

أزمة اليورو ٢٠١١ : تحليل للسيناريو العالمي وأثاره المتوقعة على بلدان الخليج

الأستاذ المساعد الدكتور عاطف لافي مرزوك

جامعة الكوفة/ كلية الإدارة والاقتصاد

Abstract

The basis of the study concerned with the development of the idea of a major, this idea is that the mortgage crisis in the United States moved into the sovereign debt crisis in Europe. Specifically in the euro area. It is an attempt to understand the mechanism of this transition in the crisis. Although the debt crisis in the real estate has not been completed so far. In an important question for any areas have the largest impact of the crisis than others? The study put the answer and its causes. Is the Persian Gulf region. In particular, we find effects of stretching in the real sector and financial sector. The study includes a full breakdown of these factors. And accurately identify all vehicles that transport crisis

تمهيد

أعادت أزمة أوروبا التفكير الجدي في الصراع الأيديولوجي الاقتصادي الذي هيمن في مرحلة قد قضيت بما عرف بسباق التسلح والحرب الباردة. ولعل ما استجد في ازمتي الرهن العقاري والدين السيادي^(١) هو إنهما، وعلى النقيض من أزمات نهاية القرن المنصرم، قد طالتا مرتكز المنظومة الرأسمالية وأصابتا سوقا من أوسع أسواقها، وهو سوق الائتمان، فانتشرا فيه انتشار النار في الهشيم. ولا ريب أن نلتبس في ذلك، الاستثناء الذي قل نظيره في تاريخ أوروبا الحديث. فالكتلة التي شيع عنها بالقوة باتت تتراجع أمام ما نظّر إليه الاشتراكيون في غضون عقود مضى. أما محاولات الحل فقد بهتت وفقدت بريقها وأضحت مدعاة للتشكيك في إمكانات الحل.

لقد جاء إصدار اليورو في عام ١٩٩٩ على أنه البديل المأمول لقيادة العملات دوليا، وأنه المنافس الأقوى في التجارة العالمية، وخاصة عندما اصدر بسعر صرف كان بحدود ١.١٨ دولار لليورو. إلا أنه لم يرق إلى مستوى التوقعات. إذ كان استخدامه خجولا، فحجم تجارة الولايات المتحدة ونصيبها المهم في التجارة العالمية كان أحدا هم مسوغات تراخي الطلب العالمي على العملة الأوروبية، كما أنه الأوروبيين أنفسهم عندما لم يثقوا ولم يتفقوا بشكل فعلي بعملتهم فلا ريب أن لا يتولد لديهم، ومن ثم لدى غيرهم، الوازع الحقيقي في موثوقية اعتماده في التداول الدولي. ومع هـن وهن، بقيت جملة المتغيرات التي هي من دواعي رفع الثقة باليورو على حساب الدولار، ومنها؛ النتائج السياسية التي قبعت في مرحلة دشنها الظروف السياسية التي رافقت القطبية الواحدة وعدم رغبة الكثير من البلدان وخاصة في تكتل الآسيان وأفريقيا الشمالية في اعتماد الدولار الأمريكي، إضافة إلى زيادة عدد أعضاء منطقة اليورو من خارج الاتحاد الأوروبي وتنامي السوق الأوروبية، هذه ربما كانت هي من استقطب الثقة في التجارة العالمية ليصل إلى نحو ١.٦ دولار لكل يورو، فيصبح العملة العالمية الثانية من حيث التداول في التجارة والتحويلات والاستخدام في العالم.

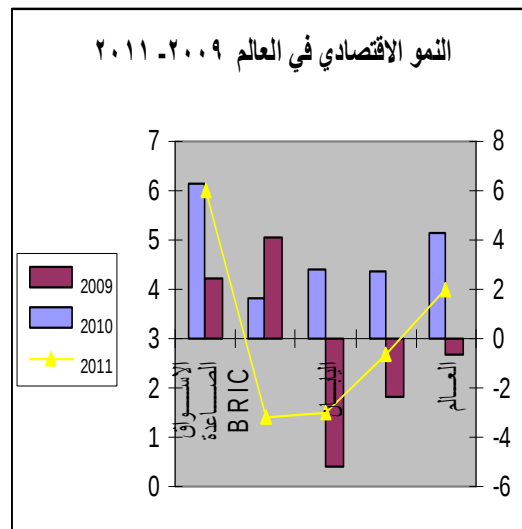
ان محصلة القوة الاقتصادية لمنطقة اليورو كانت بحق غطاء لضعف انسجام اقتصاداته. وبالرغم من الاشتراطات التي فرضتها منطقة اليورو وفق اتفاقياتها وبنودها الا أن انعدام التنسيق على المستوى الفعلي وعدم تبني اليورو من قبل أهم البلدان الأوروبية في تعاملاتها الداخلية، كما في بريطانيا، كان قد رفع الغطاء فأبان العلل في التكامل الاقتصادي للمنطقة. لذا كانت الأزمة التي باتت تنتشر في آثارها في بلدان اليورو اثباتا على ان شروط العضوية واللوائح - التي لا تنم عن قناعات حقيقية بالعمل الاقتصادي والمالي المشترك - هي لا تكفي لضمان إستقرار الوحدة النقدية فقد تم التحايل على تلك الشروط ، ليصبح إنقاذ عصر قد يعلن إفلاسه مشروع رغم القواعد المالية وللحفاظ على وحدة نقدية قد تكون بلا شك باهظة التكلفة للاقتصاديات الكبرى في منطقة اليورو.

ومن اجل تحديد الخطوط العامة لسلامة التكتل الاقتصادي الأوروبي، تولدت لدى الأوروبيين رؤية مشتركة من الصناديق السيادية، قامت على ثلاثة عوامل أساسية؛ أولها اعتماد قواعد الإفصاح والشفافية التي بموجبها يمكن تحديد الانحرافات الحاصلة وتصويبها في إطار المسؤولية أمام البنك المركزي الأوروبي، أما العامل الثاني فينبص في تحديد مسارات الإنفاق المرغوبة لأموال الصناديق وخاصة في دعم رؤوس الأموال المخاطرة في الداخل ذات الأهداف المتوسطة والبعيدة الأجل وإعطاء الحرية للمستثمر الأجنبي، في حين كان العامل الثالث يتمحور في ضرورة عدم تقاطع أوجه الإنفاق لهذه الصناديق من التعديلات المطلوبة في حالة حصول الأزمات.

أولا. الأزمة العالمية: من رهون عقارية إلى ديون سيادية

كانت أزمة الرهن العقاري وتأثيراتها قد وضعت العديد من الاقتصادات العالمية على محك الاختبار الفعلي. واذا كانت الولايات المتحدة قد واجهت هذه الأزمة وتعرضت إلى آثارها المباشرة. فأنها كانت نتاجا لملامح مميزة لحركة رأس المال الدولي، قد انتشرت في الأسواق العالمية وبوتيرة لم يشهدها التاريخ من ذي قبل؛ منها ظهور فوائض عالية، وسيولة مفرطة في الأسواق الناشئة وفي الأسواق الأوروبية والولايات المتحدة كانت قد سبقت مرحلة تنامي الائتمان السريع والمفرط، وحدوث تزامن بين تزايد الشراء المصاحب لاتساع وعاء المدخرات في أسواق آسيا الصاعدة والتدهور في أسواق الائتمان الأوروبية^(١).

بيد ان هذه الملامح الجديدة افصححت عن نفسها مع بداية عام ٢٠٠٧ وبرزت أزمة الأصول العقارية في الولايات المتحدة. فكان من نتاجها ارتفاع الدين الأمريكي واقتطاعه لقراءة ٨٢ في المائة من الناتج المحلي الإجمالي في الولايات المتحدة الأمريكية^(٢)، حينها اخذ النمو الاقتصادي الأمريكي يتراجع ليستقر في منتصف عام ٢٠٠٩ عند ٢.٥ في المائة، وقتذاك كان معدل النمو في أوروبا بحدود ١.٥ في المائة (كمتوسط)، اما معدلات البطالة فقد كانت عند المستوى ٩.٤ في المائة و ٧.٥ في المائة في الولايات المتحدة وفي أوروبا على التوالي.



Source: World Bank, World Bank Lending to Borrowers in Europe and Central Asia by Theme Fiscal 2006–2011.

وبالرغم من ارتفاع حجم الاستهلاك الخاص في الولايات المتحدة إلا أنه ظل محدودا لسببين هما الحدود التي تفرضها السياسة الضريبية والتغيرات التي طرأت في سوق العمل، وخاصة إذا ما أخذنا بالاعتبار الآثار التي ترتبت على أزمة الرهن العقاري وخاصة تلك المتعلقة بالتوقعات التي اعتبرت انفجار فقاعة الرهون العقارية الأمريكية والتي تسبب في رفع الادخار الخاص من ١ إلى ٥ في المائة^(٣).

الأمر في الولايات المتحدة انسحب في المؤشرات على المجتمع، فقد أدى تنامي الدين الأمريكي إلى زيادة العجز، ما انعكس سلبا من حيث تناقص الاقتطاعات الضريبية، وتراجع في الزيادة المطلوبة في الانفاق الحكومي الممول الرئيس للبرامج الاجتماعية مثل إعانات البطالة. وطبقا لإحصاءات ميزانية الكونجرس الأمريكي فإن إجراءات الولايات المتحدة في نقل الأمانة قد ساهمت في التخلص من قرابة نصف العجز، فبعد أن بلغ العجز في الميزانية كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي ٩.٩ في المائة عام ٢٠٠٩، فإن تلك الإحصاءات قد أشارت إلى احتمالات انخفاضه إلى نحو ٤.١ في المائة في عام ٢٠١٢^(٤).

أننا إذا ما قارنا هذا الاتجاه مع الديون الأوروبية، نجد اليونان البلد الأوروبي الأكثر ديناً كان لديه عجز بلغ كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي قرابة ١٣.٥ في عام ٢٠٠٩، ومن المتوقع أن يصبح بحدود ١٥.٤ في المائة في عام ٢٠١٢. بيد أن التوقعات كانت قد أشارت إلى احتمالات انخفاض العجز في الميزانية اليونانية إلى نحو ٦.٥ في المائة في حالة المضي بانتهاج سياسة التقشف^(٥). وهذا قد يكون مدعاة لظهور الآثار المماثلة في أوروبا المصابة بالأزمة.

ولعل الدور السلبي الذي قام به القطاع الخاص المستثمر، وبشكل خاص ما استثمره في الأصول السريعة دوران لرأس المال كان هو الفاعل الرئيسي في الأزمة. حيث تولد لدى المستثمرين الخاصين حالة من التوقعات التشاؤمية الناجمة من اختلال آلية الطلب والعرض بين السوق الحقيقي للعقارات والمضاربات بقيامها في السوق المالي، وعندما بات واضحا لدى القطاع الخاص صعوبة تدارك المشكلة، وهي ما ستؤدي بتراجع

موجوداتهم من السندات المدعومة بالأصول العقارية المصرفية، بدأت التوقعات تمارس وقعها في ظهور بوادر الأزمة في عام ٢٠٠٧^(٦).

بيد أننا إذا ما نظرنا إلى طبيعة الأزمة الأوروبية نجد أن القروض التي منحت إلى بعض الحكومات ذات التصنيف الائتماني المنخفض نسبيا كان أحد فواعل الأزمة، لذا فإنه القطاع الحكومي لا القطاع الخاص، ذاك هو من تسبب في الأزمة، بخلاف فاعل الأزمة التي عرفت بأزمة الديون العقارية. وبدلاً من أن تصبح الأصول الرديئة هي المحرك الأول كانت القروض المقرونة بانخفاض التصنيف السيادي هي الأساس لخلق بوادر الأزمة. غير أن هناك مسار يمكن تحسسه في ارتباط الأزميتين، فمن خلال التراجع في إمكانية الحلول الناجحة للأزمة الأولى، جرت محاولة تخليص القطاع الخاص من أصوله الرديئة، لذا ارتفعت معدلات الاقتراض الحكومي بشكل ملفت للنظر. بحيث وصل مجموع ديون الدول المتقدمة ٩٢% من دخلها القومي مقابل ٧٨% ما قبل عام ٢٠٠٨. وصار على هذه الحكومات أن تسدد جزءاً من التزاماتها لكي تخفض من مستوى الدين. كل ذلك في ظل انتعاش اقتصادي ما زال هشاً ومعدلات بطالة مرتفعة ومؤشرات اقتصادية متضاربة.

وهنا وجد البنك الدولي من مسؤوليته الاهتمام بتقييم الآثار المتوقعة للأزمة في الأسواق المتكاملة، فمنذ الربع الثالث من ٢٠٠٧ تم اكتشاف حقيقة مهمة ذات صلة بالكتلة الأوروبية، وتحديدًا في منطقة اليورو، وإن كانت الصلة غير مباشرة، فالأزمة لم تكشف فقط عن غياب الرقابة الكافية وآليات تنظيم عمل أسواق رأس المال المحلية، وإنما كشفت أيضاً عن المخاطر المتزايدة للعدوى في إطار أسواق دولية تتزايد درجة تكاملها في نفس الوقت الذي أصبحت فيه تلك الأسواق أقل شفافية^(٧).

انعدام الشفافية ذاك، كان هو ما اتصفت به الأسواق في أوروبا، وربما بدرجة أكبر منها في الأسواق الآسيوية الصاعدة، فبعض بلدان اليورو كانوا قد أوهموا العالم على أنهم محصنين من مخاطر الأصول غير الجيدة التي اجتاحت الولايات المتحدة. وإن أدائهم النقدي والمالي يسير بأحسن صوره. والحق أنه أمر كان يجافي الحقيقة، بل لا يتفق مع افتراضات الحوكمة التي نادي بها الاتحاد الأوروبي. وعلى ما يبدو أن سلوك البلدان المكونة للاتحاد كانت تتخذ تدابير ذاتية بشكل فردي مما أثر بالنتيجة في إمكانية مواجهة الكتلة الاقتصادية الكلية للمخاطر المالية لاحقاً. والأمر على هذا الشكل لا يخرج عن كونه محاولات الهروب من الحقيقة.

ولفهم آليات انتقال الأزمة على شاكلتها الحالية بدقة، فإن الأمر يتطلب إعادة نظر في موضوع الديون عبر الأزميتين؛ أزمة الأصول غير الجيدة التي جاءت نتاجاً لآليات الاكتتاب في الرهون العقارية في الولايات المتحدة، والأزمة الحالية في منطقة اليورو.

