا من جراء تلك القروض. وبدأت الآثار السلبية تتلاحق سواء لدى شركات الإقراض العقارى أو لدى البنوك الأمريكية أو البنوك العالمية فى دول أخرى. وكذلك تضررت البنوك الأوربية التى لها أنشطة بالولايات المتحدة نتيجة نشاطها داخل أمريكا. ولحقت الخسائر بمجموعة سبتي جروب حيث فقد سهم البنك نصف قيمته عام ٢٠٠٧م واضطر إلى خفض توزيعاته مع استقالة رئيسه. ونفس الأمر حدث لمؤسسة ميريل لينش الأمريكية التى شطبت أصول بأكثر من ١٤ مليار دولار وبلغت خسائرها بسبب قروض الرهن العقارى حينذاك ٢٣ مليار دولار.

ولحقت الخسائر بينك (أى كيه بى) الألمانية إلى جانب بنك (فيست إل بى) الألمانية أيضاً. وفى بريطانيا تعثر بنك (نورذرن روك) والذى كان يعد خامس بنك إقراض عقارى بريطانى. وكان المتضرر الأكبر بين المصارف بنك (يو بى أس) السويسرى الذى أعلن عن شطب أكثر من ١٨ مليار دولار. بسبب قروض الرهن العقارى كما اضطر إلى خفض عدد موظفيه وتقليص استثماراته بالمجالات مرتفعة المخاطر.

ورغم الإعلان فى بداية الأزمة عن أن حجم تضرر المصارف الدولية نتيجة الأزمة يصل إلى مائة مليار دولار. إلا أن كثيرين كانوا يرون أن الحجم الحقيقى للضرر غير معروف ولن يتحدد إلا بعد إعلان المؤسسات المالية

نتائجها السنوية لعام ٢٠٠٧م. والتي لم تظهر قبل نهاية شهر فبراير ٢٠٠٨م. وهو ما حدث بالفعل حيث زاد حجم الخسائر نتيجة الأزمة خلال عامي ٢٠٠٧م و٢٠٠٨م حتى قدرها صندوق النقد الدولي بنحو ١,٣ تريليون دولار في الربع الثالث من ٢٠٠٨م ثم عاد ليرفعها إلى ١,٤ تريليون دولار في الثلث الأول من أكتوبر ٢٠٠٨م.

- وكان الأثر الأخطر لأزمة قروض الرهن العقاري عالية المخاطر في بدايتها هو تشدد البنوك في معايير الإقراض. حيث أدت خسائر البنوك في سوق العقار إلى قلة السيولة لديها مما جعلها أقل قدرة على تقديم القروض. وبدأ الدخول في حلقة مفرغه فمع تشدد البنوك في معايير الإقراض أصبح الحصول على الائتمان صعباً مما أضر بالاقتصاد. وفي ظل تباطؤ نمو الاقتصاد تتجه المصارف إلى تشديد معايير منح الائتمان بصورة أكبر. ومن هنا تراجعت القروض فيما بين البنوك إما لقلة الثقة أو لقلة السيولة. ونفس النتيجة بانخفاض قروض الشركات التي لا تتمتع بملاءة عالية. حيث أصبح كلا من المصارف والمستثمرين أقل ميلاً إلى تحمل المخاطر. مما دفع البنوك المركزية في الولايات المتحدة وكندا وإنجلترا وسويسرا للاتفاق فيما بينها على تقديم قروض للبنوك لتشجيعها على زيادة القروض.

فانخفاض حجم الائتمان المتاح بالسوق الأمريكية يجعل المستهلك الأمريكي يواجه مشاكل. تدفعه للحد من إنفاقه ومن تلك المشاكل زيادة أسعار الوقود وتآكل ثقة المستهلكين وانخفاض أسعار المنازل وانخفاض معدلات إيجاد الوظائف الجديدة. وهو أمر يحدث في اقتصاد يعتمد على إنفاق المستهلكين في أكثر من ثلثي معدل نموه.

والنتيجة تراجع معدل النمو المتوقع للاقتصاد الأمريكي خلال عام ٢٠٠٨م حسب صندوق النقد الدولي إلى ١,٥٪ مقابل ٢,٢٪ عام ٢٠٠٧م. ثم خفض الصندوق توقعه لنسبة نمو الاقتصاد الأمريكي إلى ١٪ في أبريل ٢٠٠٨م ثم عاد ليخفضها إلى (٠,٥٪) نصف بالمائة في يوليو ٢٠٠٨م أي قبل سقوط بنك (ليمان برازرز) في منتصف سبتمبر ٢٠٠٨م. ثم عاد في تقريره نصف السنوى الصادر أوائل أكتوبر ٢٠٠٨م إلى جعل نسبة النمو المتوقعة واحد بالألف فقط. وتوالى سقوط بنوك ومؤسسات أخرى. ومن هنا فإن حالة التباطؤ بالاقتصاد الأمريكي الذى اعترف به الرئيس بوش قد امتدت آثاره إلى الدول الأخرى بحكم ترابط الاقتصادات الدولية.

وكلما زادت حدة التباطؤ الأمريكى كلما زادت الآثار السلبية في الدول الأخرى. سواء في البورصات أو بالموازنات أو بالصادرات السلعية والخدمات أو بالاستثمارات المباشرة والتحويلات المالية. وكذلك بعوائد الأموال المستثمرة بالولايات خاصة مع الخفض المتكرر للفائدة الأمريكية من ٥,٢٥٪ إلى ٢٪ خلال شهور قليلة. ثم خفضها في الثامن من أكتوبر إلى ١,٥٪.

- وكلما ظن الخبراء أن الأزمة المالية العالمية قد أوشكت على الانتهاء تظهر حالات صارخة جديدة بسبب تعثر مؤسسات مالية نتيجة قروض الرهن العقاري على المخاطر. وخروج شركات عقارية أمريكية من السوق. تبعد أن اقتصرت الأمر على شطب أصول ضخمة لعدد من البنوك. فقد تحول الأمر إلى سقوط بنوك حتى خرج من الساحة المصرفية ست بنوك خلال الشهر الثمانية الأولى من عام ٢٠٠٨م كان أبرزها بنك (بير ستيرنز) في مارس الذى اشتراه (جى بى مورجان).

ثم كان تدخل الخزانة الأمريكية بدفع ٢٠٠ مليار دولار لشركتي التمويل العقاري الضخمتين (فاني ماى وفريدى ماك). إلى جانب ١٤٤ مليار دولار لشراء سندات رهن إضافية للشركتين. ليسقط بعدها بنك (ليمان برازرز) في منتصف سبتمبر وتندمج مؤسسة ميرى لينش في بنك (أوف أمريكا). ويتدخل الاحتياط الفيدرالى بتقديم قرض قيمته ٨٥ مليار دولار لشركة التأمين العملاقة أمريكان انترناشيونال جروب. وتحول بنكى جولدمان ساكس ومورجان استانلى إلى شركتين قابضتين مما يجعلهما يخضعان لرقابة بنك الاحتياط الفيدرالى.

وصاحب ذلك قيام الخزانة الأمريكية بتقديم قروض للبنوك وتقديم أموال لمساعدة الإدارة الفيدرالية للإسكان على إعادة تمويل الرهونات والقروض المعدومة. وضخ أموال في صناديق الاستثمار وشراء الخزانة لسندات الرهن. وحث الحكومة الأمريكية البنوك المركزية الأوروبية والآسيوية على ضخ سيولة بالأسواق كلما اشتدت الأزمة. ثم كانت خطة الإنقاذ الأمريكية البالغ قيمتها ٧٠٠ مليار دولار لشراء الديون المتعثرة من المؤسسات المالية.

وتضمنت خطة الإنقاذ مساهمة الحكومة في رءوس أموال شركات متعثرة. ورفع سقف ضمان الودائع المصرفية من مائة ألف دولار إلى ٢٥٠ ألف دولار. وتحديد التعويضات لرؤساء البنوك المتعثرة عند تركهم العمل بها وتحديد مكافآتهم بما لا يتجاوز نصف مليون دولار. وتكليف مجلس مراقبة تنفيذ الخطة يضم رئيس مجلس الاحتياط الفيدرالى ووزير الخزانة ورئيس لجنة البورصة. كما تضمنت الخطة حوافز ضريبة قيمتها ١٥٠ مليار دولار تتجه للشركات الصغيرة ولقطاع الطاقة للمساعدة في توفير بدائل

للطاقة. إلى جانب مساعدة أصحاب المنازل المقترضين الذين عجزوا عن سداد قروضهم. وتم من خلال الخطة تكليف وزير الخزانة الأمريكي بالتنسيق مع السلطات والمصارف المركزية لدول أخرى لوضع خطط مماثلة.

وأخذت فرنسا المبادرة بالدعوة إلى عقد اجتماع لقادة الدول الكبرى قبل نهاية عام ٢٠٠٨م لبحث الأزمة المالية سبقتة بالدعوة لعقد اجتماع لقادة الدول الأربعة الكبيرة بالاتحاد الأوربي ألمانيا وبريطانيا وإيطاليا وفرنسا إلى جانب محافظ البنك المركزي الأوربي ورئيس المفوضية الأوربية ورئيس مجلس وزراء المالية لدول اليورو. وهو الاجتماع الذي أسفر عن طرح مقترحات تشريعية تخصص تأمين الودائع بدول الاتحاد الأوربي والحث على إقامة مجمعات إشرافية عبر الحدود بشكل فوري والدعوة لعقد اجتماع لزعماء مجموعة الدول الثمانية.

وجاء ذلك في إطار دعوة المفوضية الأوربية إلى زيادة رءوس أموال البنوك وإجبار البنوك على تخصيص أموال لمواجهة تقلبات السوق. وإصلاح مؤسسات التصنيف الائتماني وتحسين الرقابة على البنوك وشركات التأمين. راحل من عمليات البيع على المكشوف وإعادة النظر في مكافآت مديري البنوك.

وهي مطالب تحولت إلى واقع عملي في ظل مواجهة عدد من البنوك الأوربية مشاكل حادة في النصف الثاني من سبتمبر الماضي ومنها بنك برادفورد اند بينجلى في بريطانيا. وبنك (بى بى سى ان) البريطانى واستحواذ بنك لويديز على بنك (اتش بى أو اس). وكذلك تدخل فرنسا وهولندا لانقاذ

بنك فورتس وظهور مشكلة بنك هايويريال استيت في ألمانيا. وتدخل حكومة ايسلندا لمساندة بنوك كبيرة بها.

ورغم ذلك يتوقع الخبراء أن تبقى تداعيات الأزمة قائمة إلى ما بين ست إلى تسع أشهر كاملة. حيث أشار التقرير النصف سنوي الصادر عن صندوق النقد الدولي في أكتوبر ٢٠٠٨م أن العالم يقف على حافة كساد اقتصادي بسبب الأزمة المالية والتي من المستبعد أن تنتهي قبل ٢٠١٠م. وارتبط ذلك بانخفاض الثقة في المؤسسات المالية حيث انتشر لفترة السؤال عن المؤسسة التالية في طابور التعثر؟. خاصة وأن جذور الأزمة عميقة ويحتاج علاجها إلى بعض الوقت وإلى اتخاذ عدة إجراءات إلى جانب خطة الانقاذ الأمريكية.

#### عوامل الهيمنة الاقتصادية الأمريكية

ويظل السؤال المألوف يعطى للاقتصاد الأمريكي هذه القوة للتأثير في اقتصادات الدول الأخرى؟ وكيف تتسبب مشكلة أمريكية المنشأ في كل تلك الأضرار لاقتصاديات الدول المختلفة؟. والواقع أن الاقتصاد الأمريكي مازال يمتلك الكثير من عوامل التأثير في الاقتصاد الدولي. فحجم الناتج الأمريكي قد بلغ ١٣,٨ تريليون دولار خلال عام ٢٠٠٧م وهو ما يمثل نسبة ٢٥,٤٪ من الناتج العالمي وقتها. كما بلغت قيمة الواردات السلعية الأمريكية خلال نفس العام ١,٩٦٥ تريليون دولار وهو أكبر حجم للواردات عالمياً مما جعل نصيبه النسبي يبلغ ١٤,٢٪ من الواردات السلعية العالمية. كما بلغت قيمة الواردات الخدمية الأمريكية ٣٧٢ مليار دولار عام ٢٠٠٧م وهو ما يمثل نسبة ١١٪ من الواردات الخدمية الدولية.

ونفس الأمر تكرر عام ٢٠٠٦م حين بلغ الناتج المحلي الإجمالي

الأمريكي أكثر من ١٣ تريليون دولار تمثل أكثر من ٢٧٪ من مجمل الناتج العالمي البالغ أكثر من ٤٨ تريليون دولار. كما استحوذ الاقتصاد الأمريكي بنفس العام على أكثر من ١٢٪ من التجارة السلعية الدولية ونسبة ١٣٪ من التجارة الخدمية الدولية.

وخلال عام ٢٠٠٦م ضخ ميزان المدفوعات الأمريكي حوالى ٤ تريليون دولار في صورة مدفوعات إلى دول العالم. تمثل قيمة الواردات السلعية الأمريكية وكذلك الواردات الخدمية ومدفوعات عوائد الاستثمارات الأجنبية الموجودة بالولايات المتحدة. والتحويلات من الممولين الأجانب العاملين بها إلى أسرهم في بلدان عديدة. وكذلك قيمة الاستثمارات الأمريكية التي اتجهت إلى البلدان الأخرى سواء كانت مباشرة أو في صورة محافظ أوراق مالية. إلى جانب القروض التي تقدمها أمريكا للحكومات والبنوك والشركات بالدول المختلفة أو الودائع الأمريكية في دول أخرى.

ولقد بلغت قيمة الواردات السلعية الأمريكية عام ٢٠٠٦م نحو واحد تريليون و ٨٦٠ مليار دولار وهو ما يمثل حوالى ١٦٪ من إجمالي الواردات السلعية الدولية. وتمثل تلك الواردات الرافعة التي تدير عجلة الصادرات في العديد من البلدان. وعلى رأسها الصين واليابان وكوريا الجنوبية وغيرها. حيث حقق الميزان التجارى الصينى فائضاً بلغ ٢٣٣ مليار دولار حسب الأرقام الصينية في تجارتها السلعية مع الولايات المتحدة في ذلك العام من إجمالي صادرات سلعية صينية لكل دول العالم بلغت ٩٧٠ مليار دولار.

كما شك الاقتصاد الأمريكى ٦٢٩ مليار دولار في صورة عوائد

للاستثمارات الأجنبية الموجودة بها سواء المباشرة أو غير المباشرة. وكذلك فوائد الودائع الأجنبية وعوائد مشتريات الأجانب من أذون وسندات الخزانة الأمريكية. كما ضخ الاقتصاد الأمريكى بنفس العام ٥٢٢ مليار دولار في صورة ائتمان تجارى وقروض للحكومات وبنوك وشركات في دول عديدة. أيضاً ضخ ٣٤٢ مليار دولار في صورة واردات خدمات تشمل مجالات السياحة والنقل بأنواعه والتأمين والبنوك والتشييد والاتصالات والخدمات الثقافية والتعليمية.

وتضمنت المدفوعات الأمريكية بنفس العام أيضاً ضخ ٢٧٨ مليار دولار في صورة محافظ أوراق مالية في العديد من البورصات الدولية والناشئة. إلى جانب ضخ ٢٤٩ مليار دولار في صورة استثمارات مباشرة واستحوادات على شركات في دول عديدة. كذلك خروج تحويلات مالية من الولايات المتحدة بنفس العام بلغت ١٠٤ مليار دولار أرسلها العاملون الأجانب بالولايات المتحدة إلى أسرهم في مختلف بلدان العالم بما يرفع من المستوى المعيشى لتلك الأسر.

- وقد يرى البعض أن دول العالم في تعاملاتها الخارجية تضخ المليارات هي الأخرى. إلا أن ضخامة المدفوعات الأمريكية تجعل تأثيرها أكثر من غيرها. فإذا كان إجمالى المدفوعات الأمريكية قد بلغت ٤ تريليون دولار فإن هذا الرقم يكاد يصل إلى ضعف المدفوعات الخارجية لميزان المدفوعات البريطانى الذي احتل المركز الثانى من حيث القيمة عالمياً عام ٢٠٠٦م. ونفس التفوق لقيمة الواردات السلعية الأمريكية التى تخطت الضعف بالنسبة للواردات الألمانية التى جاءت بالمركز الثانى دولياً بقيمة ٩١٠ مليار دولار عام ٢٠٠٦م.

كذلك احتلت الولايات المتحدة المركز الأول عالمياً في عوائد الاستثمارات التي دفعتها للمستثمرين بدول العالم. وبفارق كبير عما دفعته بريطانيا التي جاءت بالمركز الثاني. أيضاً احتلت أمريكا المركز الأول عالمياً في الواردات الخدمية بنسبة ١٢٪ من العالم مقابل نسبة ٨٪ لألمانيا التي احتلت المركز الثاني عام ٢٠٠٦م.

واحتلت أمريكا أيضاً المركز الأول عالمياً في قيمة الاستثمارات الأجنبية المباشرة الخارجة منها إلى دول العالم بنسبة ١٨٪ من الإجمالي الدولي. ونظراً لها مكان الصدارة عالمياً في التحويلات الخارجة منها وبما يمثل حوالى ضعف ما خرج من ألمانيا صاحبة المركز الثاني من تحويلات. وتكاد قيمة استثمارات المحافظة الخارجة منها تمثل النقطة الوحيدة التي احتلت فيها أمريكا المركز الثالث دولياً بعد بريطانيا وفرنسا إلا أن حجم استثمارات المحافظة التي خرجت منها كان كبيراً.

وفي سوق البترول استهلكت الولايات المتحدة عام ٢٠٠٦م حوالى ٢٦٪ من الاستهلاك العالمى للبترول. وتستورد نسبة ٢٠٪ من الواردات البترولية العالمية من الخام والمكرر معاً. كما استوردت نسبة ١٦٪ من واردات الغاز الطبيعى حسب أرقام عام ٢٠٠٦م. والمعروف أن أمريكا تحتل المركز الثالث من حيث عدد السكان دولياً بعد الصين والهند بنصيب أقل من ٥٪ من سكان العالم. كما تحتل المركز الرابع من حيث المساحة دولياً بعد روسيا وكندا والصين بنسبة ٧٪ من مساحة العالم.

وإذا كانت الولايات المتحدة قد احتلت المركز السادس عشر عام ٢٠٠٤م في قيمة الاحتياطيات من العملات الأجنبية لديها بنحو ٦٩ مليار دولار فقط. فإنها صاحبة العملة التي تستحوذ على نسبة ٦٤٪ من

الاحتياطيات الدولية الرسمية حتى الربع الثالث من عام ٢٠٠٧م. ومن هنا فإنه إذا كانت الصين تحتل المركز الأول عالميا في قيمة الاحتياطيات بنحو واحد تريليون و٤٠٠ مليار دولار. وكذلك اليابان التي جاءت بالمركز الثاني بما يقرب من التريليون دولار فإن الدولار يشكل النصيب الأكبر من تلك الاحتياطيات.

ومن هنا فإن أى خفض لقيمة الدولار يؤثر على انخفاض القيمة الحقيقية لتلك الاحتياطيات بدول العالم. ونفس الأمر مع تقويم غالبية الدول سعر البترول بالدولار الأمريكى مما يؤثر على القيمة الحقيقية له نتيجة أى إنخفاض لسعر صرف الدولار. ونفس الأمر لسلع عديدة يتم تقويم تجارتها الدولية بالدولار مثل الذهب.

وإذا كانت الموازنة الأمريكية تعاني من عجز كبير تموله من خلال سندات وأذون الخزانة بلغ خلال العام الأخير المنتهى في سبتمبر ٢٠٠٨م نحو ٤٣٨ مليار دولار تمثل نسبة ٣,١٪ من الناتج المحلى الأمريكى كما بلغ الدين العام الأمريكى في نفس التوقيت ١٠,٠٢٥ تريليون دولار. وهو الرقم الذى سيزيد بإقرار خطة الإنقاذ الأمريكية للمصارف البالغة ٧٠٠ مليار دولار والتي تبلغ قيمة الدفعة الاولى منها ٢٥٠ مليار دولار. وخلال تمويل تلك الديون بالأذون والسندات فإن الدول الأجنبية وعلى رأسها الصين واليابان تشتري تلك الصكوك كي تحافظ على سلامة الاقتصاد الأمريكى حتى تستمر صادراتها إليه. وهى الصادرات التى يعتمد عليها استمرار نمو الاقتصاد الصينى أو اليابانى وغيرها من الدول الآسيوية وغيرها.

وحسب أرقام منظمة التجارة العالمية لعام ٢٠٠٦م فقد بلغ النصيب

النسبي للصادرات إلى الولايات المتحدة نسبة ٨٢,٣٪ من الصادرات الكندية و ٦١٪ من قيمة صادرات فنزويلا. و ٥٦٪ من قيمة صادرات نيجيريا ونسبة ٥٠٪ من قيمة صادرات المكسيك و ٤٢٪ من قيمة صادرات إسرائيل لدول العالم. ونسبة ٣١,٦٪ من صادرات الصين و ٢٣,٣٪ من صادرات ماليزيا و ٢٢,٦٪ من صادرات اليابان. و ٢١,٥٪ من صادرات الفلبين و ٢٠,٤٪ من صادرات البرازيل. و ١٩,١٪ من صادرات الهند ونسبة ١٨,١٪ من صادرات تايلاند و ١٧,٨٪ من صادرات تايوان و ١٧,٥٪ من صادرات شيلي و ١٥,٨٪ من صادرات السعودية ونسبة ١٤,٦٪ من صادرات كوريا الجنوبية.

والأكثر دلالة المدى التأثير السلبي الذي يمكن أن يلحق بدول كثيرة نتيجة التباطؤ الأمريكي توجه أرقام الفائض التجاري الذي حققته عدة دول من خلال تعاملاتها السلعية مع الولايات المتحدة والذي بلغ ٢٥٠,٦ مليار دولار لصالح الصين. حسب الأرقام الأمريكية. في تجارتها مع الولايات المتحدة كفرق بين صادراتها إليها البالغة ٣٠٥,٨ مليار دولار و وارداتها من أمريكا البالغة ٥٥,٢ مليار دولار. كما حقق الاتحاد الأوربي فائضاً تجارياً منها بلغ ١٢٥,٣ مليار دولار.

و حقق اليابان فائضاً بلغ ٩٢,٦ مليار دولار كفرق بين صادراته الأمريكية البالغة ١٥٢,٣ مليار دولار و وارداته منها البالغة ٥٩,٧ مليار دولار. و حققت كندا فائضاً بلغ ٧٧,٥ مليار كفرق بين صادرات بلغت ٣٠٧,٧ مليار و واردات بلغت ٢٣٠,٢ مليار دولار. و حققت المكسيك فائضاً بلغ ٦٦,٣ مليار كفرق بين صادرات بلغت ٢٠٠,٦ مليار و واردات بلغت ١٣٤,٣ مليار دولار. و حققت فنزويلا ٢٩,٤ مليار دولار كفرق بين

صادرات بلغت ٣٨,٤ مليار وواردات بلغت ٩ مليار دولار. والسعودية ٢٥,٣ مليار دولار كفرق بين صادرات بلغت ٣٣,١ مليار وواردات بلغت ٧,٨ مليار دولار.

وحققت ماليزيا ٢٥ مليار دولار فائضاً كفرق بين صادرات بلغت ٣٧,٥ مليار وواردات بلغت ١٢,٦ مليار دولار. وتايوان ١٦,٨ مليار دولار كفرق بين صادرات بلغت ٣٩,٨ مليار وواردات بلغت ٢٣ مليار دولار. كما حققت روسيا فائضاً تجارياً مع أمريكا بلغ ١٦ مليار وتايلاند ١٥,٥ مليار دولار وكوريا الجنوبية ١٥,١ مليار دولار. والهند ١٢,٩ مليار دولار والبرازيل ٨,٨ مليار وإسرائيل ٨,٤ مليار دولار وشميلي ٣,٥ مليار دولار. وجنوب إفريقيا ٣,٢ مليار والفلبين ٢,٥ مليار دولار فائض تجارى نتيجة تبادلها التجارى مع الولايات المتحدة.

- وهكذا فإنه فى ظل عولمة الأسواق المالية فقد لحقت خسائر فادحة بشركات عقارية ومؤسسات مالية أوربية نتيجة تداعيات أزمة سوق الرهن العقارى الأمريكى. فعندما يضعف الاقتصاد الأمريكى ويقل الطلب به فإن ذلك سينعكس سلباً على أداء حكومات وشركات تعول كثيراً على صادراتها للسوق الأمريكية. ومن هنا كان انهيار البورصات الدولية متأثره بتراجع البورصة الأمريكية. خشية إنزلاق تباطؤ النمو الأمريكى إلى ركود وخشية إمتداد آثار ذلك الركود إلى بلدان أخرى.

وها هى أرقام صندوق النقد الدولى تشير إلى تراجع معدلات النمو بالدول المتقدمة ما بين عامى ٢٠٠٦م و٢٠٠٧م وتوقعات بالمزيد من انخفاضها خلال العام الحالى. ففى الولايات المتحدة تراجع النمو من ٢,٩٪

عام ٢٠٠٦م إلى ٢,٢٪ عام ٢٠٠٧م ويتوقع الصندوق بلوغه نصف بالمائة خلال العام الحالي ثم خفضه في أكتوبر إلى ٠,١٪. وفي اليابان انخفض النمو من ٢,٤٪ عام ٢٠٠٦م إلى ٢,١٪ وتوقع الصندوق بلوغه ١,٤٪ بالعام الحالي ثم خفضه بعد اشتداد الأزمة إلى نصف بالمائة فقط في تقريره نصف السنوي الصادر أوائل أكتوبر.

وفي ألمانيا انخفض معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي من ٢,٩٪ عام ٢٠٠٦م إلى ٢,٥٪ وتوقع الصندوق بلوغه ١,٤٪ بالعام الحالي ثم خفضه إلى صفر. وفي فرنسا انخفض معدل النمو من ٢٪ إلى ١,٩٪ وتوقع بلوغه ١,٤٪ بالعام الحالي ثم خفضه إلى ٠,٢٪. وفي إيطاليا انخفض معدل النمو من ١,٨٪ بالعام الأسبق إلى ١,٥٪ بالعام الماضي وتوقع بلوغه ٠,٣٪ بالعام الحالي ثم تم تخفيضه إلى ٠,٢٪ سالب. وفي أسبانيا انخفض معدل النمو من ٣,٩٪ إلى ٣,٨٪ وتوقع بلوغه ١,٨٪ ثم تم تخفيضه إلى ٠,٢٪ سالب. وفي كندا انخفض معدل النمو للاقتصاد من ٢,٨٪ إلى ٢,٧٪ وتوقع صندوق النقد بلوغه ١,٧٪ بالعام الحالي ثم خفضه إلى ١,٢٪.

ورغم ارتفاع معدلات النمو للناتج في كلا من الصين وروسيا وبريطانيا والبرازيل في ٢٠٠٧م عما كانت عليه في ٢٠٠٦م. فإن صندوق النقد توقع تراجع معدلات نموها خلال عام ٢٠٠٨م عما كانت عليه بعام ٢٠٠٧م. حيث توقع حسب أرقام صندوق النقد الدولي تراجع النمو بالصين من ١١,٤٪ بالعام الماضي إلى ٩,٣٪ بالعام الحالي. ولعل انخفاض النمو خلال الربع الثاني إلى ١٠,١٪ من العام الحالي خير شاهد خاصة مما دفع الصندوق إلى رفع النسبة المتوقعة للنمو بالصين في أكتوبر إلى ٩,٧٪.

وكذلك في روسيا توقع الصندوق تراجع معدل النمو من ٨,١٪ إلى ٦,٨٪ بالعام الحالى ثم رفعها في أكتوبر إلى ٧٪. وفي بريطانيا توقع الصندوق تراجع معدل النمو من ٣,١٪ بالعام الماضى إلى ١,٦٪ بالعام الحالى ولعل عدم حدوث نمو للاقتصاد البريطانى خلال الربع الثانى من العام الحالى مايعزز ذلك التوقع مما دفع الصندوق لخفض النسبة المتوقعة في أكتوبر إلى ١٪. وفي البرازيل توقع الصندوق تراجع النمو من ٥,٤٪ بالعام الماضى إلى ٤,٨٪ بالعام الحالى ثم رفعه إلى ٥,٢٪.

ولأن دولاً كبيرة تعتمد في نشاطها التصديرى على السوق الأمريكية مثل اليابان والصين وكوريا الجنوبية. إلى جانب دول أوربية مثل فرنسا وإيطاليا. فقد انتقل الأثر السلبى الحادث في أمريكا إلى تلك الدول نتيجة ضعف الطلب الأمريكى على صادرات تلك الدول. وعزز من الأثر السلبى على الدول الأوربية ارتفاع سعر صرف اليورو مقابل الدولار.

ومن هنا فإن المشكلة أصبحت لها أكثر من جانب. فجانبا منها يتعلق بالأسواق المالية التى تراجعت حتى بلغت نسب تراجعها خلال عام ٢٠٠٨م وحتى السادس من أكتوبر حوالى ٢٢٪ للسوق الأمريكية و ٢٥٪ في البورصة البريطانية و ٢٨٪ في البورصة الألمانية و ٢٧٪ في البورصة الفرنسية و ٢٩٪ بالبورصة اليابانية وشمل الانخفاض الحاد البورصة الصينية والروسية والكورية الجنوبية وفي هونج كونج.

وجانب آخر للمشكلة يتعلق بالمصارف التى تعثرت واحتاج بعضها لزيادة رأسماله مثل سيتى جرروب. أو اضطرت للاندماج مثل بنك بيرستيرينز أو خرجت من السوق المصرفيه مثل بنك ليهان برازرز. وكذلك

البنوك الأوربية التى تعثرت، وجانب نقص الائتمان بالسوق الدولية. والجانب الأهم وهو تراجع معدلات النمو بالدول المتقدمة.

### الاقتصادات العربية والأزمة المالية

سؤال جوهري يطرح نفسه حول مدى تضرر الدول العربية من تباطؤ الاقتصاد الأمريكى الذى يتوقع له صندوق النقد الدولى نموا بنسبة نصف بالمائة خلال عام ٢٠٠٨م. والذى يتوقع انخفاضه عن ذلك فى أعقاب تزايد حدة الأزمة بعد منتصف سبتمبر ٢٠٠٨م.

ولقد بلغت قيمة التجارة السلعية العربية الأمريكية ١١٣ مليار دولار عام ٢٠٠٦م وهو ما يمثل نسبة ١١٪ من اجمالى التجاره العربية السلعية وقتها. وهى التجاره التى اقتسم كلا من الدول الأوربية والدول الآسيوية ثلثاها. وتوزعت التجارة العربية الأمريكية ما بين صادرات عربية إلى أمريكا بلغت حوالى ٧٦ مليار دولار. وواردات عربية منها بلغت ٣٥ مليار دولار.

وبما يشير إلى تحقيق العرب فائض تجارى مع الولايات المتحدة يصل إلى ٤١ مليار دولار. وبلغ النصيب النسبى للصادرات العربية إلى أمريكا ١٢٪ من اجمالى الصادرات العربية إلى دول العالم. فى حين كانت نسبة الواردات العربية من أمريكا ١٤٪ من اجمالى الواردات العربية من دول العالم.

ورغم أن الصورة العامة قد تشير إلى تدنى النصيب الأمريكى من التجارة العربية. فإن هناك تركزاً فى تلك التجارة فى بعض الدول العربية خاصة الصادرات وأبرزها السعودية والجزائر ومصر والأردن. بينما يتدنى نصيب الصادرات إلى أمريكا فى دول عربية أخرى.

ولأن الصادرات النفطية تمثل النصيب الأكبر من صادرات الدول

البتروولية فإن نسبة الصادرات البتروولية تعد مفتاحاً رئيسياً لمدى التأثير السلبى الذى يمكن أن يلحق تلك البلدان. فى حالة تراجع الاستهلاك البتروولى الأمريكى مع دخول الاقتصاد فى مرحلة الكساد. حيث تمثل صادرات البترول الخام السعودى إلى أمريكا نسبة ٢٠٪ من صادراتها من الخام عام ٢٠٠٦م. بينما ترتفع تلك النسبة المتجه إلى أمريكا إلى ٤٥٪ من صادرات الخام العراقى و ٣٨٪ من صادرات الخام الجزائرى عام ٢٠٠٦م. فى حين تنخفض نسبة أمريكا فى صادرات البترول الخام إلى ٧٪ من صادرات الخام بالكويت. واثنين بالألف لكل من صادرات الخام بالإمارات وقطر ولاشياء لسلمطنة عمان. مع اتجاه صادراتهم البتروولية إلى الدول الآسيوية. وفى العام المالى ٢٠٠٦/٢٠٠٧م استحوذت الولايات المتحدة على نسبة ٣٠٪ من قيمة صادرات البترول الخام المصرى ونسبة ١٣٪ من قيمة صادرات مصر من المنتجات البتروولية. وزاد نصيب أمريكا من صادرات المنتجات البتروولية المكررة الجزائرية إلى نسبة ٤٠٪.

وهكذا تدنى نصيب قيمة الصادرات إلى أمريكا فى قطر حتى بلغت نسبة أربعة بالألف (٠,٠٠٤) من إجمالى قيمة صادراتها عام ٢٠٠٦م. بينما كان نصيب أمريكا من قيمة واردات قطر ١٠٪ بنفس العام. أما فى مصر فقد استحوذت أمريكا على نسبة ٢٥٪ من إجمالى تجارتها الخارجية حيث تصدرت صادرات مصر إلى أمريكا بنسبة ٣١٪ من إجمالى صادرات مصر لدول العالم. كما تصدرت واردات مصر من أمريكا بنسبة ٢٢٪ من إجمالى الواردات المصرية وبها يفوق نصيب أية دولة أخرى.

أما المغرب فهى من الدول التى تتجه تعاملاتها التجارية إلى الدول الأوربية بحكم القرب الجغرافى والعلاقات التاريخية. ومن هنا قل النصيب

النسبي لصادراتها إلى الولايات المتحدة عن نسبة ٢٪ من إجمالي صادرات المغرب عام ٢٠٠٦م. كما قل النصيب النسبي لصادراته إلى أمريكا عن نسبة الثلاثة بالمائة عام ٢٠٠٥م. حيث تتجه صادراته إلى فرنسا وأسبانيا وبريطانيا وإيطاليا. ومن هنا كان ترتيب الولايات المتحدة بالمركز التاسع بين الدول التي تتجه إليها الصادرات المغربية.

ولم تختلف الصورة كثيراً بالنسبة للواردات المغربية التي تأتي معظمها من فرنسا وأسبانيا وإيطاليا. لتأتي الولايات المتحدة بالمركز السابع بنسبة ٤٪ من إجمالي الواردات المغربية عام ٢٠٠٦م مقابل نسبة ٣٪ عام ٢٠٠٥م. ومن هنا قل النصيب النسبي للتجارة الخارجية المغربية مع أمريكا إلى نسبة ثلاثة ونصف بالمائة (٣,٥٪) من إجمالي تجارتها عام ٢٠٠٦م مقابل نسبة ٣٪ عام ٢٠٠٥م مع وجود عجز تجارى كبير لصالح الولايات المتحدة خلال العامين.

ولا تختلف الصورة كثيراً في التجارة الخارجية التونسية حيث تتجه معظم صادراتها إلى دول الجوار الأوربي في شكل الشراكة مع الاتحاد الأوربي. حتى أن الولايات المتحدة لم تكن بين أكبر عشر دول تتجه إليها لصادرات التونسية. نظراً لبلوغ نصيب الولايات المتحدة النسبي من الصادرات التونسية نسبة الواحد بالمائة عام ٢٠٠٦م. وهي نسبة أفضل مما كانت عليه بالعام السابق حين بلغت النسبة ستة بالألف فقط.

وتدنى أيضاً النصيب الأمريكى من الواردات التونسية لنسبة ٣٪ عام ٢٠٠٦م. رغم كونها أفضل حالاً من العام السابق الذى بلغت خلاله نسبة ٥٪ بالمائة فقط. نظراً لاستحواذ الدول الأوربية على النصيب الأكبر

من الواردات التونسية. ومن هنا انكمش نصيب أمريكا النسبي من التجارة الخارجية التونسية إلى حوالي ٢٪ عام ٢٠٠٦م وأقل من ذلك بالعام السابق. وتنعكس العلاقات السياسية على تدنى حجم التجارة بين الولايات المتحدة وكلا من السودان وسوريا. ففي الحالة السودانية فإن حوالي ٩٠٪ من قيمة الصادرات تأتي من الصادرات البترولية. وهى الصادرات التى تستحوذ الصين على نسبة ٧٥٪ منها. والنتيجة بلوغ قيمة الصادرات السودانية إلى الولايات المتحدة أقل من خمسة ملايين دولار عام ٢٠٠٦م من إجمالي حوالي خمسة مليارات دولار بنسبة واحد بالألف من الإجمالى. مقابل نسبة ثلاثة بالألف لنصيب أمريكا من الصادرات السودانية بالعام السابق. وفي الواردات السودانية تكررت الصورة باستحواذ الصين على النصيب الأكبر تليها الدول العربية والدول الأوربية. ليتدنى نصيب الولايات المتحدة إلى حوالي واحد بالمائة من إجمالي الواردات السودانية مقابل نسبة ٢٪ من الواردات بالعام السابق. والنتيجة بلوغ النصيب النسبي للتجارة السودانية مع أمريكا حوالي واحد بالمائة من إجمالي تجارة السودان الخارجية خلال عام ٢٠٠٦م.

وفي الحالة السورية كان ترتيب أمريكا بين دول الصادرات السورية عام ٢٠٠٦م الثانى عشر. حيث كانت الصدارة لدول أوربية أبرزها إيطاليا وفرنسا وبريطانيا ودول عربية أبرزها السعودية والعراق والأردن ومصر. ليصل النصيب النسبي للصادرات السورية إلى أمريكا ٢٪ من إجمالي الصادرات السورية مقابل أكثر من ٣٪ بالعام السابق. وفي الواردات السورية احتلت أمريكا المركز الثالث عشر بنسبة ٢٪ من إجمالي الواردات

السورية خلال عامي ٢٠٠٥ و٢٠٠٦م. نتيجة تصدر وارداتها من روسيا والصين وأوكرانيا إلى جانب دول عربية أبرزها السعودية ودول أوروبية. ليصل النصيب النسبي لأمريكا من التجارة الخارجية السورية ٢٪ عام ٢٠٠٦م مقابل أقل من ٣٪ بالعام السابق.

ورغم وجود علاقات سياسية بين اليمن وأمريكا فإن طبيعة الصادرات اليمنية التي يستحوذ البترول على نسبة ٩٢٪ منها واتجاه تلك الصادرات البترولية إلى دول آسيوية. فقد كانت النتيجة احتلال الهند المكانة الأولى بالصادرات اليمنية تليها الصين ثم تايلاند. لتجىء أمريكا بالمركز الخامس بنسبة أقل من ٦٪ من إجمالي الصادرات اليمنية إلى دول العالم مقابل نسبة ٣٪ بالعام السابق.

وفيما يخص الواردات اليمنية فقد كانت النسبة الأكبر تأتي من الدول الخليجية تليها الدول الآسيوية ثم الدول الأوروبية ليتدنى نصيب أمريكا من واردات اليمن إلى حوالي ٢٪ حتى أنها لم ترد بين الدول العشر الأولى بالواردات اليمنية. ومن هنا كان النصيب النسبي للتجارة اليمنية مع أمريكا حوالي ٤٪ من إجمالي التجارة الخارجية اليمنية خلال عامي ٢٠٠٥ و٢٠٠٦م.

ونظراً لتوقيع الأردن اتفاقية للمناطق الصناعية المؤهلة - الكويز - مع أمريكا فقد ساهمت تلك الاتفاقية في زيادة صادرات الأردن إليها. وإن كانت معظم الصادرات الأردنية لأمريكا تتركز في الملابس من تلك المناطق الصناعية. حيث تستحوذ أمريكا على ٩٣٪ من صادرات الملابس الأردنية عامي ٢٠٠٦ و٢٠٠٧م. ومن هنا استحوذت أمريكا على نسبة ٣١٪ من إجمالي

صادرات الأردن مقابل نسبة ٤٣٪ من صادرات الأردن لكل الدول العربية.

أما في جانب الواردات الأردنية فقد تدنى النصيب الأمريكي إلى أقل من ٥٪ من إجمالي الواردات الأردنية. وجاءت أمريكا في مرتبة متأخره بعد الصين والدول العربية خاصة السعودية التي توفر لها احتياجاتها البترولية إلى جانب دول أوربية. ومع ذلك فقد تسببت صادرات الملابس الأردنية إلى أمريكا في احتلال أمريكا المكانة الثانية بين الشركاء التجاريين بعد السعودية عام ٢٠٠٦م بنسبة ١٢٪ من إجمالي التجارة الخارجية الأردنية.

ورغم توقيع سلطنة عمان والبحرين إلى جانب الأردن والمغرب اتفاقيات تجارة حرة مع أمريكا إلا أن النصيب النسبي لتجارة سلطنة عمان مع الولايات المتحدة بلغت نسبتها أقل من ٢٪ من إجمالي تجارة السلطنة. ومع البحرين بلغت النسبة ٥٪ من حجم تجارة البحرين الخارجية عام ٢٠٠٦م.

وقد تبدو الصورة الأولية أن حجم التجارة مع أمريكا يعد محدوداً مع كثير من الدول العربية. إلا أنه يجب التنبيه إلى أنه إذا كانت الاقتصادات الخليجية تتجه بصادراتها البترولية نحو الدول الآسيوية. فإنه في حالة دخول الاقتصاد الأمريكي في مرحلة ركود فإن ذلك سيكون له أثره على تلك الاقتصادات الآسيوية. التي تعتمد كثيراً على السوق الأمريكية في تصريف منتجاتها. فإذا تأثرت الاقتصادات الآسيوية سلباً وقل الطلب على صادراتها. فإن ذلك سيكون له أثره السلبي على الاقتصادات العربية الخليجية التي تركز تجارتها النفطية معها حيث سيقبل طلب الدول الآسيوية المتضررة على الواردات من الدول الخليجية.

وهكذا فإن تضرر الدول الآسيوية بالتباطؤ الأمريكى سينعكس على دول الخليج في حالة تراجع طلب الدول الآسيوية على البترول الخليجى. ونفس الأمريكى يمكن تكراره مع تضرر الدول الأوربية من التباطؤ الأمريكى مما سينعكس على دول المغرب العربى التى تتركز تجارتها مع دول أوروبا.

- وإذا كانت المؤشرات الأمريكية تشير إلى تراجع أداء قطاع الخدمات الأمريكية في يناير الماضى لمعدلات لم تحدث حتى خلال فترة الركود التى نلت أحداث الحادى عشر من سبتمبر عام ٢٠٠١م. فإن تحديد انعكاس ذلك على التجارة الخدمية العربية أمر يصعب قياسه. في ظل غياب شامل لبيانات التوزيع الجغرافى لقطاعات التجارة الخدمية العربية عدا السياحة. حيث لا توجد بيانات عن خدمات النقل العربية مع دول العالم أو الخدمات المالية أو التأمينية أو خدمات المقاولات أو الاستشارات بأنواعها أو حتى الخدمات الثقافية. ولا توجد بيانات سوى عن السياحة التى يقل فيها النصيب الأمريكى كثيراً حيث تراوح النصيب النسبى للسياح الأمريكين إلى إجمالى عدد السياح الواصلين للدول العربية ما بين نسبة واحد بالمائة بالمغرب إلى أقل من أربعة بالمائة في مصر.

ولن يقتصر التأثير على حجم التجارة بل يتعداه إلى مجالات أخرى أبرزها استيراد التضخم نتيجة الارتباط بالدولار للدول الخليجية والتى تناسبت بخفض الفوائد أكثر من مرة عقب خفض الفيدرالى الأمريكى الفائدة على الدولار. رغم ما يسببه ذلك من تعزيز لحالة التضخم لديها. كذلك سبب خفض الفائدة على الدولار في أمريكا في تراجع العوائد على ودائع الـ ١٠ بالمائة بالولايات المتحدة واستثماراتهم بها.

كما تضررت استثمارات العرب بالبورصة الأمريكية نتيجة تراجعها الحاد خلال الشهور التسعة الأولى من عام ٢٠٠٨م. كما يتوقع في ظل تباطؤ الاقتصاد الأمريكي تراجع معدلات التحويلات الخاصة منها. كما توقعت الاونكتاد انخفاض معدلات الاستثمارات الأجنبية المباشرة الخارجة منها ومن الدول المتقدمة خلال العام الحالى. أيضا يتوقع تراجع قيمة التحويلات المالية للعرب المقيمين في البلدان الأوربية أو الأمريكية والتي تراجع بها معدل النمو وزادت بها نسب البطالة. كما يتوقع نقصاً في المساعدات الدولية المتجهة إلى البلدان العربية الفقيرة.

وكذلك تضرر المنطقة العربية من جانب استثمارات المصارف العربية بالخارج. فهناك أموال عربية مودعة في بنوك أمريكية وأوربية وهناك استثمارات عربية ضخمة في دول الغرب سواء في البورصات أو في مجال العقارات. والاقتراض الدولى الذى يعانى شح السيولة وقلة الإقبال على عمليات الخصخصة التى تتم بالدول العربية من جانب المستثمرين الأجانب. وكلها عوامل تزيد من الأثر السلبى على الاقتصادات العربية نتيجة الأزمة التى يواجهها الاقتصاد الأمريكى.

وتضمنت توقعات صندوق النقد الدولى لمعدلات النمو للدول العربية خلال عام ٢٠٠٨م تراجعاً عما كانت عليه في عام ٢٠٠٧م حيث توقع تراجع نمو السودان من ١٠,٢٪ إلى ٨,٥٪ وتراجع نمو تونس من ٦,٣٪ إلى ٥,٥٪ وتراجع نمو الإمارات من ٧,٤٪ إلى ٧٪ وتراجع نمو الأردن من ٦٪ إلى ٥,٥٪. في حين توقع ارتفاع معدل النمو في بلدان عربية أخرى.

**أثر الأزمة المالية على الاقتصاد المصرى**

ويظل السؤال المحورى عن مدى تأثير الاقتصاد المصرى بما يحدث بالعالم. ففيما يخص البورصة المصرية فإن هناك ١٢ شركة مصرية لها شهادات ايداع دولية فى بورصات دولية. منها ١١ شركة تعد من أبرز شركات التعامل بالبورصة وذات الوزن النسبى الكبير المؤثر على مؤشر أسعارها. وهى: البنك التجارى الدولى والمجموعة المالية هيرميس وأوراسكوم تليكوم القابضة وأوراسكوم للإنشاء والصناعة، والمصرية للاتصالات والنعيم القابضة للاستثمارات وبالم هيلز للتعمير والعز لحديد التسليح والبويات والصناعات الكيماوية وليسيكو مصر. وأربع من تلك الشركات تمثل نسبة ٦٥٪ من الوزن النسبى لمؤشر البورصة المصرية.

ومن هنا فإن تراجع أسعار تلك الأسهم فى البورصات الدولية ينعكس فى تراجع أسعارها فى البورصة المحلية. والجانب الثانى وهو ارتفاع نسبة تعاملات الأجانب بالبورصة المصرية إلى حوالى ٣٣,٣٪ من قيمة التعامل خلال الشهور الثمانية الأولى من عام ٢٠٠٨م. وتميزهم بالخبرة والحنكة وتقليد المتعاملين المحليين لهم. ومن هنا فإن اتجاه هؤلاء الأجانب للبيع مع هبوط أسعار بورصات بلادهم قد أعقبه اتجاه مستثمرين محليين إلى البيع. مما زاد من عمق الاتجاه الهبوطى للبورصة لينخفض مؤشر أسعارها من حوالى ١٢ ألف نقطة فى أوائل مايو الماضى إلى حوالى سبعة آلاف نقطة عقب إرسال ليان برارزر. والتي انخفض إلى ٥٤٧٩ نقطة فى الثامن أكتوبر ٢٠٠٨م.

وفىما يخص القطاع المصرفى المصرى فإن هناك علاقة عضوية ما بينه وبين القطاع المصرفى الدولى من خلال ثلاث روابط. أبرزها أرصدة البنوك الأجنبية بالخارج والتي بلغت ١٢٣ مليار جنيه فى يونيو ٢٠٠٨م. وكذلك

استثمارات البنوك المصرية في الأوراق المالية الأجنبية والتي بلغت أكثر من ١٥ مليار جنيه بنفس التوقيت. وأيضاً العلاقة بالبنوك المراسلة لتسهيل عمليات الاستيراد والتصدير.

ونفس الأمر نجده في تعاملات البنك المركزي المصري الذي بلغت أصوله الأجنبية ١٨٢ مليار جنيه في مارس من العام الحالى. وهى موزعة ما بين ١٦٤ مليار جنيه أوراق مالية أجنبية و ١١ مليار جنيه عملات أجنبية. وهذا بخلاف استثمارات الأفراد المصريين بالبورصات الأجنبية أو ودائعهم بالبنوك الأجنبية. حيث بلغت استثمارات المصريين بمحافظ الأوراق المالية بالخارج خلال العام المالى الأخير ٩٦٠ مليون دولار. وهو الرقم الخاص بما يتم عبر القنوات الرسمية فقط. ومن الطبيعى أن تتأثر تلك الأموال بما يحدث بتلك الأسواق الأجنبية من تغيرات سلبية. إلا أن نقص الإفصاح المصرفى يحول معرفة البنوك المحلية المتضررة من الأزمة وحجم تضررها رغم أن قواعد الإفصاح تحتم عليها ذلك.

ولأن الاقتصاد المصرى اقتصاد ريعى يعتمد على الطلب الأجنبى بشكل كبير. فإن تراجع معدلات النمو بالدول الكبرى. تنعكس سلباً على حجم الطلب للصادرات المصرية السلعية والخدمات. ومن الممكن أن تتضرر السياحة ولو بتدنى مستوى السياحة وتراجع إنفاق السياح. كذلك يمكن أن تتأثر تحويلات المصريين العاملين بتلك الدول وكذلك التحويلات الرسمية الواردة من تلك الدول.

وكانت إيرادات ميزان المدفوعات المصرى قد بلغت ٧٩,١٤٤ مليار دولار بالعام المالى ٢٠٠٧/٢٠٠٨م المنتهى فى يونيو ٢٠٠٨م. موزعة ما بين

١٤,٨٨٣ مليار من الصادرات السلعية غير البترولية و١٣,٢٣٧ مليار من الاستثمار الأجنبي المباشر و١٤,٤٧٣ مليار من الصادرات البترولية و١٠,٨٢٧ مليار دولار من السياحة. و٨,٣٧٧ مليار من التحويلات الخاصة للمصريين العاملين بالخارج و٥,١٥٥ مليار دولار دخل قناة السويس. و٣,٢٨٩ مليار عائد الاستثمارات والودائع المصرية بالخارج و٢,٤٠٥ مليار عائد خدمات النقل بأنواعه المختلفة و٩٦١ مليون دولار من التحويلات الرسمية في صورة منح ومعونه. و١٨٨ مليون دولار متحصلات حكومية و٥,٣٤٧ مليار متحصلات أخرى متنوعة.

ومن هنا فإن تصور انخفاض حصيلة الصادرات السلعية والاستثمار المباشر، السياحة والتحويلات الخاصة والرسمية وقناة السويس ودخل الاستثمار بنسبة ١٠٪ فإن هذا يعنى خساره تبلغ ٥,٦٧٣ مليار دولار. وكلما زاد التأثير زادت الخسارة أو العكس.

ومن الواضح أن ثمة تضرر قد حدث بالفعل من جراء اضطراب الأسواق الدولية حيث تم تأجيل طرح سندات مصرية بالخارج. وكذلك تأجيل طرح الرخصة الثانية للتليفون الثابت وتعثر بيع بنك القاهرة وتراخى السلب الأجنبي على الشركات المعروضة للخصخصة.



## محطات بارزة لتطور الأزمة

- عام ٢٠٠٦: تباطؤ سوق الإسكان الأمريكي بعد عامين من ارتفاع الفائدة.
- وازدياد نسب التخلف عن دفع قروض الرهن العقاري على المخاطر.
- أبريل ٢٠٠٧: إعلان مؤسسة نيو ستشري فايننشال الأمريكية المتخصصة في الإقراض العقاري إفلاسها.
- يوليو ٢٠٠٧: بنك بير ستيرنز يعلن عن تعثر صندوقه استثمار تابعين له .
- إعلان بنك آى كى بى الألماني عن خسائر بسبب الائتمان العقاري
- أغسطس ٢٠٠٧: إعلان بنك بى إن بى باريبا الفرنسى تبخر سيولة ٣ صناديق استثمار تابعه له.
- ضخ البنك المركزى الأوروبى ١٣٦ مليار يورو ثم ١٠٩ مليار
- خفض بنك الاحتياط الأمريكى سعر الفائدة على قروضه ٠.٥٪.
- سبتمبر ٢٠٠٧: إعلان افلاس بنك نورزرن روك البريطانى المتخصص فى تمويل الرهن العقاري .
- خفض سعر الفائدة الأمريكى ٠.٥٪ للمرة الثانية.
- أكتوبر ٢٠٠٧: بنك ميريل لينش الأمريكى يعلن عن خسائر ٤ مليار دولار.
- سيتى جروب الأمريكية يعلن عن خسائر ٦.٥ مليار دولار.
- بنك يو بى أس السويسرى يعلن عن خسائر ٣.٤ مليار دولار.
- نوفمبر ٢٠٠٧: المركزى الأمريكى يضخ ٤٧ مليار دولار بالجهاز المصرفى كأكب ضخ منذ أحداث ١١ سبتمبر .
- ديسمبر ٢٠٠٧: إعلان ٥ بنوك مركزية عالمية تنسيق جهودها لضخ مليارات الدولارات بالبنوك التجارية.
- بنك انجلترا يخفض الفائدة على القروض.

## محطات بارزة للأزمة المالية ٢٠٠٨

- يناير ٢٠٠٨ : إعلان بوش عن خطة انعاش قدرها ١٥٠ مليار دولار .
- فبراير ٢٠٠٨ : اجتماع زعماء الدول الصناعية السبع وتقدير حجم أزمة القروض المدومة ٤٠٠ مليار دولار.
- مارس ٢٠٠٨ : تعثر بنك بيرستينز وشراء جى بى مورجان له .  
- تقدير صندوق النقد خسائر الأزمة إلى حوالي ١ تريليون دولار
- مايو ٢٠٠٨ : استمرار انخفاض أسعار العقارات في غالب الدول الغربية وتعمق أزمة السيولة لدى المصارف.
- يونيو ٢٠٠٨ : التحقيق مع ٤٠٦ شخص في أمريكا بتهمة الفساد في قروض عقاريه قيمتها مليار دولار.
- يوليو ٢٠٠٨ : انهيار بنك إند ماك العقارى الأمريكى .  
- تدخل الخزانة الأمريكية لإنقاذ أكبر مؤسستين للتمويل العقارى فريدى ماك وفانى ماى بقيمة ٢٠٠ مليار دولار.

## أحداث بارزة للأزمة المالية فى سبتمبر ٢٠٠٨

- ١٥ - بنك ليان برازرز يعلن إفلاسه
- ١٦ - بيع بنك ميريل لينش إلى بنك أوف أمريكا
- ١٧ - بيع بنك آتش بى أو أس البريطانى إلى بنك لويد تى أس البريطانى
- ١٨ - تأمين مجموعة إيه آى جى الأمريكية للتأمين لتفادى إفلاسها.
- ٢٠ - جولدمان ساكس ومورجان ستانلى يتحولان لشركتين قابضتين.
- ٢٥ - إعلان إفلاس بنك واشنطن ميتشوال الأمريكى .
- ٢٦ - إهارار المجموعة المصرفية والتأمينية البلجيكية الهولندية فورتنس.

٢٩ - تأميم البنك البريطاني براد فورد أند بينجلى.

٢٩ - بيع بنك واكوفيا الأمريكى إلى سيتى بنك.

٢٩ - شراء حكومة ايسلندا ٥٧٪ من بنك جليتنير .

٢٩ - تدخل حكومة ألبانيا لحماية بنك هايور ريال امتيت

#### أحداث بارزة للأزمة المالية اكتوبر ٢٠٠٨

• يوم ٣ : مجلس النواب يوافق على خطة الإنقاذ البالغه ٧٠٠ مليار دولار .

• ٤ : اجتماع القمة الرباعية الأوروبية في باريس لبحث الأزمة.

• ٧ - ٨ : بنوك مركزية تخفض سعر الفائدة ٠٥٪ .

• ١٠ : إفلاس شركة ياماتو لايف اليابانيه للتأمين .

• ١٠ : اجتماع وزراء مالية ومحافظى بنوك الدول السبع الصناعية

• ١٢ : اجتماع رؤساء دول اليورو ال ١٥ .

• ١٣ : الاجتماعات السنوية لمجلسى محافظى البنك الدولى والصندوق .

• ١٥ : اجتماع رؤساء دول الاتحاد الأوربى ال ٢٧ .

#### انتشار الأثر السلبي للأزمة

• عدم سداد المقترضين لقروض بناء المنازل .

• تعثر مؤسسات إقراض عقارى وبنوك وشركات تأمين .

• انخفاض أسهم شركات العقار والبنوك والتأمين بالبورصة

• انخفاض البورصة الأمريكية.

• امتداد الانخفاض إلى البورصات الأوربية والآسيوية

• خروج الأجانب من بورصات عربية وتراجع البورصات العربية.

## مراحل انتشار التأثير السلبي للأزمة المالية

- عدم سداد المقترضين لبناء مساكن
- استيلاء المؤسسات المقرضة على المساكن .
- قلة الطلب على المساكن وانخفاض أسعارها .
- انخفاض معدلات بناء المنازل .
- تراجع الأنشطة الاقتصادية المرتبطة ببناء المنازل .
- امتداد الأزمة إلى قطاعات اقتصادية أخرى .
- تراجع النشاط الاقتصادي وتراجع الطلب الداخلي والطلب الخارجي على السلع والخدمات .

## آثار مشكلة نقص الائتمان

- إحصام البنوك عن إقراض البنوك الأخرى .
- تشدد البنوك في شروط الإقراض للشركات والأفراد .
- توقف توسعات الشركات بسبب نقص الائتمان .
- انخفاض إنفاق الأفراد الذين لا يجدون ائتماناً .
- قلة مبيعات الشركات وزيادة المخزون وبدء الاستغناء عن عماله .
- زيادة البطالة وانخفاض الإنفاق .
- انخفاض معدل النمو المعتمد على الإنفاق .

## أثر غياب الثقة في تفاقم الأزمة

- بعد تضرر البنوك من ضعف سداد قروض تملك المساكن
- البنوك لا تثق في العملاء فتشدد في شروط منح القروض .
- البنوك لا تثق في البنوك الأخرى فتحجم عن إقراضها .

- العاملون في البنوك لا يثقون في استمرارهم في أعمالهم خوفا من اعلان انهيارها
- المودعون لا يثقون في حفاظ البنوك على ودائعهم نتيجة تزايد احتمالات تعثرها .
- غياب الثقة في المستقبل يقلل إنفاق الأفراد .
- غياب الثقة وعدم وضوح الرؤية يقلل توسعات الشركات ويؤجل المشروعات الجديدة.

#### الدور المحوري الأمريكي بالاقتصاد الدولي

- الأولى بالناتج الإجمالي العالمي ١٣ر٨ تريليون - ٢٥ر٤٪ عالميا
- الأولى بالتجارة السلعية الدولية ٣ر١ تريليون - ١١ر٣٪ عالميا
- الأولى بالتجارة الخدمية الدولية ١ر٤٩ تريليون - ١٢ر٥٪ عالميا
- الأولى بالاستثمار المباشر الداخل ٢٣٣ مليار - ١٢ر٧٪ عالميا
- الأولى بالاستثمار المباشر الخارج ٣١٤ مليار - ١٥ر٧٪ عالميا
- الأولى بالتحويلات المدفوعة ١٢٧ر٥ مليار دولار
- الأولى باستثمارات الحافظة الواردة ٩٧٧ مليار دولار
- الأولى باستهلاك البترول والغاز الطبيعي والكهرباء عالميا

#### أبرز دول العلاقات التجارية مع أمريكا

نسبة الصادرات إلى أمريكا من إجمالي صادراتها

• كندا ٨٢ر٣٪

• المكسيك ٨٠ر٢٪

• الصين ٣١ر٦٪

• اليابان ٢٢ر٦٪

- فنزويلا ٦٠٧ر٪
- نيجيريا ٥٥٨ر٪
- ماليزيا ٢٣٣ر٪
- الهند ١٩١ر٪
- كوريا ج ١٤٦ر٪

### الفائض التجارى المتحقق من التجارة مع أمريكا عام ٢٠٠٦

- الصين ٢٥٠٦ مليار دولار
- الاتحاد الأوروبى ١٢٥٣ مليار
- اليابان ٩٢٦ مليار
- كندا ٧٧٥ مليار
- المكسيك ٦٦٣ مليار
- فنزويلا ٢٩٤ مليار
- السعودية ٢٥٣ مليار
- ماليزيا ٢٤٩ مليار
- تاوان ١٦٨ مليار

### نسب التراجع بالبورصات الدولية عام ٢٠٠٨ حتى ٨ أكتوبر

- داو جونز ٢٨٪
- نايننشال تايمز ٢٩٪
- داكس ٣٤٪
- كاك ٢٤ - ٤٠٪
- السويسرى ٢٤٪

- نيكاي ٣٤٪
- هانج سينج ٤٠٪
- شنغهاي ٦٠٪
- دبي ٤٣٪
- السعودية ٤٣٪
- مصر ٤٤٪
- أبو ظبي ٢٥٪
- سلطنة عمان ٢١٪
- البحرين ١٣٪
- الكويت ٨٪
- المغرب ٢٪

لماذا أمريكا مؤثره هكذا ؟

- مدفوعات ٤٣٨٢ تريليون دولار عام ٢٠٠٧
- واردات سلعية ١٩٦٥ تريليون
- دخل مدفوع ٧٠٨ مليار
- ودائع وقروض ٦٣٧ مليار
- واردات خدمة ٣٧٢ مليار
- استثمار مباشر بالخارج ٣٣٥ مليار
- محافظ بالخارج ٢٣٤ مليار
- تحويلات مدفوعة ١٢٧٥ مليار

تراجع معدل النمو بالبلدان المتقدمة %

الدولة	٢٠٠٦	٢٠٠٧	٢٠٠٨	الدولة	٢٠٠٦	٢٠٠٧	٢٠٠٨
أمريكا	٢ر٨	٢	١ر٦	اليابان	٢ر٤	٢ر١	٠ر٧
ألمانيا	٣	٢ر٥	١ر٨	الصين	١١ر٦	١١ر٩	٩ر٧
فرنسا	٢ر٢	٢ر٢	٠ر٨	الهند	٩ر٨	٩ر٣	٧ر٩
بريطانيا	٢ر٨	٣	١	كوريا	٥ر١	٥	٤ر١
إيطاليا	١ر٨	١ر٥	(٠ر١)	كندا	٣ر١	٢ر٧	٠ر٧
أسبانيا	٣ر٩	٣ر٧	١ر٤	بلجيكا	٢ر٩	٢ر٨	١ر٤
هولندا	٣ر٤	٣ر٥	٢ر٣	روسيا	٧ر١	٨ر١	٧

الآثار السلبية المتوقعة على العالم العربي

• تضرر استثمارات صناديق الاستثمار السيادية:

- (حجم صندوق أبوظبي ٨٧٥ مليار دولار - السعودية ٣٠٠ مليار - هيئة الاستثمار الكويتية ٢٥٠ مليار - هيئة استثمار قطر ٦٠-٥٠ مليار - ليبيا ٥٠ مليار - الجزائر ٤٣ مليار دولار).