لقد كان الدور المرتقب للصناديق السيادية هو إعادة رسملة المؤسسات الأكثر ضرراً، إلا أن آثار أزمة الرهن العقاري قد استنزفت قدراً مهماً من أموال هذه الصناديق، وفي ظل الأزمة لم تتجه الصناديق السيادية إلى الافادة من فرصة تدهور الأصول في بعض الأسواق، وإنما - وبسبب التخوف من تنامي الأزمة وآثارها - تم توجيه رؤوس الأموال من هذه الصناديق نحو الاستثمار في الأصول الأقل عرضة للتقلبات. تلك هي بالتأكيد أقل ربحية. وهذا الاتجاه الممزوج بانعدام ثقة المستثمرين مع الوقت أدى إلى تراجع أكبر في عوائد الصناديق السيادية إلى الدرجة التي باتت تتعرض إلى الخسائر المتلاحقة والمزيد من فقدان الثقة في أوجه الاستثمار في الموجودات المالية المختلفة

انعدام الثقة هذا، وإن قلت وطأته، إلا أنه لم يرتقِ إلى حدود عودة الثقة، ففي العام ٢٠١١ تولدت حيرة كبيرة في كيفية معالجة الخطر المحدق بالائتمانات السيادية المتعاطمة بعد أن تولدت القناعة أن هناك عدم قدرة لدى البلدان المدينة في تأدية خدمة الديون السيادية تلك. والولايات المتحدة التي هي أعظم بلد ذي دين سيادي في العالم اجمع حاولت تصدير مشاكلها الاقتصادية عبر أليات متعددة. ما يهمنها منها في إطار التحليل الاقتصادي البحث. إذ أنها أتبع سياسة نقدية متحفظة، وحاولت انتهاز سياسة الحرب الائتمانية من خلال زيادة معدلات التضخم في الاسعار وتحديدًا في اسعار النفط الخام. وكان من مقدمة البلدان التي تأثرت هي بلدان الاتحاد الأوروبي التي ترتبط ائتمانيا بأسواق الولايات المتحدة، وكان الاتجاه سلبيًا على البلدان الأوروبية ذات الاقتصاد الأقل كفاءة مثل البرتغال واسبانيا^(٨).

وإذ نحن نحلل في المتغيرات الحقيقية، فهي كانت الطريق الأكثر سهولة في نقل الأزمة. ساعد في ذلك السياسة الأمريكية تجاه المتغيرات المالية، حيث اتبعت الولايات المتحدة أسلوب التخفيض الكمي في السياسة النقدية، فخفضت الاحتياطي النقدي المطلوب تجاه الودائع بأنواعها، ما أدى إلى التعجيل بنزوح الفوائض الائتمانية نحو السوق العالمي. في وقت كان الأوروبيون هم أكثر البلدان استقبالا للفوائض الأمريكية، لتستقر بدرجة أكبر في البلدان الصاعدة، وقد أدت هذه السيولة المتراكمة إلى انخفاض تقديرات حجم الأصول والثروات الحقيقية فيها بسبب التضخم. وكان البنك الدولي قد قدر أن حجم الفوائض المتحولة بحدود ٤٢ في المائة و ٣٠ في المائة في سوقي الأسهم والسندات على التوالي في البلدان النامية^(٩). إن اتباع السياسة النقدية الانكماشية المتزامن مع ارتفاع موجة التضخم أدى إلى تراجع قيمة الدولار في المعاملات الدولية. وفي هذه النقطة انتقلت الآثار من الدورة المالية إلى الدورة الحقيقية في الاقتصاد العالمي.

إن الانخفاض في سعر تبادل الدولار الأمريكي المعزز بسياسة ائتمانية منفتحة في البلدان الأوروبية وبعض البلدان الأقل نمو في العالم كان معززا باتباع البلدان الأوروبية فرادى سياسات داخلية أهمها تخفيض قيمة عملاتها المحلية على أمل أن تحقق البلدان الأوروبية الفرادى مكاسب في التجارة في الأجل القصير. غير أنها تناست، أو لنقل أهملت عن قصد، عملتها الموحدة التي تأثرت بهذه السياسات التي أصابت بالنتيجة قيمة العملة الموحدة، مما أثر في أداء البلدان الأوروبية الأقل قدرة مالية في منطقة اليورو. وهكذا أدت هذه التغيرات في غضون عامين إلى انهيارات مالية غير مسبوقة في أوروبا باتت تهدد منطقة اليورو^(١٠).

ولو نظرنا بمستوى أكثر شمولاً إلى الأسواق العالمية وتأثيراتها في تنامي أزمة أوروبا الحالية، فأنا نضع اليد على السبب الآخر، وهو عامل يؤثر من الخارج، حيث نجد أولاً مجموعة الأسواق لبلدان البريك BRIC الصاعدة^(١١) التي تمكنت من اختزان السيولة العالية وحقق في الثلث الأخير من عام ٢٠١١ نموًا اقتصاديًا بلغ ٤ في المائة في ظل تراجع النمو الاقتصادي العالمي، وفي الوقت الذي تراجع فيه النمو الاقتصادي الأمريكي والأوروبي، فبلغ في المدة نفسها ١.٥ في المائة و ٠.٥ في المائة في الولايات المتحدة وأوروبا على التوالي. ومن المتوقع أن يستمر هذا النمو في العام ٢٠١٢، ووفقاً لتقديرات المعهد الاقتصادي الأمريكي باكليز كابيتال Barclays Capital من المتوقع أن تشكل هذه المجموعة الصاعدة نصف النمو العالمي في عام ٢٠٢٠ من ناحية، ومن ناحية ثانية، نجد أن الصين وهي أكبر دولة في التجارة العالمية^(١٢)، كانت قد تراجعت حصتها في الربع الأخير من عام ٢٠١١^(١٣).

كما ولو نظرنا بعين الدقة الى الخارطة العالمية لتدفقات رؤوس الأموال، نجد أن بلدان آسيا وأسواقها الصاعدة مثل اندونيسيا وكوريا والهند والصين، تشهد تحقيق فوائض رأسمالية معززة بمعدلات متصاعدة للنمو الاقتصادي، فقد بلغ معدل النمو في بلدان الآسيان كمعدل خلال المدة من ٢٠٠٦ الى مطلع ٢٠١١ بحدود ٤,١ في المائة، فأصبحت لديها قرابة ٤٠ في المائة من حصة الاستثمار المباشر في العالم في عام ٢٠١٠. وكانت هذه المعدلات مدعومة باستثمارات الاصول الثابتة وزيادة دور القطاع الخاص ونمو الطلب المحلي. وكان الكثير من بلدان الأسواق الناشئة قد حقق نمو اقتصاديا مبهرًا، مما جعل هذه البلدان أقرب إلى مستويات المعيشة في غرب أوروبا وغيرها من البلدان المتقدمة. لكنها كانت الأكثر تأثراً بالأزمة، مما أوقف هذا التقارب. وتراجع النمو من ٧.٦ في المائة عام ٢٠٠٧ إلى ٤.٧ في المائة عام ٢٠٠٨.

أن طبيعة الإجراءات التي اتخذت في هذه الأسواق والتي كانت نتيجة لمخاوفها من حصول أزمة مماثلة لأزمة ١٩٩٧ كانت هي السبب في احتفاظ هذه البلدان بالحجم الكبير من السيولة الداخلة، وكان هذا التوجه يفسر على انه بدافع الحيلة من احتمالات تكرار ما تعرضت له الأسواق الآسيوية في ١٩٩٧. ولعل ما ساعدها في تعبئة المدخرات من السيولة العالمية هو عمق حجم التجارة البينية والاعتماد المتبادل في بلدان ضمن بلدان آسيا، فقد ارتفع مؤشر الاعتماد المتبادل داخل المجموعة الآسيوية من ٤٦.٢ في المائة عام ١٩٩٤ الى ٥٢.٦ في المائة عام ٢٠٠٩. وهذا يعني أن نصف المبادلات التجارية لهذه البلدان كانت تتم فيما بينها. وإذا ما أخذنا بالاعتبار الإجراءات المحفزة للتجارة والسياسات النقدية المرنة التي اتخذت في عام ٢٠٠١، ووصول معدل النمو الاقتصادي في آسيا في عام ٢٠١٠ الى نحو ٨.٢ في المائة مقابل تراجعها في المنطقتين الأمريكية والأوروبية، وسعي القادة الآسيويين (الصين، اليابان، كوريا الجنوبية) الى إقامة منطقة تجارة حرة بينهم في نهاية عام ٢٠١٢^(١٤) فإن الامر يوضح حقيقة احتمالات تغير الخارطة الاقتصادية والزعماء المستقبليين وينذر حقا باحتمالات إعادة النظر باعتماد الأسواق الأمريكية والأوروبية التي ستكون مصدرا لتصدير الازمات وإن خفّت في وطأتها بعد حين.

ولعل ابرز آلياتها جاءت بتأثير سياسات المواجهة مثل تنظيم التجارة بين المقيمين وغير المقيمين التي اتخذت في كل من تايلاند وماليزيا، والاجراءات التي بدأتها السياسة النقدية في تايلاند في مجال التحكم بالاحتياطي القانوني^(١٥).

ومن اجل عدم الافراط بإجراءات التحوط التي من شأنها تضخيم مبالغ فيه للفوائض والمدخرات المحلية، فقد اتفقت البلدان الآسيوية على تنفيذ جملة الاصلاحات في الواقع الاجتماعي والاقتصادي التي كان (بنك التنمية الآسيوي قد اقرها بوصفها وسائل لدرئ الخطر) ومن خلال رفع الانفاق على شبكات الضمان الاجتماعي، ومساعدة الشركات الصغيرة ومتوسطة الحجم لتمكينها من أن تصبح قوة محركة لنمو معدلات التوظيف الكبرى. وعلى هذا الاساس فالعامل الآخر الذي ساعد في ظهور واستمرار الازمة في أوروبا هو جملة هذه الإجراءات سواء التي كانت تهدف الى الحيلولة دون وقوع مصادر الشحة المالية أو تلك التي ارتبطت بعدم الافراط في التحوط^(١٦).

أن تأثير السلوك الائتماني في اسواق اسيا قد تحدد على وفق انعكاسات النظام الائتماني ونظام العملة فيها، ومن وجهة نظر الاقتصاد المالي فإن ما يؤثر في انظمة العملة يحمل على انظمة الائتمان، لذا فإن

قيمة العملة تتحدد تبعاً لطبيعة النظام الائتماني. وبالمثل فإن أنظمة العملة الدولية تتأثر بالنظام الائتماني في العالم. فعدم استقرار قيمة العملة في ظل بقاء التراجع في قيمة الأصول أدى إلى تغيير الدولار الأمريكي بوصفه قيمة للمدفوعات. مما أدى بالنتيجة إلى أن تتحمل البلدان الأخرى تكاليف غير مبررة داخلياً للمحافظة على معدلات النمو ومن ثم على مستوى المعيشة. لقد كان استحواذ رؤوس الأموال في الاقتصادات الصاعدة نتائج غير مواتية، فقد أدت فوائضها من رؤوس الأموال المقومة بالدولار هي العامل المدمر في معادلات النمو في الاقتصاد السليم في مختلف البلدان^(١٧).

في حين شهدت تدفقات رؤوس الأموال الداخلة تراجعاً في الربع الأخير من عام ٢٠١١ في الشرق الأوسط وشمال أفريقيا بسبب الظروف السياسية التي تشهدها المنطقة العربية، سجلت مصر أعلى نسب التراجع في جذبها للاستثمارات (٩٠ في المائة) تلتها سورية (٥٥ في المائة) وتونس (٥٥ في المائة). ونظراً لتحقيق بلدان الخليج نمواً اقتصادياً ملحوظاً في عام ٢٠١١ بلغ ٧ في المائة، فقد أصبح محلاً لارتداد رؤوس الأموال المغامرة ومنها ذات الأصل السيادي. لذا من المرجح أن تمتد آثار الأزمة في البدء إلى هذه الأسواق لأسباب منها ما يرتبط بطبيعة الأصول المحتمل الاستثمار فيها أو لارتباط القطاع الحقيقي في هذه البلدان بأسواقها المالية من جهة وبالاقتصاد العالمي بشدة من جهة ثانية.

وهكذا فإذا ما نظرنا إلى الأمر بروية، يمكن القول أن هناك اتجاه واحد لجميع هذه المتغيرات. فقد أدت في مجملها إلى تحويل الأزمة العالمية من أزمة ديون سندات الرهن العقاري في الولايات المتحدة إلى أزمة في الديون السيادية في أوروبا.

ومن خلال فحص النظر في المتغيرات الفاعلة يمكن تحديد ملامح انتقال الأزمة إلى أوروبا على وفق المراحل الآتية^(١٨):

المرحلة ١: أولى المراحل في الأزمة جاءت في الآثار التي أعقبت أزمة الرهن العقاري، التي أدت إلى زعزعة الثقة في أسواق المال، إذ كان تعامل الأوروبيين مع الكساد في بيع وشراء الرهون العقارية الأمريكية، في هذه المرحلة، يجري وفق قاعدة الاستجابة تبعاً للمتغيرات التي تحدث. بدلاً من اعتماد إجراءات احترازية تقوم على التوقعات وإجراءات عمل للسياسات المصادرة لاسيما وأن المتعاملين في سوق العقارات الأمريكية من الأوروبيين كانوا يمثلون شريحة واسعة من المستثمرين المحليين. وبالفعل كانت الأزمة قد أثرت على أجزاء من مفاصل الاقتصاد في العديد من البلدان في العالم بعد أن ازداد الأثر الخفي للأزمة في الأصول السائلة الأكثر انتشاراً، ومن غير المصنفة على أنها رديئة وخاصة الأصول العقارية محل الأزمة الابتدائي. وبينما بات الأثر في مشاكل الائتمان العام يصل العديد من المستثمرين والمصارف، قامت شركة تأمين الودائع المصرفية في الولايات المتحدة، بوصفها خطوة احترازية.