○ تضرر استثمارات وودائع المؤسسات المالية العربية.

○ تضرر استثمارات وودائع الأفراد العرب.

○ تراجع البورصات العربية.

○ صعوبة الاقتراض من سوق الاقتراض الدولي.

- التضرر من تراجع خروج الاستثمار الأجنبي المباشر.
- الآثار السلبية المتوقعة على مصر
- تضرر البورصة.
- تضرر البنوك.
- تراجع الصادرات.
- تراجع السياحة.
- تراجع الاستثمار الأجنبي المباشر.
- تراجع الاستثمار الأجنبي غير المباشر.
- تراجع تحويلات العاملين بالخارج.
- صعوبة المساعدات الدولية.
- صعوبة الاقتراض الدولي.
- تضرر برنامج الخصخصة.
- تضرر قناة السويس.
- انخفاض إيرادات الموازنة.
- تراجع معدل النمو.
- التوزيع النسبي للتجارة الخارجية المصرية ٢٠٠٧
- التوزيع النسبي للتجارة الخارجية:
- الاتحاد الأوربي ٣٢٫٩٪
- باقى أوروبا ٧٪

- أمريكا ٢٥١٪
- دول آسيوية ١٦٣٪
- دول عربية ١٠١٪
- روسيا والكونولث ١٧٪
- دول أفريقية ٠٩٪

• التوزيع النسبى لآتجاه الصادرات المصرية:

- الاتحاد الأوروبى ٣٢٣٪
- باقى أوروبا ٤٩٪
- أمريكا ٣٢٤٪
- دول آسيوية ١٤٤٪
- دول عربية ١١٩٪
- دول أفريقية ١٥٪
- روسيا والكونولث ٠٧٪

موارد ميزان المدفوعات المصرى ٢٠٠٨/ ٢٠٠٧

- صادرات سلعية ١٤٨٨٨ مليار دولار
- استثمار مباشر ١٣٢٣٧ مليار
- صادرات بترول ١٤٤٣٧ مليار
- السياحة ١٠٨٢٧ مليار
- التحويلات الخاصة ٨٣٧٧ مليار
- قناة السويس ٥١٥٥ مليار
- دخل الاستثمار ٣٢٨٩ مليار
- خدمات النقل ٢٤٠٥ مليار

- التحويلات الرسمية ٩٦١ مليون
- المتحصلات الحكومية ١٨٨ مليون
- متحصلات أخرى ٥٣٤٧ مليار

وتشمل خدمات مالية وتأمين وتشديد

الإجمالى : ٧٩١٤٤ مليار دولار واتصالات وغيرها

## الخلاصة

\* الأزمة المالية تضيف أعباء إضافية على الاقتصاد المنهك أصلاً، والذي يعاني من عجز مزمن بالميزان التجارى وعجز مزمن بالموازنة العامة، وارتفاع الدين العام.

\* بعض الأضرار تحققت بالفعل مثلما حدث بالبورصة واستثمارات البنوك والأفراد فى البورصات العالمية والبنوك الدولية التى تأثرت بالأزمة. وبعض الأضرار فى الطريق بعد أن أعلن صندوق النقد الدولى أن العالم على حافة كساد .

وأن الأزمة لن تنتهى قبل نهاية ٢٠٠٩م.





## الأزمة المالية العالمية والجهاز المصرفى المصرى الأسباب والنتائج

الإستاذة/ بسنت أحمد فهمى<sup>(\*)</sup>

### عولمة النظام المالى والمصرفى، عولمة الرقابة

الحلم الأمريكى :

بدأت بوادر الأزمة منذ ولاية الرئيس الأمريكى جورج دبليو بوش أى منذ حوالى ثمان سنوات، ذلك وقد كانت علامات الركود قد بدأت تظهر على الاقتصاد الأمريكى .

توافق ذلك مع برنامج الرئيس بوش الانتخابى الذى ركز على ضرورة امتلاك كل أمريكى لمنزل، وامتلاكه لأعمال تجارية وأسهم فى الشركات المطروحة فى بورصة بلادهم.

من هنا بدأت البنوك الأمريكية وبتشجيع من النظام القائم الى التوسع الملحوظ فى تمويل المشروعات العقارية بالبلاد مقابل رهن الوحدات المملوكة للمؤسسة المالية المقرضة. هذا التوسع الملحوظ للأسف ضرب بعرض الحائط مبادئ أساسية لأصول التمويل المصرفى، وهو جدارة العملاء والقدرة على السداد من ناحية، ومن ناحية أخرى وهى الأخطر ارتفاع نسب الاقتراض داخل المؤسسات المالية مقارنة بحجم الودائع ومصادر الأموال مع انخفاض ملحوظ فى نسب السيولة الواجب الاحتفاظ بها داخل تلك المؤسسات، وهى تختلف حسب طبيعة الاقتصاد والظروف المحيطة بالسوق. هذه النسب مع اعتبارات أخرى تدار ويجرى ضبطها عن طريق

(\*) الخبيرة المصرفية ومستشار بنك التمويل المصرى السعودى .

لجان متخصصة داخل البنوك. بمعنى آخر فإن المؤسسات المالية أو البنوك لديها لجان تسمى لجان إدارة الأصول والخصوم أى إدارة الميزانية العامة للبنك من حيث المدخلات، وهى ودائع الأفراد والشركات وحقوق الملكية والمخرجات وهى جانب استثمارات البنوك سواء فى أصول خطرة وأصول شبة خطرة وأصول تتمتع بدرجات عالية من السيولة وأصول سائلة (نقدية وودائع بالبنوك والبنك المركزى).

تقوم إدارات البنوك بشكل محترف، بوضع موازين ونسب لحجم الاقراض مقسم الى قطاعات مختلفة من الأنشطة الاقتصادية (صناعى، تجارى، زراعى، تمويل عقارى، استثمارات أخرى... الخ) وذلك حسب درجات المخاطر الكامنه داخل كل قطاع وحسب سياسة البنك لتقبل المخاطر، وتطابق هذه النسب مع الموارد المالية للبنك مقسمة هى الأخرى إلى فئات تقدر بنسب مختلفة (أى مصادر تمويل قصيرة الأجل، متوسطة الأجل، طويلة الأجل... الخ) للتأكد من تمتع المؤسسة المالية وسياستها الاستثمارية بالتطابق التمويل الرشيد، الذى يساعد على الاستقرار والاستمرارية للمؤسسة المالية.

وتقوم هذه اللجان بدراسة ورسم هياكل تطابق تمويل تحت سناريوهات مختلفة و التى تضمن إلى حد ما استقرار المؤسسة المالية مع توازن رشيد بين الربحية والمخاطر، وذلك عند احتساب نسبة السيولة الواجب الاحتفاظ بها.

جدير بالذكر أن إدارة هذه اللجان تحكمها بعض الاعتبارات الأساسية

١. الشهية للمخاطر .
٢. الربحية .
٣. الاستقرار والاستمرارية .
٤. القدرة على المنافسة .
٥. وضع الأسواق .
٦. الهياكل التحويلية المختلفة للاستثمار .

هذا بالإضافة إلى مجموعة كبيرة من السياسات، سياسة الاقراض، سياسة الاستثمار، سياسة إدارة المخاطر، سياسة إدارة العمليات ... الخ). باختصار فإن هذه الإدارات تقوم بعملها بشكل شبه يومي للتأكد من سلامة المؤسسة المالية في ظل التغير السريع في الظروف المحيطة والتي أصبحت سمة من سمات الاقتصاد المعاصر، وأبرزها عولمة النظام المالي والمصرفي.

ما حدث في الولايات المتحدة الأمريكية كان سعيًا وراء الربح والتوسع السريع في ظل منافسة شرسة بين المؤسسات المالية الكبرى والدول الثمانية الكبرى من أجل الهيمنة على الاقتصاد العالمي، إرتفعت نسب الاقراض داخل المؤسسات المالية مقارنة بالودائع بشكل ملحوظ وبالتبعية انخفضت نسب السيولة بشكل واضح ظهرت نتائجه القاسية في الأسابيع الماضية.

كنتيجة للتوسع الغير مدروس في الإقراض والسعى وراء الربح السريع مع ارتفاع تكاليف المعيشة على المواطن الأمريكي بدأت بوادر التعثر تظهر، ولجأت المؤسسات المالية الأمريكية إلى سياسة توسعية في توريق تلك الديون أو الالتزامات التي على العملاء حتى تستطيع الحصول على سيولة

تغطي بها نسب العجز الواضحة في مراكزها المالية من ناحية وتمكنها من الاستمرار في التوسع من ناحية أخرى.

وأود هنا أن ألقى الضوء على ماهية فكرة نشاط التوريق حتى يتضح جلياً كيف تعقدت المشكلة المالية التي انتقلت من البنوك والمؤسسات المالية داخل الولايات المتحدة إلى أسواق رأس المال والبورصات العالمية، خاصة أسواق الدول الثمانية الكبار، مما أدى الى تفاقم حجم المشكلة بشكل واضح. مفهوم نشاط التوريق (Securitization)

يعتبر نشاط التوريق أحد الأنشطة المالية المستحدثة التي يمكن عن طريقها لأحد المؤسسات المالية المصرفية أو غير المصرفية أن يقوم بتحويل الحقوق المالية (الغير قابلة للتداول والمضمونة بأصول) إلى منشأة متخصصة ذات غرض خاص (Special Purpose Enterprise (SPE) (تسمى في هذه الحالة شركة التوريق)، بهدف إصدار أوراق مالية جديدة مقابل هذه الحقوق المالية تكون قابلة للتداول في سوق الأوراق المالية.

### أطراف عملية التوريق Securitization Players

الممول – المنشئ Originator

تقوم بعض المنشآت مثل البنوك المتخصصة (العقارية أو الصناعية أو الائتمانية الزراعي)، والبنوك التجارية، وشركات التمويل، وشركات الأوراق المالية، ومصدر وبيطاقات الائتمان بإقراض العملاء، مما ينتج عنه حقوق مالية تظهر ضمن أصولها في الميزانية ويستطيع الممول (المنشئ) لهذه الديون تحويلها في مجموعات متجانسة (وهي مضمونة بأصول ملموسة) لإحدى الشركات، ذات الأغراض الخاصة (Special Purpose Enterprise (SPE أو (Special Purpose Vehicle (SPV التي تقوم بتوريقها.

## الشركة ذات الغرض الخاص المصدرة للأوراق المالية Issuer

تعرف الشركة ذات الغرض الخاص بأنها شركة تنشأ بغرض أن تحول إليها الحقوق المالية المضمونة بأصول وتقوم بإصدار أوراق مالية تكون مضمونة بحصيلة هذه الحقوق المالية والأصول الضامنة لها. وهي بهذا تعتبر الشركة القائمة بعملية توريق الديون، ويمكن أن تكون الشركة ذات الغرض الخاص المصدرة للأوراق المالية شركة تابعة أو شقيقة للشركة الممولة والمنشئة لهذه الديون).

وتقوم شركة التوريق (المصدر Issuer) بإصدار وبيع الأوراق المالية إما في صورة طرح خاص أو في صورة طرح عام. وتكون هذه الأوراق المالية بالتبعية مكفولة بحصيلة الحقوق المالية ومضمونة بالأصول. وبعد انتهاء عملية التوريق وبيع هذه الأوراق المالية إلى المستثمرين Investors (عادة البنوك، شركات التأمين، مؤسسات التأمين والمعاشات)، تقوم الشركة المصدرة Issuer بدورها بسداد هذه الأموال (حصيلة بيع الأوراق المالية المصدرة بالوفاء بالحقوق الناشئة عنها من متحصلات الحقوق المحالة، ويضمن الممول (المنشئ) الوفاء بالحقوق، ويتم ذلك من حصيلة بيع الأوراق المالية المصدرة فور تحصيلها بمعرفة شركة التوريق.

## شركة خدمة الدين Servicer

تتطلب عملية التوريق أن تتولى جهة معينة عملية خدمة الدين حيث تقوم باستلام المتحصلات من المدينين الناشئة عن الأوراق التجارية في تواريخ استحقاقها لتسليمها إلى شركة التوريق لتقوم بسداد حقوق المستثمرين في مواعيدها، وفي كثير من الحالات يكون الممول (المنشئ) هو نفسه الجهة المسؤولة عن خدمة الدين، وتحدد المخاطر الائتمانية المرتبطة

بالأوراق المالية المصدرة نتيجة عملية التوريق، بدورية المتحصلات النقدية التي تقوم بها جهة خدمة الدين. وقد يكون لعمليات خدمة الدين دور هام في إدارة الأصول الضامنة لهذه الحقوق والمحافظة عليها والتأكد من صيانتها (وفقاً لطبيعة هذه الأصول).

### شركات ترويج وتغطية الاكتتاب Underwriters

تقوم هذه الشركة بعمليات الطرح (عام أو خاص من خلال إعداد نشرة الاكتتاب أو مذكرة المعلومات بعد القيام بالدراسة المستقلة للممول (الفحص النافي للجهالة) Due Diligence بهدف توفير الإفصاح الكامل والشفافية اللازمة لمساعدة المستثمرين على اتخاذ قرارات الاستثمار. مزايا وفوائد عمليات التوريق:

تحويل الحقوق المالية غير القابلة للتداول إلى أوراق مالية جديدة قابلة للتداول مما يسهم في زيادة السيولة لدى الشركات والمؤسسات.

مساعدة الشركات ذات العجز المالي على تحسين هيكلها التمويلي عن طريق تحويل الالتزامات قصيرة الأجل إلى التزامات متوسطة وطويلة الأجل.

خفض مخاطر أسعار الفائدة التي يتعرض لها الممول.

زيادة كفاءة التمويل الداخلي عن طريق استخدام حقوق المساهمين في تمويل الأصول الأخرى بعد أن يتم التصرف في الأصول بتحويلها إلى شركة التوريق.

زيادة حجم الأوراق المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية.

## أنواع الأوراق المالية المستخدمة في التوريق

١. التوريق من خلال إصدار سندات مضمونة بال عقار.

Securitization through Issuing Bond (Mortgage Backed Bonds).

٢. التوريق من خلال قيام شركة التوريق بإصدار أسهم ممتازة قابلة

للاستدعاء.

Securitizing through Issuing Asset Backed Callable Preferred Stock .

٣. التوريق من خلال إصدار أوراق مالية ناقلة للتدفقات النقدية

لمحفظة القروض.

Securitizing through Issuing Mortgage Pass through Certificates.

حيث تقوم الشركة ذات الغرض الخاص القائمة بالتوريق بإصدار

صك ملكية على المشاع في المحفظة. وهي بذلك تشبه إلى حد كبير وثائق

صناديق الاستثمار ويطلق عليها شهادات المشاركة Participation

Certificates.

٤. التوريق من خلال إصدار سندات قصيرة الأجل.

Securitizing through Issuing Asset Backed Commercial Papers.

## أنواع الأوراق المالية المستخدمة في التوريق

تغطي عملية التوريق نوعين رئيسيين هما:

أولاً: توريق الالتزامات والحقوق الناشئة عن التمويل العقاري من

خلال إصدار سندات مكفولة بالحقوق المالية ومضمونة بأصول عقارية.

ثانياً: توريق الالتزامات المالية الناشئة عن حقوق وأصول مالية ينشأ

عنها تدفقات نقدية. ومن أمثلة هذه الأنشطة التي يغطيها نشاط التوريق في

هذا النوع ما يلي:

١. الديون المصرفية.
  ٢. القروض التي تخصص لتمويل صناعة الإسكان والمقاولات.
  ٣. الالتزامات والحقوق المالية الناشئة عن تمويل وبيع السيارات بالتقسيط.
  ٤. الالتزامات والحقوق المالية الناشئة عن تمويل وبيع الطائرات والقوارب.
  ٥. الالتزامات والحقوق المالية الناشئة عن نشاط التأجير التمويلي.
  ٦. الالتزامات والحقوق المالية الناشئة عن استخدام بطاقات الائتمان.
  ٧. القروض الممنوحة للصناعات الصغيرة.
  ٨. القروض التي تمنح للطلاب.
  ٩. جميع أنواع الأوراق التجارية الناتجة عن جميع أنشطة التجارة، وعلى سبيل المثال: تذاكر الطائرات/ فواتير التليفونات/ فواتير الغاز/ فواتير المياه.
- مقومات نجاح نشاط التوريق

١. وجود عقد نمطي بين الممول وشركة التوريق يعطي جميع المشاركين الثقة في وجود الضمانات اللازمة لمقابلة الالتزامات بصورة محددة وقاطعة يمكن تنفيذها من الناحية القانونية.
٢. أن يقوم المروج بالبحث والدراسة المستقلة Due-diligence Research بحيث يوضح للأطراف المختلفة طبيعة المخاطر والتقييم السليم للأصول.
٣. توافر مجموعة من معايير الملائمة المالية والخبرة في مجالات الأوراق المالية والأوراق التجارية وإدارة الأصول في الشركات العاملة في مجال التوريق والقائمين عليها.
٤. توافر الضمانات اللازمة لحماية المستثمرين من الخسائر التي يمكن

التعرض لها في حالة إفلاس الشركة التي تقوم بخدمة الدين أو بيعها للحقوق المالية التي لديها.

٥. التصنيف الائتماني للأوراق المالية المصدرة في عمليات التوريق بواسطة الشركات التي تعتمد عليها الهيئات العامة لأسواق المال لإجراء هذا التصنيف.

٦. يقوم منشئ الدين originator بحوالة الحقوق المالية الناشئة عن هذا الدين لشركة ذات غرض خاص لتقوم بعملية التوريق (وإصدار الأوراق المالية اللازمة. السندات). ويقوم منشئ الدين (الممول) في كثير من الأحوال بنفسه بعمليات خدمة الديون حيث إنه الضامن الرئيسي للموفاء بالحقوق الناشئة عن هذه الأوراق المالية.

٧. أن تكون الأوراق المالية المعروضة في عمليات التوريق ملائمة لأهداف المستثمرين من حيث تنوع آجالها واختلاف عوائدها باختلاف درجات المخاطرة التي يتعرض لها المستثمرون في هذه الأوراق المالية.

٨. توافر نظام معلومات آلي متكامل يمكن الشركة من إدارة عملياتها بكفاءة.

### دعم الجدارة الائتمانية لنشاط التوريق Credit Enhancement

يمكن تقليل درجة المخاطر التي يتعرض لها المستثمر في هذه الأوراق المالية من خلال أحد أو بعض وسائل الدعم الآتية:

#### خطاب ضمان مصرفي Bank Letter of Guarantee

يمكن لشركة التوريق أن تشتري على المنشئ (الممول) - في حالة ما لم يكن الممول (المنشئ) بنك أو مؤسسة مصرفية - أن يقدم لها مع الحقوق

المالية المحالة خطاب ضمان مصرفي يتعهد فيه بالحقوق الناشئة عن الأوراق المالية المصدرة. حيث إن الممول (المنشئ) يكون في جميع الأحوال ضامناً لسداد حقوق المستثمرين.

### بوليصة تأمين Insurance Policy

يمكن أن يقوم بعض الممولين (المنشئين) بالتأمين على الحقوق المحالة ضد مخاطر عدم السداد، كما يقومون بالتأمين على الأصول المرهونة كضمان لهذه الديون ضد مخاطر التلف أو الانهيار (بالنسبة للمباني) أو السرقة أو غير ذلك من المخاطر التي قد تتعرض لها تلك الأصول.

وتقديم بوليصة التأمين / بوالص التأمين لشركة التوريق يتم من أجل زيادة الثقة ودعم عملية التوريق اثتمانياً.

يتضح مما سبق أن هناك أطرافاً كثيرة ترتبط بشكل مباشر وغير مباشر بعمليات التوريق، مما يضخم من خطورة الموقف. يتضح أيضاً أنه بالرغم من أن نشاط التمويل العقاري كان يشكل الجزء الأكبر من نشأة حجم هائل من الأصول المالية بضمان الرهون العقارية إلا أنه توجد أنشطة أخرى ساعدت على نشأة عدد هائل من المؤسسات المالية الوسيطة تعاملت على هذه الأصول بيعاً وشراءً مع نقص واضح في الرقابة الفعالة في ظل تركيزها على زيادة الائتمان، مما أدى إلى إضعاف الثقة في النظام المالي العالمي.

والأمر أصبح أكثر خطورة وتعقيداً نتيجة التداخل الواضح بين المؤسسات المالية العالمية العاملة في مختلف الدول كنتيجة واضحة لنظام التوريق.

المصدر: المذكور أن حجم تلك الأوراق المالية في عام ٢٠٠٧ كان يناهز

٦٠٠ تريليون دولار، مقارنة بحجم ناتج إجمالي للعالم أجمع ٦٠ تريليون دولار تقريباً.

وهو ما يوضح أن هذه المؤسسات المالية التي تتعامل شراءً وبيعاً لتلك الأوراق تسعى فقط إلى زيادة أرباحها دون إضافة ملموسة إلى الاقتصاد العالمي ولا رفع من مستوى معيشة الفرد.

أى أن نشاط تلك المؤسسات المالية يساعد على زيادة حجم الاقتصاد المالى ولا أثر له على زيادة الاقتصاد العينى أو الحقيقى والذى يهدف أساساً إلى زيادة الموارد الحقيقية سلع وخدمات عن طريق زيادة حجم الاستثمارات المباشرة.

وللأسف قامت الولايات المتحدة الأمريكية بتصدير تلك الأزمة إلى باقى دول العالم، وخاصة الأوروبية واليابان (الدول الثمان الكبار) عن طريق جذب حجم هائل من فوائض الأموال وصناديق الاستثمار فى تلك الدول للاستثمار فى تلك الأوراق، والتي شهدت للأسف تعثراً ملحوظاً فى الآونة الأخيرة، كنتيجة لعجز السيولة المتوافرة فى تلك الأسواق.

### النتائج

١. ما حدث هو صورة واضحة لبدء تفعيل واستقرار نظام العولمة، وهو ما سوف يدفع دول العالم خاصة الثمانية الكبار الى وضع نظام رقابة عالمى فعال دون الاعتماد فقط على الأنظمة المحلية لكل دولة على حدة، أى أن عولمة النظام المالى يجب أن تستند على عولمة النظام الرقابى أيضاً. وهو ما أتوقع أن نراه جلياً فى الشهور الست القادمة.

أما ما تتخذه الدول الكبرى حالياً من سياسات فهو بغرض الطمأنة وبتث الثقة في الاقتصاد العالمى مرة أخرى حتى يعاود نشاطه. إلا أنه على الدول الكبرى اتخاذ إجراءات أكثر فعالية لإستقرار الأسواق وخاصة أسواق رأس المال حيث إنه يجب العلم أن ٧٥٪ من العوامل التى تؤثر على أسعار التداول فى البورصات بأنواعها هى عناصر خارجة عن سيطرة إدارة الشركات، مثال الثقة فى الوضع الاقتصادى العالمى، المحلى، التضخم و متوسط دخل الفرد... الخ .

٢. وضع الجهاز المصرفى المصرى، والأسواق المصرى بشكل عام أفضل بكثير من بلاد أخرى ذلك لتمتعه فى الوقت الحالى بفائض عال من السيولة، إلا أنه يجب وضع خطط واضحة لقياس المخاطر فى المرحلة القادمة من حيث تأثيرها على تلك السيولة وجدارة البنوك والشركات المصرية وبالتبعية جدارة المحافظ الائتمانية مثال ذلك:

- (١) أثر الأزمة على السياحة المصرية (شركات السياحة).
- (٢) أثر الأزمة على إيرادات قناة السويس (شركات الخدمات).
- (٣) أثر الأزمة على النمو فى الناتج القومى الإجمالى (كافة الشركات العامة).
- (٤) أثر الأزمة على حجم الواردات ومخاطر المنافسة مع المنتج المصرى (الشركات التجارية).
- (٥) أثر الأزمة على حجم التعثر المستقبلى للقطاعات المختلفة من النشاط الاقتصادى وأثر ذلك على الهياكل التمويلية للبنوك .
- (٦) أثر الأزمة على استقرار الودائع بالبنوك المصرية وأثر ذلك على السيولة والجهاز المصرفى .

(٧) أثر الأزمة على النشاط بالبورصة المصرية .

عند القيام بتحديد و تحليل ما سبق يمكن قياس نتائج تفاعل كل هذه العوامل والآثار الناجمة عنها نوعاً وكماً، ما سوف يمكننا آنذاك من تحديد أثر ذلك على الجهاز المصرفي المصري، وبالتبعية تحديد خطط العمل المستقبلية . ومع ذلك يتعين على الجهات الرقابية والبنوك المختلفة مراعاة التالي بشكل فوري:

(١) إعادة النظر في مجموعة السياسات الداخلية بالبنوك وخاصة سياسات إدارة المخاطر ( الائتمان . العمليات . السوق ) سياسات الاستثمار سياسات إدارة العمليات الداخلية ، لوضع نظم وسياسات أكثر فعالية للتعامل مع المخاطر وليس العمل على اجتنابها .

(٢) ضرورة مراجعة نظم الرقابة المتبعة داخل السوق المصري المالي والمصرفي، وتعظيم الدور الرقابي للبنك المركزي المصري والهيئة العامة لسوق المال .

(٣) الالتزام وتطبيق مقررات وفاق بازل II وبصفة خاصة نظم الحوكمة والإدارة الرشيدة للأعمال .

(٤) ضرورة العمل على زيادة رؤوس أموال البنوك المصرية في المرحلة القادمة طبقاً لدرجات المخاطر المختلفة الكامنة من ناحية داخل البنوك ذاتها (المخاطر الائتمانية - المخاطر التشغيلية ) ومخاطر السوق والأسواق بشكل عام .

ضرورة قياس بشكل دقيق أثر تغير مسارات التجارة الدولية، وأثر

ذلك على الصناعة المصرية، وبالتالي حجم التعثر الذى قد يظهر فى المستقبل مع وضع استراتيجيات واضحة للتعامل مع هذا النوع من المخاطر عن طريق المؤسسات المالية، ومراقبة فعالة من الجهات الرقابية ( البنك المركزى المصرى).



## الأزمة المالية العالمية وتأثيرها على البورصة المصرية

الإستاذ/ جنفى أحمد عوض<sup>(\*)</sup>

تقديم:

إذا كانت العولمة معناها زيادة أوجه الترابط والتشابك وعلاقات التأثير والتأثير بين مختلف دول العالم، فإن هذا يصدق على وجه الخصوص على عولمة الأسواق المالية والبورصات بل أنه يمكن القول بأنه لا يوجد شيء يربط أمم العالم مثلما تقوم به الأسواق المالية العالمية التي تشمل سوق العملات وأسواق الأسهم والسندات والقروض والأوراق المالية الأخرى كما أن تزايد سرعة عولمة الأسواق المالية في السنين الأخيرة قد دفع بالبعض للقول بأن العالم من خلال ترابط أسواقه المالية وتأثر بعضها بالبعض الآخر قد خدأ بمشابهة سوق نقدي كوني واحد.

لذلك لا عجب أن تتأثر البورصات العربية عامة والمصرية على وجه الخصوص بالانهيارات الحادثة في البورصات العالمية ولكن الغير مبرر أن تنهار البورصة المصرية بهذه النسب الحادة وفي انخفاض أصلاً قبل ذلك التاريخ كما سنوضح في هذه الورقة.

ونظراً لأن هذه الورقة مقدمة للندوة التي يعقدها مركز صالح كامل للاقتصاد الإسلامي حول هذه الأزمة وكما علمت فإن هناك أوراقاً أخرى ستعرض لكافة جوانب الأزمة اقتصادية ومصرفية من حيث الأسباب والآثار والنتائج فإن هذه الورقة ستركز فقط على ما حدث من انهيار حاد في

(\*) المدير التنفيذي لشركة تداول للوساطة في الأوراق المالية، وخبير أسواق المال

البورصة المصرية وأسباب ذلك وكيفية التعامل مع هذه الأزمة لمحاولة تخفيف أضرار الأزمة على البورصة وبالتالي الاقتصاد ككل لتكون محتوى الورقة كالآتي:

أولاً: ماذا حدث في البورصة المصرية من بداية الأزمة في ٩/٧ وحتى ٢٠٠٨/١٠/٨.

ثانياً: ما أسباب الإنهيار الهائل في المؤشرات والقيمة السوقية وأسعار الأسهم.

ثالثاً: مقترحات للتعامل الجاد مع الأزمة.

أولاً: ماذا حدث في البورصة المصرية من بداية الأزمة في ٩/٧ وحتى ٢٠٠٨/١٠/٨  
١- الانهيار الأول للبورصة خلال النصف الأول من عام ٢٠٠٨:

\* مؤشر البورصة في يناير ٢٠٠٨ م

كان حوالي ١٠٢٣٤ نقطة وارتفع حتى مارس ٢٠٠٨ ووصل إلى ١١٣٥٧ نقطة ثم جاءت القرارات الحكومية في مايو ٢٠٠٨ والتي تضمنت ضريبة على السندات ورفع سعر الطاقة المقدمة للمصانع كثيفة استخدام الطاقة بالإضافة إلى التلويح بفرض ضريبة على الأرباح الناتجة عن التعامل بالبورصة فانخفض المؤشر حتى وصل في أغسطس ٨٤٤٩ نقطة انخفضت القيمة السوقية للأسهم من ٨٣٣ مليار في يناير ٢٠٠٨ ووصلت إلى حوالي ٧٠٠ مليار جنيه في أغسطس ٢٠٠٨ وبدأ السوق يستجمع قواه ليحاول الصعود بعد التصحيح السابق مرة أخرى ولكن حدث ما لم يتوقعة أحد..

## ٢- الانهيار الثاني للبورصة:

في ٧/٩/٢٠٠٨ : عندما بدأت الأزمة بالإعلان عن إنقاذ شركة التمويل العقاري فريدي ماك وفاني ماي ثم بعد ذلك بأسبوع الإعلان عن انهيار بنك ليان برزر أدي ذلك إلى انخفاضات حادة في البورصات العالمية ولم تنج البورصات العربية عامة والمصرية خاصة من تلك الانهيارات ولكن في مصر كان التأثير عنيفاً جداً لأسباب خاصة سنوضحها في البند ثانياً من هذه الورقة.