المرحلة ٢: في هذه المرحلة انتقلت الآثار ومن ثم السياسة الاقتصادية من المؤسسات في القطاع الخاص إلى الأسواق في القطاع الحقيقي. إذ تدخلت البنوك المركزية في محاولات تخفيض سعر الفائدة من أجل دعم السيولة والعملة الأجنبية. أما في الولايات المتحدة اتبعت سياسة تقييد السياسة النقدية باعتبار إن البنك المركزي ليس السبيل لحل أزمات السيولة، وربما البنك المركزي هو الملجأ الأخير للإقراض في أوقات الأزمات الاقتصادية.

المرحلة ٣: تمثلت المرحلة الثالثة بظهور ملامح فقدان الثقة في أسواق الائتمان وفي السيولة المرتبطة بكفاءة رؤوس أموال المؤسسات المالية الكبيرة والذي ارتبط بعدم قدرة المصارف والشركات المالية على الإيفاء بالتزاماتها المالية. وضمن هذا الاتجاه التشاؤمي، جاءت محاولات المؤسسات المالية في تقليل كمية الأصول السيئة التي هي موضع المشاكل المالية في ميزانيتهم. بيد أن هذا الإجراء جاء بنتائج سلبية مع موجة من انعدام الثقة التي أدت إلى تدهور قيمة الأصول للشركات والمستثمرين في الولايات المتحدة وفي أوروبا. وقد شهدت هذه المرحلة تدخل الحكومات عبر وزارات المالية جنباً إلى جنب مع البنك المركزي في محاولات السيطرة على المصارف التي تتعرض للإفلاس بتزويدها بالمعونات المالية دفعا لتنامي الأزمة المالية.

المرحلة ٤: هي المرحلة الحرجة التي عدت إيدنا بحدوث تباطؤ في معدلات النمو الاقتصادي، حيث انتشرت مشاكل السيولة المشار إليها في المرحلة الثالثة بشكل واسع وصار الاقتصاد الحقيقي مصاباً بأزمة لا تقل عن أزمة الاقتصاد المالي. وانتشرت الديون في الأسواق المالية والحقيقية وتراجع بشدة التصنيف الائتماني للمراكز المالية في البلدان الأوروبية.

وبالاستناد الى مؤشرات البنك المركزي الأوروبي، يلاحظ تراجع حساسية محفظة الودائع الأوروبية تجاه التغيرات التي طرأت على الائتمان في السوق ضمن منطقة اليورو، حيث تراجعت نسبة الاعتمادات بمعدل ١.٢ في المائة لغاية اب/ اغسطس ٢٠١١ عن مستواها في منتصف عام ٢٠١٠، كما ان اجراءات بعض الحكومات مثل المانيا في رفع معدل الفائدة على السندات الحكومية كان لها اثر على سداد القروض. وهذه المدة مثلت تراجعاً حقيقياً وواضحاً في محافظ البنوك والحكومات وفي حصصها في صندوق البنك الأوروبي. ويظهر الامر أكثر وضوحاً لدى الحافطة الخاصة بكل من ايطاليا واسبانيا والبرتغال. ولعل الاثر الأكبر خطورة على العوائد تمثل في تراجع التصنيف الائتماني لمصارف مهمة، إذ صنفت السندات الثانوية الصادرة عن مصارف Barclays, Lloyds, RBS and Bank of America ، فقد تراجعت تصنيفاتها واعتبرت على إنها ذات تصنيف رديء، كما صنفت سندات قطاع التأمين وخاصة شركة Lafarge على انها رديئة. وهو ما يشير إلى خطورة تراجع التصنيف الائتماني للمصارف المستثمرة في هذه الأنواع من الموجودات الاستثمارية. وبالرغم من شيوع حالة التراجع في التصنيف الائتماني لقائمة من الموجودات الأوروبية، فإن الصندوق الأوروبي لا يزال يعول على قدرة السندات الحكومية المصنفة AAA في تحسين المناخ الاستثماري والتأثير على ثقة المستثمرين إيجاباً^(١٩).

وضمن هذه المرحلة بدأت الولايات المتحدة بإتباع خطة للإصلاح (عرفت باسم خطة أوباما) في إعادة الثقة للاقتصاد الأمريكي وتحسينه من مخاطر السيولة، وذلك بتقليل الضرائب على الأفراد بهدف إعادة الثقة وتوفير الدعم المالي، وإعادة الاستثمار في الأصول المالية بهدف رفع قدرات المؤسسات المملوكة. على أثرها حاولت حكومات بلدان فرنسا وألمانيا وبريطانيا بمحاكاة العلاج الأمريكي، فأخذوا الوصفة ذاتها واتبعوا سياسة مماثلة لما تم في الولايات المتحدة، حيث أعلنت الحكومات الأوروبية تخفيض معدلات الفائدة لتحفيز النمو الاقتصادي واعتمد ذلك منذ ابريل ٢٠٠٩، لحقتها إجراء البنك المركزي الأوروبي الذي خفض من السياسة النقدية الكمية، واعتمد تخفيضات ثلاث في أسعار الفائدة الرئيسية (من ٥ الى ١.٥ ثم الى ٠.٥ في المائة على التوالي).

٣. منطقة اليورو: التحولات والمؤشرات وإعادة التقييم

يعد التوسع السكاني الذي شهدته أوروبا الموحدة اقتصاديا منذ عام ٢٠٠٤ أكبر توسع إذا ما قورن بنظيراتها السابقة من التكتلات الاقتصادية، فقد انضمت لها كل من التشيك واستونيا وهنغاريا ولاتفيا وليتوانيا وبولندا والسلوفاك وسلوفينيا. وشكل سكان هؤلاء الوافدون الجدد قرابة ١٩ في المائة من سكان الاتحاد الأوروبي، ومساحتهم مجتمعة تمثل ٢٢ في المائة. إلا أن قادة أوروبا الاقتصادية كانوا ينظرون للوافدين على أنهم عبء على اليورو، فسجل اداءهم الاقتصادي لم يكن مطمئناً، والناتج الإجمالي لمجموعهم لا يتعدى ٩ في المائة من ناتج الاتحاد الأوروبي^(٢٠).

مع ذلك كان ينظر الى هذا الاتساع بعين الرضا لدى أعضاء المنطقة، وقائما بالتبرير على انه يدفع البلدان الى زيادة سرعة الإصلاحات بما يعزز القوة التساومية للاتحاد الاوروبي في إزاء تراجع المنطقة الأمريكية. وكان هذه التوسع مبررا بشكل خاص بالنسبة لكل من لسلوفينيا والسلوفاك. وهما الدولتان اللتان تمكنتا من الإبقاء بكل معايير اتفاقية ماستريخت^(٢١).

أدى توسع قائمة البلدان الأوروبية التي انضوت تحت لواء الاتحاد الأوروبي الى توسع اقتصادي مفرط وتدفق كبير لرؤوس الأموال إلى داخل الاتحاد. وكان من شأن ذلك أن تزايدت معدلات الاقتراض، ويتبعها اعباء اقتصادية، التي عجلت بظهور أو تفاقم عجز الحساب الجاري لدى أعضاء الاتحاد الأوروبي الجدد. وأمسى حل مشكلة الابعاء الاجتماعية مقلقاً فعلا. اذ ترتب على تزايد العمليات الائتمانية المبرمة بالعملات الاجنبية ان ازداد التفاوت وعدم توافق العملات ضمن سلة اليورو، وإذا ما أخذنا بالاعتبار الاثر المالي الناجم من تراجع سعر الصرف لليورو على القطاع الخاص والمتأني من عدم التوافق وانتهاج سياسات فردية في الاقتراض التي زادت من مخاطر الائتمان. فأن ذلك يعني انه كلما زاد ارتباط البلدان المالي بين مجموعة من البلدان كلما ازدادت سرعة انتقال الأزمة. والحق انه السبب الرئيس الذي ساعد في انتشار الاثار المالية غير المحمودة على مستوى منطقة اليورو.

هذا الاتجاه تعزز بما اشرنا له في انعدام تجانس طبيعة الاقتصادات الأوروبية، ويمكن التدليل على ذلك في ما أورده تقرير التنافسية العالمية ٢٠١٠/٢٠١١، اذ (تولد قلق تجاه الأداء الاقتصادي للمنطقة وللاتحاد الأوروبي... حيث أن مزايا الاتحاد التي اثرت مثل تعزيز العوائد الاقتصادية والنمو الاقتصادي للمنطقة، وتحفيز الاستثمار في مجالات الطاقة والبنى التحتية، وفي تكنولوجيا المعلومات والاتصالات وتأهيل المهارات، وتشجيع الابتكار والوصول الى اسواق المال، كانت تنطوي تحت مشروطة الإستراتيجية الأوروبية، والتي من أهم عناصرها ضبط المالية العامة)^(٢٢).

ومع ذلك فالمنطقة بوصفها كتلة قد شملت بلدان غير متكافئة، ولعل النظر في تنافسية هذه البلدان يقدم دليلا مقبولا لإثبات ذلك. فالبلدان الاسكندنافية والمانيا والمملكة المتحدة وفرنسا وبلدان البنلوكس (بلجيكا وهولندا ، و لوكسمبورغ) كانت على رأس القائمة في التنافسية لعام ٢٠١٠، وهي ضمن مرتبة الـ ٢٠ بلد الأكثر تنافسية في العالم. مع ذلك نجد أن البنلوكس والدول الاسكندنافية وإن تراجعت في مؤشرات مثل حجم السوق الا انها عوضتها في أخرى مثل مؤشرات عدد المهندسين والعلماء ، والمؤسسات السليمة،

والقدرة العالية في الابتكار وبراءات الاختراع. في حين جاءت بقية البلدان الأوروبية (باستثناء خمسة بلدان من الوافدين من الكتلة الاشتراكية) ضمن الـ ٥٠ بلد الأعلى تنافسية في العالم^(٢٣).

ويشكل عام فإن أولويات تأثر البلدان الأوروبية ارتبط بمؤشرات أهمها مؤشري العجز المالي الحكومي والدين العام. الجدول (١)، الذي يشير الى ترتيب بلدان منطقة اليورو ضمن المؤشرين، ويلاحظ منه أن أيرلندا كانت أعلى البلدان الأوروبية من حيث نسبة العجز في الميزانية الى الناتج المحلي الاجمالي (- ٣٢.٤) في المائة، ويلاحظ من الجدول ان مستوى العجز الحكومي المالي كان في قمته في المجموعة الاولى، في حين انه كان منخفض في بلدان المجموعة الثانية، أما الفائض المالي الحكومي في عام ٢٠١٠ فقد سجل فقط في استونيا (+ ٠.١ في المائة من الناتج)، في حين جاءت السويد لتسجل توازنا في المؤشر (نسبة العجز إلى الناتج فيها ٠.٠ في المائة).

اما في مؤشر نسبة الدين العام الى الناتج المحلي الإجمالي فقد كانت البرتغال أعلى بلد اوروبي وينسب (١٤٢.٨ في المائة). وما يلاحظ ضمن هذا المؤشر وجود بلد اوروبي تزيد فيه النسبة عن ٦٠ في المائة، ارتأينا وضعها في مجموعة البلدان الأعلى ديناً.

على أنه من الممكن اعتماد مقاربة مع البيانات ذاتها التي اعدّها البنك الدولي، فاستناداً الى بياناته حول منطقة اليورو يمكن أن تعتمد مقارنة بين مجموعتين من البلدان ضمن المنطقة؛ بلدان الاتحاد الأوروبي (المكون من ١٧ بلد) وبلدان منطقة اليورو (٢٧ بلد) التي تضم مجموعة لبلدان القادمين الجدد ضمن منطقة اليورو، نجد إنه اذا ما احتسب المتوسط للمجموعتين يظهر أن المؤشر (١) وهو نسبة العجز الحكومي المالي الى الناتج في عام ٢٠١٠ قد انخفض عن مستواه في عام ٢٠٠٩، بخلاف ما سجله المؤشر (٢)، نسبة الدين الحكومي الى الناتج المسجل في نهاية ٢٠١٠، الذي ازداد (كمتوسط) في المدة ذاتها. فالمؤشر (١) في بلدان الاتحاد الأوروبي السبعة عشر بلغ ٦.٣ في المائة عام ٢٠٠٩ ثم انخفض الى ٦.٠ في المائة في عام ٢٠١٠. وهو انخفض ايضا في مجموعة بلدان منطقة اليورو السبعة والعشرون من ٦.٨ في المائة عام ٢٠٠٩ ليصل الى ٦.٤ في المائة في عام ٢٠١٠. اما تفصيل المؤشر (٢)، فيشار الى انه ازداد من ٧٩.٣ في المائة نهاية عام ٢٠٠٩ الى ٨٥.١ في المائة في نهاية عام ٢٠١٠ في مجموعة بلدان الاتحاد الأوروبي، في حين انه ارتفع في بلدان اليورو من ٧٤.٤ في نهاية ٢٠٠٩ ليصل في نهاية ٢٠١٠ الى ٨٠.٠ في المائة.