المهم انهار المؤشر في ٩ أكتوبر ٢٠٠٨م إلى ٥٦٦٧ نقطة بالمقارنة ٨٤٤٩ نقطة في أغسطس ٢٠٠٨م أو ١٠٢٣٤ نقطة في يناير ٢٠٠٨م.

وإنهارت القيمة السوقية تبعاً لذلك لتصل إلى ٥٤٤ مليار جنيه بالمقارنة بحوالي ٧٠٠ مليار جنيه في أغسطس ٢٠٠٨ و ٨٣٣ مليار جنيه في يناير ٢٠٠٨ والمدهش هو نزول السوق في يوم واحد ١٦,٨٪ وهذا لم يحدث في تاريخ البورصة المصرية أو الدول التي سببت الأزمة.

خلاصة ما سبق:

١. أن السوق فقد أكثر من ٣٠٠ مليار جنيه كقيمة سوقية من بداية العام وحتى الأسبوع الأول من أكتوبر هذا العام وانخفضت قيمة الأسهم بنسب تتراوح من ٥٠-٧٠٪.

٢. خطورة ما سبق أن هناك جزء من ٣٠٠ مليار تبخر يصل إلى ٢٠٪ لن يعود وذلك بسبب الشراء بالهامش والذي توفره البنوك وبعض شركات السمسرة المرخص لها بذلك حيث تقوم بإعطاء العميل قرض بفائدة بنسبة من محفظته تصل إلى ٦٠٪ في المتوسط بالإضافة ١٥٪ فوائد في المتوسط على

مبلغ القرض وإذا أضفنا إلى ذلك خسارة العملاء في المتوسط من ٥٠-٧٠٪ من قيمة محافظهم معني ذلك أن نسبة من العملاء خسروا رأس مالهم بالكامل مما يعني ضياع مدخرات كثير من المواطنين ويترتب على ذلك أن كثيراً من الشركات المتداولة لن تستطيع أن تطلب زيادة رأس مالها لعدم قدرة الأفراد على التمويل في الوقت الحالي كما ستتخفف قدرة هؤلاء الأفراد على الإنفاق وهذا يؤثر على الاقتصاد ككل.

ثانياً: أسباب الإنهيار الزائد في البورصة المصرية

مما لا شك فيه أن البورصة المصرية ليست في سياق مختلف عن البورصات العالمية والعربية خاصة وأن الأجنبي تصل نسبتهم إلى أكثر من ٣٠٪ من قيمة التداول ولكن نسبة الإنهيار في البورصة المصرية كان الأعلى بكثير من بورصات العالم خاصة وأنها في هبوط من شهر مايو كما أوضحنا في بداية الورقة فكان المتوقع أن يشهد السوق انخفاضاً ولكن ليس بهذه المبالغة.

هذا الانهيار الزائد يرجع إلى الأسباب الآتية:

١. الصمت والغياب الكامل للحكومة المصرية والمسئولين فعلى الرغم من تحرك جميع رؤساء وحكومات وبرلمانات دول العالم حتى في أيام الإجازات لديهم نجد أن الحال إنعكس تمامًا في مصر فلم نسمع مسئول واحد يتحدث حتى عن الأزمة فما بالك تأثيرها وكيفية مواجهتها بإستثناء يوم ٩ أكتوبر عندما تحدث المهندس / رشيد وزير الصناعة عن بعض جوانب الأزمة وسلامة ومتانة الاقتصاد والجهاز المصرفي؟! ١٩

٢. الصمت التام لرئيس وأعضاء مجالس إدارات الشركات المتداولة في

البورصة:

فلم يظهر سوى رئيس شركة واحدة وأعلن عن شراء أسهم خزينة أما باقي الشركات فلم يظهر أحد يرد علي الشائعات أو يوضح موقف شركته تفصيلاً حتى يطمئن الناس إن الأسعار الحالية لا تعبر بأي حال من الأحوال عن قوة الشركات.

٣. سيطرة الأفراد على معظم التداول اليومي.

ونسبة تداول الأفراد اليومي ٧٠٪ في مقابل ٣٠٪ فقط للمؤسسات ومع غياب الثقافة الاستثمارية وإنتهاج أسلوب القطيع رأينا تدافع الأفراد علي البيع بلا وعي أو أسباب.

٤. غياب شبه كامل للإعلام خاصة التليفزيون.

فالتعامل مع الاقتصاد عموماً في التليفزيون المصري في حدود ٣ دقائق يومياً وقبل النشرة الجوية وليس هناك أي تحليل أو توضيح للناس لمساعدتهم في اتخاذ القرار بل إن بعض الجرائد تصدرت صفحاتها الأولي بصورة أناس وهم في حالة انهياب ممسكين برؤوسهم أو ممددين على الأرض والصورة أبلغ من ألف فعال كما يقولون مما زاد من حالة الهلع وهل يعقل أن يوجد قناة للطفل والأسرة والثقافة وغيرها ولا يوجد قناة واحدة متخصصة للاقتصاد.

٥- القروض الممنوحة لمالكي الأسهم وما يسمى بالشراء بالهامش وتدخل المقرض بالبيع بأي سعر ليحصل على أصل القرض بالإضافة إلي الفائدة بغض النظر عن سعر البيع مناسب أم لا.

٦. تدافع العرب والأجانب علي البيع بأي سعر لتغطية المراكز المكشوفة لهم بالخارج.

مقترحات للتعامل الجاد مع الأزمة:

تتوقف طرق التعامل مع الأزمة على المدى الزمني المتوقع لاستمرارها وعلي عمقها وتأثيرها علي الاقتصاد من هنا أري أن هناك ثلاث محاور للتعامل مع الأزمة:

المحور الأول: محور نفسي

فأي أزمة لها شقان شق موضوعي وشق نفسي بل إن ما يحدث في البورصة في تقديري ٧٥٪ منه نفسي لذا لا بد أن نتحرك وبسرعة وملخص ذلك المحذور هو الظهور الحكومي ومسئول الشركات وإتاحة الفرصة لهم في وسائل الإعلام المختلفة لتوضيح الحقائق للناس ورفع وعيهم في التعامل مع الأزمة بدون تهوين أو تهويل أو أكاذيب.. والمهم هو الحضور الإعلامي اليومي.

كذلك: تكليف كل قطاع من قطاعات الاقتصاد القومي لتحديد الآثار الإيجابية التي وقعت بالفعل أو المحتملة خلال السنتين القادمتين وكيفية مراجعة تلك الآثار والإعلان الواعي عن النتائج لتعويد الشعب على مواجهة الحقائق.

المحور الثاني: القرارات الإدارية والحكومية

تستطيع الحكومة بإتخاذ بعض القرارات الإدارية والحكومية لاحتواء الآثار الضارة للأزمة ومنها:

١- إعادة النظر في وقف تصدير بعض السلع للخارج.

٢- إعادة النظر في رسم الصادر المفروض على بعض السلع بإلغائه أو تخفيضه.

٣- مراجعة الموازنة العامة للدولة التي بدأ العمل بها في ٢٠٠٨/٧/١ لإمكان وقف كلي أو جزئي لبعض البنود بعد الأحداث الطارئة الجديدة.

٤- إعادة النظر في تطبيق المرحلة الثانية من أسعار الطاقة على الصناعات كثيفة استخدام الطاقة.

٥- إلغاء الشراء والبيع في ذات الجلسة لأنه مضاربة عنيفة وهذا وقت غير مناسب.

٦- إلغاء الشراء بالهامش لماله من أضرار عملية

٧- إعادة النظر في تركيبة مؤشر case30 حيث إن ثلاثة أسهم فقط تمثل أكثر من ٤٠٪ من قيمة المؤشر وهذه الأسهم مدرجة في GDR بسوق لندن وتتأثر بالتقلبات العالمية مما ينعكس وبشدة على المؤشر على الرغم أنه قد يكون باقي الأسهم لم تنخفض بنفس النسبة بل وبعضها في ارتفاع.

٨- مراجعة آلية وقف التعامل على سهم إذا تجاوز ١٠٪ أو ٢٠٪ لأن كثير ما يحدث الوقف بسبب تنفيذ مائة سهم فقط وهذا لا يعبر بأي حال من الأحوال عن معظم السوق.

٩- النظر في تخفيض سعر الفائدة.

ولاننس حل مشكلة الاقتصاد الحقيقي بما فيه التضخم الذي تجاوز نسبهه أي حدود أو عجز الموازنة المتراكم والذي لا تلوح بالأفق أي بادرة

لوقفه وكذلك عجز الميزان التجاري والمديونية المحلية لأن هذا يساعد على تعافي الاقتصاد بسرعة.

### المحور الثالث: التدخل المالي الواعي

استعداد الحكومة للتدخل بإعادة شراء جزء من الأسهم التي سبق أن باعتها من وقت قريب بأسعار تعادل ٣ أو ٤ مرات الأسعار الحالية خاصة القطاعات الاستراتيجية والتي لا تمثل عبء على الحكومة مثل شركات المطاحن.....

كذلك سرعة تكوين صناديق مالية للاستفادة من انخفاض الأسعار ومساهمة الحكومة في رأس مال هذه الصناديق لإعادة الثقة إلى السوق.







## ملاحظات على الأزمة المالية الدولية وتوابعها تشخيص ومقترحات علاج مع تركيز على الحالة المصرية

الأستاذ الدكتور/ الخريب ناصر<sup>(\*)</sup>

تشخيص ، ومحاولات علاج.

لا يخفى على أحد أن العالم قد دخل ما يسمي عصر العولمة ، (أو أدخل إليه بفعل فاعلين، والنتيجة واحدة) وهذا العصر (ببساطة) المطلوب فيه أن تُزال كل الحواجز، وتفتح كل الأبواب، وتهدم كل الأسوار، أمام الانسياب والتدفق الحر بين أسواق العالم في كل المجالات؛ البضائع، والأفكار، والمعلومات، والأخبار، والخدمات والمنتجات المالية والمصرفية، والسياحية ورؤوس الأموال، والعمالة، والتكنولوجيا... عصر بهذا الشكل عصر فيه الحرية الكاملة «بالمعنى الواسع»... وآليات السوق هي الفيصل بين الناس. إذا... الوصف الأيديولوجي لهذا العصر... أنه عصر العولمة الرأسمالية، فاندفع الناس اندفاعاً لقطف هذه الثمار الناضجة، وحل مشكلات التخلف، واستكمال جهد التنمية في سوق تجدد فيه كل ما ترغب وتطلب... ومن لم يجد قدرة على الاندفاع... دُفع إلى ذلك دفعاً بالترغيب أحياناً... والترهيب أحياناً أخرى.

وكان الترويج الإعلامي الهائل سمة واضحة... والدعاية لأفكار العولمة محور غالب المؤتمرات والندوات الاقتصادية... وكأنه حملة تبشير شديدة الإحكام بنظام كوني لآخر الزمان... يُكرم فيه الإنسان... ويجدي

---

(\*) استشاري التمويل والاستثمار، رئيس مجلس الإدارة والعضو المنتدب لشركة أونست لتداول الأوراق المالية، الأستاذ المنتدب للدراسات العليا جامعة عين شمس .

ظله شبكة الأمان من هول نظم هوت ... وسياسات فشلت ... وحكومات ضاعت، وأضاعت شعوبها ، تطعمها الشعارات وتلهها بالأخطار المحدقات ... فقدمت العولمة المبشرات الخمسة للدول النامية وشعوبها :

**البشري الأولي :** فرص تسويق مفتوحة للمنتجات المحلية بأسواق الدول الكبرى والصغرى ... وحرية كاملة للتصدير دون قيود كمية.

**البشري الثانية :** فرص ضخمة لانتقال رؤوس الأموال سواء للاستثمار المباشر أو غير المباشر وهو ما يوفر التمويل اللازم لبرامج التنمية.

**أما البشري الثالثة :** حرية كاملة لانتقال قوة العمل الفائضة عبر الأسواق المختلفة بما يساعد في التغلب على مشكلات البطالة.

**البشري الرابعة :** توفير إمكانية كبيرة لنقل التكنولوجيا اللازمة لتحديث الصناعة والزراعة والإنتاج عموماً وكذلك الخدمات.

**البشري الخامسة :** تقديم وإتاحة فرصة التحديث للاقتصاد الحقيقي والمالي ونقله نوعياً ليقرب من الدول المتقدمة من حيث الجودة وسلامة المواصفات وتحفيز المنافسة وإعادة تأهيل العمالة ... وترشيد الإدارة.

لكن الانتفاع بهذه المبشرات وغيرها يتطلب التوقيع على مجموعة من الاتفاقيات الدولية أعدتها منظمة التجارة الدولية وهيئات مساندة من منظمة الأمم المتحدة ، تضم من الالتزامات والقيود ما يثقل كاهل الدول النامية وينفرها من التعاون ... لكن الشمار المرجوة كبيرة ... فبدأت مؤتمرات التفاوض بين الكبار والصغار ... بين الأغنياء والفقراء ، للوصول إلى حلول ... عندما يتفاوض قوي وضعيف ، أو غني وفقير ... هل للتفاوض قيمة؟ ولذلك فإن هناك اتفاقيات مررت بهدوء ... إلا أن بعض الاتفاقيات

الأخرى كانت المقاومة فيها عالية من جانب مجموعة من الدول مثل الصين والهند وكوريا والبرازيل وجنوب أفريقيا وماليزيا وغيرها ، وانضمت إليها مصر وبعض الدول الأخرى ... حتى تحققت منها بعض النتائج الإيجابية أو أجلت الاتفاقية لجولات تفاوض جديدة.

إن للعملة متطلبات صاحبها ... إذ لو كانت السوق العالمية حرة ، فإنه يجب أن تكون الأسواق المحلية حرة ... ولكي تكون الأسواق كذلك فإن على الدول أن تنسحب من النشاط الاقتصادي والمالي والإنتاجي وتكتفي بدور المراقب والمتابع والمحاسب أو قريباً من ذلك ... ومن ثم كان واضحاً أن التوجهات الاقتصادية التي تم التركيز عليها ... تقوم على ما يأتي:

١. الإندفاع نحو خصخصة كل المشروعات العامة.

٢. إطلاق القطاع الخاص وتدعيمه ليحل محل القطاع العام.

٣. تركيز عمل الدول في البنية الأساسية وبعض الخدمات.

٤. تغيير جوهرى في السياسة النقدية يلغى أى رقابة كمية أو تدخلية وإطلاق حركة المصارف في تسعير وإدارة خدماتها في ظل سوق تنافسي مفتوح.

٥. تغيير جوهرى في السياسات المالية يركز على الضرائب وفي الاتجاهات الخادمة للفكر الجديد.

٦. إلغاء أي قيود على السلع الواردة إلا في الإغراق وعدم المطابقة للمواصفات، وغيرها.

٧. إطلاق حرية الحركة لتحويلات رؤوس الأموال والعوائد والأرباح بين الداخل والخارج.

٨. إنشاء أو تفعيل أسواق المال ، وتشجيع تسجيل وقيد الشركات المحلية فيها وتيسير تداول الأسهم والسندات وغيرها دون تمييز أو تحيز أو قيود.

٩. الإسراع بدمج أسواق المال المحلية في منظومة الأسواق الدولية ذات الخبرة الكبيرة والبنیان المستقر ، والكوادر المؤهلة والكافية.

وقد سارعت الدولة المصرية - كغيرها - لتنفيذ هذه التوجهات ولديها - مثل غيرها - أمل كبير في قطف ثمار العولمة بجوانبها المختلفة ، إلا أن الغالبية من الدول النامية ، خرجت بفتات من المكاسب وفي مقابلها أحمال من الأعباء والمشكلات.

ومع أن «الحالة المصرية» كانت أفضل بكثير من غيرها من الدول النامية إذ حققت بالفعل مكاسب هامة - لكن بمجهود كبير - ظهر منها بوضوح ما يلي :

١. نمو كبير في الصادرات السلعية (وإن كانت بشروط سياسية).
٢. نمو في تدفقات رؤوس الأموال للاستثمارات المباشرة.
٣. نمو في تدفقات الاستثمارات المالية غير المباشرة عبر بورصات الأوراق المالية.
٤. نمو في تدفقات المنح والقروض (وإن كان أغلبها موجه من

٥. تحديث بعض الصناعات وإدارة برامج لنقل التكنولوجيا.

إلا أنه وللأسف الشديد واجهت «الحالة المصرية» مثل غيرها من الدول النامية عدداً من المشكلات منها :

١. وضع قيود على الصادرات من السلع خاصة الزراعية بالأسواق الأوروبية وأغلبها قيود نوعية.

٢. وضع قيود شديدة على التدفق الحر للتكنولوجيا الصناعية ، بحيث لا يتاح إلا ما توافق عليه الحكومات المصدرة، ولا يوصف بالإستراتيجي.

٣. وضع قيود شديدة على حركة العمالة من الدول النامية ، ومنعها تماماً من دول أخرى.

٤. ارتباط تدفق المنح والقروض بشروط متنوعة ، وإخراج بعضها من تحت ولاية الدولة المركزية.

٥. ضعف نمو الاستثمارات المباشرة مقابل ضخامة نمو الاستثمارات المالية المتحركة عبر البورصات.

٦. الزيادة الضخمة في فواتير الاستيراد للسلع والخدمات من الأسواق الأوروبية والأمريكية.

إذن يمكن .باطمئنان كامل ـ القول بأن النتائج الفعلية لتطبيقات مجموعة برامج العولمة ... قد خالفت كل المبشرات التي قدمتها للدول النامية وأغرمتها بالتعجيل في تطبيقها ... فكانت سلبيات العولمة أكثر بكثير من إيجابياتها ونرصد ذلك فيما يلي :

- فتحنا أسواقنا على مصراعها ... وأغلقوا أسواقهم إلا بشر وظهم.
- استقبلنا عمالة في أسواقنا... وقيدوا فرصة العمل بشدة على عمالتنا.
- قدموا لنا الأموال الساخنة غير المستقرة ... تقطف العوائد وتحولها وتنسحب بسرعة.

▪ استوردنا مصانع أو خطوط إنتاج ذات تكنولوجيا عالية بأسماء شركات عالمية ... وجاء معها من يشغلها أو يصونها في الغالب الأعم ... فضباع هدف توطين التكنولوجيا.

▪ أضحى اقتصادنا أكثر استيرادية عما كان عليه في السابق رغم النمو في التصدير.

لكن الآثار السلبية للسياسات المصاحبة لهذا الانقلاب الاقتصادي كانت أصعب مما سبق فقد حدث ما يلي :

١. أدت الخصخصة إلى تسريح مئات الآلاف من العاملين من كل الشركات التي تم خصخصتها ... وهي مشكلة اقتصادية واجتماعية كبيرة.
٢. أدى تخلي الدولة عن التزامها بتوظيف الخريجين إلى ارتفاع نسبة البطالة بين الخريجين ، وهي مشكلة اجتماعية كبيرة.

٣. أدى تقليص دور الدولة في التعليم ، ونمو دور القطاع الخاص ، إلى تهم المشكلات، خاصة من حيث فقدان الهوية والانتماء الثقافي ...

٤. أدى هؤلاء الخريجين بالدول التي استوردت منها مناهج التعليم، وفقدت التربية الدينية والقومية والتاريخ دورها.

٤. أدى تقليص دور الدول في الخدمات الصحية إلى العديد من المشكلات خاصة ما يتعلق بارتفاع تكلفة العلاج، وانخفاض مستوى الأطباء وظهور المتاجرة بالأعضاء ... وغيرها.

٥. زيادة مستوى الفقر، وتآكل الطبقة الوسطى.

٦. انتشار الفساد كظاهرة مخيفة في كل مكان ... حتى أصبحت المحسوبة والواسطة أداة الوصول الرئيسية في بعض الحالات.

٧. بروز مظاهر التناقض الطبقي بين الناس ، حيث يوجد ثراء فاحش لدى عدد محدود من الناس في مقابل فقر مدقع لدى نسبة متنامية من الناس.

٨. استعجال الدولة بخلق وتشكيل طبقة رأسمالية تساعد في التنمية ، وتنقل إليها وعبرها جزءاً من دورها في إدارة التنمية ، أدى إلى سلبات جوهرية وارتبط بها مساوئ جمة، فجاءت غير مبرأة من الفساد والإفساد.

▪ فبيعت بعض أصول الدولة بأبخس الأسعار.

▪ ونقلت ملكية شركات عامة لشركات ليست لها خبرة ، أو وجود سابق في الأعمال.

▪ مولت البنوك العامة بعضاً من الشركات التي تزمع في شراء شركات عامة، بالاقتراض بضمان أسهم شركات لم تنقل ملكيتها بعد.

الأزمة المالية والعولمة :

إن التشخيص السابق هو تمهيد ضروري لقراءة وتحليل الأزمة المالية العالمية في إطارها الصحيح، وتقييم آثارها والتنبؤ بتوابعها بشكل دقيق، والبناء على ذلك بتقديم بعض المقترحات للتعامل معها.

**هل العولمة هي سبب للأزمة المالية العالمية؟**

لا أعتقد ذلك، لأن بذور الأزمة وأسبابها نشأت في الاقتصاد الأمريكي من أزمة التمويل العقاري، مع العجز المزمن في الميزانية الأمريكية، واستخدام التمويل بالعجز، وفوضي الإقراض من خلال بطاقات الائتمان، والزيادة الكبيرة في القروض الاستهلاكية، والإنفاق العام الضخم على تمويل الحروب وزيادة العجز في الميزان التجاري مع دول مثل الصين والهند واليابان وغيرها.

✻ لكن المشكلة أن الأزمة المالية حدثت في أكبر اقتصاد رأسمالي، كان يقود تيار العولمة ويضغط بكل قوة على الدول لتبني تلك الأسس وتفتح اقتصاداتها دون أدنى ضوابط... حتى انفتحت كل الأسواق... فكان ما كان... فإذا بالعولمة قد سرّعت من نقل آثار الأزمة بالسرعة التي لا يتوقعها أحد إلى اقتصادات أضحت مندججة بشكل كبير... فكان الانتقال مباشراً بمجرد الإشارة خبر أو معلومة في فضائية أو في شبكة المعلومات الدولية... لا يفتنظ المنظم المالية المحلية على كابوس... لا ذنب لها في وجوده... راحة سريعة لها في منعه... ولذلك بدا الذهول هو الحالة الأولى التي عاشتها القابات المالية والمصرفية عبر العالم.

**الأزمة المالية العالمية «والحالة المصرية»:**

كان سوق المال المصري قد مر بأزمة منذ منتصف شهر مايو ٢٠٠٨م، وأخذت دورتها ، وبدا واضحاً قرب انتهائها وتعاقى السوق منها خلال شهر سبتمبر ٢٠٠٨م، وكانت التحليلات تشير إلى بداية صعود المؤشر لتعويض خسائره التي تجاوزت ٤٠٠٠ نقطة ... إلى أن حدث ما حدث بظهور الأزمة العالمية ... فانقلبت الأوضاع رأساً على عقب ... وبدأ مسلسل الخسائر يواصل مسيرته حتى فقد المؤشر في شهر واحد أكثر من ٢٠٠٠ نقطة ... فكان الذعر الذي أصاب الجميع.

فانكشفت عورات النظام المالي التي ما كان لها أن تظهر في ظل الاستقرار ... وبدا أن النظام المالي في حالة انكشاف حقيقي ... وقد يكون معرضاً أن يفقد الكثير من مقومات نجاحه واستمراره وتنافسيته ، وهو أمر شديد الخطورة ولا يتحملة النظام، فما عسانا أن نفعل في ظل هذه الكارثة التي لا دخل لنا فيها، وهي أكبر من حجمنا؟ ولكي نصل لإجابة على ما يجب فعله ، فإنه علينا أن نورد عدداً مهماً من الملاحظات و المنطلقات :

١. أن أول شيء هو أن نشخص (بأمانة) تطور الأزمة الداخلية الأولى الأزمة الوافدة الثانية في ظل استيعاب لخصائص العولة التي نعاشها ... وأن ندرك الترابط بينها جميعاً.

٢. أن نؤمن بأن المحن هي مصدر عظيم للمنع ... وأن النعمة تخرج من قلب النعمة ... وأن هذه سنن الله ... وهي سارية حاكمة ... فرب ضارة نافعة ... وعسي أن تكرهوا شيئاً ويجعل الله فيه خيراً كثيراً.

٣. أن ندرك أن النظام المالي العالمي في حالة من الرخاوة والهشاشة ،  
تسمح لنا بإمكانية اتخاذ قرارات تصحيحية لصالح الاقتصاد المحلي سواء  
بتعليق الالتزامات أو الالتفاف عليها، أو إيقافها بما يحقق مصلحة الوطن .

٤. أن ندرك أن الدول جميعها (متقدمة ونامية ، غربية وشرقية)  
سوف تُشغل بعمومها عن هموم غيرها. ولفترة ليست وجيزة ... ولا أحد  
منها يملك عصا ولا جزرة ... وهذه فرصة توحيد رؤية الدول النامية  
للقوف سناً واحداً يفتح باب إصلاح النظام المالي لمصلحتها ... وبالذات  
مجموعة الـ ٧٧.

٥. أن ندرك أن المنظمات المالية الدولية (البنك الدولي وصندوق  
المنظمة للتجارة وغيرها) هي الأخرى اختل توازنها ، وسوف تفقد  
صوابها المكري لفترة حتى يعاد صياغة نظام عالمي مالي جديد ... وسوف  
يكون فرصة الدول النامية للتفاوض بقوة للتغيير وإراز وزنها.

٦. أن ندرك بوضوح أن الأزمة المالية العالمية نشأت من الاقتصاد  
الحقيقي ... ومن ثم فإن لها توابع قد تستمر وقتاً ... ولذلك تكون مراهنة  
السطح على عنصر الوقت غير سليمة ... فقد يأتي الأسوأ ولذلك وجب  
التحوط والتعامل بنفس طويل.

٧. إن تعديلات جوهرية من المتوقع إدخالها على النظام المالي  
الراسمالي (أو يجب إدخالها) وهذه قد تكون مفيدة للدول النامية ... كما  
... أن تكون ضارة ... لذلك علينا أن نتصرف حيالها باهتمام وإيجابية ،  
وتتارمة أي تعديلات ضارة من خلال جهد جماعي مشترك.

٨. أن علينا أن ندرك أن اقتصادنا (برغم عيوبه الهيكلية) يملك مقومات كبيرة للاستفاقة والنهوض ... فهو اقتصاد متنوع ، يملك سوقاً كبيرة داخل محيط إقليمي قابل للتجمع والتنسيق والتكامل ... يملك كوادر بشرية مؤهلة.

٩. أن تطويراً هاماً قد حدث في الاقتصاد المالي والنقدي المصري حيث تكونت بنية تحتية ومؤسسات وخبرات وكوادر معقولة ... لكن ما يعيب هذا التطور هو أنه يقوم على نقل حر في منهج لكل ما يحدث في الأسواق المالية الدولية، وما تقدمه من منتجات تحت تصور أن أحدث شيء عندهم هو أفضل شيء لنا هو في رأينا خطأ ... فحاله الاقتصاد مختلفة، ومستوى النمو مختلف، وكذلك مستوي الكوادر وخبراتها ... وأنماط المستثمرين والإطار القانوني والبيئي، والبنيان القيمي، كل ذلك فيه اختلاف. فيجب أن نتبنى فكراً إنتقائياً محافظاً.

١٠. أن أسس النظام الرأسمالي قد تكونت في ضوء التطور التاريخي الذي حدث في أوروبا وعلى أساس أفكار وفلسفات للمفكرين والفلاسفة الهادفين للإصلاح ... ومن ثم فهناك إتساق بين التطور التاريخي والفكر المصاحب له والنظام المالي والاقتصادي الذي تأسس ... وهو اتساق يحترمه الباحث فنياً وتحليلياً ... لكن المشكلة أن كثيراً من هذه الأسس قد تعرضت لهزيمة فنية وعملية، أخرجته عما رسمه له منظرو الرأسمالية الأوائل مثل: آدم سميث وريكادو وغيرهم.

كانوا يتحدثون عن رأسمالية إنتاجية صناعية أو حتى تجارية ... لكننا الآن أمام رأسمالية مالية نقدية:

تتحرك في فضاءات القارات والدول، لا سيطرة لأحد عليها، فهي فوق الجنسيات، وهي غير قابلة للتوطن تشم من السماء رائحة الأرباح فتكثف وتهبط ... وتشم رائحة المخاطر فتبخر وتهرب وتفعل أي شيء لكي لا يتحكم فيها أحد.

١١. وحتى لا يكون الكلام مُرسلاً، فإنه يمكن القول وبإطمئنان كامل، إن ذلك النظام قد انحدر إلى أخطاء تنهي صلاحيته، وتستحث على إخراجه من خدمة الاقتصاديات الحقيقية عموماً، والنامية منها على وجه الخصوص ... ومن أبرز تلك الأخطاء ما يلي:

▪ الانفصال التام بين حركة النقود وحركة السلع والخدمات والمنافع، فكل منهما يدور مستقلاً عن الآخر.

▪ أن عوائد النقود ترتبط بثمن الإقراض وثمن الاقتراض ... ولا علاقة لها إطلاقاً بما حركته من دورات للسلع والخدمات أو ما حققته من منافع وقيم مضافة.

▪ أن الاستثمار الحقيقي (في إنتاج أصول أو سلع أو خدمات أو منافع) منفصل تماماً عن الاستثمار المالي في الغالب الأعم، وهو مصدر رئيسي للخلل المالي.

▪ أن الاستثمار المالي السريع، لا يعنيه كثيراً الغرض أو مجال الاستثمار، حتى وصل الحال أن يشتري أو يبيع في «مؤشر» سوق أو قطاع، دون أن يهتم المؤشر نفسه إلى محل للتوظيف، أو هو يشتري ويبيع «وعوداً» غير مضمونة لثمراء سلعة ... أو يتاجر في «اختيار» قابل للتنازل عنه بواسطة طرفيه.

▪ الاستثمار المالي يتصل دائماً من المخاطرة ، التي هي المبرر الأول للحصول على العائد وينقلها إلى غيره بطريقة منظمة وعمدية ... أو بالتحايل والخداع والمعلومات المغلوطة ... رغم أن مبدأ (العائد مقابل المخاطرة) من المبادئ المستقرة في فكر الاستثمار.

▪ انتشار طرق وسائل تبني على المراهنه أو المقامرة أو المضاربة في مجال الاستثمار المالي، وتم التقنين لها ضمن منظومة المنتجات المالية ... وأصبح لها منظرون يدافعون عنها.

▪ أن سوق المال الكفاء - الذي امتلأت به كتب الاستثمار - أضحى وهماً كبيراً لا وجود له في الواقع، فأغلب أسواق المال افتقدت الكثير من عناصره وافتقدت المقومات المتفق عليها لكفاءة الأسواق.

مصادر انتقال الأزمة المالية للسوق المحلية :

بعد هذه الملاحظات المهمة والمنطلقات الفكرية المساندة لها ، فإن علينا أن نرصد حدود إندماج النظام المالي المصري بالنظام المالي الدولي ، لمحاولة إيجاد سيناريو للتعامل مع الأزمة محلياً.