الجدول (١): العجز الحكومي المالي والدين الحكومي كنسبتين الى الناتج المحلي الإجمالي (لأهم بلدان منطقة اليورو) في نهاية ٢٠١٠			
المؤشر ١ /// نسبة العجز الحكومي المالي الى الناتج		المؤشر ٢ // نسبة الدين الحكومي الى الناتج	
المجموعة ١: البلدان الأوروبية مرتفعة العجز		المجموعة ٢: البلدان الأوروبية الأقل مديونية	
البلد	النسبة	البلد	النسبة
أيرلندا	- ٣٢.٤	استونيا	٦.٦
اليونان	- ١٠.٥	بلغاريا	١٦.٢
المملكة المتحدة	- ١٠.٤	لوكسمبرغ	١٨.٤
إسبانيا	- ٩.٢	رومانيا	٣٠.٨
البرتغال	- ٩.١	سلوفينيا	٣٨.٠
بولندا	- ٧.٩	ليتوانيا	٣٨.٢
سلوفاكيا	- ٧.٩	جمهورية التشيك	٣٨.٥
لاتفيا	- ٧.٧	السويد	٣٩.٨
ليتوانيا	- ٧.١		
فرنسا	- ٧.١		
المجموعة ٢: البلدان الأوروبية المنخفضة العجز		المجموعة ٢: البلدان الأوروبية الأعلى مديونية	

البلد	النسبة	البلد	النسبة
السويد	٠.٠	اليونان	١٤٢.٨
استونيا	+ ٠.١	إيطاليا	١١٩.٠
لوكسمبرغ	- ١.٧	بلجيكا	٩٦.٨
فلند	- ٢.٥	إيرلندا	٩٦.٢
الدنمارك	- ٢.٧	البرتغال	٩٣.٠
		ألمانيا	٨٣.٢
		فرنسا	٨١.٧
		هنگاريا	٨٠.٢
		المملكة المتحدة	٨٠.٠
		النمسا	٧٢.٣
		مالطا	٦٨.٠
		هولندا	٦٢.٧
		قبرص	٦٠.٨
		إسبانيا	٦٠.١

Source;
 1. Eurostat news releases, Eurostat publication "ESA95 manual on government deficit and debt", third edition, 2010. p 7-9
 2. Eurostat news releases, Provision of deficit and debt data for 2010 - first notification. 26 April 2011. p 1-2

٤. استطالة الآثار وشموليتها

اليونان بوصفها أول بلد واجه الأزمة الأوروبية، كانت مهمة أشد الاهتمام بالانضمام لمنطقة اليورو، فأجرت تعديلات وإصلاحات في السياسة الاقتصادية بهدف الدخول ضمن التكتل الاقتصادي الأوروبي. إلا أنها لم تكن بالمستوى المطلوب كي تتأقلم مع بلدان مثل ألمانيا أو السويد ضمن كتلة واحدة، فهي لا تمتلك سجلاً جيداً في الأداء الاقتصادي، كما وتعتبر اليونان حاضنة لعدد كبير من العمالة غير الرسمية الذين لا يخضعون إلى الضرائب. إذ يوجد في اليونان عمالة أجنبية كبيرة، يأتي معظمهم من دول أوروبا الشرقية، الشرق الأوسط، باكستان وأفريقيا، الذين يشكل مجموعهم حوالي ١٠% من مجموع تعداد السكان. كما أن وجود هؤلاء في ظل تراجع قدرة الدولة المالية من المؤكد أن يؤدي إلى مزيد من التحويلات المالية إلى الخارج والحقيقة أن اليونان منذ عام ٢٠٠٠ كانت تعاني من ارتفاع معدلات الدين كنسبة من الناتج، وكانت التكاليف الاجتماعية والاقتصادية التي تترتب على هذه النسبة هي باهضة نسبياً. إلا أن الانضمام إلى الاتحاد الأوروبي وإتباع مشروطياته قد أدت إلى وصول اليونان إلى مرحلة الأزمة.

والحقيقة فإن الناتج المحلي اليوناني يشكل ٣ في المائة فقط من إجمالي الناتج لمنطقة اليورو، إلا أن العجز فيه كان مرتفعاً وبحدود ١٣ في المائة من الناتج المحلي، ما يمثل خمسة أضعاف ما مسموح به في منطقة اليورو. فقد بلغ حجم العجز قرابة ٤٠٠ مليار دولار عام ٢٠١٠. وبدلاً من كشف الأوراق لمعالجة الأزمة من بدايتها. قامت الحكومة في اليونان بالعزوف عن ذلك وتلاعبت في السجلات المالية لإخفاء العجز في ميزانيتها. على أمل الوصول إلى حل للأزمة قبل كشفها من قبل الاتحاد الأوروبي. فهي لم تقدم الأداء الاقتصادي الحقيقي المطلوب ضمن حزمة اشتراطات منطقة اليورو، مما دفعها إلى تقديم معلومات غير صحيحة حول مؤشرات الاقتصاد الكلي مثل نسبة العجز والدين العام إلى الناتج الداخلي. فكان ما أعلن من مؤشرات اقتصادية لا يعكس حقيقة الواقع الاقتصادي اليوناني. ولعل إدارتها المالية العامة كانت العامل

المسرّع لتفاقم الأزمة، فقد بلغ مستوى النفقات العامة ما نسبته ٣٠% من الناتج القومي، وهو ما يتجاوز قوانين النشاط الاقتصادي في الاتحاد الأوروبي التي تنص على أن لا يتعدى مستوى النفقات ٣% من الناتج القومي.

الجدول (٢): الزيادة في النفقات الحكومية (نسبة من GDP) للمدة ٢٠٠٥-٢٠٠٩

ألمانيا	0.8
إيرلندا	14.5
إيطاليا	3.7
إسبانيا	7.5
البرتغال	3.4
اليونان	6.6

Source; Carnegie Endowment for International peace, paradigm Lost The Euro In Crisis, by;Uri Dadush, Washington, 2010. p 67

إما قطاع المصارف فكان عامل فقدان الشفافية وعدم اعتماد المعايير المالية السليمة هي أهم أسباب الخسائر، فلم تتخذ التدابير اللازمة للخسائر التي مني بها هذا القطاع في عام ٢٠١٠، وفي ظل إستراتيجية منطقة اليورو التي اقتضت تقليل الدين السيادي بنسبة ٣٠ في المائة، مما أدى باليونان الى أن تصبح في مقدمة البلدان التي تقبع تحت تأثير الأزمة^(٢٤).

بيد أن الأزمة لم تكن لتتوقف في حدود اليونان، إنما أخذت تتوسع، فكانت إيطاليا هي البلد الثاني، التي كانت في مواجهة آثار الأزمة، بالرغم من أن اقتصادها يفوق الاقتصاد اليوناني بحوالي ٦ مرات، إلا أنها من البلدان المرتفعة المديونية. وصحيح أن المالية العامة وإدارتها في إيطاليا تفوق كثيرا العديد من البلدان الأوروبية ذات الديون العالية كما في حالة مالطا وهولندا، الجدول(٢). إلا أن تنافسيته باتت تشهد تراجعا حادا مما جعله أكثر عرضة للصدمات، وخاصة بعد دخوله منطقة اليورو، إذ بدأ معدل نمو الناتج فيه يزداد بمعدلات متناقصة. فبديهي أن يكون البلد الآخر الذي يتعرض لأزمة منطقة اليورو^(٢٥).

وبعيداً عن استعراض الحالات الفردية للبلدان الأوروبية، فأن الواضح هو اتجاه الأزمة للاستمرار، بسبب تراجع العوائد من العمل الاقتصادي المشترك على العموم في منطقة اليورو بسبب تعرضها للأزمات، فألمانيا البلد الأوروبي ذو القوة الاقتصادية التي يعتد فيها والمعوّل عليها في خطط الإنقاذ، هي ايضا قد شهدت آثارا بائنة، وجاءت الآثار منذ انضمامها لليورو، إذ أنها تكلفت بأعباء ما كانت لتتحملها لو كانت خارج اليورو. ما يؤيدنا هنا انه وفي غضون المدة ٢٠٠٠-٢٠١٠ وبينما كانت الأجور في بلدان الاتحاد الأوروبي تزداد بنسبة ٣١ في المائة، تعرضت وحدة تكلفة العمل في ألمانيا الى انخفاض بلغ معدله ٧ في المائة في المدة نفسها. ومن الناحية الثانية فإن ألمانيا حققت زيادة متواضعة في نسبة الأجور من الإنتاجية المتحققة، حيث انخفض تعويض العاملين النسبي من الإنتاجية بحوالي ١١ في المائة في ألمانيا للمدة من ٢٠٠ الى ٢٠٠٩، وهو اقل مما تحقق في منطقة اليورو بحدود ١٥ نقطة و ٣٦ نقطة مقارنة بالاتحاد الأوروبي. رغم حقيقة إن تكلفة العمل المنخفضة نسبيا بالمقارنة مع بعض البلدان الأوروبية أوروبا كهلندا والنمسا، فإنها تعد مرتفعة نسبيا بالمقارنة مع بلدان أخرى خارج اليورو مثل الولايات المتحدة واليابان والصين^(٢٦).

الغرض للعلم
الاقتصاد والاعمال

ورغم ما أثير بشأن بعدها عن الأزمة، فالسويد، قد تأثرت بتداعياتها، وإن كان ذلك بشكل غير مباشر. وبالرغم من أن الاقتصاد السويدي كان قد شهد تراجعاً في معدلات النمو في عام ٢٠٠٩، فإنه يعزى إلى الوقوع في ظل أثار الأزمة، حيث تراجعت العوائد في صادرات سلع الاستهلاك المعمرة، إلا أن اعتماد صادراته على السلع الاستثمارية قد ارتفع في عام ٢٠١٠، كما ازداد الاستثمار في الصناعة التحويلية في ظل وجود بيئة استثمارية معززة بالثقة من لدن المستثمرين، وارتفاع مستوى التفاؤل من قبل الشركات التي تحرز استجابة الموارد والسوق لمنتجاتها، ناهيك عن التوقع بارتفاع مستوى الطلب الاستهلاكي خلال المدة ٢٠١٢-٢٠١٥. لذا فقد شهد الاقتصاد السويدي تحقيق معدل نمو GDP للمدة من منتصف ٢٠١٠ إلى منتصف ٢٠١١ بما نسبته ٤.٤ في المائة^{٢٧}. ورغم من أن الطلب على السكن في مطلع ٢٠١١ قد تراجع بشكل ملحوظ، إلا أن أسعار الفائدة إلى سندات الرهن العقاري في المدة القصيرة لم تشهد تراجعاً، كما حافظ الريبو السويدي على سعر صرفه^(٢٨).

٥. اليورو في ظل الحلول المثلومة والنتائج الوخيمة

كان صندوق النقد الدولي قد قدّر الصندوق أن ديون اليونان أصبحت خارج السيطرة. إذ ازدادت نسبة الدين إلى الناتج المحلي الإجمالي من ١٤٣ في المائة في عام ٢٠١٠ إلى ١٦٦ في المائة عام ٢٠١١. وقد توقع الصندوق أن يصل الدين إلى ١٧٢ في المائة في عام ٢٠١٢. وخلال هذه الحقبة من المتوقع أن يشهد الاقتصاد اليوناني تقلصاً ملحوظاً، بيد أن هناك تفاؤلاً كان مبنياً على أسس توقعات الصندوق في مضي اليونان بإتباع حزمة الإصلاحات المالية التي من المتوقع أن تكون السبب في الضغط على معدل الأداء الاقتصادي في اليونان حيث تضغط على النمو الاقتصادي فيه خلال عامي ٢٠١١ و ٢٠١٢، لكنها من المرجح أن تأتي ثمارها في عام ٢٠١٣، بحيث تنبأ الصندوق أن يشهد هذا العام تراجعاً في نسبة الدين إلى الناتج المحلي الإجمالي. ورفع مساهمة القطاع الخاص^(٢٩).

جهد البنك المركزي الأوروبي في التدخل لإعادة الثقة إلى منطقة اليورو، إذا أقدم على شراء السندات اليونانية والبرتغالية والأيرلندية في آذار ٢٠١٠، بلغت قيمة إجمالي مشترياته منها ٧٠ مليار يورو، في محاولة لزيادة الطلب عليها ورفع أسعارها وتخفيض الفوائد التي أخذت تتراكم. ويهدف هذا الإجراء إلى تعزيز الثقة بالسندات وخاصة من قبل المستثمرين والآن فإن ديون إيطاليا وإسبانيا هي المستهدفة في الأسواق.

وبشراء السندات المطروحة في الأسواق، يأمل البنك المركزي الأوروبي رفع أسعارها ومن ثم خفض نسب الفائدة على القروض الإسبانية والإيطالية. هذا التحرك يتوخى اعتماد التأثير النفسي على توقعات المستثمرين، لأنه بالنظر إلى حجم الديون المعنية، فإن البنك المركزي الأوروبي لا يتوفر على التفويض السياسي لحقق حجم الأموال اللازمة التي تسمح بالرفع الأوتوماتيكي للأسعار، نظراً لأن الديون الإسبانية والإيطالية أكبر بكثير من الدين اليونانية أو البرتغالية.

مع ذلك فإن المشكلة تكمن في تحقيق الإجراءات التصحيحية بالنسبة لبلد عضو في الاتحاد الأوروبي، حيث أن الضغط على الموارد المحلية من شأنه أن يقلل قدرة المصادر المحلية من تحقيق النمو المرغوب في إطار سياسة الاتحاد ضمن منطقة اليورو. ويشكل هذا بذاته مشكلة حقيقية من حيث أن اليونان لم يعد قادراً الاعتماد على القطر الحقيقي الخارجي في سد فجوة الموارد المحلية. كما أنه لا يستطيع أن يرفع حجم

صادراته من خلال تخفيض سعر صرف عملته في التعامل مع شركائه التجاريين في ظل بنود منطقة اليورو. لذا فإن نتائج التوقعات التي بنيت على أسس اعتماد سياسة تقشفية لن تكون آثارها واضحة.

كما أن الأثر في قطاع المال يشير بوضوح الى خطورة امتداد الأزمة، حيث أن استجابة محاولات السياسة الاقتصادية في حل الأزمة لم توفر القدر الكافي في تحقيق اليقين للمتعاملين في أسواق السندات، وهذا التشكيك في قدرة أسواق المال بات ينعكس على العديد من اسواق المال الأوروبية، إذ أدت المخاوف الناجمة من الخسائر التي تعرض لها المستثمرون في اليونان الى احتمالات تحققها في بقية الأسواق الأوروبية المناظرة. فاضحي السوق المالي في أوروبا يشهد تراجعاً بوصفه وسيلة لتعبئة المدخرات في ظل ارتفاع تكاليف الائتمان. الأمر الذي دفع الاتحاد الأوروبي وصندوق النقد الدولي الى تقديم المعونات المالية، فجاءت أيرلندا في ديسمبر ٢٠١٠ لطلب المعونة، والبرتغال في مايو ٢٠١١. وقد شمل الأثر أسعار الفائدة في اسبانيا وإيطاليا، وحتى فرنسا التي كان ينظر لها على أن أسواقها مستقرة نسبياً^(٣٠).

الجدول (٣): المساعدات المقدمة للبلدان الأوروبية الأكثر تضرراً من قبل صندوق الاتحاد الأوروبي وصندوق النقد الدولي

المساعدات المالية بحسب الجهة المقدمة					
تاريخ تقديم المساعدات	القيمة	صندوق الاتحاد الأوروبي	صندوق النقد الدولي	أجمالي المساعدات	
مايو / ٢٠١٠	مليار يورو	٨٠	٣٠	١١٠	اليونان
	مليار دولار	١١٥	٤٣	١٥٨	
ديسمبر / ٢٠١٠	مليار يورو	٤٥	٢٢.٥	٦٧.٥	أيرلندا
	مليار دولار	٦٥	٣٢	٧٩	
مايو / ٢٠١١	مليار يورو	٥٢	٢٦	٦٨	البرتغال
	مليار دولار	٧٥	٣٧	١١٢	

Source; Congressional Research Service, Greece's Debt Crisis: Overview, Policy Responses, and Implications, By; Rebecca M. Nelson, Paul Belkin, Derek E. Mix, August 18, 2011. p11

كما حاول البنك الدولي إعادة تنشيط اقتصاديات هذه البلدان من خلال مشروعات الإصلاح المؤسسي والاجتماعي بتقديم معونة إنمائية بمقدار ٣١ مليار دولار لمساعدة القطاع المصرفي وتمويل القروض لمؤسسات الأعمال التي تأثرت بالأزمة الاقتصادية العالمية من خلال التمويل بالقروض وخصص رأس المال، والتسهيلات الائتمانية، والتأمين ضد المخاطر السياسية. ووفرت الوكالة الدولية لضمان الاستثمار - ذراع البنك للتأمين ضد المخاطر السياسية - ما يصل إلى ٣ مليارات دولار للاستثمار في البلدان الأكثر تأثراً بالأزمة في المنطقة. وقد أصدرت الوكالة ضمانات قيمتها نحو نصف مليار دولار لمساندة قروض المساهمين من البنوك الأم إلى المؤسسات التابعة لها في أوكرانيا وروسيا. إلا أن تلك المعونات النقدية تلاشت أمام قوة الأزمة. وكان الأثر لهذه القروض الإنمائية الإصلاحية ذو مفعول مؤقت انقضى بانقضاء العلاج المؤقت لتعود الأزمة أكثر ضراوة.

بشكل عام كانت استجابة منطقة اليورو للسياسات والمعالجات مخيب للآمال، وكانت الشراكة بين صندوق النقد الدولي وصندوق الإنقاذ للاتحاد الأوروبي لليونان غير ناجحة، إذ كانت هناك محاولات لتقديم الدعم المالي المناسب لبقية أعضاء اليورو مثل أيرلندا والبرتغال واسبانيا. وفي منتصف ٢٠١١ أعلن الزعماء الأوروبيون اتفاقهما المؤقت لإنشاء آلية دائمة للدعم ومحاولة استبدال آلية الدعم بالصندوق الأوروبي المسماة EFSF بآلية دعم تتضمن حزمة من الإصلاحات الواجب اتخاذها، وهي طريقة للدعم تتضمن فرض الأخذ

الغري للعلم الاقتصاد والإدارة

بالاعتبار: ثلاثة مظاهر أساسية للأزمة هي أزمة الدين السيادي، وأزمة الثقة الائتمانية، وآلية الاستثمار تحت الأزمة^(٣١).

أما إجراءات الحل التي قدمت لليونان، فهي وأن أدت في البداية إلى الحد من الآثار السلبية على الديون والأزمة المصرفية إلا أنها ساعدت في زيادة حدة البطالة والركود. إذ يلاحظ أن المساعدات بموجب آلية EFSF كانت تفتقر إلى المصداقية هي الأخرى، وانعدام الشفافية كان مقرونا بالتركيز في الحل على الديون السيادية، وعبر ضخ القروض ذات التكاليف العالية، وكانت النتيجة هي ارتفاع نسبة الدين إلى إجمالي الناتج^(٣٢).

كما أن الحل الأوروبي الجديد بدأ يعتمد على استخدام الأدوات المالية، وكان من وقعها أن تولدت حركة دائرية متصلة لكي تغذي النتائج بالأسباب، فاضحي الدواء داء لتستمر الأزمة، فافتراضات التقشف الصارمة التي اتبعت وتضمنتها الأدوات المالية كانت مدعاة للظهور التحدي الخطير وهو تراجع مستوى التوظيف والدخل والإيرادات. وعلى أساس هذه الرؤية فإن مزيج السياسات التي اتخذها الاتحاد الأوروبي، في الحالتين، والتي كانت تقوم على افتراض محركات التقشف بالمقام الأول، وتستهدف خفض نسبة العجز المالي بحلول عام ٢٠١٣، كانت هي في جوهرها استجابة للتغيرات الحاصلة، لا من خلال آليات التوقع والتنبؤ لما ستؤول إليه الأمور. ولعل هذه النقطة الجوهرية كانت هي السبب الرئيسي في التعجيل بنسخ الأزمة بين البلدان الأوروبية وانتقالها، وكذا فعل المخاوف من النتائج على الصعيد الاقتصادي والاجتماعي، وهي الجانب الأكثر أهمية، وأن حققت نجاحا فأنها ولا شك ستكون ذات بعد مرحلي لن يرقى إلى عتبة الحل الجذري الذي يعول عليه في تقزيم دور الأسباب المؤدية للأزمة.

وإذا ما دققنا أكثر نجد أيضا أن آليات الدعم المالي كانت هي الوسيلة لارتفاع تكلفة المعيشة المقرون بتدفق أموال الدعم في برامج الانفاق المعوض في الاقتصاد الحقيقي، وهو مساق مشحون باحتمالات تحقيق آثار غير محمود، من المرجح أن تتوزع في اتجاهين مهمين هما^(٣٣):

١. الأثر المباشر للحكومة ويتمثل في قدرتها على إعادة هيكلة الدين المحلي السيادي عبر استجابة اقتصاداتها لآثار السياسة الاقتصادية على قيمة العملة المحلية. وهذا الأثر لا بد أن يكون مهم في النتائج الجمعية على الأزمة في منطقة اليورو.

٢. الأثر غير المباشر هو أن تدفقات رؤوس الأموال التي تتم عبر خطط الانقاذ ربما تهدد بشكل غير المعايير الاقتصادية للمنطقة، أو أن تكون سببا في شيوع السيولة بدرجة مفرطة مما قد يتسبب في تعميق المشكلة الاقتصادية إذا ما كانت النتيجة على الأثر المالي لا تحقق مبتغياتها في تحقيق ثقة المستثمرين المحليين في القطاعين الحقيقي والمالي.

أما محاولات الدعم التي تشغل على رفع الثقة للمستثمرين والتي تنسخ في البلدان الأوروبية، فهي الأخرى أصبحت عرضة لأن تكون عوامل تغذية للأزمة، كما في استراتيجيات العلاج بالتقشف، من حيث^(٣٤):

١. أن التصورات التاريخية للمستثمرين تجعل الحكومات أكثر عرضة لتغيرات سريعة وغير متوقعة إذ قد يترتب على التغيرات في السياسة الحكومية أن يتأثر حجم الالتزامات المالية تجاه الدائنين، مما يجعلهم يرفعون من سقف الفائدة أو أنهم يحجمون عن تقديم الإقراض للحكومة. فضغط السوق والدين في أن واحد قد يؤدي

إلى إجراء تعديلات أساسية في السياسة الاقتصادية مثل رفع مستوى العبء الضريبي على المكلفين، أو فرض ضرائب أخرى في بعض الأحيان، أو العمل بسياسة الصرف كما هو الحال في محاولات الحكومات المدينة مثل اليونان، إيرلندا، البرتغال، في محولاتها لاستعادة ثقة المستثمرين.

٢. المنافسة الحكومية على القروض يمكن أن ترفع من معدلات الفائدة عندما يكون هناك توظيف كامل، مما يسبب تراجع الاستثمار في القطاع الخاص. ولأن الاستثمارات الخاصة هي الأساس في التنمية لأن المشروعات الخاصة غالباً ما تكون استثماراتها طويلة الأجل. فإن النتيجة ستكون بلا شك هي حصول عجز في الميزانية الحكومية في ظل ضرورات تأدية التزامات الدولة في المشروعات الأساسية، وهذا من شأنه إن يكون سبباً في تراجع معدل النمو الاقتصادي. وعلى أية حال فالانتقال المالي الحكومي الممول بعجز الموازنة هو إجراء غير مبرر لتحسين أداء الاقتصاد.

٣. إن مستويات الدين العالية تقلل من قدرة الحكومة على الاستجابة للأزمات غير المتوقعة، كما في حالة الكوارث الطبيعية وأثارها. فكلما ارتفع مستوى الدين وكان المستثمرون أقل تفاؤلاً بشأنه في البلد، فإن الحكومة تجد نفسها عاجزة عن تمويل نفقاتها الأساسية في ظل الأزمة، فتضطر إلى الاعتماد على أدوات السياسة الأخرى أو على الدعم الدولي.

ولو سأل سائل عن إمكانية الحل بأدوات تستهدف صناديق التمويل من أساسها، وعبر إعادة هيكلة الديون السيادية فحسب، نقول أن اختلاف طبيعة الأنماط الاقتصادية للبلدان اليورو يجعل من المتعذر تقديم الحل المرتبط بهيكلية الدين السيادي. فهناك آثار قد تتحقق وتكون محتملة بشدة، وهي:

١. البلدان ذات العجز الحكومي، فمن المحتمل أن تقود سياسات القضاء على العجز الحكومي، وخاصة في بلدان العجز الأقل نسبياً، إلى نتائج اقتصادية قد لا تحظى بآثار إيجابية على المستوى الاجتماعي^(٣٥). مما يدفعها إلى الاقتراض وقد يظهر الدين مع العجز في المستقبل.

٢. البلدان ذات الدين السيادي الأعلى نسبياً، بسبب أن خدمة هذه الديون تكون مرتفعة هي الأخرى، فإن الانشغال بسياسات فرض الضرائب سوف يشكل عبئاً على المكلفين بها، أما الاقتراض الخارجي فإنه ولا شك يمثل عبئاً نقلاً متواصلاً وكبيراً لصالح غير المقيمين، ومن ثم فإن العبء الضريبي ينتقل إلى الخارج فتتسع الهوة بين الناتج المحلي الإجمالي والناتج القومي. مما يرفع من احتمالات تنامي العجز مع الدين.

وبناءً على الحالتين أعلاه اللتين يتفق فيهما كل من مسببات الدين ومسببات العجز، سوف نشهد تراجعاً لفرص الحصول على الإنقاذ من بلدان أخرى من ناحية، كما ويضمحل دور الحكومة في الاعتماد على أسواق المال في الحصول على التمويل اللازم من ناحية ثانية، لأن هذه الأسواق هي السبب في الأزمة واللجوء إليها في التمويل قد يعني مزيداً من تمويل الدين الجديد. كما قد تقلل المصارف من حجم الأصول ذات المصدر السيادي دفعا للخسائر المحتملة في هذه الأصول التي يمكن أن تزيد من مشاكل القطاع المصرفي وتخفف من مستوى تصنيفه الائتماني.

ومن بين المحاولات للحل يعتبر الحل الذي قدم بما عرف لـ(خطة الإنقاذ للمستشارة ماركس Angela Merkel) في مقدمة المحاولات لإنقاذ منطقة اليورو وتمثلت هذه الخطة باتجاهين؛ الأول في اقتراح رزمة من التحفيز الاقتصادي في القطاع الحقيقي وذلك برفع الإنفاق في القطاع الحقيقي وتحديدًا في البنى

التحتية في الاقتصاد كالعليم والاتصالات، وكانت الخطة الألمانية مشفوعة برزمة مقترحة من التحفيز المالي (المعونة والقروض من الصندوق والبنك المركزي الأوروبي). وصل منها في ١٣ يونيو ٢٠٠٩ حوالي ٢٦ مليار يورو (تقريباً ٨٠ مليار دولار). والواضح أن طبيعة الحل هذا يراد منه محاولة الحل برفع الثقة، وعبر التحكم بأدوات الإنفاق في القطاع الحقيقي. بيد أننا إذا نظرنا إلى طبيعة المشكلة الألمانية المتعلقة في تراجع كلفة وحدة الأجور، نلاحظ أن المضي بالعمل على الاستثمار في القطاع الحقيقي يسهم في رفع وحدة الأجور مقارنة بالإنتاجية بتدخل الشركات التي تقدم القروض والضمانات الساندة للمشتغلين. وهو حل مؤقت بالنسبة لمنطقة اليورو إلا أنه ذي فائدة اقتصادية بالنسبة لألمانيا^(٣٦). لذا فهي محاولة لا ترقى إلى مبلغ الحلول للمنطقة بأسرها.

والحق أن ما تقدم من محاذير للحل في اتجاهات ضبط المالية أو الدعم أو تمويل الاستثمار في القطاع الحقيقي أو الحل بإعادة هيكلة الدين السيادي، تأتي في إطار الرؤية الفكرية المنطقية مع الوقائع التاريخية، ومع ذلك فالأمر لا يخلو من كونه رؤية متواضعة. والحل الفاعل يكون في تقديرنا بالاستثمار في الموجودات التي لا ترتبط بلدان الأزمة الأوروبية، وخاصة السندات العائدة إلى صناديق بلدان الوافدون لمنطقة اليورو من الكتلة الاشتراكية السابقة مثل هنكاري ورومانيا وكرواتيا، كما من المتوقع أن يحصل ذلك في المستقبل. بل من المتوقع أن يتراجع الاستثمار في أسواق الأسهم الأوروبية بصورة عامة. والفهم الدقيق لأسباب الأزمة أيضاً يدل على ضرورة أخذ الحيطة من التعويل على العوائد المتأينة من الأصول السيادية المعاد تمويلها **Refinancing** **SWFs of**، أما الاشتغال بالأصول التي ترتبط بالأصول الحقيقية **returns asset Commodity** فستكون هي الأكثر أماناً للمستثمرين في المستقبل.

لكن الاستثمار وتشجيعه في القطاع الحقيقي لن يكون بمنأى عن احتمالات الخطر المحدق بالائتمان، فالذاكرة في أساليب التمويل الأوروبي تختزن مثالا مهما في هذا الصدد، فالسياسات الزراعية التي تم تبنيها بالاعتماد على التمويل في الاتحاد خلال المدة ٢٠٠٠ - ٢٠٠٤، قد أدت إلى رفع حجم الإنتاج الزراعي في أوروبا، بحيث لم يمكن تسويقه في أوروبا، بل تم تصدير كثير منه إلى العالم، ما ساهم في انخفاض سعر بعض الصادرات التي أغرقت أسواقا عالمية عديدة، لعل أهمها موزنيق التي أغرقت بصادرات أوروبا من السكر. وقد ساهم الإغراق بصورة عامة إلى انخفاض أسعار سلة السلع التي تصدرها أوروبا بمعدل ١٧ في المائة^(٣٧). الأمر الذي يجعل الاستثمار في القطاع الحقيقي عرضة هو الآخر للإصابة بحمى الأزمات أو للعدوى منها. لكن هذا التوقع لن يقع إلا في ظل جملة من الشواهد التي ينبغي تحققها في الإطار الإجرائي، وهي تحتاج إلى زمن أطول أمده.