يرتبط النظام المالي المصري بالنظام المالي العالمي من خلال الروابط

التالية :

أولاً : وجود نسبة تتراوح بين ٢٥٪ : ٣٠٪ من المستثمرين الأجانب بالسوق المصرية ... وهذه النسبة تنامت في السنة الأخيرة عما كانت عليه من قبل ... وقد تحدثنا عن طبيعة قرارات هؤلاء، فهي شديدة الحساسية للتقلبات والمخاطر القطرية، وأغلبها مؤسسات، سريعة الحركة، والتقارير الدولية أساس مهم لقراراتها.

**ثانياً :** تسجيل وقيد عدد من الأوراق المالية لشركات مصرية في شهادات إيداع دولية ، وأغلبها من الأسهم الثقيلة وذات الوزن العالي في مؤشر البورصة المصرية (Case 30) ... وليس فقط ذلك فهناك إمكانية للشراء والبيع بين البورصتين في الجلسة الواحدة ، فيشتري من لندن ويبيع في مصر والعكس ..... مما سهل نقل الآثار بمجرد الضغط على زر الحاسب.

**ثالثاً :** سرعة تأثير المستثمرين المحليين بالحالة النفسية لمستثمري الاسواق العالمية والإقليمية بسبب سرعة وسهولة وصول المعلومات والأخبار.

**رابعاً :** وجود عدد من الشركات العاملة في الأوراق المالية في أكثر من سوق مال إقليمي أو دولي.

**خامساً :** انتشار واسع لشركات التقييم والتصنيف والأبحاث والمعلومات الدولية في السوق المحلية وتأثير تقاريرها وأخبارها عن الاقتصاد المصري ، أو عن الأوراق المصرية. وعدم وجود شركات وطنية قادرة تقوم بذلك الدور.

**سادساً :** بعض صناديق الاستثمار المحلية لها وجود قانوني وفني استثماري في الأسواق والمراكز المالية الدولية.

**سابعاً :** إن عدداً من البنوك المصرية هي فروع لبنوك عالمية ، ولها محافظ آثار بواسطة مراكزها الرئيسية ... كما أن بعض البنوك الوطنية لها فروع في أمريكا ... ولا شك أن هذا التشابك ناقل للآثر أو مساعد عليه.

إن ما سبق يمثل المصادر التي نقلت إلينا أثر الأزمة عند حدوثها ، لكن الأزمة قد ازدادت حدتها بسبب مجموعة من العوامل الإضافية :

١ . بطء التعامل مع الموضوع من جانب المنوط بهم هذا الأمر ... بل وظهور ردود فعل ساذجة لا ترقى لمستوى الحدث، وكان مصر تعيش في اقتصاد مغلق.

٢ . أن سوق المال المصري كان ما يزال تحت تأثير أزمته الداخلية منذ مايو ٢٠٠٨م وكان قد فقد حوالي ٤٠٠٠ نقطة حتى سبتمبر ٢٠٠٨م فانتقل من سيء إلى أسوأ.

٣ . أن صناديق الاستثمار المصرية في غالبها كانت في وضع لا يسمح لها بأن تقوم بأي دور ، لأنها كانت تعاني من آثار الأزمة المحلية ... بل وهى لازالت كذلك.

٤ . كانت السلطات النقدية في مصر مازالت تعيش مع سياستها في محاربة التضخم القائمة على امتصاص السيولة من السوق ، أي من البنوك فترفع أسعار الفائدة على الودائع ، وقامت بإصدار أذون خزانة على مرتين بمبالغ تصل إلى ٦٠ مليار جنيه تقريباً سحبت في معظمها من الجهاز المصرفي ... ولذلك تأثير سلبي على السيولة اللازمة لسوق المال.

٥ . التعليقات النقدية تجاه استثمارات البنوك المصرية في البورصة متحفظة جداً ، ومن ثم فإن دورها لا يكاد يذكر.

٦ . أن تصريحات عدد من المسؤولين بالتطمين لم تؤت ثمارها ، طالما استثمر هبوط المؤشر وتدهور الأسعار.



وتدبر ... والنظر في سيناريوهات واقعية تبني في حدود الإمكانيات للخروج منها ... أو تخفيض آثارها ... أو تحييدها.

توابع الأزمة في الجانب المالي :

١. المزيد من انسحاب الأجانب والعرب.
٢. المزيد من هبوط المؤشر وهبوط أسعار الأوراق.
٣. استمرار انخفاض حجم عمليات السوق بتوقف بعض المصريين عن التعامل يوماً بعد يوم.
٤. توقف الشركات عن شراء أسهم الخزينة بسبب نقص التمويل.
٥. تأثر الشركات العاملة في الأوراق المالية إلى حد خروج بعضها من السوق.

٦. ضعف أو توقف معاملات صناديق الاستثمار.

٧. ظهور تعثر في استثمارات البنوك المصرية بالخارج.

توابع الأزمة في الاقتصاد الحقيقي :

إن ارتباط الاقتصاد المصري بالخارج متنوع ، وقد يأتي الأثر السلبي من جانب أي من هذه الارتباطات فمن المتوقع مثلاً :

١. انخفاض إيرادات قطاع السياحة بسبب إلغاء الحجوزات وتخفيض الرحلات من أوروبا وأمريكا واليابان وغيرها.
٢. انخفاض إيرادات الصادرات المصرية السلعية للأسواق الأوروبية والأمريكية.



٢. احتمال انخفاض معدل التضخم بسبب انخفاض الأسعار.
٣. انخفاض أسعار مواد البناء ومستلزماته (حديد-أسمنت-أخشاب... وغيره) وقد يساعد في تحريك النشاط العقاري.
- مقترحات العلاج في المدى القصير:
١. اتخاذ قرار عاجل بإنشاء مؤشر جديد يراعي زيادة الشركات المتمثلة فيه والأوزان النسبية لكل منها ، ويمثل بشكل أفضل للسوق.
  ٢. إعادة النظر وبشكل عاجل في آلية تسجيل الأسهم في أسواق المال الدولية بآلية شهادات الإيداع الدولية وذلك من خلال :
    - إيقاف التداول لها بين السوقين شراءً وبيعاً.
    - وضع ضوابط متشددة للسماح بتسجيلها بالخارج.
    - إيقاف وشطب التسجيل الحالي.
    - منع أي تسجيل جديد.
  ٣. إعادة النظر في ضوابط تحركات الأسعار في الجلسة الواحدة.
  ٤. سرعة تأسيس سلسلة من صناديق الاستثمار المغلقة (عامة أو خاصة) بحيث ترتفع قدرتها بعد فترة - مع زميلاتها من الصناديق المصرية) إلى ٢٥ : ٣٠٪ من عمليات السوق.
  ٥. تشجيع إنشاء صناديق استثمار متخصصة لكل قطاع ... ويتم الترويج لذلك لدى اتحاد الصناعات واتحاد الغرف التجارية وجمعيات المستثمرين ورجال الأعمال.

٦. تشجيع التوسع في صناديق الاستثمار التي تبني على صيغ الاستثمار الإسلامي بأنواعها.
٧. وضع ضوابط للإدلاء بتقارير وتحليلات فنية أو مالية أو اقتصادية من خلال الفضائيات خاصة لأن بعض هذه التحليلات قاصرة ، أو متحيزة أو فيها أخطاء.
٨. التروي في إدخال أي منتجات مالية جديدة للأسواق مثل استلاف الاسهم والمستقات المالية فهذه المنتجات بها اختلالات قانونية وشرعية.
٩. السماح بإصدار صكوك الاستثمار الإسلامية أو السماح بتداولها مثل صكوك الإجارة ، وصكوك المشاركة وصكوك الاستصناع ، وغيرها.
١٠. تشديد الضوابط على تداول أسهم الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية ، ودراسة إمكانية شطبها.
١١. منع أي مجموعة مالية تعمل في سوق المال من تملك أكثر من شركة تداول (وساطة).
١٢. تشديد الرقابة على شركات التداول التي تقوم بعمليات شهادات الإبداع الدولية.
١٣. تشديد الرقابة على المستثمرين وشركات التداول بخصوص التورط في ممارسات على أسهم الشركات الصغيرة والمتوسطة (الجيمات).
١٤. دراسة إمكانية تخفيض جلسة التداول لمدة ساعة يومياً وذلك لمدة شهر أو اثنين أو حتى نهاية العام.

١٥ . عقد اجتماعات مشتركة بين البنك المركزي وهيئة سوق المال ووزارة المالية والاستثمار وغيرها من الهيئات ، وذلك لدراسة موضوعين :

- دراسة وتنشيط دور البنوك في تمويل العمليات بالسوق سواء للصناديق أو الشركات أو الأفراد وذلك بوضع ضوابط معقولة.
- التنسيق في توقيت إصدار قرارات تؤثر على السيولة المحلية.

١٦ . دراسة التجربة الكويتية الخاصة بشركات الاستثمار المالي، كشكل يضاف للشركات العاملة في سوق المال ، ويكون لها دور في المستقبل كصانع للسوق ... وهذه تعمل حالياً تحت إشراف البنك المركزي.

أما مقترحات العلاج في الأجل الطويل، فإنها تتطلب بحثاً مستقلاً، لأنها سوف تتطرق يقيناً إلى توجهات السياسة الاقتصادية وهو ما يحتاج إلى عمق في التناول وتجميع البيانات وتحليلها ودراستها.

هذا جهدي المتواضع، سطرته بكل محبة وإخلاص وتفاني ... فإن كنت قد وفقت فالفضل لله أولاً وآخراً وإن كان غير ذلك، فأسأل الله الغفران والله سبحانه الموفق والمستعان، وهو من وراء قصدي، وهو الهادي إلى سواء السبيل.





## كيف النجاة من أثر الأزمة المالية الرأسمالية على أسواق المال العربية

الإستاذ الدكتور/ حسين حسين شحاته<sup>(\*)</sup>

■ تمهيد:

يقول الله تبارك وتعالى: ﴿ وَأَتَقُوا فِتْنَةَ لَا تُصِيبَنَّ الَّذِينَ ظَلَمُوا مِنْكُمْ خَاصَّةً وَاعْلَمُوا أَنَّ اللَّهَ شَدِيدُ الْعِقَابِ ﴾ ( الأنفال: ٢٥ )، ففى ظل العولة والنظام الاقتصادي العالمى الجديد لا يمكن أن تكون أسواق المال العربية بمنأى عن فتنة المال و من صنيع الذين عبدوه وجعلوه صنمهم ومعبدوهم، وأصبحت المادية هى دينهم، ولقد صدقت نبوءة رسول الله ﷺ عندما قال: «يأتى زمان على أمتى يأكلون فيه الربا، قالوا: كل الناس يارسول الله؟»، قال: من لم يأكله يناله غباره» (متفق عليه)، ولقد صدق الله ورسوله عندما تأثرت كل أسواق النقد والمال، ومنها الأسواق العربية على النحو الذي سوف يرد فى هذا المقالة تفصيلاً.

■ أثر الأزمة على أسواق النقد والمال العربية :

فلقد تأثرت أسواق المال العربية بالأزمة المالية العالمية، ودليل ذلك

مايل:

أولاً: التراجع الكبير الملحوظ فى مؤشرات المعاملات فى البورصات العربية بصفة عامة والبورصات الخليجية بصفة خاصة، وترتب على ذلك خسائر مالية فادحة وما سوف يلي ذلك سيكون أعظم.

(\*) الأستاذ بكلية التجارة «بنين» جامعة الأزهر، خبير استشارى فى المعاملات المالية الشرعية

**ثانياً:** ارتفاع معدل المسحوبات من البنوك والمصارف العربية بسبب الذعر والخوف والهلع غير المنضبط، وسبب لها ذلك خلافاً في حركة التدفقات النقدية والمالية، مما اضطرت بعض البنوك المركزية في الدول العربية إلى ضخ كميات من السيولة لتلبية احتياجات الطلب على النقد، وهذا بدون شك أحدث ارتباكاً في سوق النقد والمال وأثر على الاحتياطات النقدية في البنوك والمصارف المركزية العربية.

**ثالثاً:** قيام العديد من البنوك والمصارف العربية بتجميد تمويل المشروعات التي تقوم بها الشركات والمؤسسات وفقاً للخطط والاتفاقيات والعقود، وهذا سبب انكماشاً في مجال الأعمال مما قاد في النهاية إلى تعثر وتوقف وعدم قدرة الشركات المقترضة عن سداد مستحققاتها للبنوك والمصارف، وبذا بدوره ساهم في تفاقم الأزمة.

**رابعاً:** زيادة المخاطر المالية التي تواجه البنوك والمصارف العربية عن المعدلات المتعارف عليها بسبب عدم القدرة على التنبؤ بما سوف تأتي به الأزمة من آثار سلبية سواء كانت نفسية أو سلوكية أو مالية أو سياسية.

**خامساً:** قيام بعض كبار المستثمرين من الأجانب بسحب أموالهم وتجميد معاملاتهم في أسواق النقد والمال العربية، وهذا أحدث ارتباكاً وخليلاً ملحوظاً في استقرار المعاملات وتأثرت البورصات العربية بهذا السلوك.

**سادساً:** ضخامة الخسارة التي منى بها المستثمرون العرب وكذلك البنوك والمصارف العربية في أسواق النقد والمال في أمريكا وأوروبا وغيرها

بسبب الأزمة المالية، وهذا بالتأكيد أثر على ثرواتهم وعلى معاملاتهم في الأسواق العربية وكذلك على السيولة في أسواق النقد والمال العربية.

سابعاً: ارتباط كثير من المعاملات في أسواق النقد والمال في كل الدول العربية بالدولار والذي يطلق عليه «الدولار اللص»، وما يحدث في أسعاره من انهيار غير مسبوق، وما ترتب على ذلك من آثار خطيرة على المعاملات المالية والاقتصادية سبب كل هذا خسائر باهظة على الثروة المالية في الدول العربية.

ثامناً: تأثر أسعار النفط بالانخفاض بسبب الأزمة، وهذا له تأثير كبير على الدول النفطية العربية، كما أن هناك خوفاً من توقع أن تقوم أمريكا من خلال الضغوط السياسية على الحكومات العربية النفطية بأن تساهم بطريق مباشر أو غير مباشر في خطة الإنقاذ الأمريكية، كما فعلت من قبل في حرب الخليج وفي حرب الإرهاب وهذا سوف يسبب خللاً في الموازين المالية للدول العربية الباهظة.

ثاسعاً: القلق النفسي الشديد الذي أصاب كل الناس وبصفة خاصة العرب من هذا الأزمة وما سوف يترتب عليها من فرض ضرائب ورسوم ومكوس جديدة وما سوف يترتب على ذلك من ارتفاع في أسعار السلع والخدمات.

هذه الآثار وغيرها تثير السؤال الآتي: كيف النجاة؟

■ سبل النجاة من الأزمة والحد من مخاطرها: كيف النجاة؟

يتساءل كثير من الناس ولاسيما رجال المال والأعمال وكذلك الحكومات ومن لهم علاقة بالأزمة الرأسمالية المالية العالمية: ما هو المخرج؟ وكيف النجاة؟

وفي هذا المقام نوصي بالموجبات الآتية:

**أولاً:** أن تقوم الحكومات العربية وبصفة خاصة البنوك المركزية باتخاذ القرارات الاستراتيجية الرقابية على المعاملات في أسواق المال والنقد وعلى المؤسسات المالية بما يوقف ويحد من تفاقم الأزمة، أى رقابة حكومية فعالة عملية على المعاملات في أسواق النقد والمال.

**ثانياً:** دعم المؤسسات المالية المتعثرة بسبب الأزمة بالسيولة وفق خطط وسياسات و برامج عملية وتحت رقابة البنوك المركزية العربية ولا بترك الجبل على الغائب .

**ثالثاً:** إصدار قوانين بمنع ( إيقاف) بعض المعاملات التي كانت من أسباب الأزمة ومنها على سبيل التأكيد ما يلي :

- عمليات المشتقات المالية الوهمية ( الميسر) وما فى حكمها.
- عمليات جدولة الديون والتوريق وفق نظام الفائدة الربوية.
- عمليات تمويل الأعمال بنظام الفائدة وتطبيق صيغ التمويل الإسلامية.
- عمليات غسل الأموال القذرة السائدة فى أسواق النقد والمال.

**رابعاً:** تحرير المعاملات من قيود الدولار واستخدام سلة عملات متنوعة وذلك لتوزيع المخاطر، فمن أسباب الأزمة الحالية باعتراف علماء

وخبراء المال والاقتصاد في الدول العربية وغيرها هو سيطرة الدولار على المعاملات.

**خامساً:** إيقاف استثمار أموال العرب في أسواق النقد والمال الأمريكية والأوربية إلا عند الضرورة المعتبرة قانونياً، وأن تكون خيارات العرب للعرب وخيارات المسلمين للمسلمين.

**سادساً:** دعم رجال الأعمال المخلصين لأوطانهم الذين يعملون في مجال الصناعة والزراعة والخدمات الضرورية وذلك للمحافظة على معدلات التنمية الفعلية وذلك من خلال نظام التمويل بالمشاركة كبديل لنظام التمويل بالفائدة الربوية الذي ثبت فشله.

**سابعاً:** أن تنشئ البنوك والمصارف المركزية في الدول العربية تكتلاً أو اتحاداً لمواجهة هذه الأزمة تحت رعاية جامعة الدول العربية، حيث إن ضخامة الأزمة فوق مستوى وقدرات كل دولة عربية لوحدها.

**ثامناً:** توجيه حركة النقد والمال وفق الأولويات الإسلامية وهي الضروريات والحاجيات والتوقف عن تمويل المشروعات التي تقع في مجال الكماليات والترفيهات وذلك للمحافظة على ضروريات وحاجيات الطبقة الفقيرة والمتوسطة من الناس .

**تاسعاً:** تطبيق نظام زكاة المال واستخدام جزء من الحصيلة في دعم الغارمين بسبب تلك الأزمة.

**عاشراً:** تطبيق قواعد ومفاهيم وصيغ الاستثمار والتمويل الإسلامية حيث هي المنقذ من هذه الأزمة.

▪ قواعد وضوابط الاستثمار والتمويل الإسلامي: هي المنقذ:

في ضوء ما سبق من تحليل لمظاهر وأسباب أثر الأزمة المالية على أسواق النقد والمال العربية بصفة عامة وعلى المواطن العربي بصفة خاصة، نرى أن المنقذ هو الالتزام بقواعد وضوابط الاستثمار والتمويل الإسلامي، واستنباطه من أحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية والتي تلخص في الآتي:

• تطبيق قواعد وأحكام الاستثمار والتمويل الإسلامي .

• تطبيق صيغ الاستثمار والتمويل القائمة على البيوع والمشاركة.

• تطبيق فقه الأولويات الإسلامية في توجيه الأموال.

• تطبيق مبدأ أولوية التعامل مع العرب والمسلمين.

• تطبيق نظام زكاة المال والنظم المالية الإسلامية الأخرى.

• تجنب (تحريم) كافة المعاملات غير المشروعه ومنها على سبيل المثال:

- المعاملات القائمة على نظام الفائدة.

- المعاملات القائمة على الغرر والجهالة والتدليس مثل المقامرات

و: ساربات.

- معاملات المشتقات المالية القائمة على الميسر.

- معاملات بيع الديون بالديون.

أم بأن للعرب والمسلمين أن يتبعوا شرع الله حتى ينقذهم الله من

«... إنا نراك لهم في أرزاقهم، وصدق الله العظيم القائل: ﴿ قَالَ أَهْبِطَا

بَيْنَهُمَا جَبْرًا يُغْشَىٰ بِصَفْحَتِهِمَا لِيَعْرِضَا لِعِضِّ عَدُوِّهِمَا فَإِنَّمَا يَأْتِيَنَّكُمْ مِنِّي هُدًى فَمَنِ اتَّبَعَ هُدَايَ

فَلَا يَضِلُّ وَلَا يَشْقَى ﴿١٢٣﴾ وَمَنْ أَعْرَضَ عَن ذِكْرِي فَإِنَّ لَهُ لَعْنَةً مِّنَ اللَّهِ  
وَيَحْشُرُهُ يَوْمَ الْقِيَامَةِ أَعْمَى ﴿[طه: ١٢٤، ١٢٥].

خلاصه القول:

لقد فشل النظام الاقتصادي الاشتراكي ، كما تنبأ علماء الاقتصاد  
الرأسمالي بالانهيار لأنه يحمل بذور فشله وهدمه، وبدأ علماء الاقتصاد والمال  
العالمين يبحثون عن نظام اقتصادي جديد لإنقاذ البشرية من شرور  
الرأسمالية الطاغية.

إنه بكل تأكيد هو النظام الاقتصادي الإسلامي ، الذي يقوم على القيم  
والأخلاق والوسطية والتوازن بين المادية والروحانية وتفاعل رأس المال مع  
العمل بصيغة متوازنة بحيث لا يطغى أحدهما على الآخر ويحقق الكفاية  
والرفاهية للناس على أساس الحق والعدل ويحقق التنمية الشاملة  
للمجتمعات.

وصدق الله القائل: ﴿وَلَوْ أَنَّ أَهْلَ الْقُرَىٰ آمَنُوا وَاتَّقَوْا لَفَتَحْنَا عَلَيْهِم  
بَرَكَاتٍ مِّنَ السَّمَاءِ وَالْأَرْضِ وَلَٰكِن كَذَّبُوا فَأَخَذْنَاهُم بِمَا كَانُوا يَكْسِبُونَ ﴿

[الأعراف: ٩٦]

وصدق الرسول ﷺ :

«إِنِّي تَارِكٌ فِيكُمْ مَا إِن تَمَسَّكْتُمْ بِهِ لَنْ تَضِلُّوا: كِتَابُ اللَّهِ، وَعِزَّتِي».

والحمد لله الذي بنعمته تتم الصالحات ،،





## قراءة إسلامية في الأزمة المالية العالمية

الأستاذ الدكتور / محمد عبد الجليل عمر<sup>(\*)</sup>

تقديم:

يعيش العالم الآن أزمة مالية عالمية عاتية بدأت شراراتها في الولايات المتحدة الأمريكية منذ عام ٢٠٠٧م ثم اندلعت نيرانها في سبتمبر ٢٠٠٨م في صورة انهيارات متتالية لعدة مؤسسات مالية كبرى من بنوك وشركات تأمين وشركات التمويل العقاري وصناديق استثمار، وشملت تداعياتها أسواق المال والبورصات العالمية في صورة انخفاضات حادة متوالية للمؤشرات بها وامتدت تأثيراتها إلى جميع أنحاء العالم وإلى جوانب الاقتصاد في صورة ركود بدأ يجنم على حركة الأسواق وانخفاضات في معدل النمو، وأصبحت هذه الأزمة الشغل الشاغل لجميع المسئولين والخبراء وشغلت أخبارها الصحف والمجلات وجميع وسائل الإعلام.

وهذه الورقة مقدمة للندوة التي يعقدها مركز صالح كامل للاقتصاد الإسلامي حول هذه الأزمة، ونظراً لأنه سوف تقدم في الندوة عدة أوراق تتناول ملامح الأزمة من حيث أسبابها وحجمها ونطاقها وتداعياتها وآثارها على الاقتصاد المصري بصفة خاصة والاقتصاديات العربية بصفة عامة، لذلك سوف تقتصر على القراءة الإسلامية للأزمة التي تدور حول بيان أن أسباب هذه الأزمة هي ممارسات مالية حرمها الإسلام، وأن بعض الأساليب التي اتخذت لعلاج الأزمة من الأساليب التي يقوم عليها الاقتصاد

(\*) أستاذ المحاسبة كلية التجارة «بنين» جامعة الأزهر، مدير مركز صالح كامل للاقتصاد الإسلامي

الإسلامي، كما أن من تداعياتها مطالبة المسؤولين في الدول الرأسمالية والخبراء فيها بإدخال تعديلات جوهرية على النظام الرأسمالي وبعض هذه التعديلات تعتبر من ركائز الاقتصاد الإسلامي.

وهذا ما سيتضح في القراءات التالية

## القراءة الإسلامية الأولى في تشخيص الأزمة

تتلخص ملامح الأزمة المالية العالمية في أن المؤسسات المالية قدمت قروضاً هائلة للتمويل العقاري بلغت حوالي ١١ تريليون دولار لشراء المنازل كما قدمت مبلغاً مماثلاً بصفة قروض استهلاكية بموجب بطاقات الائتمان، ثم قامت ببيع هذه القروض إلى شركات التوريق وأعدت إقراض ما حصلته في تمويل عقارى جديد مرات متتالية، وقامت شركات التوريق بإصدار سندات بقيمة هذه القروض وطرحتها في أسواق المال وتم تداولها بإعادة بيعها لآخرين ومنهم إلى غيرهم في تيارات متتالية وذلك بأسعار أكثر من قيمتها الاسمية اعتماداً على ما تدره من فوائد والتي بدأت بسيطة لمدة سنتين ثم تتزايد بعد ذلك، وفي المقابل قام المقترضون أصحاب المنازل بإعادة رهن العقارات بد تقويمها بمبالغ أكثر من قيمتها الأصلية والحصول على قروض من مؤسسات أخرى التي بدورها باعت هذه القروض إلى شركات التوريق التي أصدرت بموجبها سندات وطرحتها في أسواق المال والبورصات للتداول، وفي خطوة ثالثة تم إصدار أدوات مالية (مشتقات) للمضاربة على فروق أسعار هذه السندات وتم طرحها في الأسواق هي الأخرى ويتم تداولها منفصلة عن السندات، وبالتالي مُحلت المنازل بعدد كبير من القروض التي تفوق قيمة هذه المنازل وانقطعت الصلة بين حملة السندات وبين المقترضين بضمان العقارات، ولما تشبع السوق العقاري وقل الطلب انخفضت أسعار المنازل أو العقارات وفي ظل تزايد الفوائد وعدم قدرة أصحابها على إعادة بيعها أو رهنها والحصول على قروض جديدة

توقفوا عن سداد أقساط القروض وفوائدها، وهنا بدأت أسعار السندات في الانخفاض واتجه حملتها إلى بيعها بخسارة وتوقفت المؤسسات المالية عن الإقراض نظراً لتعثر المقترضين السابقين وبالتالي قل الطلب مرة أخرى على العقارات فانخفضت قيمتها ومن المقرر قانوناً أن المؤسسات المالية المقدمة للقروض رغم بيعها تعتبر مستولة مع شركات التوريد عن متابعة تحصيل الأقساط والفوائد وتسليمها لحملة السندات ويتوقف المقترضين عن السداد تركوا المنازل للمؤسسات المالية والتي أصبحت قيمتها أقل بكثير من قيمة القروض فضلاً عن عدم إمكان هذه المؤسسات بيعها للركود الحاصل في سوق العقارات وبالتالي أصبحت هذه القروض رديئة لا يمكن تحصيلها والممولة أصلاً من ودائع عملاء آخرين فبدأ العملاء في سحب جماعي لأموالهم عجزت معه المؤسسات المالية عن مواجهة السحب فأعلنت إفلاسها، وفي المقابل انخفضت أسهمها وأسهم شركات الاستثمار العقاري التي تقدم قروضاً أيضاً فأدى ذلك إلى انهيار الأسواق المالية، وهكذا وفي مثال مبسط أصبح يوجد منزل قيمته مليون دولار ترتبت عليه ديون متداولة في الأسواق المالية بحوالي ٣٠ مليون دولار بعضها يستند إلى بعض في توازن هائل بحيث إذا تعذر سداد أحدها انهارت المنظومة بكاملها فيه وهو ما نشهده في الأزمة العالمية.

وفي تطوير مترتب على ذلك قامت شركات التمويل العقاري والبنوك بالالتحاق مع مشتري العقارات على التامين على سداد القروض في شركات التأمين، وعندما عجز المشترون عن دفع الأقساط كانت شركة التأمين مطالبة بالسداد، وعند تفاقم المشكلة عجزت هذه الشركات عن دفع التعويضات فدخلت دائرة التعثر والإفلاس،

وهكذا أصبح الجميع يتنازع ملكية أو الحقوق على المنزل فصاحب المنزل يظن أن له حقاً أن المنزل باعتباره مملوكاً له لأنه اشتراه، وشركات التمويل العقاري والبنوك المقرضة تظن أن لها حقاً على المنزل لأنه مرهون لها، والمؤسسات الأخرى التي أعاد المشتري رهن العقار لها مقابل قرض جديد تظن أن لها حقاً في المنزل وشركة التأمين تقول إن لها حقاً على المنزل، أي أن العقار الواحد الذي يساوى مبلغاً ما أصبح عليه حقوق للعديد من الأطراف بأضعاف قيمة هذا المبلغ، وعندما توقف مشترو المنازل عن الدفع قامت الشركات والبنوك بمحاولة بيعها ولكن المشتري يرفض الخروج طبقاً للقانون وهو ما دفع أسعار العقار إلى الانخفاض لأنها مشغولة بساكن وهنا بدأت أسعار السندات التي طرحت برهن المنازل في الانخفاض لمحاولة التخلص حاملها منها بالبيع، وهكذا تعقدت المشكلة وتشابكت وتراكمت.

هذا مع ملاحظة أن توقف البنوك عن ضخ قروض جديدة أصاب التمويل الذي تطلبه الشركات الإنتاجية (صناعية وزراعية وتجارية وخدمية) التي لم تجد المال اللازم لتمويل عملياتها مما أدى إلى تقليل نشاطها وبالتالي الاستغناء عن بعض العمالة بها لتزيد البطالة ويدخل الاقتصاد في حالة ركود متتابة وهنا حدثت تداعيات خطيرة منها ما قرره الحكومات من ضخ أموال ضخمة للمؤسسات المالية لشراء القروض الرديئة وتأميم بعضها وإدماج البعض الآخر وفرض وصاية عليها، ولكن هذه الأساليب لم تستطع وقف الأزمة بل مازالت تتزايد يوماً بعد يوم.

وفي ضوء هذا التشخيص المبسط يمكن قراءة الأزمة؛ أسبابها وتداعياتها إسلامياً على الوجه التالي:

## القراءة الإسلامية الثانية في أسباب الأزمة

نقصد بالقراءة الإسلامية لأسباب الأزمة بيان أن هذه الأسباب ناتجة عن أساليب في التعامل وممارسات في العلاقات المترتبة عليها محرمة شرعاً كما يتضح مما يلي:

أولاً: موضوع الرهن العقاري: وصورته أن يتم التعاقد بعقد ثلاثي الأطراف بين مالك لعقار ومشتري وممول (بنك أو شركة تمويل عقاري) على أن يقوم المالك ببيع العقار للمشتري بمبلغ معين ويدفع المشتري جزءاً من الثمن (١٠٪ مثلاً) ويقوم الممول في ذات العقد بدفع باقى الثمن للبائع مباشرة واعتباره قرضاً في ذمة المشتري مقابل رهن العقار للممول ويسدد القرض على أقساط طويلة الأجل (ما بين ١٥-٣٠ سنة) بفائدة تبدأ عادة بسيطة في الستين الأولتين ثم تزايد بعد ذلك ويسجل العقار باسم المشتري ويصبح مالكة له حق التصرف فيه بالبيع أو الرهن.