ثانياً: آثار الأزمة.. انتخاب النموذج الخليجي

تنظر معظم دول العالم إلى منطقة الخليج العربي كم منطقة إمداد رئيسية للنفط والغاز. وتشير إحصاءات شركة النفط البريطانية لعام ٢٠٠٠ إلى أن هذه المنطقة ستبقى منطقة تصدير نفط وغاز في الأمد المنظور. هي تحتوي على ٦٥% من احتياطي النفط العالمي، و ٣٣.٨% من الاحتياطي العالمي للغاز. وتحفظ دول مجلس التعاون الست بما نسبته ٣٥% من احتياطي النفط العالمي. وتمثل منطقة الخليج العربي واحدة من أكبر مناطق الاحتياط نسبة إلى الإنتاج (R/P)، حيث تبلغ هذه النسبة ٨٥% وهذا يعني نظرياً أن احتياطي

المنطقة يستهلك بشكل أقل من بقية استهلاك احتياطي المناطق الأخرى من العالم. حيث تصل هذه النسبة في تلك المناطق إلى حدود ١٥-٣٠%^(٣٨).

ويبلغ إنتاج دول مجلس التعاون الست حوالي ١٥ مليون برميل في اليوم الواحد. أما في جانب الطلب فتمثل الولايات المتحدة حوالي ٢٥% من حجم الطلب العالمي على النفط، أما أوروبا فتمثل ٢٣.٧% من حجم هذا الطلب، تليها اليابان ١٣%، وبقية دول آسيا وأستراليا بحوالي ١٥% وحين ينظر المرء إلى مجموع استهلاك اليابان ودول الآسيان وأستراليا فإن مجموع حجم طلبها الكلي (٢٨%) يفوق حجم الطلب في الولايات المتحدة. مما يشير إلى قوة الطلب الآسيوي على النفط، خاصة على النفط الخليجي، في ظل تراجع إنتاج إندونيسيا وبروناي الحالي.

وبالرغم من بروز مناطق إنتاج جديدة للنفط في وسط آسيا وغيرها من بلدان أمريكا الجنوبية على سبيل المثال، فسيظل الإنتاج الخليجي هو المهيمن على نمط الاستهلاك النفطي العالمي خلال العشرين عاماً القادمة.

ويمارس النفط دوراً مهماً في تحديد القوة التنافسية في الاقتصادات الخليجية فهي على الدوام تهتم بالإنفاق معتمدة من فوائضها البترولية، وفي الوقت نفسه فإن عدم التنوع فيها اخذ يهدد أداءها الاقتصادي، فالانخفاض المرحلي في أسعار النفط تؤثر على الدول في أداء الاقتصادات الخليجية. فعلى سبيل المثال كان لانخفاض اسعار النفط نهاية ١٩٩٨ الى مستويات متدنية وبشكل غير مسبوق منذ قرابة عقدين تأثير رئيسي في احداث موجة من التراجع في مشروعات القطاعات الاقتصادية واعادة ترتيب اولويات الانفاق الحكومي في مختلف بنوده الرئيسية بهدف الحد من الزيادة المتراكمة في الدين الحكومي^(٣٩).

وبالرغم من محاولات التنوع الاقتصادي من حيث تقليل الاعتماد على النفط^(٤٠)، إلا أن كانت مقيدة بقيود أهمها؛ ندرة الموارد الزراعية ومصادر المياه الطبيعية، وعدم التكافؤ بين التكنولوجيا المستوردة ومعدل التأهيل البشري المحلي الموازي لها، ضعف مستوى التنسيق بين بلدان الخليج اذا كان أغلب المنافسة محددة في المشروعات التي تصب في الاصل في التنوع وخاصة الخدمات المالية والمصرفية والاستثمار المباشر في المناطق الحرة^(٤١).

وتعد بلدان الخليج أكثر البلدان العربية القريبة التأثير بالأزمة الأوروبية، كما تأثرت سابقاً في الأزمات وأهمها أزمة الرهن العقاري الأمريكي، والحق أن هذا الفرض نلتزمه في مجموعة من المصادر، وجدت من الأولى تحديدها بهدف بيان مسوغات انتخاب النموذج الخليجي، إذ يمكن حصرها وفق المصادر الآتية:

المصدر الأول: النظام الاقتصادي وأسواق المال، اتجه بلدان الخليج على العموم إلى طبيعة النمط الاقتصادي، الذي يجمع بين ثراء الدولة وضخامة تخصيصاتها للأنشطة الاقتصادية والاجتماعية من ناحية، وزيادة الاهتمام بريادة القطاع الخاص وتنمية الموجودات الأجنبية وتعزيز قوة الشركات والمستثمرين في الأسواق المالية. فتوافر السيولة لديها ونمو القطاع الخاص، رفع من قدرة المستثمرين في الخليج على الاستحواذ على نسبة مهمة من رؤوس الأموال للمؤسسات العالمية، وعلى سبيل المثال قُدرت الاستثمارات السعودية في اسواق الولايات المتحدة وحدها ما قيمته ٤٢٠ مليار دولار في عام ٢٠٠٧^(٤٢)، كان لها ولقريناتها من بقية الاستثمارات الخليجية وقع مهم في درئ الخطر عن الاقتصاد الأمريكي أبان الأزمة.

المصدر الثاني: التأثير بالقطاع الخارجي الحقيقي : تأثر هذه البلدان بمظاهر الأزمات واستيرادها للتضخم، إذ يعود التضخم الذي شهدته بلدان الخليج بعد عام ٢٠٠٧ إلى زيادة المستوردات من غير النفط والمقومة بعملات الين واليورو، وانخفاض في قيمتها المقومة بالدولار. ويزداد الأمر وضوحاً إذا ما أخذنا بالاعتبار أن بلدان الخليج العربي لها قوة اقتصادية من المرجح أن تأهلها أن تكون أكثر ارتباطاً بالاقتصاد العالمي وبالأسواق في المستقبل، فالاستناد إلى تقرير مركز المعلومات الاقتصادية في تقديره للنمو الاقتصادي فإن ((بحلول العقد القادم سيتم إعادة توزيع الثروة في العالم، وعلى الرغم من أن هذا التوزيع سيكون غير متوازن، إلا أن سيناً بظهور أسواق ذات أوزان كبيرة في الاقتصاد العلمي، مثل الصين التي تجاوزت ألمانيا في عام ٢٠٠٧، وسوف يتجاوز اليابان وستصل حصته في التجارة العالمية حوالي ١٤ في المائة، وبالرغم من مساهمته في الناتج العالمي فإن الاقتصاد الأمريكي سيشهد تراجعاً، كما تتراجع قوة الكتلة الأوروبية من حيث مساهمتها في الناتج العالمي، وسوف نشهد صعود الأسواق الناشئة... أما الاقتصادات الخليجية فسيكون لها تأثير مهم بحكم علاقاتها التجارية والاقتصادية مع الأسواق الآسيوية والأفريقية وستزداد روابطها بالاقتصاد العالمي))^(٤٣).

المصدر الثالث: ارتباط القطاع المصرفي : ويتمثل في الحساسية التي تظهرها المصارف الخليجية تجاه التغيرات في معدلات أسعار الفائدة المصرفية.

المصدر الرابع : طبيعة التمويل والاستثمار بالثروة السيادية: إذ كانت المصادر الهيدروكربونية المصدر الرئيس للشراء ولتنامي قوة الصناديق السيادية في الخليج العربي، ووفق تقديرات المعهد الدولي للصناديق السيادية فإن حجم الأموال السيادية التي تقع في دورة الاستثمار العالمي لعام ٢٠١٠ حوالي ٤.١ تريليون دولار، والحقيقة فإن ارتفاع مستوى التقديرات هذه مرجعه الأساس هو حالة التفاؤل التي اعقبت أزمة الرهون العقارية والتي كانت قد شجعت الأموال المتأتية من الصناديق السيادية في البلدان الأعلى نمواً من الاستثمار في الخارج، بسبب ضيق القدرة على استيعاب حجم الاستثمارات في الداخل، إلا أن هذا التوجه العالمي في الاستثمار الأجنبي وعلوه على حجم الاستثمار المحلي قد أعطى الفرصة لرأس المال المغامر في التخلي التدريجي عن مستوى الشفافية المطلوبة في استثمار أموال الصناديق السيادية، فتوسع الاستثمارات وتعددت أوجهها وتوظيفاتها ولد المخاوف من احتمالات استخدامها في أصول متدنية الكفاءة أو تمويل أغراض غير تجارية وغير واضحة النتائج والمصادر.

طبيعة الشروات وتراكمها بالصناديق المذكورة هو ما يؤثر درجة حساسية أسواق الخليجية تجاه الأزمة الأوروبية، إذ أنه ومع بداية عام ٢٠١١، كانت قد انخفضت فروقات العائد على مبادلات الإعسار الائتماني للسنديات السيادية في بلدان الخليج، وذلك بالمقارنة إلى بداياتها، ولو أن ذلك كان في حالة دبي فقط التي ما زالت شواغل الديون قائمة فيها وما زالت أسعار الفائدة مرتفعة. وبالإضافة إلى ذلك، فإن نشوء أزمة الديون اليونانية كان لها أثر ضار، ولو أنه مؤقت، على فوارق العائد على سندات دول مجلس التعاون.

والواقع أن هذه البلدان التي لديها صناديق سيادية، كانت إجمالي الاستثمار منها قد قدرت نسبتها بحدود ٣٥ في المائة من إجمالي استثمارات صناديق الثروة السيادية في العالم. والسؤال المطروح أنه وفي ظل تنامي الأزمة المالية التي تحتاج بلدان أوروبا، ما هو الأثر المتوقع على مجموعة هذه البلدان، لا سيما وأن هناك جنوب

لتذبذب واضح في اسعار النفط، المصدر الأساس للصناديق في هذه البلدان، في ظل نظام مالي عالمي يشهد فوضى مالية غير مسبقة؟

لقد تمكنت بلدان الخليج من تكوين فوائض من الثروة السيادية نتيجة بيع النفط الخام ومصادر الثروة الهيدروكربونية الأخرى، وفي غضون السنوات ٢٠٠٤ - ٢٠٠٩ تمكنت بلدان الخليج العربي من تكوين فائض بلغت نسبته ٧.٧ في المائة من الناتج المحلي الإجمالي لبلدان الخليج مجتمعة. وقد تميزت هذه المنطقة بزيادة الإفادة من فوائضها المالية التي وجهت في الاستثمار الخارجي في الأصول المالية أو أساليب الادخار بشكل ذهب وعمليات أجنبية. واستنادا إلى بيانات النصف الأول من ٢٠١١ (بافتراض بقاءها في النصف الثاني) كانت الخدمات في القطاع المالي في عام ٢٠١١ أعلى منها في عام ٢٠١٠، في حين شهدت حقبة ما قبل الأزمة تراجعاً في القدرات المالية للمصارف، إذ انخفضت الخدمات المالية في السعودية بنحو ٤٠٥ مليار دولار، واستخدمت الحكومة السعودية جزءاً من فوائضها المالية في تمويل العجز في الميزانية، بحيث بلغ إجمالي الفوائض المستخدمة في تمويل العجز بحدود ٤٤٠ مليار دولار^(٤٤).

الجدول (٤): قوة الاقتصاد الخليجي: المؤشرات الأساسية

٢٠١١	٢٠١٢ (توقعات)	
٧.٠	٥.٠	الناتج الحقيقي الإجمالي (تغير سنوي %)
٥.٥	٥.٤	الناتج الحقيقي بدون النفط (تغير سنوي %)
٣.٦	٤.٣	الضخم (تغير سنوي %)
١٤.٠	١٣.١	الميزانية كنسبة من الناتج %

Source: NBK Economic Research, GCC Economic Outlook, Kuwait April 2011. p 2

الجدول (٥): النمو الاقتصادي في الأجل الطويل لبلدان الخليج العربي

٢٠٠٥	٢٠١٠	٢٠١٥	٢٠٢٠	
٦١٥,٤٣	٧٨٨,٤٠	٩٩١,٩٨	١,٢٣٧,٦٥	إجمالي الناتج الحقيقي لبلدان الخليج العربي (مليون دولار)
١	٦	٥	١	
	٤.٥	٤.٩	٤.٥	معدل نمو الناتج (نسبة مئوية)
١٧,٥٤٢	١٨,٦٤٣	٢٠,٢٦٠	٢٢,٥٤٣	الناتج الحقيقي لكل فرد (دولار)
	١.٣	١.٧	٢.١	معدل نمو الناتج الفردي (نسبة مئوية)

Source: The Economist Intelligence Unit Limited, The GCC in 2020: Outlook for the Gulf and the Global Economy, A report from the Economist Intelligence Unit Sponsored by the Qatar Financial Centre Authority, London, March 2009, p 5

ويمكن القول أنه كلما بقيت الاتجاهات الحالية في أسلوب الاستثمار في الفوائض المالية السيادية الخليجية فإن تمتد آثار الأزمة ستمتد إلى هذه البلدان، وكلما كان ذلك مدعاة في خضوعها لمخاطر الائتمان العالمي. ومن أجل التعرف على قنوات التأثير المحتملة، فإن الأمر بحاجة إلى مساحة توضح أطر واتجاهات العوامل الأكثر أهمية في أسواق الائتمان الخليجي.