وكان موضوع الرهن العقاري هو السبب الرئيسي للأزمة لأن البنوك أهملت في التحقق من الجدارة الائتمانية للمقترضين وأغرتهم بفائدة بسيطة في الأول ثم تزايدت وتوسعت في منح القروض مما خلق طلباً متزايداً على القروض. إارات إلى أن تشبع السوق فانخفضت أسعار العقارات وعجز المقترضون عن السداد وكانت البنوك قد باعت هذه القروض إلى شركات التمويل التي أصدرت بها سندات وطرحتها للاكتتاب العام وبالتالي ترتب على الرهن العقاري كم هائل من الديون مرتبطة بعضها ببعض في توازن هش. توقف المقترضين إلى انهيار هذا الهرم وحدثت المشكلة.

ومن منظور إسلامي فإن هذا الأسلوب للرهن العقاري غير جائز شرعاً من منظور إسلامي، وفي ذلك جاء قرار مجمع الفقه الإسلامي الدولي رقم ٦/١/٥٢ في دورته المنعقدة في مارس ١٩٩٩ م ما يلي:

«إن السكن من الحاجات الأساسية للإنسان، وينبغي أن يوفر بالطرق المشروعة بهال حلال، وإن الطريقة التي تسلكها البنوك العقارية والإسكانية ونحوها من الإقراض بفائدة قلت أو كثرت هي طريقة محرمة شرعاً لما فيها من التعامل بالربا، وهناك طرق مشروعة يستغنى بها عن الطرق المحرمة لتوفير المسكن بالتملك».

ومن الطرق المشروعة والتي تتعامل بها المؤسسات المالية الإسلامية شراء مؤسسة التمويل العقاري وبيعه مرابحة وكذا إبرام عقد استصناع (مقاوله) مع العميل لبناء المبنى وتوجد صورة أخرى تطبق في المؤسسات المالية الإسلامية العاملة في أمريكا وهي صورة «المشاركة التأجيرية» وهي أن يشترك العميل والمؤسسة المالية في شراء العقار ثم تؤجر المؤسسة المالية حصتها للعميل وفي نفس الوقت تباع له كل سنة جزءاً من حصتها حتى ينتهي العقد بتملك العميل للعقار<sup>(١)</sup>.

وتفترق هذه الطرق عن طريق القرض العقاري بخلوها من الفوائد الربوية من جهة والربط بين التمويل والعقار دون توليد ديون متعددة.

ثانياً: إعادة بيع أو رهن العقار: كثيراً ما يقوم المشترون ببيع العقار المرهون أو رهنه مقابل قرض جديد بفائدة وبالتالي يتحمل العقار الواحد

(١) د. محمد عبد الحليم عمر: إطلاقة شرعية على المؤسسات المالية الإسلامية العاملة في أمريكا-

بحث مقدم للمؤتمر الثالث لمجمع فقهاء الشريعة بأمريكا الشمالية عام ٢٠٠٥ م.

بحقوق رهن متعددة، وما حدث في الأزمة أنه عند توقف المقرض عن السداد لم تكف قيمة العقار المرهون عن سداد القرضين

وهذه المسألة باطلة شرعاً لأمرين: أولهما أنها معاملة تنطوي على قرض جديد بفائدة ربوية والربا محرم شرعاً، وثانيهما أن الفقه الإسلامي على أنه لو رهن الشخص الشيء المرهون بدين آخر غير الأول بدون إذن المرتهن لا يصح، ولو بإذن يصح الرهن الثاني ويبطل الرهن الأول<sup>(١)</sup> لأن الرهن حق على عين ولا يجتمع حقان على عين واحدة، وكذا إذا باع الراهن الشيء المرهون يصير الثمن رهناً لا يجوز التصرف فيه فإذا أذن المرتهن للراهن بالبيع وانتصرف في الثمن سقط حقه في الرهن، وبالتالي يكون القرض خالياً من الرهن.

**ثالثاً: التوريق:** وهي قيام البنوك وشركات التمويل العقاري ببيع دين القروض المتجمعة لديها على العملاء الذين اشتروا العقارات إلى إحدى الشركات المتخصصة والتي تسمى قانوناً «شركات التوريق» وهذا البيع يكون بمقابل معجل أقل من قيمة الدين، ثم تقوم شركة التوريق بإصدار سندات بقيمة هذه الديون بقيمة أسمية لكل سند وتطرحها للاكتتاب العام (بيها) للأفراد والمؤسسات بقيمة أكبر وأقل من القيمة الأسمية (أي بعلاوة أو خصم إصدار) ويحصل حملة السندات على فوائد القروض وتتولى شركة التوريق مع شركة التمويل عملية تحصيل الأقساط والفوائد من المقرضين الأصليين وتوزعها على حملة السندات، وبذلك تحصل شركة التمويل على مدفوعة وتكسب شركة التوريق الفرق بين قيمة القروض وبين ما دفعته

١٧/٢٢٧ .

لشرائها ويكسب حملة السندات الفوائد كما يمكنهم تداول هذه السندات في سوق المال بالبيع لغيرهم بأسعار أكثر من سعر شرائهم لها في حالة ارتفاع سعر فائدتها عن سعر الفائدة السائدة ، وقد يبيعونها بخسارة عندما يقل سعر الفائدة أو يحتاجون لسيولة عاجلة، وباستمرار تداول السندات تنتقل الملكية إلى عديدين في داخل البلاد وخارجها.

وفي المقابل فإنه عندما يقترض مشترون العقارات من مؤسسات مالية أخرى برهن نفس العقارات تقوم هذه المؤسسات ببيع هذه القروض إلى شركة التوريد التي تصدر بها سندات وتطرحها في الأسواق، وبالتالي يصبح للعديد من الناس والمؤسسات حقوقاً على العقار وتزايد قيمة الأوراق المالية المصدرة عن قيمة العقارات، وإذا حدث وتحوّلت هذه القروض إلى قروض رديئة لتعثر مالكي العقارات عن السداد أو تنخفض قيمة العقارات في الأسواق فإن حملة السندات يسارعوا إلى بيع ما لديهم فيزيد العرض وينخفض سعرها وتزيد الضغوط على كل من المؤسسات المالية وشركات التوريد وهكذا يمكن القول إن التوريد بما يتجه من تضخم لقيمة الديون وانتشار حملة السندات الدائنين وترتيب مديونيات متعددة على نفس العقار هو حجر الزاوية في حدوث الأزمة المالية.

وتوريد الديون هذا في حد ذاته غير جائز شرعاً للآتي:

- أن عملية التوريد تكون ببيع الدين لشركة التوريد بأقل من قيمته وهذا يعني أن تدفع الشركة أقل وتأخذ أكثر وهو عين الربا.  
أن السندات تدر دخلاً عبارة عن فوائد وهي ربا.

أن عادة ما يتم تداول هذه السندات في البورصة بالأجل أو على أقساط وهو من بيع الدين بالدين المنهى عنه شرعاً.

وفي ذلك جاء قرار مجمع الفقه الإسلامي الدولي التابع لمنظمة المؤتمر الإسلامي رقم ١١/٤/٩٢ في دورته الحادية عشر بتاريخ نوفمبر ١٩٨٨ م مايلي:

«ولا يجوز بيع الدين المؤجل من غير الدين بنقد معجل من جنسه أو من غير جنسه لإفضائه إلى الربا، كما لا يجوز بيعه بنقد مؤجل من جنسه أو من غير جنسه لأنه من بيع الكالئ بالكالئ (أي المتأخر دفعه بالمتأخر قبضه) المنهى عنه شرعاً، ولا فرق في ذلك بين كون الدين ناشئاً عن قرض أو بيع أجل».

وفي قرار لمجمع الفقه الإسلامي التابع لرابطة العالم الإسلامي في دورته السادسة المنعقدة في يناير ٢٠٠٣ م جاء مايلي:

«لا يجوز التعامل بالسندات الربوية إصداراً أو تداولاً أو بيعاً لاشتغالها على الفوائد الربوية ولا يجوز توريق (تصكيك) الديون بحيث تكون قابلة للتداول في سوق ثانوية لأنه في معنى حسم الأوراق التجارية الذي يشتمل على بيع الدين لغير الدين على وجه يشتمل على الربا».

وربما يقول البعض إن العملية ليست بيعاً لدين ولكنها تدخل في إطار ما يسمى قانوناً «بحوالة الحق» أي أن شركة التمويل تحيل حقوقها الناشئة عن التمويل العقاري إلى شركة التوريق مقابل ما تدفعه لها فهي مثل الحوالة التي يسهل فيها المدين دائنه على آخر مدين له، فهذا قياس مع الفارق لأنه يسهل في الحوالة تساوي الدينين الأصلي والمحال به.

وأما في حوالة الحق من خلال عملية التوريق فإن شركة التوريق تعطى لشركة التمويل مبلغاً أقل من الدين الأصلي المشتري.

رابعاً: الفوائد الربوية: يلاحظ أن عمليات التمويل العقاري وتوابعها والتي كانت السبب الرئيسي في الأزمة المالية العالمية تقوم على الفوائد على القروض، وياجماع المسلمين قديماً وحديثاً فإن فوائد القروض ربا محرم شرعاً، والربا في الإسلام من أشد الجرائم الاقتصادية والاجتماعية لمخالفة مرتكبيه لأمر الله تعالى القائل سبحانه ﴿وَأَحَلَّ اللَّهُ الْبَيْعَ وَحَرَّمَ الرِّبَا﴾

[البقرة: ٢٧٥]

ولأن الربا هو الذنب أو المعصية التي توعدّها الله سبحانه وتعالى بأكثر من عقوبة هي:

- المحق وذهاب البركة بذهاب المال أو نفعه فيقول ربنا تبارك وتعالى: ﴿يَمْحَقُ اللَّهُ الرِّبَا وَيُرِي الْمَصْدَقَاتِ﴾ [البقرة: ٢٧٦].

ويقول الرسول ﷺ «الرِّبَا وَإِنْ كَثُرَ، فَإِنَّ عَاقِبَتَهُ تَصِيرُ إِلَى قُلٍّ»<sup>(١)</sup> وها نحن نرى أن البنوك وشركات التأمين وحملة السندات وكل من تعامل بالربا خسر أصل ماله والفوائد.

- الأزمات النفسية التي تصيب أكلة الربا لقوله تعالى: ﴿الَّذِينَ يَأْكُلُونَ الرِّبَا لَا يَقُومُونَ إِلَّا كَمَا يَقُومُ الَّذِي يَتَخَبَّطُهُ الشَّيْطَانُ مِنَ الْمَسِّ﴾ [البقرة: ٢٧٥] والفرع والهلع والحزن والاكتاب الذي يجيم على الخاسرين في الأزمة ما هو إلا نوع من مس الربا

(١) مسند أحمد ٨/٣٥٧ حديث رقم ٣٨٢٥

- الوعيد بالحرب من الله ورسوله لقوله تعالى: ﴿يَأْتِيهَا الَّذِينَ آمَنُوا  
 اتَّقُوا اللَّهَ وَذَرُوا مَا بَقِيَ مِنَ الرِّبَا إِن كُنْتُمْ مُؤْمِنِينَ ﴿٢٧٨﴾ فَإِن لَّمْ تَفْعَلُوا فَأْذَنُوا بِحَرْبٍ  
 مِّنَ اللَّهِ وَرَسُولِهِ ۗ وَإِن تُبْتُمْ فَلَكُمْ زُؤُوسٌ أَمْوَالِكُمْ لَا تَقْلِمُونَ وَلَا  
 تُظْلَمُونَ ﴿البقرة: ٢٧٨-٢٧٩﴾.

وها هي الحرب قامت في صورة إعصار مالي عالمي على جميع  
 المؤسسات الربوية والمتعاملين معها.

- الخلود في النار يوم القيامة لمن لم تردعه الأزمة وعاد إلى الربا حيث  
 يقول ربنا عز وجل ﴿وَأَحَلَّ اللَّهُ الْبَيْعَ وَحَرَّمَ الرِّبَا فَمَن جَاءَهُ مَوْعِظَةٌ مِّن رَّبِّهِ  
 فَانْتَهَى فَلَهُ مَا سَلَفَ وَأَمْرُهُ إِلَى اللَّهِ وَمَنْ عَادَ فَأُولَئِكَ أَصْحَابُ النَّارِ هُمْ فِيهَا  
 خَالِدُونَ ﴿البقرة: ٢٧٥﴾.

خامساً: المشتقات المالية: إن شياطين التمويل المعاصر ومن أجل الجشع  
 نحو مزيد من الأرباح والفوائد ابتكروا ما يسمى بالمشتقات المالية وهي  
 حسب تعريف صندوق النقد الدولي «عقود تتوقف قيمتها على أسعار  
 الأصول المالية محل التعاقد ولكنها لا تقتضى أو تتطلب استثماراً (أى دفع  
 نقدية) لأصل المال في هذه الأصول، وهي كعقد بين طرفين على تبادل  
 المشورات على أساس الأسعار أو الفوائد فإن انتقال ملكية الأصل محل  
 المشتقات النقدية يصبح أمراً غير ضروري».

في تعريف آخر «المشتقات عبارة عن عقود فرعية تبنى أو تشتق من  
 عقود أساسية لأدوات استثمارية (أوراق مالية، عملات أجنبية، سلع).

نشأت عن تلك العقود الفرعية أدوات مالية مشتقة وذلك في نطاق ما اصطلح عليه بالهندسة المالية».

وفي تعريف ثالث: «أن المشتقات ليست أصول مالية وليست أصولاً عينية وإنما هي عقود كسائر أنواع العقود يترتب عليها حقاً لطرف والتزاماً على الطرف الآخر».

وتوضيح ذلك بمثال مبسط لنوع من أنواع المشتقات أنه يوجد شخص يريد أن يشتري أسهماً أو سندات بسعر اليوم على أن يتسلمها في المستقبل ودون أن يدفع الثمن حالياً، ويخشى إن انخفضت أسعارها بعد تسلمها أن يخسر فيها عند بيعها فيتفق مع البائع على أن يعطيه حق الخيار في الرجوع عن الصفقة بمقابل لهذا الحق في الاختيار وليكن ٥ جنيهات مقابل كل سهم أو سند، ودون إلزام لمشتري حق الخيار في شراء الأسهم ويتم إصدار ورقة مالية بقيمة حق الاختيار هذا تتداول في السوق بأسعار متغيرة أى يبيع حق الشراء أو عدمه لشخص آخر فإن انخفضت أسعار الأسهم أكثر من خمسة جنيهات يكتفى بخسارتها ويتم تصفية العملية، وإن ارتفعت أسعار الأسهم أكثر من خمسة جنيهات لا يشتري ولكن يأخذ الفرق من البائع، أى أن المعاملة تدور حول حق الخيار فكأنها مراهنه على الأسعار في المستقبل.

وهذا يتم بالنسبة للأسهم والسندات والسلع والنقود وأسعار صرفها وأسعار الفوائد بل وصل الأمر إلى إصدار أوراق مالية بمؤشرات البورصات، أي المراهنه على انخفاض أو ارتفاع المؤشر يوماً بعد يوم.

وتتعدد أدوات المشتقات المالية من أهمها ما يلي:

١. العقود المستقبلية: وهي إبرام عقد بين بائع ومشتري على شراء سلعة

أو أوراق مالية أو نقود بسعر معين على أن لا يتم تسليم الثمن أو المبيع عند التعاقد وإنما يدفع كل من المشتري والبائع مبلغاً لهيئة السوق يمثل نسبة من الثمن في حدود التغيرات التي يتوقع أن تحدث في الأسعار بصفة هامش جدية وحتى تدفع منه الهيئة مستحقات أي طرف عند التصفية والغرض من إبرام هذه العقود ليس تسلم العقود عليه أو الثمن بل المضاربة على فروق الأسعار، فالبائع يضارب على هبوط السعر في المستقبل وبالتالي يكسب الفرق، والمشتري يضارب على صعود السعر في المستقبل ليكسب الفرق، ولذلك فإنه لا يتم تسليم أو تسلم للصفقة، فإذا انخفض السعر في المستقبل عن سعر التعاقد دفع المشتري الفرق للبائع والعكس صحيح، والأمر لا يتوقف عند هذا الحد ولكن تصدر أدوات مالية بهذه العقود ويتم تداولها أي بيعها للغير، فهو في حقيقة الأمر لا يبيع السهم أو السند أو السلعة وإنما يبيع توقع ارتفاع أو انخفاض الأسعار لها.

وما حدث في الأزمة أن تتم عقود مستقبلية على سندات التمويل العقاري وعلى أسهم البنوك المقرضة وشركات التمويل العقاري والشركات العقارية على أمل ارتفاع أسعارها وحينما بدأت الأزمة وتم فقد الثقة في السوق المالية سارع الجميع إلى تصفية مراكزهم المالية فانهارت هذه الأدوات المستعملة.

٢. الخيارات أو الاختيارات: وهي عبارة عن عقود يسمح بموجبها بائع اختار (مصدره) الحق لمشتري الخيار (المكاتب بالخيار) ببيع أو شراء عملة أو سادة دولية أو ورقة مالية بسعر محدد سلفاً في تاريخ مستقبل مقابل تعهد المشتري بالخيار بدفع مبلغ لاكتسابه حق الخيار.

وبالتالى فإن من اشترى أداة مالية تعطيه حق الخيار في الشراء أو البيع تخلص منها بسرعة في بداية الأزمة وبالتالي تقلص التعامل بهذه الأداة وفقدت السوق المالية عدة نقاط من مؤشراتهما

وأثر المشتقات على الأزمة يظهر في أن التوسع في اشتقاق أدوات مالية جديدة تعتمد على الثقة في تحقيقها مكاسب في المستقبل، ونظراً لانهايار أسعار الأسهم والسندات الصادرة عن البنوك والشركات الاستثمارية انهارت قيمة هذه المشتقات وحدث ذعر في الأسواق المالية نتيجة لتكالب الجميع على تصفية مراكزهم فانخفضت مؤشرات الأسواق انخفاضاً كبيراً أدى إلى شلل هذه الأسواق، ومن عجب أن من أهم أهداف هذه المشتقات هو مواجهة المخاطر التى يمكن أن تحدث وأظهرت الأزمة عجزها حتى عن حماية نفسها.

والمشتقات بهذا الشكل غير جائزة شرعاً وفي ذلك جاء قرار مجمع الفقه الإسلامى الدولى التابع لمنظمة المؤتمر الإسلامى رقم ٦٥/١/٧ في دورته السابعة في مايو ١٩٩٢م بالتمثيل لبيع السلع بأسلوب المستقبليات ما نصه: «الطريقة الرابعة الرابعة أن يكون العقد على تسليم سلعة موصوفة في الذمة في موعد أجل ودفع الثمن عند التسليم دون أن يتضمن العقد شرط أن ينتهى التسليم والتسلم الفعليين بل يمكن تصفيته بعقد معاكس، وهذا هو النوع الأكثر شيوعاً في أسواق السلع، وهذا العقد غير جائز شرعاً».

كما جاء في ذات القرار ما يلى: إن عقود الاختيارات كما تجرى اليوم في الأسواق المالية العالمية هي عقود مستحدثة لا تنطوى تحت أى عقد من العقود الشرعية المساهم، وبما أن المعقود عليه ليس مالاً ولا منفعة ولا حقاً

مالياً يجوز الاعتياض عنه فإنه عقد غير جائز شرعاً وبها أن هذه العقود لا تجوز ابتداء فلا يجوز تداولها.

- وأما التعامل بالمؤشرات (أى الأرقام القياسية التى تبين حالات التعامل فى البورصات) فجاء فى نفس القرار بشأنها ما يلى: «المؤشر هو رقم حسابى يحسب بطريقة إحصائية خاصة يقصد منه معرفة حجم التغير فى سوق معينة وتجربى عليه مبيعات فى بعض الأسواق المالية العالمية، ولا يجوز بيع وشراء المؤشر لأنه مقامرة بحته وهو بيع خيالى لا يمكن وجوده».

علاوة على ذلك: أساليب المضاربات قصيرة الأجل: من الأساليب التى أشعلت نيران الأزمة المضاربات التى تقوم على توقعات المضاربين بتغير الأسعار فى الفترات القصيرة لكسب فروق الأسعار، وزيادة حجم التعامل بإتاحة التعامل لمن لا يملك مالاً أو أوراق مالية الذى عبر عنها الاقتصادى الفرنسى البارز «موريس آلية» بقوله «من الممكن أن تشتري بدون أن تدفع وأن تباع بدون أن تحوز»<sup>(١)</sup>، ويتم ذلك من خلال عدة آليات منها ما يلى:

أ. البيع على المكشوف: وهو حسب ما عرفته الموسوعة الأمريكية بيع شخص ما لا يملكه حيث يتوقع شخص انخفاض سعر ورقة مالية (سهم أو سند) فى المستقبل القريب فيضارب «يقامر» على الهبوط ويقترض من المصارف من المخزون لديه أو يقترض السمسار له من شخص آخر عدد من هذه الأسهم أو السندات ليبيها حالاً لحسابه بالسعر المرتفع ويظل المبلغ

(١) الشروط النقدية لاقتصاد السوق من درس الأمس إلى إصلاحات الغد - نشر المعهد الإسلامى للبحوث والتدريب ١٩٩٣م ص ٢٢. وفيه يشخص حالة عالم التمويل الرأسمالى متوقفاً حدوث كسادات وأزمات له بسبب الممارسات التى جعلت البورصات حسب تعبيره كازينوهات امراهين والمقامرة.

لدى السمسار يستثمره دون أن يدفع عنه فوائد وبعد مدة قصيرة إن صدق توقع المضارب وارتفع السعر يأمر السمسار بشراء بدل منها ويسلمها للمقرض ويكسب الفرق بعد دفع عمولة السمسار، وإن لم يصدق توقعه وانخفضت الأسعار يكون ملزماً بدفع مبلغ لتكملة ثمن شرائها لردها إلى صاحبها الأصلي.

وهذا الأسلوب غير جائز شرعاً فلقد جاء في قرار مجمع الفقه الإسلامي الدولي في دورته السابعة السابق الإشارة إليها ما نصه: «لا يجوز أيضاً بيع سهم لا يملكه البائع وإنما يتلقى وعداً من السمسار بإقراضه السهم في موعد التسليم لأنه من بيع ما لا يملكه البائع ويقوى المنع إذ اشترط إقباض الثمن للسمسار ليتتفع به بإيداعه بفائدة للحصول على مقابل الإقراض».

ب- الشراء بالهامش: وصورته أن يرغب شخص في شراء عدد من الأسهم أو السندات بمبلغ لديه فيتيح له السمسار أن يشتري بمبلغ أكبر يعادل ٨٠٪ أو أكثر من ما معه عن طريق إقراضه الباقي بضمان الأوراق المالية المشتراه مقابل فائدة، ويقصد المضارب من وراء ذلك توقع ارتفاع أسعار الأسهم أو السندات فيبيعها ويسدد من الثمن الفرق ويكسب الباقي، وإذا لم يصدق توقعه وانخفضت الأسعار يخسر الفرق ويدفعه من المقدم (الهامش) الذي دفعه.

والشراء بالهامش غير جائز شرعاً وفي ذلك جاء في قرار مجمع الفقه الإسلامي الدولي السابق ما نصه «لا يجوز شراء السهم بقرض ربوى يقدمه السمسار أو غيره للمشتري لقاء رهن السهم لما في ذلك من المراباة وتوثيقها

بالرهن، وهما من الأعمال المحرمة بالنص على «لعن آكل الربا وموكله وكاتبه وشاهديه».

كما أن المضاربات على صعود أو هبوط الأسعار تتم بواسطة المضاربين الذين لا تتوفر لديهم القدرة على دراسة أحوال السوق وهذا نوع من الغرر الذي نهى الرسول ﷺ عنه<sup>(١)</sup>، والغرر هو الجهالة والمخاطرة بمعنى دخول الإنسان في معاملة بناء على توقع مكسب في المستقبل وهو لا يدري أيحصل مقصوده أم لا.

وصلة هذه الممارسات بالأزمة يظهر في أن المسؤولين في أمريكا وأوروبا أصدروا قرارات بوقف المضاربات قصيرة الأجل لمدة ١٢ يوماً في أمريكا ولمدة أربعة شهور في إنجلترا وعلى الأخص أسلوب البيع على المكشوف مما يؤكد أن هذه الأساليب دوراً في حدوث الأزمة.

سابقاً: تضخم الاقتصاد المالي والانفصام بينه وبين الاقتصاد الحقيقي: إن الاقتصاد في حقيقته هو النشاط الذي يدور حول توفير السلع والخدمات لإشباع الحاجات الإنسانية من خلال وظائف اقتصادية مثل الإنتاج والتوزيع والاستهلاك، ولكن هذا يتطلب التبادل لأنه لا يوجد أحد يمكنه إنتاج ما يحتاجه من سلع وخدمات بنفسه، والتبادل يحتاج إلى تمويل ومن هنا وجد الاقتصاد المالي لخدمة الاقتصاد الحقيقي، ولكن السوق المالية انفصلت عن السوق الحقيقية وأصبح يتم التعامل في النقود والتمويل ذاته بيعاً وشراءً من خلال المداينات والائتمان، وترتب على ذلك أن أصبح حجم التمويل المتاح من خلال الائتمان أضعاف أضعاف قيمة الاقتصاد الحقيقي مما أدى إلى

(١) رواه مسلم في صحيحه ٣٧/٨ حديث رقم ٢٧٨٣.

خلل في التوازن بينهما، ولما كان الاقتصاد المالى أصبح لا يستند إلى قاعدة من الأصول وإنما إلى أهرامات من الديون التى ركبت بعضها فوق بعض في توازن هش ومن أجل المزيد من كسب العوائد، في صورة فوائد وفروق أسعار، لذا فإنه عند وجود خلل في إحدى حلقات الديون المركبة كما حدث في توقف المقرضين في سوق التمويل العقارى عن سداد القروض انهار البناء المالى بكامله وحدثت الأزمة، وهذا ما عبر عنه الرئيس الفرنسي ساركوزى بقوله: «إنه يجب جعل الرأسمالية أخلاقية بتوجيهها إلى وظيفتها الصحيحة وهي خدمة التنمية الاقتصادية وقوى الإنتاج والاقتصاد بعيداً تماماً عن قوى المضاربة». ومن الجدير بالذكر أنه رغم الانفصام الواقع بين الاقتصاد الحقيقي والاقتصاد المالى فإن آثار الأزمة ستمتد إلى الاقتصاد الحقيقي لأن الانهيار المالى للبنوك سيجعلها تكف عن الإقراض حتى عن الجزء الصنير الذى كان يوجه منها للشركات الإنتاجية بما يجعلها تقلص إنتاجها وتطرد بعضاً من عمالها، ومن جانب آخر فإن الخسارة التى منى بها المواطنون جراء تعاملهم في الأسواق المالية جعلتهم يفضون مشترياتهم من الشركات الإنتاجية وبالتالي يقع الركود الاقتصادى.

وفي الاقتصاد الإسلامى فإن أي تيار مالى لا بد أن يقابله تيار سلعى في ربط محكم ولا يسمح الإسلام بجنى أرباح من خلال التيارات المالية وحدها وإلا كان هذا ربا ولذا جاء القرض الحسن الذي يمثل تياراً مالياً شرع من أجل حاجة المقرضين للإنفاق على السلع والخدمات وبدون أن يحصل المقرض على زيادة على قرضه، ومجرد التعامل في النقود ذاتها غير جائز شرعاً وفي ذلك يقول ابن القيم: «ويمنع من جعل النقود متجراً فإنه بذلك

يدخل على الناس من الفساد ما لا يعلمه إلا الله بل الواجب أن تكون النقود رؤوس أموال يتجر بها ولا يتجر فيها<sup>(١)</sup>.

ثامناً: الجوانب السلوكية والأخلاقية للأزمة: لقد أظهرت الأزمة أن من أهم أسبابها هو السلوكيات غير السوية من جانب المتعاملين في المجال المالي مثل الطمع والجشع والفرع والهلع، إلى جانب الممارسات غير الأخلاقية التي استشرت في المؤسسات والأسواق المالية مثل الفساد والمعلومات المضللة والكذب والاحتيال، وهذا ما أكد عليه المستولون والخبراء حيث تقول سارة بالين المرشحة نائباً لباكين عن الحزب الجمهوري «تبان الطمع والجشع والفساد من أهم أسباب الأزمة».

ويظهر ذلك في أن الدافع الرئيسي للمتعاملين في البورصات أو الأسواق المالية هو المضاربة للحصول على فروق الأسعار وليس الاستثمار في الشركات، وأن البنوك تسعى إلى حصد مزيد من الفوائد بتدوير القروض مرة بعد أخرى، ويدفعهم إلى ذلك الطمع والجشع لتحقيق مزيد من الأرباح لأنفسهم على حساب الآخرين، كما أن غالبية المضاربين في الأسواق المالية يسلكون أسلوب القطيع الذي يفزع من مجرد حفيف الأشجار ويظنه زئير الأسد فيسارع بالهرب في موجات جماعية عشوائية وبالتالي فسلوكهم مبنى ليس على معلومات وتحليلات وإنما على مجرد الإشاعات وهذا ما جعلهم يتخالبون على بيع ما لديهم من أوراق مالية وبكميات كبيرة جداً فزاد العرض وبالتالي انخفضت الأسعار في البورصات وتراجعت مؤشراتهما إلى حد كبير، ولم كانوا مستثمرين لنظروا إلى الشركات التي أصدرت هذه الأوراق، ومن

عجب أن كبار المتعاملين في البورصات والذين يطلق عليهم في كتب الإدارة المالية «الثيران ذوي القرون الطويلة» الذين لا يخافون حتى من زئير الأسود أصابهم الفرع وهرعوا لبيع ما لديهم من أدوات مالية فتزايد انهيار الأسواق ولو كان هدف الجميع الاستثمار الحقيقي والحصول على نصيب من الأرباح التي تحققها الشركات المساهمون فيها لما همتهم الانخفاضات في أسعار الأسهم طالما الشركات باقية وتحقق أرباحاً.

ومن جانب آخر فإن السوق الحرة وعدم التدخل فيها جعلت الكثيرين وبدافع الطمع يحاولون الحصول على أكبر قدر ممكن من الأرباح والعوائد وفي سبيل ذلك وجدت ممارسات غير أخلاقية منها فساد أعضاء مجالس إدارات البنوك والشركات الكبرى والاستيلاء على الأموال بمعلومات مضللة عن تحقيق أرباح عالية فيحصلون على جزء منها بصفة مكافآت واستخدام المعلومات المتاحة لديهم عن أحوال الشركات والاستفادة من هذه المعلومات في تداول ما يملكونه من أسهم لهم أو لأقاربهم، وشاركهم في ذلك مراقبو الحسابات الذين يشهدون بصحة حسابات مزورة، إلى جانب تقديم بعض الأساليب الاحتيالية مثل الاعتماد على ما يسمى بالقيمة العادلة عند تقويم العقارات المقدمة بصفة ضمانات للقروض أو تقويم الاستثمارات في الشركات والبنوك، فمن المعروف أن أي أصل له قيمة أو تكلفة تاريخية وهي ما دفعه الشخص لحيازته، وله قيمة سوقية وهي ما يباع بها ويشتري في الأسواق عند التقويم، ولكنهم تركوا ذلك وابتكروا مصطلح القيمة المعادلة التي تعني ما يوافق عليه طرفي المعاملة دون أن ننظر إلى القيمة السوقية، وبالتالي كانوا يقومون العقارات عند الاقتراض بقيمة أعلى من حقيقتها ليزيد القرض الممنوح، كما كانوا يظهرون الاستثمارات في الميزانيات بهذه القيمة

العادلة ويعتبرون الفرق بين القيمة الدفترية المسجلة بها وهذه القيمة العادلة أرباحاً توزع.

وهذا الفساد والممارسات غير الأخلاقية التي استشرت في الأسواق والشركات حدثت قبل الأزمة بكثير عندما ظهرت ما يطلق عليه الفضائح المالية الكبرى إثر انهيار كبريات الشركات مثل انهيار مؤسسة الادخار والإقراض الأمريكية عام ١٩٩٤م بعد بخسارة بلغت ١٧٩ مليار دولار وانهيار شركة إنرون الأمريكية للطاقة بخسارة ٦٠ مليار دولار، وانهيار شركة وورلد كوم للاتصالات الأمريكية بخسارة بلغت ٥٠ مليار دولار<sup>(١)</sup>.

ومن المعروف أن الأخلاق شعبة من شعب الإسلام الثلاثة مع العقيدة والشريعة حتى إن الرسول ﷺ يقول: «الخلق وعاء الدين» وأنه بالنظر نجد أن جميع الآيات القرآنية والأحاديث النبوية الشريفة التي تتناول أحكام وتوجيهات المعاملات المالية تربط بينها وبين قيم خلقية حسنة مثل: العدل والأمانة والصدق، وتنتهي عن القيم الخلقية السيئة مثل الظلم، والخيانة، والكذب، وأن ارتكاب الممارسات يعرض مرتكبها لغضب الله عز وجل وعذابه ويمحق البركة بجانب حق من أضرار الرجوع في المعاملة والتعويض السائل.

وبذلك ننتهي إلى أن أهم أسباب الأزمة هي ممارسات وأساليب مجرمها الإسلام.

## القراءة الثالثة في تداعيات الأزمة

تتمثل تداعيات الأزمة في آثارها والخسائر التي لحقت بالاقتصاد وما اتخذ أو ما يوصى به لمواجهتها.

أما الآثار فلن نتناولها لأنها مازالت تتوالى ومن الصعب الآن تقدير حجم الخسائر التي بدأت بآلاف المليارات من الدولارات وتزايد كل يوم، وأما أهم ما اتخذ من إجراءات لمواجهة هذه الأزمة وقراءة ذلك إسلامياً فإنه يتلخص في الآتى:

أولاً: في البداية قامت السلطات المختصة في الولايات المتحدة الأمريكية بالموافقة على ضخ حوالى ٧٠٠ مليار دولار في السوق المالية لشراء القروض الرديئة من البنوك وشركات التمويل العقارى حتى تتمكن من مواجهة سحب الودائع منها، وتبعثها في ذلك العديد من الدول الأوروبية، وبالنظر في هذا الأسلوب رغم أهميته في التخفيف من حدة الأزمة ما يلي:

أ- أنه يكافئ المتسببين في الأزمة بالإهمال وسوء الإدارة لأموال المودعين، ويحمل دافعى الضرائب فاتورة ذلك.

ب- أن الحكومة سوف تدبر هذا المبلغ من خلال الاستدانة بموجب سندات حكومية تزيد من الدين العام وعلى حساب الأعباء للأجيال القادمة وتزيد من حجم الأوراق المالية في السوق المالى المنهار هو الآخر لعدم وجود تعاملات، ومن جهة ثانية لو وفرت هذا المبلغ من خلال طبع النقود فإنها ستزيد من التضخم.

ثانياً: إن تدخل الدولة في الاقتصاد بالتأميم والإشراف والرقابة ضد

مبادئ الرأسمالية وخروجاً عن مقتضياتها ويظهر عدم صلاحية النظام الرأسمالي بمبادئه الأساسية، وتدخّل الحكومات في الاقتصاد بالتأميم أمر عليه محاذير إسلامية، أما التدخّل بالإشراف والرقابة فهو مطلوب ومن واجبات الحاكم إنشاء الأجهزة الخاصة بمراقبة الأسواق والمعاملات لضمان التحقق من الالتزام بأحكام الشريعة ومبادئ الأخلاق الإسلامية مما يؤكد أن ما اتخذته السلطات بإقرار الإشراف والرقابة يقتربون به من الاقتصاد الإسلامي.

ثالثاً: يطالب البعض بإعادة النظر في النظام المالي والنقدي الرأسمالي وتعديله ليكون في خدمة التنمية والإنتاج وفي إطار ذلك يقول الرئيس الفرنسي ساركوزي «نحن بحاجة لإعادة بناء النظام المالي والنقدي من جذوره وإن «كرة وجود أسواق بصلاحيات مطلقة بدون قيود وبدون تدخّل من الحكومات هي فكرة مجنونة».

وإذا كانت الشيوعية قد قامت على القيود المكبّلة التي أدت إلى إتهارها، والرأسمالية تقوم على فكرة الحرية المطلقة (المنفلتة) فإن النظام الاقتصادي الإسلامي يقوم على فكرة الحرية المنضبطة بضوابط الخلال التي يحقق النفع للجميع في عدالة وتوازن، والبعد عن الحرام الذي يؤدي إلى الظلم وأكل أموال الناس بالباطل، وبالطبع لا يقصد ساركوزي أو غيره من إعادة بناء النظام الرأسمالي التوجه نحو الشيوعية وإنما إلى ضبط الحرية الرأسمالية المنفلتة وهذا ما يحققه الإسلام الذي يمكن القول إنه قادر على علاج هذه الأزمة من خلال مرتكزات الاقتصاد الإسلامي والتي تتلخص في الآتي:

١- تعديل أسلوب التمويل العقارى ليكون بإحدى الصيغ الإسلامية ومنها أسلوب المشاركة التأجيرية السابق ذكره ويطبق في أمريكا بنجاح ليس فقط بواسطة المؤسسات المالية العاملة فيها وإنما بواسطة مؤسسات مالية أخرى مثل بنك ديفون.

٢- ضبط عملية التوريق لتكون لأصول عينية وليس للديون وهو ما يتم في السوق المالية الإسلامية في صورة صكوك الإجارة والمشاركة والمضاربة، أما الديون فيمكن توريقها عند الإنشاء ولا تتداول وهو ما يتم في السوق المالية الإسلامية بصكوك المرابحة والسلم والاستصناع، والتي يزيد حجم التعامل بها رغم حداثتها عن ١٨٠ مليار دولار وتتوسع يوماً بعد يوم وتتعامل بها بعض الدول الغربية.

٣- منع أساليب المضاربات قصيرة الأجل من البيع على المكشوف والشراء بالهامش وهو ما تم أثر الأزمة في أمريكا وإنجلترا، ومن العجيب أن قانون سوق المال المصرى رقم ٩٥ لسنة ٩٢ صدر خالياً من هذه الأساليب ثم تم تعديله أخيراً وسمح فيه بالبيع على المكشوف والشراء بالهامش

٤- عدم التعامل بالمشتقات مثل المستقبلات والتعامل بدلاً منها بأسلوب بيع السلم، وجعل الخيارات بدون مقابل كما قرر الفقه الإسلامى والانتهاء عن التعامل فى المؤشرات بيها وشراء

٥- الانتهاء عن الفوائد الربوية واستخدام أساليب المشاركات والبيع، ومن الجدير بالذكر أن أحد أساليب مواجهة الأزمة فى أمريكا وأوروبا هو تخفيض معدل الفائدة حتى وصل إلى ١٪.

٦ - وضع ضوابط للمعاملات ووجود هيئات متخصصة للإشراف والرقابة على الأسواق والمؤسسات في إطار الحرية المنضبطة التي يقوم عليها الاقتصاد الإسلامي.

وفوق ذلك كله العمل على جعل الاقتصاد أخلاقياً ووضع السبل التي تساند الالتزام بالأخلاق الحميدة في التطبيق.

هذه مجرد إشارات لوسائل العلاج الإسلامية والتي تحتاج إلى بحث مستقل نأمل أن نجزه في المستقبل بمشيئة الله تعالى.

ومن العجيب أن العالم الاقتصادي الفرنسي البارز «موريس آية» والحاصل على جائزة نوبل في الاقتصاد عام ١٩٨٨ م كتب مقالاً مطولاً بعنوان «الشروط النقدية لاقتصاد الأسواق - من دروس أمس إلى إصلاحات الغد» سطر فيه انتقادات حادة إلى أسلوب عمل الأسواق المالية والنظام المالي الرأسمالي وتنبأ فيه بحدوث أزمات حادة والمهم في هذا المقال القيم أن قدم مجموعة من الإصلاحات كلها تتفق مع ما جاء به الإسلام، ولذا فقد استضافه المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب التابع للبنك الإسلامي بجدة ليلقي محاضرة ضمنها هذه الآراء وقام المعهد بترجمة ونشر المحاضرة تحت سلسلة محاضرات العلماء البارزين رقم ١ في عام ١٩٩٣ م.

## وفى الختام

هذه قراءة في بعض الصفحات الأولى التي سجلت من دفتر الأزمة والذي مازال مفتوحاً ويسجل فيه كل يوم صفحات قصداً منها بيان أن من أسباب حدوث الأزمة أساليب وممارسات محرمة شرعاً وأن ما يطالب به لإصلاح النظام الرأسمالي يعد من مرتكزات الاقتصاد الإسلامي وإذا كانت البشرية قد جربت بقيادة الغرب نظامي الشيوعية والرأسمالية وسرنا نحن في العالم الإسلامي وراءهم في ذلك ولم نجن سوى الثمار الحامضة في صورة تخلف اقتصادي وتبعية سياسية واجتماعية.

فهل آن الأوان للرجوع إلى ديننا والتمسك بأحكامه في جميع المجالات وخاصة في الاقتصاد الإسلامي؟ إننا بذلك لن ننقذ أنفسنا من الأزمات المتلاحقة والتي بلغ عددها حسب تقرير أفاق الاقتصاد: المعالم الأخير الصادر عن صندوق النقد الدولي ١١٣ أزمة في ١٧ بلداً خلال الثلاثين سنة الماضية، فالأزمات لن تنتهي والمشكلات ستتفاقم ويكفى أنه في ظل هذه النظم الغربية يعيش العالم الآن ما بين كثرة فقيرة تعاني الحرمان والبؤس وقلة قليلة تستولى على الموارد في وفرة واضحة وتعيش في بحبوحة من العيش ولكنها خالية من البهجة أي أن البشرية كلها تعاني وتعيش حياة ضنكة وصدق الله تعالى إذ ﴿ وَمَنْ أَعْرَضَ عَن ذِكْرِي فَإِنَّ لَهُ مَعِيشَةً ضَنْكًا ﴾

[طه: ١٢٤]

كما أننا بتمسكنا بديننا نكون مساهمين في الحضارة الإنسانية لنقدم للعالم النموذج الاقتصادي السليم.

وهذه الدعوة ليست شماته في الرأسمالية أو تعصباً لديننا ولكنها كلمة حق يقول بها بعض الغربيين الآن:

ففي مقال رولاند لاسكين (Roland Laskine) -رئيس تحرير صحيفة «لوجورنال دي فاينانس» Le Journal des finances في الافتتاحية يوم ٢٥/٩/٢٠٠٨م جاء عنوان المقال: «هل حان الوقت لاعتماد مبادئ الشريعة الإسلامية في وول ستريت» يقول فيه: «إذا كان قادتنا حقاً يسعون إلى الحد من المضاربة المالية التي تسببت في الأزمة فلا شيء أكثر بساطة من تطبيق مبادئ الشريعة الإسلامية»<sup>(١)</sup>.

أما بوفيس فينست (Beaufils Vincent) رئيس تحرير مجلة تشالنجر (Challenger) كبرى الصحف الاقتصادية في أوروبا فقد كتب مقالاً افتتاحياً للجريدة في ١١ سبتمبر ٢٠٠٨م بعنوان: «البابا أو القرآن» ومما جاء فيه: «أظن أننا بحاجة أكثر في هذه الأزمة إلى قراءة القرآن لفهم ما يحدث بنا وبمصارفنا لأنه لو حاول القائمون على مصارفنا احترام ما ورد في القرآن من أحكام وتعاليم وطبقوها ما حل بنا ما حل من كوارث وأزمات وما وصل بنا الحال إلى هذا الوضع المزرى لأن النقود لا تلد نقوداً»<sup>(٢)</sup>.

ندعو الله عز وجل أن يلطف بنا وأن يقينا والعالم كله شر الأزمات

والله من وراء القصد



(١) انظر المقال في موقع الجريدة [www.jdf.com](http://www.jdf.com)

وسهورة المقال بلفته الأصلية في ملاحق هذه الورقة

(٢) في العدد ١٠٠٠ من النسخة ١٠٠٠ من الجريدة [www.challenges.fr/magazine](http://www.challenges.fr/magazine)

١٠٠٠ نسخة من النسخة الأصلية في ملاحق هذه الورقة.

## الملحق

### Wall Street, mûr pour adopter les principes de la Charia ?

**Par Roland Laskine le 25 septembre 2008 8h35 | [Lien permanent](#) | [Commentaires \(6\)](#) | [Trackbacks \(0\)](#)**

En 1968, les étudiants écrivaient sur les murs qu'il est «interdit d'interdire». Aujourd'hui, ces mêmes étudiants, dont une bonne partie occupent des postes clés dans les entreprises ou l'administration s'inquiètent de la crise financière et déclarent qu'il est «interdit de laisser faire». L'heure est donc au resserrement des contrôles sur toutes les places financières et surtout à la restriction des opérations spéculatives qui ont largement contribué à aggraver la crise.

Lorsque Nicolas Sarkozy monte à la tribune de l'ONU pour réclamer plus de contrôle et une meilleure régularisation des règles du capitalisme, notre Président ne fait que traduire l'exaspération générale de dizaines de millions d'épargnants dans le monde victimes des agissements d'une poignée de banquiers irresponsables.

L'interdiction totale des ventes à découvert sur les valeurs financières de part et d'autre de l'Atlantique et la limitation des opérations à effets de leviers qui permettent de parier sur 100 ou 500 en ne mettant sur la table d'une dizaine de dollars, était sous doute nécessaire. A court terme, il était en effet important d'éteindre l'incendie qui menace de se propager à l'ensemble de la maison. La mise en œuvre de ces restrictions est beaucoup plus délicate.

Les «hedge funds» ne sont jamais à court d'idées pour spéculer

Si nos dirigeants financiers cherchent vraiment à limiter la spéculation, rien de plus simple, il suffit d'appliquer des principes de la Charia arrêtés sept cents ans auparavant : interdit de vendre des actifs que vous ne possédez pas de façon effective ou de réaliser des opérations de prêts d'argent moyennant rémunération. Interdit surtout de spéculer sur les déboires d'une entreprise. Le seul moyen de s'enrichir c'est de participer au développement d'une entreprise et d'en percevoir les fruits en étant présent au capital.

Des principes simples et de bon sens que tous les détenteurs d'actions ou de contrats d'assurance-vie indexés sur la Bourse auraient voulu voir appliqués plus tôt. Le problème est que ces principes de gestion ne correspondent ni à la tradition occidentale, ni à nos convictions religieuses. Pour que le système fonctionne il faut surtout que tout le monde s'y conforme en même temps. Car dans un monde où la spéculation est reine, aucun titre - fut-il trié sur le volet - n'est à l'abri d'un mauvais coup.

Toute la difficulté pour les régulateurs consistera donc trouver des règles communes à tous les intervenants et surtout applicables à

toutes les classes d'actifs. En limitant momentanément des ventes à découvert sur les valeurs financières, les autorités de marché prennent le risque de faire dévier la spéculation sur des titres connexes, comme les biens de consommation ou l'automobile dont on peut penser qu'ils seront eux aussi victimes de raréfaction de l'offre de crédit de la part des banques. L'extrême volatilité du prix du baril de pétrole qui a gagné plus de 15% en quelques heures en début de semaine à New York montre que les «hedge funds» ne sont jamais à court d'idées lorsqu'il s'agit d'alimenter la spéculation.

Pour retrouver son équilibre, le marché a besoin de sanctionner tous les excès commis par les banques. Les mesures partielles mises en place ça et là peuvent retarder la chute des maisons les plus vulnérables, mais elles n'ont aucune chance de la stopper. Ce n'est qu'une fois que la bulle immobilière et financière aura explosé, que le régulateur pourra s'atteler à la mise en place d'une réglementation plus contraignante et applicable à tous sans exception

Pour l'heure, même si nous avons le sentiment que le dénouement de la crise est proche, il faut reconnaître qu'il est bien difficile de revenir en Bourse en toute confiance.

## Le pape ou le Coran

- Taille texte
- Imprimer
- Envoyer
- Partager
- BlogmarksDeliciousDiggFacebookScoopéoRéagir
- Translate

André Comte-Sponville, philosophe, nous l'a redit à satiété: le capitalisme ne peut pas être moral, ni contre la morale. Il est tout simplement amoral. L'économie et la morale relevant, au sens pascalien, de deux ordres différents, tenter de conjuguer les deux ensemble relève du «barbarisme», rappelle l'auteur de l'excellent essai *Le capitalisme est-il moral ?* (éditions Albin Michel). Mais même pour ceux qui ne croient pas à l'ordre divin, quelle tentation, au moment où le pape est en visite en France, de chercher quelques repères sur l'économie dans les textes du Vatican.

Notre chroniqueur Robert Rochefort, qui cache derrière ses fonctions de directeur du Crédoc un attachement à la tradition des chrétiens sociaux, n'a pourtant rien trouvé de très récent en provenance de Rome (*lire page 61*). Rien en tout cas de très important depuis 1991, quand Jean-Paul II s'était essayé à l'économie dans son encyclique *Centesimus annus*, et qu'il y avait donné une justification du profit du bout de la croix : la pierre angulaire du capitalisme y était reconnue tout au plus «*comme un bon indicateur du fonctionnement de l'entreprise*». En réalité, et Benoît XVI nous pardonnera, au moment où nous traversons une crise financière qui balaie tous les indices de croissance sur son passage, c'est plutôt le Coran qu'il faut relire que les textes pontificaux. Car si nos banquiers, avides de rentabilité sur fonds propres, avaient respecté un tant soit peu la charia, nous n'en serions pas là. Il ne faut pourtant pas voir la finance islamique comme un exercice de troc moyenâgeux, car les pays du Golfe nous ont montré combien leur mentalité entrepreneuriale savait épouser le XXI<sup>e</sup> siècle. Simplement, leurs banquiers ne transigent pas sur un principe sacré : l'argent ne doit pas produire de l'argent. La traduction de cet engagement est simple : tout crédit doit avoir en face un actif bien identifié. Interdits, les produits toxiques; oubliés, les ABS et CDO que personne n'est capable de comprendre. Autrement dit, l'argent ne peut être utilisé que pour financer l'économie réelle. Il n'y a donc pas de hasard : si les banques du Golfe sont sorties indemnes de la crise du *subprime*, c'est qu'elles n'y sont pas entrées. Le respect de ce principe du Coran est également fort utile dans la relation que chacun entretient avec l'argent, qu'il s'agisse des entreprises ou des particuliers : les personnes morales n'ont ainsi pas le droit de s'endetter au-delà de leur capitalisation boursière; quant aux personnes physiques, elles ne

peuvent de facto souffrir de surendettement. Voilà des règles qui ne peuvent pas nuire. Et même si elles reposent sur un texte qui date du VII<sup>e</sup> siècle, Benoît XVI aura du mal à faire des sermons davantage puisés dans l'actualité.



## المناقشات



## كلمة سفير ماليزيا

حقيقة أتيت إلى هنا بعد ما قرأت بالجريدة عن هذا المؤتمر وأنه يتناول الأزمة من منظور إسلامي فجمت لأستفيد ولأننا على يقين بأن المنظور الإسلامي قادر على كل المشكلات.

وقد بين لنا الله سبحانه وتعالى أننا مبتلون ومن هذا الابتلاء نقص الأموال فكيف نعتبر من ذلك ونستعد لمواجهة هذه الابتلاءات فقد أكد لنا الرسول ﷺ «بأن لكل داء دواء» وهكذا النشاط الاقتصادي له أمراضه التي يجب الاستعداد لمواجهةها بالأدوية المناسبة.

وعندما علمت بموضوع المؤتمر وأنه سيقدم العلاج الإسلامي أسعدني ذلك كثيراً لأننا في ماليزيا واجهنا أزمت كثيرة من هذا النوع وأصبح لدينا خبرة ومن ذلك ما واجهناه في أزمة عام ١٩٩٧م فقد كانت أزمة خاصة اخترعها الغرب لإيقاف الدول الآسيوية لأنه كانت هناك توقعات بأن النهضة والتقدم والحضارة قادمة من الشرق وهم يخافون ذلك فبدأوا في العمل على إيقاف هذا التقدم بوسائل عديدة منها العمل على إسقاط العملة فأسقطوا سعر العملة الماليزية فقاموا بشرائها بكثرة وأخرجوها من ماليزيا ثم قاموا ببيعها بثمان رخيص جداً حتى إننا في ماليزيا بعد هذه الحادثة زادت نسبة الفقر لدينا ٦٠ بالمائة ولكن بفضل الله كان رئيس وزراءنا في هذا الوقت طبيب والأطباء لهم طريقتهم في معرفة الداء وتشخيص الدواء فقام بوضع سياسة لتحديد سعر العملة بحيث لا يمكن أن تباع بأقل من هذا السعر، وقامت بعض البنوك في الدول المجاورة لنا برفع سعر الفائدة على ادخار العملة الماليزية من ٥ بالمائة إلى ٢٠ بالمائة حتى يتم تسريب العملة

الماليزية إلى خارج البنوك الوطنية فقامت الحكومة الماليزية بإصدار قرار بأنه إذا لم تعود العملة الماليزية من البنوك خارج الدولة فإنها سوف تعتبرها أموالاً معدومة ولا قيمة لها وكان هناك العديد من الإصلاحات والآن لدينا سياسات قوية جداً بحيث يكون لدينا مناعة ضد الهزات الاقتصادية والأزمات المالية فلا تؤثر فينا بشكل كبير، ولعدم الإطالة أشكركم على حسن استماعكم وأشكر إدارة المؤتمر على دعوتي

والسلام عليكم ورحمة الله وبركاته

رئيس الجلسة:

شكراً سيادة السفير وندعو الله أن يستفيد الجميع من التجربة الماليزية وأن تكون الندوة غنية وثرية بالمعلومات المفيدة.

والآن نأتي إلى التعليقات والأسئلة والمناقشات وهناك طلب للتعليقات سوف نعطي الكلمة لمن يريدون التعليق والأسئلة سوف يتم الإجابة عليها وأرجو الاختصار نظراً لضيق الوقت.

التعليق الأول للشيخ الأستاذ الدكتور/ محمد بن أحمد الصالح. الجامعة السعودية وعضو مجمع البحوث الإسلامية بالأزهر الشريف، فليفضل.

الأستاذ الدكتور/ محمد بن أحمد الصالح

تحية لكافة الحضور ومن هم على المنصة جميعاً بأسمائهم ثم أقول نحن نعرف قوله تعالى ﴿ مَا آصَابَكُمْ مِنْ حَسَنَةٍ فَمِنَ اللَّهِ وَمَا آصَابَكُمْ مِنْ سَيِّئَةٍ فَمِنَ نَفْسِكُمْ ﴾ ونحن عرفنا الحرب ومكايدهم وشرورهم ومشكلاتهم وهم يصدق عليهم قوله ﴿ الَّذِينَ ظَنَرُوا فِي الْبَلَدِ ﴾ ﴿ ١١ ﴾ فَأَكْثَرُوا فِيهَا الْفُسَادَ ﴾ وندعوا الله أن يصب عليهم سوط عذاب وأن يكون لهم بالمرصاد وإن كنا نحن معاصر المسلمين

نحب الخير كله لكل الناس بل حتى للحيوان فديتنا أرشدنا إلى من دخل الجنة بسقيه للكلب ودخول النار لمن حبست الهرة وفي كل ذات كبدة رطبة أجر.

لكننا نعلم جميعاً أن الغرب يعتمد الإساءة للمسلمين وخاصة الدول المستضعفة منها. وأنا أسأل سؤاليين:

**السؤال الأول:** ما الذي جعل سعر البترول يواكب هذه الأزمة وهذا الشر المستطير فكان البترول بالأمس القريب بمائة وسبع وأربعين واليوم هو سبع وسبعين فالانخفاض أكثر من النصف لماذا لأن هناك مكاييد لتحطيم العالم الإسلامي.

**السؤال الثاني:** لماذا صارت إيران بمنأى عن هذا الزلزال الشديد والأزمة العنيفة فمن العجيب أنه بلغني أن الاقتصاد الإيراني ينمو الآن بنسبة ٢٠ بالمائة بينما تتحطم الاقتصاديات الأخرى بنسب عالية جداً والحقيقة أريد أن أتحدث بشكل أوسع ولكن لضيق الوقت ولارتباطي بميعاد مع السيد رئيس جامعة الأزهر فأنا مضطر أن أنهى حديثي وشكراً للجميع.

الكلمة للدكتور صلاح زين الدين:

أشكر السيد رئيس الجلسة والمركز وإدارته على طرح هذا الموضوع وفي الحقيقة لدي سؤاليين الأول للدكتور محمد عبد الحلیم عمر والثاني للأستاذ ممدوح الولي.

**السؤال للأستاذ ممدوح** أعطيت تشخيصاً وتوضيحاً وتوصيفاً عظيماً وربما جمع فيه كل ما تناقله الصحافة العالمية، ولكني أقول إن هذه الأزمة ليست نقدية ولم تبدأ مع إنهار سوق العقارات بأمريكا، ولي تشخيص آخر

أقوله وهو ذو محمل علمي وهو مرتبط بالسؤال الثاني المقدم للدكتور محمد عبد الحليم عمر وهو أنه ذكر أسباب مهمة شخصت الأزمة وهي تتلخص في العمل بالنظام الربوي.

والثانية أخلاقيات التعامل الخارجة عن مبادئ الإسلام فالآن كيف نروج لنموذج اقتصادي إسلامي نقدمه للغرب وهم الآن يبحثون عن مخرج مما هم فيه من أزمة وأنا في رأيي أنهم لن يقبلوا بمنطقنا في ظل الدعاية المفرضة الموجهة نحو الإسلام والمسلمين وأنا أعتقد أنه علينا أن نخاطبهم بلغتهم وهو أن الاقتصاد الرأسمالي وسياساته والتي يعاد تطبيقها الآن فالتدخل الحكومي الآن من قبل بوش والجمهوريين والعمل على خفض سعر الفائدة نحو الصفرية هو ما نادى به «كنز» من قبل وهو ما عليه الإسلام وهو يضمن لهم الخروج من الأزمة وسلبياتها.

إذا نحن الآن لسنا أمام أزمة مالية ونقدية بل نحن أمام أزمة هيكلية لم تبدأ مع أزمة العقارات كما تروج الصحف وإنما هي بدأت مع بداية أزمة الأسواق المالية في عام ١٩٩٨م بجنوب شرق آسيا وهذا هو التحليل العلمي السليم ولننظر لما يحدث الآن في المركز الرأسمالي العالمي ففي خلال عشر سنوات جرى ما يجري والترويج له من الحوكمة ثانياً معايير لجنة بازل كل هذا لضمان الوصاية والحماية للاستثمارات الأجنبية على حساب الدول النامية فنحن مطالبون بأن تسهم الفوائض المالية العربية في علاج هذه الأزمة .. وشكراً

الكلمة للدكتور عارف الدسوقي

بعد السلام والتحية للجميع أبدأ ببعض النقاط الرقمية إلى حد ما

إنطلاقاً من هذه الأزمة وهي تكاد تكون صورة مماثلة لما حدث في أزمة عام ١٩٣٠م وتداعيات أزمة ١٩٣٠م كانت تحديداً عندما بدأت الحرب العالمية الثانية حيث اتجه الناس إلى القضاء على طوائف معينة كانت سبباً في هذه الأزمة والكل يعرف وقد أكدت هذه الأزمة السابقة فشل النظام الاقتصادي الاشتراكي وتحول الناس نحو الرأسمالية فشل ذريع من قبل وقد تأكد الآن فشل النظام الاقتصادي الرأسمالي الحر والاشتراكي والاتجاهات الآن في الغرب تتحدث عن اقتصاد جديد يتجه وبدون مناقشة وبدون فخر إلى الاقتصاد الإسلامي والمفروض الآن أن دور هذا المركز يتجه إلى التوعية بهذا الاتجاه وتسهيل فهمه والتوجه نحوه وتفعيله.

والنقطة الرقمية التي من المفروض أن أتحدث بها هي أنه من المفروض أن حجم الأثر على مصر أو على أي دولة عربية يكون من خلال درجة التشابك مع الاقتصاد الأمريكي وبالنسبة لمصر فإنها كانت مقدرة بحوالي ١٥ بالمائة لكن الأثر التتابعي الذي انتقل للاقتصاد المصري وللبورصات المصرية متساوي أو ربما فاق الأثر المباشر للأزمة الذي حدث بأمريكا هل هذا يدل على أن تصدير الأزمة من أمريكا هو شيء مخطط له بحيث يتم تصديرها إلى الدول العربية والإسلامية.

وكان هذا يقتضي أن نستمع إلى المتخصصين لبيّنوا لنا حجم الأثر على الاقتصاد المصري ولكن بما أن هذا لم يحدث فهو دليل على عدم الشفافية.

والسؤال الأخير الذي نظرحه على أنفسنا هو كيف يمكننا الاستفادة من هذه الأزمة والخروج بأقل الخسائر على الاقتصاد المصري فذوي الخبرة

والمختصين مسئولون أمام الله وأمام الناس وأنا أقترح كحل لهذه الأزمة  
طرح الحلول الآتية ومن بينها:

أولاً: تفعيل سياسة الاعتماد على الذات.

ثانياً: عودة فوائض رأس المال العربي من البنوك الأوروبية والأمريكية  
إلى الاقتصاد العربي والإسلامي والوطني بدلاً من تأكلها في الخارج.

ثالثاً: أن يتم التأمين من قبل المستثمرين العرب على أعمالهم في شركات  
التأمين العربية والإسلامية بدلاً من الشركات الأمريكية والأوروبية.

رابعاً: التكامل الاقتصادي العربي ضرورة لا بد من تفعيلها.

كلمة الأستاذ بهاء صابر

هذه الأزمة يا سيدي صناعة بشرية صنعناها بأنفسنا وذلك مصداقاً  
لقوله تعالى ﴿ظَهَرَ الْفَسَادُ فِي الْبَرِّ وَالْبَحْرِ بِمَا كَسَبَتْ أَيْدِي النَّاسِ﴾ أما الصناعة  
فلخصها سبحانه وتعالى في قوله ﴿وَالْأَرْضَ مَدَدْنَاهَا وَأَلْقَيْنَا فِيهَا رَوْسِيَ﴾  
الآية: فصناعة الإله تحقق المصلحة أما صناعة البشر فترتبت عليها المفساد  
كلها وعلى الذين صنعوا المفسدة أن يراجعوا أنفسهم لماذا ظهرت هذه  
المفاسد والأزمات حتى يمكنهم العمل على إصلاحها.

ونحن المسلمون نرى أن صلاح حالنا هو اتباع منهجنا الإلهي الذي  
يحقق مصالح العباد جميعاً فنهى الإسلام عن الربا والغرر وكل العقود  
الفاصلة التي أدت إلى ظهور هذه الأزمة وانتقلت إلينا لأننا نسير في منظومة  
اقتصادية عالمية لا يمكننا الانفصال عنها وعلينا أن ننظر في شريعتنا وكيف  
يمكن أن نحقق لنا اقتصاداً مستقلاً عن الاقتصاد العالمي.