١. قناة القيمة الحقيقية: من المحتمل أن يؤدي الارتفاع المتواصل في تكاليف المعيشة في بلدان الأزمة، وتحديدًا في بعض أسعار السلع الدولية التي يتم المتاجرة فيها، ومن ضمنها النفط، إلى تراجع في قيمة العوائد المتحصلة أو المتوقع تحصيلها. كما أن هذا التراجع في القيم الحقيقية للعوائد سيعمل على التأثير في أسعار العملة المحلية محل الاستثمارات القائمة، بحيث يؤدي في الأجل الطويل إلى التأثير سلباً في سعر الصرف في البلدان المستقطبة لأموال السيادية الخليجية. وتتمثل آثار القيم الحقيقية في اتجاهين:

الاتجاه الأول: ويتمثل في حجم المؤثرات التي تستتبع من ارتفاع المستوى العام للأسعار في القطاع الحقيقي. وتعتبر اقتصادات الخليج من أكثر الاقتصادات لعربية ارتباطا في الاقتصاد العالمي. أما ما يتعلق بارتباطها بالاتحاد الأوروبي، فهي علاقة قديمة نمت بشكل خاص في ثمانينات القرن العشرين. وقد تميزت العلاقات آنذاك بالارتباط بالاقتصاد السعودي تجاريا.. كما كانت الدول الخليجية الغنية (السعودية، الكويت، الإمارات) تقوم بتمويل عمليات التنمية والمعونات الأوروبية للبلدان الفقيرة في أفريقيا عن طريق آلية "التمويل المشترك". وبلغ حجم التمويل الخليجي حوالي ثلث قيمة وتكاليف تلك المشاريع المشتركة، إلا إن تراجع حصة الصادرات الخليجية من النفط والمواد الخام والمصنعة الأخرى إلى الاتحاد الأوروبي كان السبب في تراجع معدل التبادل التجاري بين الطرفين^(٤٥).

أن قوة العلاقة مع الأوروبيين سيرجح انتقال الأثر في الأصول الحقيقية، فارتفاع التضخم في الأسعار سيصيب بلا شك قائمة السلع الاستهلاكية ومدخلات الإنتاج، فترتفع تكلفة السلع المستوردة والداخلية إلى الأسواق الخليجية. كما أن قناة الصرف هي الأخرى سوف تساهم في تغذية الآثار في دورة القطاعات الحقيقية، فالتغيرات في أسعار المدخلات المستوردة، وخاصة في البلدان الخليجية الأكثر متاجرة بالمدخلات مثل السعودية، سوف تعمل في الأجل المتوسط إلى ارتفاع مقدار ما يدفع بالعملة المحلية، وأن كان مقوما بالدولار، وهي ما يعني بالمحصلة تراجع سعر صرف العملة المحلية.

أن الصدمة المتوقعة في جهاز السعر سوف تؤثر على هيكل مؤشر الرقم القياسي للأسعار في بلدان الخليج، بسبب ارتفاع النزعة الهامشية للاستهلاك فيها، فارتفاع مؤشر التضخم، وإن كان مرحليا، سوف يسبب انعدام التوازن في أوزان الرقم القياسي للأسعار عما هو معهود، بسبب ان رفع اسعار السلع الاستهلاكية المرتفعة الاوزان والداخلية ضمن تركيبة الرقم القياسي سيكون لها الأثر على الرقم كإجمالي ومن ثم على المستهلك، وخاصة في ظل ما يتضمنه ذلك من ارتفاع في التوقعات في المستوى العام للأسعار في العديد من البنود المؤلفة للرقم القياسي. هذه الصدمة سوف تتفاقم في ظل تراجع سعر الصرف للعملة المحلية. هذا التوجه يلاحظ انه عبارة عن تغذية دائرية بين هيكل الأسعار وسعر الصرف واحتمالات المستقبل تجعل من اقتصادات البلدان الخليجية أكثر عرضة للإصابة بتأثير الصدمات في المتغيرات الحقيقية الناجمة عن احتمالات حمى تفاقم الأزمة المالية الأوروبية.

الاتجاه الثاني: وهو ما يمكن ربطه بنضوج التناقض بين العوامل التاريخية السياسية والاجتماعية في الخليج والتغيير السياسي فيما يعرف (الربيع العربي)، فإذا ما نظرنا إلى الطبيعة الاجتماعية في منطقة الخليج نجد أنها ترسم في ثنائياها شكل القبيلة السياسية التي (ترسخت في جميع دول الخليج إلى درجة كبيرة بحيث أصبحت معوقا حقيقيا للإصلاحات)^(٤٦)، وهي تكوينات تختلف في نمطيتها من بلد خليجي إلى آخر، فنجدتها تتخذ نوعا من التضامن العرقي في الكويت والسعودية، في حين تكتسب بعضها درجات عالية من الرسمية كما في عمان والإمارات واليمن إلى حد ما، وتكون شبه رسمية في قطر والبحرين. وعلى ما يظهره تحليل البناء السياسي، فالمشهد الخليجي المستقبلي لا يبدو انه سيتخلص من الحتمية التقليدية التي أنشأت ما عرف بدولة الرعاية الاجتماعية. وقد أوجدت هذه الطبيعة السياسية المتجذرة أصلا في أنموذج الدولة السياسي خواء اقتصادي في ظل النزعة الماضوية التي لا تقبل التعامل مع متغيرات الانفتاح الاقتصادي، الأمر الذي سيجد

مفعوله في الأثر في استخدام الاستثمار الأجنبي وحقيقة التعامل مع فروضه وما يمكن ان يشهده من مستجدات تترجمها الطبيعة الدراماتيكية للتحويلات التي يزر بها عصر الانفتاح السريع.

كما ان مسألة توارث السلطة ستقدم هي الاخرى دليلا ماديا على الاسلوب التقليدي الذي ستناد به الدولة الخليجية، ما يفقدها من هيبتها وشرعيتها في ظل تلاشي الغطاء الديمقراطي لقيمومتها، وهذا التنظير القائم في اساسه على التشاؤم الذي يدور مدار النزعة القبلية للدولة الخليجية التي باتت تستجلب عنوة المظاهر المرتبطة بالانفتاح.

ان الانحناءات التي يشهدها الخط البياني بين التقليد المحافظ والرغبة في التحرر السياسي والاقتصادي يشير في ذاته احتمالات وتداعيات مختلفة، مع ما يمكن لمسه من اشتغالات بالتناقض في طريق يسير تلقائيا نحو براجماتية اقتصادية يفرضها المنطق وتترجمها عجلة التاريخ، والتي ستضرب صفحا عما يستنتقه مريدو التقليد. كما ان ما يبرهن جاهزية التحديث والانفتاح هو جملة من المؤشرات اهمها ما لحق بدولة الرعاية الاجتماعية في الخليج، فقد افرزت هذه الدولة مجموعة من السلبيات اهمها التبيد الواضح في الموارد الاقتصادية وتراجع المساهمة للفرد الخليجي في الانشطة الاقتصادية ومن ثم في تكوين الناتج الكلي، والاعتماد المفرط على الجهاز الحكومي في امتصاص فائض عرض العمل، وبروز ظاهرة التقاعد المبكر في سن ٤٧ - ٥٢ في ظل الاعتماد الكبير على برامج الحماية الاجتماعية وبرامج البطالة.

لقد أدى التحول السياسي الذي شهدته مصر وتونس الى التأثير في الأسواق الخليجية، فالتغيير السياسي فيهما التحم مع تراجع قيمة الدولار عالميا، فكان من أثره أن تبلورت معالم في إطار من التحول في الرؤية التحليلية للاقتصاد الخليجي. والأثر كان قد بدأ في طبيعة التجارة، فإذا ما نظرنا إلى التجارة الخليجية المصرية مثلا نجد أن إجمالي واردات الخليج العربي من مصر (كنسبة من الواردات من العالم) كان ١٠.٨٥ في المائة في عام ٢٠٠٩، وقد تركزت اعلى هذه الواردات من مصر في السعودية والإمارات، ونسبتين هما ٥.٧٦ في المائة و ٢.٤٢ في المائة على التوالي. أما الصادرات فبلغت نسبتها (كإجمالي من الصادرات العالمية) ٨.٣٢ في المائة، تركزت اغلبها في السعودية والكويت، ونسبتين هما ٤.٤٨ في المائة، ٢.٥٦ في المائة على التوالي. ما يشير إلى الأهمية النسبة للسعودية بوصفها أكبر شريك تجاري مع مصر، ومن ثم فلا محيص من أن تشهد تأثرا ملحوظا في تراجع أهميتها النسبية في التجارة على أثر التحول السياسي في مصر^(٤٧).

كما أن التحول السياسي كان مصحوبا بنتائج على تجارة النفط الخليجي، إذ تسبب في رفع أسعار النفط الخام لتصل إلى قرابة ١٠٠ دولار للبرميل، وقد أدى ذلك إلى زيادة الإنتاج في البلدان المنتجة والشركات التي تمارس التعاقد في الإنتاج من أجل جني الأرباح. وقد مثلت هذه المرحلة زيادة الثقة في المناخ الاستثماري الخليجي بصفة خاصة وفي النمو المتوقع في هذه المنطقة. لقد ارتفع معدل النمو في بلدان الخليج الست من ٢ في المائة عام ٢٠٠٩ إلى ٤ في المائة عام ٢٠١٠، وإلى ٦ في المائة كمتوسط خلال النصف الأول من عام ٢٠١١. بيد أن الزيادة في النمو المصاحبة لارتفاع أسعار النفط زادت من حدة الضغوط التضخمية في الأسعار مما اثر بشكل سلبي على القيمة الحقيقية للأصول المادية والمالية على السواء. فالزيادة في الإيرادات النفطية من ناحية تؤدي إلى ارتفاع الإنفاق الحكومي على المشروعات ورفع معدل التشغيل مما يشكل ضغطا

على الموارد الاقتصادية، فقد بلغت مجموع زيادة النفقات في كل من قطر (في مجال التعليم)، والسعودية (في مجال البناء التحتي والصناعية)، والإمارات (في المدن الالكترونية) قرابة ١٠٠ مليار عام ٢٠١٠^(٤٨).

وإذا ما أخذنا بالاعتبار حالة التحولات السياسية في البلدان العربية، ومخاوف بلدان الخليج من احتمالات شمولها برياح التغيير السياسي، فإن ثمة تحليل يكون في الحسبان. وحسب التوقعات السياسية لا يرجح أن تكون هذه المنطقة عرضة كبيرة إلى التغيرات في الواقع السياسي بسبب ارتفاع مستوى الدخل الفردي فيها وارتفاع مستويات المعيشة مقارنة ببلدان العالم.

وحتى لو أسلمنا بفرضية عدم التغيير السياسي فأن السياسيين الخليجيين سيحاولون الارتقاء بمستويات المعيشة أو على الأقل المحافظة على حدودها الحالية، وهذا ما يستدعي رفع مستوى الانفاق الحكومي على مشروعات البنية الأساسية والخدمات الاجتماعية، ومع ازدياد المخاوف من احتمالات شمول بعض بلدان الخليج برياح التغيير، وخاصة البلدان ذات اللون المذهبي مثل البحرين والسعودية، فأن الامر يستدعي رفع الانفاق الحكومي كذلك في مجالات الإصلاح السياسي دفعا لمقاربات الاستيلاء على الحكومة في المستقبل. وتشمل الاصلاحات ما يرتبط بتعديل اهداف الحكومة واوليات انفاقها، وما يرتبط ماليا ضمن اجراءات فصل السلطات والمشاركة السياسية ومنح الحقوق للمرأة وغيرها مما يندرج من تبعات مالية ضمن قائمة الاصلاحات السياسية والاجتماعية. وهذا سيحتاج الى مزيدا من الضغط على الموازنة والتمويل بالتضخم. كما أن المطلب الاجتماعي ربما يصل الى المطالبة بالتعويض عن ضريبة التضخم، إذ أن أهم آثار التضخم من الناحية الاقتصادية هو ما يرتبط منها بتخصيص الموارد والنمو الاقتصادي والتوزيع والرفاهية الاقتصادية، وهذه ترفع من الاهتمام بزيادة الإنفاق والضغط المالي على الصناديق السيادية التي ستصبح عرضة لتغيرات واسعة في تصنيفاتها العالمية.

٢. قناة تنافسية الاقتصاد، لما كان معيار التنافسية يشتمل على العديد من العوامل المالية وغير المالية، وهو يعتمد على معايير الإنتاجية والتطوير والاختراع والانفتاح، وهو في حقيقته قدرة البلد على تحقيق التفوق في الأسواق الدولية بالإضافة الى الجاذبية في استقطاب رؤوس الأموال وتوطين التقنية المتقدمة والمساهمة في سلسلة الإنتاج العالمي. لأنه يعتبر معلما مهما في قدرة البلد على المنافسة العالمية وعلى تفادي الأزمات الاقتصادية والمالية. حيث أنه كلما ازدادت قدرات الاقتصاد في مؤشرات التنافسية، كلما ازدادت مناعته الداخلية من الآثار التي تحدث في الاقتصاد الدولي.

واستنادا إلى بيانات الجدول (٥)، التي اعتمدت على تقرير التنافسية العالمية ٢٠١٠/٢٠١١، نجد أن البلدان الخليجية قد تراجعت في مؤشرات مهمة مثل دليل صلابة المصارف، وهو ما يؤثر تراجع السلامة المالية للمصارف الخليجية مقارنة ببلدان العالم ومن ضمنها الشركاء في التجارة وفي أسواق المال. أما من ناحية التسهيلات الممنوحة تجاه تدفقات رؤوس الأموال فأن البلدان الخليجية الثلاث الأولى وهي قطر والبحرين والأمارات قد أحرزت تقدما واضحا في هذا المجال مما يؤثر الى انفتاح وتسهيلات مبالغ فيها، فقد تفوقت قطر على المملكة المتحدة في مجال منح التسهيلات في تدفقات الأموال المستثمرة الداخلة والخارجة منها، كما حققت البحرين تفوقا في تنافسياتها ضمن هذا المؤشر على كل من لوكسمبورغ وإيرلندا وألمانيا، بالمقابل حققت الإمارات تفوقا على كل من استراليا ونيوزلندا وهولندا وشيلي والبرتغال وبيرو^(٤٩).

وهذا التفوق في منح الإعفاءات مثل تقليل الحد الأدنى المطلوب من رأس مال الشركة المستثمرة كنسبة من دخل الفرد، هي بحد ذاتها مصدرا من مصادر احتمالات استيراد الأزمات المالية. فالتخفيف المفروض في هذه الإجراءات يعني القبول بنزوح تدريجي للآزمة عبر منفذ الاستثمار في الأسواق المالية وفي القطاع الحقيقي. وبمتابعة بيانات الجدول (٥)، نجد إن بلدان الخليج بينما كانت متراجعة في دليل حجم السوق الداخلي فإنها حققت تقدما نسبيا في دليل حجم السوق الخارجي، مما يدل على إن استثماراتها الخارجية تفوق حجم الاستثمارات الوافدة لها، ففي دليل حجم السوق الخارجي كانت السعودية والإمارات والكويت على التوالي هي أعلى البلدان الخليجية في مجال الاستثمارات في الخارج، وهي نفسها على التوالي الأعلى في مجال استقطاب رؤوس الأموال الأجنبية والاستثمار المحلي، وهو ما يدل على أن هذه البلدان هي من تنصدر البلدان المحتملة في الإصابة بحمى أزمة الديون السيادية في الخليج. وانطباقا مع وجهة النظر المبنية على أساس دليلي حجم السوق الخارجي وحجم السوق الداخلي.