الآن يا سيدي البنوك في العالم الإسلامي وفي مصر لنا فيها رؤية أنا وأخي الدكتور حسين فهمي جزاه الله خيراً وهي تلخص كيف يمكن لنا استثمار أموالنا بطريقة آمنة إلى حد ما فالبنوك تؤدي خدمات وإئتمان وهي بنوك وساطة ولنا رؤية لعلكم تسمعون بدراستها وهي فصل نظام الإئتمان عن نظام الخدمات فيقوم نظام الخدمات للحساب الجاري والخدمات المختلفة والحساب الجاري يغطي مائة بالمائة فلا يستخدم منه البنك شيئاً أما نظام الإئتمان والاستثمار أن تنشأ هناك مؤسسات كصناديق الاستثمار وخلافه تقوم باستثمار الأموال بعيداً عن هذه البنوك التي تضاعف الإئتمان وتخلق المشكلات فتؤدي إلى وجود طلب عالٍ على سلع هي غير متواجدة حقيقة.

الأستاذ سمير نوفل:

بخصوص ما قدمه الأستاذ محمود فهو ملخص رائع نرجو طباعته قبل نهاية الندوة وتوزيعه على الحضور.

بالنسبة للأستاذ حنفي اختلف معه في تعليقه على أن إدارة البورصة ليس بيدها حل لما يحدث وأنا اختلف معه في ذلك فلأسف أن إدارة الأزمة من قبل البورصة كانت دون المستوى بكثير فنحن الدولة الوحيدة التي وصل الانخفاض فيها إلى نسبة ٤٤ بالمائة بإستثناء بورصة شنغاي وفي خلال يومين هبطت البورصة المصرية أكثر من ٢٥ بالمائة ولذلك نحن بحاجة إلى التنبيه على وجوب ترشيد إدارة البورصة المصرية فهناك قصور في الأداء وفي إدارة الأزمة وهذا ما أدى إلى تفاقم الأزمة في مصر.

وبالنسبة لما أثاره الدكتور محمد حول نقطة القيمة العادلة وأن في ذلك تدخل شخصي وأنا أعتقد أننا لدينا الآن من الأساليب الإحصائية الرائعة

والمقدمة من ناحية الأسعار القياسية والمتابعة العالمية من بعض الجهات  
لمسألة الأسعار والتكاليف، وبأمانة شديدة التكلفة التاريخية لا تصلح  
للتعامل الاقتصادي ولا بد من الصراحة ولكن لا بد أن نعرف كيفية الانتقال  
من قيمة تاريخية إلى قيمة عادلة لا يختلف عليها فهل من الممكن أن نلجأ إلى  
أسلوب إحصاء عالمي أو محلي يتفق عليه ونحن بحاجة إلى ذلك فعلاً  
وشكراً.

## مداخلة الأستاذ حنفي عوض

في الحقيقة أدى انهيار الأسهم لكارثة إذ أصبح الناس في غيب، وهناك نكتة تتردد في البورصة، بخصوص موضوع فودافون وشعار تحدث بالليل أرخص، ويوم انهيار الأسهم بنسبة ١٦٪ اتصل رئيس البورصة بالسيد رئيس الوزراء ليخبره بما يحدث فسأله عن الساعة الآن فرد عليه إنها الحادية عشر صباحاً فقال له رئيس الوزراء اتصل بالليل أرخص!، وهذا يعكس عدم الاهتمام بالأزمة أو اتخاذ أي إجراء بخصوصها.

والمشكلة الثانية في رؤساء مجالس إدارة الشركات وانعدام الثقافة الاستثمارية لديهم وهذه كارثة إذ ليس من المعقول ألا يدرك هؤلاء أن من أهم أدوارهم المحافظة على أموال المستثمرين والأزمة بحق كبيرة ومظهر ذلك هو الانخفاض الكبير في أسعار أسهم كثير من المؤسسات مثل مدينة الإنتاج الإعلامي التي طرحت للاكتتاب من أكثر من ست سنوات بعشرة جنيهاً وهي الآن بستة جنيهاً فقط وغيرها كثير.

وأود أن أقول إن هناك أكثر من عشرين شركة عملت على زيادة رأسمالها بنسبة كبيرة في الفترة الماضية فلماذا تترك هذه الشركات أسهمها تباع بأرخص الأثمان في هذا الانهيار لماذا لا تقوم الشركة بشراء أسهمها من البورصة وهي بأقل من قيمتها الاسمية ثم تعدها، فرؤساء مجالس الإدارة بالشركات يعتقدون أنه مادام الإنتاج مستمراً فإنهم بخير ولا يدركون حجم الكارثة المتمثلة في انهيار أسعار أسهم هذه الشركات بالبورصة.

النقطة الثالثة: من عوامل ازدياد الأزمة ضعف الوعي الاستثماري لدى الأفراد وجميعنا يدرك هذا من تصرفات الأفراد فبدلاً من أن يقوم الأفراد

بالاستثمار في الصناديق الاستثمارية التي تديرها مؤسسات مالية واعية يقومون هم بالبيع والشراء وهم قليلو الخبرة باتجاهات مؤشرات الأسواق.

النقطة الرابعة: وهي قلة أو ضعف الوعي الإعلامي والتوجيه الإعلامي فالإعلاميون لا يدركون كيفية التعامل مع الجوانب الاقتصادية ويتعاملون معها من منطلق تعاملهم مع بقية الأخبار العادية فالخبر عندهم مسلم به وهو مجرد خبر بحادث وقع وليس هناك أي تحليلات للأخبار ولا لم يمكن أن يحدثه هذا الخبر أوذاك في حين أن الفضائيات تقوم بالتحليلات الاقتصادية اللازمة لكافة الأخبار وبالرغم مما لدينا من إمكانيات اقتصادية هائلة وعدد القنوات الإعلامية الكبيرة إلا أنه لا يوجد لدينا قناة اقتصادية واحدة وإن وجدت قناة، فإنها دون المستوى حتى إن التلفزيون الرسمي يثبت لنا الأخبار الاقتصادية مثلها مثل أي خبر دون تحليل وافي أو مناقشة للخبر.

وأنا في تصوري أن هناك ثلاثة محاور يجب أن نتحرك من خلالها:

أولاً: رفع الوعي، ووضع الحقائق فيجب مصارحة الناس بالحجم الحقيقي للأزمة ومدى الخسائر الناتجة عنها وموطن كل مشكلة في النشاط الاقتصادي.

الجزء الثاني: هو رفع الوعي الاقتصادي لدى الناس من خلال  
مع رجال الأعمال ورؤساء الشركات لشرح خططهم الاستثمارية  
المبتدئة.

ثانياً. مراجعة وتعديل وإضافة القرارات الإدارية مثل مراجعة قرار  
الشراء والبيع في نفس الجلسة فهذا يجب مراجعته لأنه من عوامل  
الارتهاب وهذا ليس وقت المضاربات.

كذلك مراجعة موضوع الشراء بالهامش فهو أحد أهم المشاكل التي قد تؤدي إلى فقدان رأس مال المستثمر ربما بكامله كذلك تسهيل إجراءات شراء أسهم الخزنة العامة فتطيل مدة بقاءه إلى ستين بدلاً من سنة واحدة.

نقطة أخيرة وهي ما حدث يوم نزول السوق ١٦ بالمائة حيث إن هناك عشرين شركة أغلق السوق عليها وهي خاسرة بنسبة ٢٠ بالمائة وأربعون شركة أغلق عليها وهي خاسرة بنسبة ١٠ بالمائة وطبقاً لقواعد السوق أنه عند خسارة بعض الشركات بنسبة ٢٠ بالمائة فإنه يجب غلق السوق إلى آخر الجلسة وليس نصف ساعة فقط كما حدث يوم هذه الكارثة فهذه الآلية في حاجة إلى التعديل حيث إن مائة سهم فقط طرحت للبيع من أصل أسهم الأربعون شركة المذكورة فأدت هذه المائة سهم إلى هذا الانهيار حيث أغلق المؤشر على هبوط عشرين بالمائة على أسعار هذه الأسهم المائة وهذا يؤدي أكياً إلى أنه من الممكن أن ينزل رأسمال البورصة الإجمالي إلى خمسين بالمائة من أجل طرح مائة سهم يتم الإغلاق على أسعارها بهبوط ٢٠ أو ٣٠ بالمائة وهذا ليس عملاً صحيحاً.

فقد حدث أن طرح أحد المستثمرين مائة سهم وحصل عليها الهبوط ١٠ بالمائة فأوقف التعامل لمدة نصف ساعة ثم قام بطرح مائة آخرين فهبطت الأسعار ١٠ بالمائة أخرى أغلق عليها السوق وهناك إحدى الشركات تسمى بيونير في أول يومين أغلقت على هبوط ٢٠ بالمائة في اليوم الأول بعد العيد وفي اليوم التالي هبطت ٢٠ بالمائة أخرى وفي اليوم الثالث أغلقت على إرتفاع ٢٠ بالمائة اليوم الأول طرحت مائة سهم والثاني ٥٠٠ مائة سهم واليوم الثالث بعشرين الف سهم تقريباً.

ففي هذه الحالة يجب على إدارة البورصة أن توقف التعامل لأن هذا لا يعبر عن الأسعار الحقيقية للسوق.

آخر شيء وهو ما يخاف منه الحكومات وعليه رقابة شديدة هو التدخل المالي الواعي فنحن حقاً دولة فقيرة وقمنا بخصخصة كثير من المشاريع فمثلاً المطاحن بيعت بخمسين أو ستين أو سبعين جنيهاً للسهم وهي الآن بخمس وعشرين فقط فلماذا لا تقوم الحكومة بشراء هذه الأسهم الخاسرة وهي في الحقيقة ذات عائد استثماري جيد قد يبلغ أو يزيد عن ١٧٪ ولماذا لا نعد لجان حكومية للمتابعة والرقابة ولها حق التدخل في أعمال السوق حتى تمر الأزمة وتنضبط الأسواق.

فالتدخل الحكومي لا يمكن الاستغناء عنه بأية حال. وشكراً

## إجابة الأسئلة

الأسئلة الموجهة إلى الأستاذ عوض

بخصوص ما قالته الأستاذة بسنت نحن ليس لدينا حقاً مشتقات بالصورة المعروفة في الغرب بإستثناء الشراء بالهامش والبيع على المكشوف وصدر قرار ولكنه لم يطبق حتى الآن فليس لدينا بالفعل سوى الشراء بالهامش والبيع والشراء بذات الجلسة أما البيع على المكشوف فلم يطبق لدينا حتى الآن بالفعل.

وبخصوص المضاربات نحن بالفعل لدينا نسبة من المضاربات منها الجيد الذي ينشط الأسواق ومنها السيء الذي يفسد الأسواق وهذه تتخذ الهيئة حيالها إجراءات جادة لمنعها والمتابع للصحف يقرأ أخيراً أن هناك شركة توقف تداول أوراقها وتم تحويل رئيسها للنيابة هو وبعض المستثمرين.

وبخصوص خروج الأجنب فإن ذلك بالفعل يؤدي إلى تقليل الاحتياطي لأن صافي مراكزهم الآن متجه نحو البيع بشكل كبير نبيع فوق المليار دولار في الشهر الماضي، كما أنه يؤدي إلى خفض التداول. لكن في الحقيقة دور الأجنب مهم في التداول ويوفر السيولة والعملية الصعبة بدخول وخروج الأجنب. ولكن أعتقد أن تأثيرها على البورصة ليس هاماً بشكل كبير بدليل البورصة السعودية ليس لديها مستثمرون أجنب فخرج الأجنب من البورصة لا يشكل مشكلة كبيرة.

وبخصوص دور إدارة البورصة فإنه لا يحكمه إلا القانون المنظم لها ولا يمكن أن تقوم بدور لا ينص عليه القانون فلها فتح التداول وقيد الأوراق ومراجعة العمليات ولكن الإدارة الكلية للبورصة مثل معرفة حجم

تعاملات الأجانب والتحكم فيه بالدخول أو الخروج أو الارتفاع أو الخفض وما إلى ذلك فليس في سلطة إدارة البورصة وهي مشكلة أكبر من إدارة البورصة بشكل كبير:

سؤال بخصوص هل هناك آثار حقيقية لما يحدث في البورصة على الاقتصاد الحقيقي؟ نعم هناك آثار لما يحدث واتضح ذلك في آخر اكتاب قامت به إحدى الشركات حيث لم يتم تغطية الاكتاب إلا نسبة ٤٠ بالمائة من الأوراق المطروحة للاكتاب فهذا يعني أن أي تطوير أو توسيع في هذه الشركة سوف يقف أو يبحث عن بديل آخر للتمويل فيقترض من البنوك.

السؤال الموجه إلى الدكتور/ محمد عبد الحلليم عمر

سؤال من الدكتور مصطفى يونس يوسف/ الجهاز المركزي للتعبئة والإحصاء يقول فيه: ما هو رأي الشرع في الاستثمار العقاري المصري وخاصة المشاريع التي تروج شعار اشتر المنزل أفضل من الإيجار.

أولاً: قبل أن يصدر القانون قمنا هنا بعمل ثلاث لقاءات ما بين مؤتمر وندوة وحلقة نقاشية وقدمت فيها مقترحات وطلبات إسلامية بين وجهة النظر الإسلامية في هذا القانون وهذا القانون بحالته الراهنة رغم أنه للأسف قدم لمجمع البحوث ولكنه قدم بطريقة بها أخطاء فنية حتى يميزها المجمع ولا يرفضها فوافق عليها المجمع حسب الفكرة التي قدمت وسموها تحت عنوان حوالة الحق وليس الفرض وقالوا إنها ليس بها مداينة ولا فوائد وإنما غير صيغتها حوالة حق وبالطبع هناك فرق بين الدين وحوالة الحق كما يعرف. إننا أنذرت القانون، وخرج القانون على هذا الشكل وهو غير جائز شرعاً على هذا الشكل لأن مبلغ التحويل يعتبر فرض ومن عجب العجائب أنهم سموها حوالة حق في العقد مستثمر فكيف ذلك وهو لا عائد له ولكنهم أرادوا بذلك

أن يخدموا المشايخ لأن تكييف المشتري على أنه مستثمر يعني أنه سيكون له  
عائد استثماري ولا بد لمن يموله أن يكون له نسبة من ذلك العائد؟

سؤال من الدكتور/ زينب الأشوح

تقول ألا ترون أن هذه الأزمة ما هي إلا تحقيق للوعيد الصادر من الله  
سبحانه وتعالى بالحرب لمن يخالفه ويرتد عن طريقه وأنا قلت لا لأن الحرب  
من الله سبحانه وتعالى عقوبة للردة والإسلام جعل لكل جريمة عقوبة  
واحدة والربا هو الجريمة الوحيدة التي لها أربع عقوبات وجميعها تحقق حتى  
قوله تعالى ﴿الَّذِينَ يَأْكُلُونَ الرِّبَا لَا يَقُومُونَ إِلَّا كَمَا يَقُومُ الَّذِي يَتَخَبَّطُهُ  
الشَّيْطَانُ مِنَ الْمَسِّ﴾.

فانظر إلى صورة الناس بالبورصة وهم يمشون مذهولين وباكين ومنهم  
من انتحر ومنهم من أصابته الغيبوبة فهذا هو المس الذي توعدهم الله به.  
ولماذا لا نستفيد من تجربة الاقتصاد الإسلامي ونسعى إلى تطبيق نظام  
اقتصادي إسلامي؟

قلنا وبيننا وجوب ذلك كثيراً ووصينا به.

وهنا سؤال أيضاً عن عدم وجود اقتصاد إسلامي في مصر؟  
يا أخواني نحن والحمد لله مسلمون والإسلام عقيدة وعبادات  
ومعاملات والحمد لله نحن مؤمنون كأفراد.  
والعبادات بالرغم من التقصير إلا أنها تؤدي بشكل جيد من صلاة  
وحج وزكاة.

أما المعاملات فيجب على كل مسلم أن يسأل نفسه هل هذا يرضى الله  
أم لا ومن هنا يقول المولى سبحانه وتعالى ﴿وَاتَّبِعْ فِيمَا آتَاكَ اللَّهُ﴾

فذلك يعني أن تكون نية الإنسان في كل عمله رضا الله سبحانه وتعالى لينال الثواب في الآخرة وليكن مقصود الآخرة بجوار الدنيا فلا يسرف ولا يقتر. ولتطبيق الاقتصاد الإسلامي يجب مراعاة أمران:

الأول: عند التصرف من كل مسئول عن عمل ما أن يسئل نفسه هل هذا العمل يرضى الله أم لا فإن وجد في نفسه تقصيراً عليه أن يسعى في إصلاحه.

سؤال: ما الحكم القطعي للإسلام في هذه الأزمة المالية؟  
حقيقة لا يوجد ما يسمى بحكم الأزمة المالية ولكن حكم الأسباب المؤدية لها وقد بينها تفصيلاً في البحث الذي بين أيديكم.

سؤال: كيف يمكن تلاشي هذه الأزمة في مصر؟  
أظن أن الأستاذة بسنت بينت كيفية ذلك وقدمت العلاج لهذه الأزمة من خلال المصارف وتحدث في ذلك أيضاً الأستاذ حنفي بشكل كاف.

سؤال من الأستاذ/ خالد حماد  
هل آن الآن أن يسمع العالم الطرح الإسلامي في الاقتصاد وضوابطه وأخلاقه وهل نحن مسئولون عن إظهار هذا الطرح؟

نحن نحاول جادين في ذلك واطمئن أنني في الحقيقة يأتيني الكثير من الأجانب ليعرفوا ويتعلموا الكثير عن الاقتصاد الإسلامي ولكن لدينا - اثنتان أولاً: قلة مؤلفات الاقتصاد الإسلامي ثانياً: نهاج التطبيق لدينا بعضها للأسف يستغل الدين للمكاسب الشخصية فهناك تطبيق ولكن بشكل خاطيء.

سؤال من الأستاذ/ إسماعيل الفخراي صحفي بالأهرام

إن وزارة المالية لم نسمعه؟

وزارة المالية قدمت كلمتها في آخر الجلسة فلو كان السائل موجوداً  
لسمعها.

سؤال من محمد أبو عميره / صحفي

هل هناك اقتصاد إسلامي في مصر؟

نعم يوجد اقتصاد إسلامي في مصر

سؤال: ما تأثير الأزمة على مصر؟

أجاب عن ذلك الزملاء

## الأسئلة الموجهة للأستاذة/ بسنت

### سؤال من الأستاذ/ أشرف عطا الله

س: لماذا لا تمول المشاريع الكبيرة مادام يوجد لدينا فائض سيولة كبير؟  
ج: حقيقية لا يوجد مشروع كبير له دراسة جدوى جيدة لم نقم بتمويله بل على العكس إن الشكوى هي في إحجام البنوك عن تمويل المشاريع الصغيرة والمتوسطة وهذا أدى إلى خلل اقتصادي عام وخلل داخل البنوك والاقتصاد الأمريكي بالرغم مما به من مشاكل فإن ٨٥ بالمائة من التمويل موجه نحو المشاريع الصغيرة والمتوسطة والمشاريع الكبيرة تحتل ١٥ بالمائة على عكس ما لدينا.

### سؤال من الدكتورة/ زينب النجار

س: ما هو مصير الأموال المودعة بالبنوك المصرية في شهادات استثمار؟  
ج: لا خوف على شهادات الاستثمار أولاً لأنها بالجنيهات المصرية ثانياً أنها مضمونة من الحكومة وثالثاً وهو ما تحافه على قيمة الشهادات هو التضخم وليس الأزمة الحالية.

### سؤال من الدكتورة/ نادية عبد الحليم

س: هل عند إنلاس البنوك الأمريكية ستتخذ إجراءات قسمة غرماء ويتم إعدام اليون الخارجية؟

ج: لا. أولاً الردائع مضمونة في البنوك الأمريكية في حدود مائة ألف دولار تقريباً وفكرونها في دفعها إلى مائتين ألف دولار وثانياً: هم لا يفرقون بين الموع الأجنبي والأمريكي والإفلاس هناك له قانون وعادة البنوك لا تدء الإفلاس لكي تغلق ولكن ما يتم هو إدماج البنك أو الاستحاذ عليه أو بيعه لبنك آخر.

سؤال من الأستاذة الدكتور/ حنان النجار

س: ما احتمالات ارتفاع سعر الدولار؟

ج: أتوقع ارتفاعه لأنه بالنسبة للأزمات في أمريكا يتجه الجمهور نحو الذهب لأنه في نظرهم يحفظ قيمته لمدة طويلة وفي بعض الأحيان كان الاتجاه نحو العقار لكن الآن الذهب هو السائد أما في مصر فكثير من الناس لا زال يفكر أن الدولار حافظ للقيمة بالإضافة إلى أن الأجانب المستثمرين يخرجون من مصر فهناك طلب على الدولار وقد يشتد هذا الطلب لأجل الاستيراد ولأسباب أخرى كثيرة...

سؤال من الأستاذ/ يوسف سعد يوسف

س: هل يعتبر الذهب الملاذ الآمن؟

ج: فعلاً يعد الذهب الآن هو الملاذ الآمن ولكن يقصد به الذهب السبائك وليس الذهب المصوغ وللأسف ليس لدينا هنا بورصة للذهب لكنه في نظري الآن هو أكثر شيء آمن في هذا الوقت.

سؤال من الأستاذ/ محمد سيف الدين

س: ما هو سعر الدولار في الأوقات القادمة؟

ج: ربما يرتفع قليلاً والله أعلم

س: هل البنوك الإسلامية العاملة في مصر تعمل على تطبيق نظام التمويل العقاري طبقاً للقانون المعمول به؟

ج: طبعاً تقوم بتطبيقه طبقاً للقانون.

## الأسئلة الموجهة لسفير ماليزيا

سؤال: حول تأثير الأزمة المالية الأمريكية على الاقتصاد الماليزي؟

ج: طبعاً هناك تأثير ولكنه محدود لأن الاستثمارات الأجنبية في ماليزيا أكثرها أمريكي وكذا أكبر صادرات ماليزيا أغلبها نحو أمريكا لكن بجانب ذلك نلاحظ أننا نربح من هذه الأزمة ودليل ذلك زيادة الاستثمارات في ماليزيا بثلاثين بليون دولار يستثمر في ماليزيا بعد الأزمة.

س: سؤال آخر حول المناعة؟

ج: نعم هناك مناعات تكتيكية لا يمكن الحديث عنها الآن ولكن أقول إنه بما نفعله بعد هذه الأزمة أولاً أننا أصبح لدينا احتياطي كبير من العملات الأجنبية لمواجهة أية أزمة عملنا على تجميعه كما أنه ليس علينا ديون أجنبية رسمية على الدولة باستثناء بعض الديون أثمان الواردات وهي بسيطة جداً بجانب ما لدينا من احتياطات كبيرة، كما إننا نتجه نحو الإنتاج ونقول بأن الأمة الإسلامية لا بد وأن تكون منتجة لا مستهلكة وعلى كل الشعوب المسلمة أن تكون منتجة وماليزيا بلد منتج وتجاري ويصدر كثيراً للخارج فلا نشعر بأي خوف من هذه الأزمة ولا نعتمد في صادراتنا على أمريكا فقط بل ننوع في أسواقنا دول عديدة كأوروبا والصين والعالم كله وبجانب ذلك هناك مناعة أخرى يمكن أن نقرأها في التقارير التي تكتب عن الاقتصاد الماليزي.

## الأسئلة الموجهة للأستاذ معدوح الولي

بالنسبة للاقتصاد الإيراني هو حقاً رقم ٢٩ في العالم ومصر رقم ٥٢ لكن الاقتصاد الإيراني يعتمد على سلعة واحدة هي البترول في ظل حصار غربي شديد بالإضافة إلى احتياطات الغاز الإيراني إلا أن إيران تحاول مع باكستان أو الهند أن تمد خط غاز ولكن يحول دون ذلك الحصار الأمريكي كما تحاول إيران مد خطوط الغاز لترويجه من خلال البحر المتوسط أو البحر الأسود ولكن توجد ضغوط على تركيا والدول المجاورة لمنع ذلك كما أن هناك خطر على الشركات الغربية التي تستثمر يستثمر في إيران بأكثر من ٢٠ مليون دولار فبالفعل الاقتصاد الإيراني محاصر لديه نسبة تضخم كبيرة وصلت إلى ٢٥ بالمائة ولديه مشاكل في الاستثمار حتى إنه لا يستطيع إقامة استثمارات في مجال المشتقات البترولية حتى إنه يستورد احتياجاته من البنزين من الخارج.

بخصوص إدارة البورصة أقول إنها في مصر إدارة موظفين وليسوا مستقلين وأدلل على ذلك بمشهد لو حدث في أي بلد في العالم حولوا جميعاً إلى القضاء في يوم بدء التداول على المصرية للاتصالات ذهب وزير الاتصالات مع وزير الاستثمار ورئيس شركة المصرية للاتصالات إلى البورصة المصرية ووقفوا في شرفة صالة الاكتتاب ليشهدوا بدء الاكتتاب على أسهم المصرية للاتصالات وكأنها مرفق حكومي خاضع لسلطة الوزير وهذا يعني ضعف النظام كما أن هناك محاباة في تعيين موظفين البورصة ذوي القربى من الوزراء وهذا يدل على خفض نظام البورصة المصرية ومدى شكليتها وأنها لا ترقى إلى الإدارة الحكيمة.

بخصوص وجود الأجانب في البورصة أختلف مع ما قاله الأستاذ

حنفي فوجود الأجنب ضار بالبورصة ففي العام الماضي ٢٠٠٧ تعاملات الأجنب في البورصة المصرية أحدثت تدفقاً سالباً للخارج بمقدار ٢,٧ مليار دولار لأنهم لم يأتوا لينوا وإنما جاءوا ليستفيدوا لذلك يسمونه بالعصفور الطائر جاء ليخطف الثمار ليطير بها.

فنحن بحاجة للاستثمار المباشر الذي يقيم المشاريع أما المضارب في البورصة فلا نريده لأنه يضرنا لأنه أكثر كفاءة منا ويقوم بتحويل أرباحه على الفور ويخسر صفار المستثمرين المصريين عديمي الكفاءة.

فيما يخص كلام الأستاذة بسنت أن المشكلة العالمية أزمة سيولة اتفق معها في ذلك ولكن أضيف أن الأزمة الحقيقية هي أزمة ثقة فكثير من البنوك لديها سيولة ترفض إخراجها لأنها لا تثق في قدرة الشركات على السداد فلو أن هناك ثقة سوف تقوم البنوك بإقراض بعضها ومن ثم تقرر عملاتها وتتوافر لديها سيولة ولكن انعدام الثقة يمنع ذلك وهو ما يؤدي إلى عدم فاعلية أية إجراءات تم اتخاذها حتى الآن من قبل الحكومات.

وبخصوص ضمان الودائع صدرت قرارات بأمريكا برفع ضمان الودائع إلى ٢٥٠ ألف دولار وكذا في أيرلندا جعلت الضمان مائة بالمائة على الودائع مما جعل بريطانيا تحتج على ذلك وكذا ألمانيا قامت برفع ضمان الودائع إلى مائة بالمائة وكذا النمسا وبعض دول أوروبا وأقل حد لضمان الودائع في بعض دول أوروبا كاليونان وقبرص وغيرها هو عشرين ألف دولار أما نحن في مصر فلا يوجد أي ضمان للودائع حتى الآن.

سؤال من الأستاذ / عمر سيد أحمد

س: هل ستؤثر الانتخابات الرئاسية الأمريكية على طول حل فترة الأزمة واختلاف معايير الحلول؟

ج: بالطبع جميعكم ترون أن المرشحين الاثنيين يحاول كل منهم استغلال هذه الأزمة لصالحه ويتقدم باقتراحات وحلول لها وبالرغم من تقدم أوباما على ماكين في الناحية الاقتصادية إلا أننا رأينا منذ ثلاثة أيام أن ماكين وعد بحل مشكلة أصحاب قروض المساكن ولعل هذا هو السبب في تأخير قرارات مجلس النواب بشأن الأزمة.

سؤال من الأستاذ/ محمود زيدان:

س: هل تعتمد المسئولون في الحكومة المصرية خداعنا في تصريحاتهم حول هذه الأزمة؟

ج: أقول له يا سيدي الخداع موجود ومنذ زمن طويل وكثيراً ما سمعنا عن أرقام الاستثمارات الأجنبية بعدما كانت قبل الوزارة الحالية أربع مائة وسبع مليون أصبحت بقدرة قادر في ظل الوزارة الحالية وفي خلال السنة الأولى ثلاثة وسبع من عشرة مليار دولار وفي السنة الثانية ستة وواحد من عشرة وفي السنة الثالثة أصبحت أحد عشر مليار وواحد من عشرة وفي العام الحالي أصبحت ثلاثة عشر مليار دولار فالخداع مستمر منذ زمن طويل وما زال مستمراً.

رئيس الجلسة

سؤال: ما هي الآليات التي تتبعها الحكومة أو المسئولون لتخطي هذه الأزمة؟

سؤال آخر: لماذا لا تعتمد مصر على نفسها ولا وتتأثر دائماً بما حولها من اقتصاد خارجي؟

يا سيدي نحن معتمدون على أنفسنا والمهم هو مفهوم الاعتماد على النفس.

سؤال آخر: من الأستاذ/ مصطفى محمود: هل هناك دور سياسي لحل هذه الأزمة وما علاقة السياسة بحل هذه الأزمة؟

سؤال آخر: ما هو تأثير هذه الأزمة على المعونات التي تقدمها الدول المانحة؟

بالطبع ستأثر سلباً

سؤال آخر: حول أثر الأزمة على الأسعار؟

هناك آثار تزيد من التضخم وآثار تحد منه وآثار منخفضة والأثر النهائي في حابة إلى دراسة تفصيلية.



## المحتويات

الصفحة	الموضوع
٥	مقدمة
٧	الكلمات الافتتاحية
	الأول: الأزمة المالية العالمية: محاولة للفهم
٢١	دكتور/ حازم البيلاوي
	الثاني: الأزمة المالية العالمية وآثارها على الاقتصاد المصري
٣١	الأستاذ/ ممدوح الولي
	الثالث: الأزمة المالية العالمية والجهاز المصرفي المصري.. الأسباب والنتائج
٧١	الأستاذة/ بسنت أحمد فهمي
	الرابع: الأزمة المالية العالمية وتأثيرها على البورصة المصرية
٨٥	الأستاذ/ حنفي أحمد عوض
	الخامس: ملاحظات على الأزمة المالية الدولية وتوابعها تشخيص ومقترحات علاج مع تركيز على الحالة المصرية
٩٥	دكتور/ الغريب ناصر
	السادس: كيف النجاة من أثر الأزمة المالية الرأسمالية على أسواق المال العربية
١١٧	دكتور/ حسين حسين شحاته
	السابع: قراءة إسلامية في الأزمة المالية العالمية
١٢٥	دكتور/ محمد عبد الحليم عمر
١٥٣	الملحق
١٥٧	المناقشات



طبع بمطبعة مركز صالح كامل  
للاقتصاد الإسلامي - جامعة الأزهر بمدينة نصر  
٢٢٦١٠٣٠٨ : 

رقم الإيداع: ٢٠١٣/٢٩٣٨  
I.S.B.N. الترقيم الدولي:  
978-977-355-076-9