الجدول (٦): مقارنة البلدان الأعلى في العالم وفي الخليج بحسب مؤشرات التنافسية ٢٠١٠ / ٢٠١١

المؤشر	أعلى ٣ بلدان في العالم	قيمة المؤشر	أعلى ٣ بلدان في الخليج	الترتيب العالمي	قيمة المؤشر
براءات الاختراع لكل مليون نسمة	١. تايبوان (الصين)	٢٨٧.١	الكويت	٣٠	٥.٠
	٢. اليابان	٧٩.١	قطر	٤٨	١.٤
	٣. الولايات المتحدة	٢٦١.٧	السعودية	٥٦	٠.٩
توفر العلماء والمهندسين ترجيح (١ - ٧)	١. فنلند	٦.٠	قطر	٩	٥.٣
	٢. اليابان ، السويد	٥.٨	السعودية	٣٤	٤.٦
	٣. الولايات المتحدة	٥.٧	البحرين	٤١	٤.٥
تطوير طريقة الإنتاج ترجيح (١ - ٧)	١. اليابان	٦.٦	قطر	٨	٥.٩
	٢. ألمانيا	٦.٥	السعودية	٢٥	٥.١
	٣. سويسرا	٦.٤	الإمارات	٢٨	٤.٨
الصادرات كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي (المؤشر : نسبة مئوية)	١. سنغافورة	١٩٦.٩	البحرين	٨	٧٤.٤
	٢. هونغ كونغ	١٩٣.٨	الإمارات	١٠	٧٢.٦
	٣. لوكسمبورغ	١٦٠.٣	عمان	٣٠	٥٧.٧
دليل حجم السوق الخارجية ترجيح (١ - ٧)	١. الصين	٧.٠	السعودية	٢٠	٥.٧
	٢. الولايات المتحدة	٦.٧	الإمارات	٣٨	٥.١
	٣. ألمانيا	٦.٥	الكويت	٥٦	٤.٧
دليل حجم السوق الداخلي ترجيح (١ - ٧)	١. الولايات المتحدة	٧.٠	السعودية	٢٣	٤.٧
	٢. الصين	٦.٦	الإمارات	٥٢	٤.٠
	٣. اليابان	٦.١	الكويت	٦١	٣.٦
دليل توفير آخر التقنيات ترجيح (١ - ٧)	١. السويد وأيسلندا	٦.٨	قطر	٢٥	٦.١
	٢. النرويج	٦.٧	البحرين	٢٩	٦.٠
	٣. فنلند	٦.٦	السعودية	٣٩	٥.٦
دليل السلامة المالية للمصارف ترجيح (١ - ٧)	١. كندا	٦.٧	البحرين	١٩	٥.٩
	٢. نيوزلندا	٦.٦	السعودية	٢٠	٥.٩
	٣. استراليا	٦.٥	عمان	٢٨	٥.٧
تسهيلات التدفقات الرأسمالية ترجيح (١ - ٧)	١. هونغ كونغ	٦.٥	قطر	٨	٥.٧
	٢. فنلند	٦.١	البحرين	١٢	٥.٦
	٣. سويسرا	٦.٠	الإمارات	١٦	٥.٥

Source: World Economic Forum, The Global Competitiveness Report 2010–2011, Geneva, 2010.

٣. قناة سوق المال : وتمثل هذه القناة نضوح الآثار بشكل رابطة بين ما متوقع من نشوء حالة من استيراد للتضخم أو التراجع في القيمة الحقيقية للأصول وبين حالة التوقعات الاستثمارية تجاه الأصول المالية غير الحقيقية، والناجمة من تدهور مؤشرات السوق المالي في الأسواق الأوروبية. فاستيراد الأزمة أمر متوقع في بلدان الخليج العربي بشدة، والتوقع هذا يقع سواء في أسواق الأسهم أم في القطاع المصرفي. ففي أسواق المال كانت بلدان الخليج أكثر بلدان العالم إمكانية في التوسع في التمويل المالي عبر استخدام الشركات المساهمة لرؤوس أموال المؤسسة أو الجارية، وقد كانت كل من قطر والسعودية في مقدمة قائمة بلدان العالم في هذا المضمار، ووفقا لتقرير التنافسية لعام ٢٠١٠ / ٢٠١١ وباعتماد على مؤشر القدرة التمويلية للاقتصاد من خلال سوق الأسهم المحلي، كان قطر قد احتلت المرتبة الأولى في هذا الدليل وبدرجة ٥.٢ من أصل الحد الأعلى وهو ٧ (الذي يقاس به مدى السهولة في جمع المال من خلال إصدار الأسهم مرجح بين ١ صعب جدا و ٧ وتعني سهل جدا كوسط معياري لبيانات ٢٠٠٩ - ٢٠١٠)، وجاءت السعودية بالمرتبة الثالثة عالميا بعد هونج كونج وبدرجة ٤.٣^(٥٠). أما في القطاع المصرفي فهو الآخر عرضة لسحب آثار الأزمة الأوروبية باعتبار أن هذه البلدان كانت أعلى بلدان العالم في مجال قدرة رجال الأعمال في الحصول على القروض، وهذا الاتجاه الائتماني في القطاع المصرفي من الممكن أن يؤدي الى قيام أصحاب المشروعات المتلكئة في أوروبا والمتعاملين مع المصارف الخليجية أو الذين سيتعاملون معها بسبب الوضع الائتماني المتردي في أوروبا إلى زيادة ارتفاع حجم القروض المقدمة والوقوع في آثار الأزمة بسبب التراجع المتوقع في التصنيف الائتماني للمصارف أو لمصادر تمويل هذه المصارف والتي أهمها الصناديق السيادية في بلدان الخليج العربي. وبالنظر الى دليل سهولة الوصول الى القروض في تقرير التنافسية آنف الذكر نجد أن قطر كانت في مقدمة بلدان العالم، فقد احتلت المرتبة الأولى عالميا وبدرجة ٥.٠ من أصل ٧ درجات (الذي يقاس به مدى السهولة في الاقتراض من المصارف مرجح بين ١ صعب جدا و ٧ وتعني سهل جدا كوسط معياري لبيانات ٢٠٠٩ - ٢٠١٠)، تليها البحرين في المرتبة الثانية علميا وبدرجة معيارية هي ٤.٩ من أصل ٧ درجات. وتأتي السعودية في المرتبة السادسة عالميا وواقع ٤.٤ درجات من أصل ٧ درجات. ما يعني وبشكل لا يقبل الشك أن البلدان الخليجية هي البلدان التي تعتبر مهيأة لاستيراد أزمة الديون الأوروبية، من حيث أنها الأعلى في العالم في مجال منح التسهيلات في سوقي الأسهم والائتمان المصرفي^(٥١).

واستنادا إلى حجم الخسائر في أسواق المال العالمية وفقا للمؤشرات الرئيسية نجد أن الأمر بالنسبة للاقتصادات الخليجية وتحديدًا الأكثر انفتاحا ماليا أكثر عرضة للإصابة بعدوى الأزمة، ووفقا للبيانات، فإنه هناك الخسائر الكبيرة قد أصابت أسواق المال الأمريكية، وقد بلغت هذه الخسائر وفق مؤشر S&P 500 حوالي ١.٨ تريليون دولار من قيمته السوقية بنسبة انخفاض بلغت ١٤% خلال المدة ٢٠٠٩ - ٢٠١١. في حين شهدت أهم المؤشرات المالية للأسواق الأوروبية أعنف موجة من الخسائر، حيث تراجع مؤشر DAX ومؤشر CAC40 بنسبة متساوية بلغت ٢٥%. وبذلك تكون خسائر المؤشرات الأوروبية الثلاثة الرئيسية (DAX، CAC40 و FTSE100) خلال الربع الثالث قد تخطت الـ ١.٢٦ تريليون دولار.

وهناك ربط موضوعي هنا مع الآثار في قناة القيم الحقيقية، فتوقعات التضخم ونتائج المتوقعة في القيمة الحقيقية للائتمان المصرفي من المرجح أن تشهد تضاؤل تدريجي، مثلما من المرجح أن تتراجع أقيام في

سوق الأسهم، ثم قد ترتفع كلفة الاقتراض والاكتتاب في السوق المالي، وهذا بدوره هو عامل تغذية عكسية يزيد من تراجع اداء المصارف وأسواق المال الخليجية بسبب تغييرات في قيمة الخصوم المصرفية والأصول لدى المستثمرين، وهذا ما يزيد من احتمالات تنامي أثر الأزمة المالية على القيم الحقيقية.

وفي ظل الآثار التي تصيب الأصول الحقيقية في الخليج، فلا يستبعد أن تحاول هذه البلدان الحد من التدهور في قيمة أصولها المقومة بالدولارات، إلا أنه وفي المدى المتوسط وفي ظل تراجع قوة الاتحاد الأوروبي من المرجح أن تقلل من حيازتها من الدولار الأمريكي مما يضعف مكانة الاقتصاد الأمريكي عالمياً. وفي نهاية ٢٠١١ لجأت الولايات في خطتها للتحفيز إلى تقوية العلاقات الاقتصادية في مجال التجارة والاستثمار مع الخليج العربي وبعض البلدان الدائنة في آسيا، وذلك ببيع جزء من الدين الأمريكي في مجال السياسة الخارجية، أما في الداخل فالخطة تضمن اعتماد برنامج انعاش الأعمال JOBS Encourage، والمضي بسياسة تخفيض الضرائب ومحاولة تخفيض الضرائب إلى ما دون ٧ في المائة، ورفع عامل الثقة المعروف بـ SENT MEANT. غير أن ذلك يتطلب المحافظة على سعر صرف الدولار الأمريكي واستقراره لضمان قوة الدولار عالمياً لطمأنة الدائنين الدوليين وإعادة الثقة إلى الاقتصاد الأمريكي. حيث تولد شعور بعدم الثقة في الدولار وخاصة من قبل بلدان الخليج العربي والدائنين الدوليين الذين بدأوا بالفعل بتقليل حجم استثماراتهم مع الولايات المتحدة (٥٢).

واستناداً إلى دراسة صندوق النقد الدولي IMF و معهد المالية الدولية IIF، فإنه من المتوقع أن يترتب على ما تقدم إشكالات رئيسية يمكن أن تنشأ نتيجة التراجع في فائض الحساب الجاري لبلدان الخليج العربي والصين في أعقاب التراجع الكبير في التجارة الأمريكية على المستوى العالمي، وفي عائدات الصادرات الصينية، وهو ما ينذر بأزمة مستقبلية تلوح في الأفق في حدود نهاية ٢٠١٢. وإذا استمر الوضع الحالي فإن العلاقات التجارية والاستثمارية الأمريكية الخليجية ستشهد انهياراً يصاحبه تراجع كبير في العوائد الخليجية. وفي ظل هذا السيناريو قد تجبر الولايات المتحدة على الاعتماد بشكل أكبر على الاقتراض الداخلي وربما على سكّ نقود الدين بالاحتياطي الفيدرالي (٥٣).

أثر الأزمة في أسواق المال الخليجية : السعودية وقطر نموذجان

بعد مرحلة من التراجع في أداء أسواق المال العربية في عام ٢٠٠٨ على أثر نتائج الركود المتأثر بأزمة الرهن العقاري الأمريكية حققت البورصات العربية أرباحاً في عام ٢٠٠٩، كادت تغطي ونسبة عالية الخسائر التي منيت بها هذه الأسواق، واستناداً إلى بيانات مناخ الاستثمار في الدول العربية فقد (ارتفع المؤشر المركب لصندوق النقد العربي والذي يقيس أداء خمس عشرة سوقاً مالية عربية بنسبة ١٨.١ % ليصل إلى ١٩٦.٣ نقطة في نهاية عام ٢٠٠٩، بعد أن تراجع بنسبة ٤٩.٤ % ليصل إلى ١٦٦.٢ نقطة في نهاية عام ٢٠٠٨)، أما أسواق الخليج للأوراق المالية فقد حظيت بأهمية خاصة، فجاءت مؤشرات نجاحها بائلة، باستثناء ديون دبي (٥٤).

وبعد موجة من شيوع حالة التفاؤل تمكنت دبي من العودة بنجاح إلى سوق السندات، وخاصة بما أبرمت إعادة هيكلة ديونها، وإن تم ذلك بثمن باهظ (٥٥). وكان ذلك معزواً بما حققته الأسواق الخليجية المتبقية من أرباح في نهاية ٢٠٠٩. وفي ظل التوافر المالي لبلدان الخليج وتراجع معدلات الدين فيها، بدت أسواقها

توافقة للمزيد من النجاح. ففي عام ٢٠١٠ أصدرت سندات وأذون بلغ قيمته الإجمالية ٣٦ مليار دولار بعد أن كانت ٣٢ مليار في عام ٢٠٠٩ (٥٥).

لقد كان المناخ الاستثماري مناسب في حقن هذه الأصول في السوق المالي بسبب ازدياد رغبة المستثمرين المدفوعة بتخفيض تكاليف الائتمان في الخليج بما عرف ببرنامج التحفيز المالي الثاني المترتب على أثر نتائج أزمة الرهون العقارية. إلا أنه وتحت تأثير ظهور بؤادر الأزمة في أوروبا والرغبة الخليجية في مواصلة تحقيق المكسب المضاعف. حاولت البلدان الخليجية أن تستثمر في إصدارات البلدان الآسيوية الصاعدة بدلا من الأسواق الأوروبية. وكان من نتائج ذلك أن بقي التصنيف السيادي لدول الخليج في مستواه باستثناء التصنيف السيادي للبحرين الذي تعرض إلى تراجع واضح.

أن الأمر لا يقف عند الاستثمارات الخليجية واتجاهها وإحلال الأسواق الصاعدة بدلا من الأسواق الأوروبية والأمريكية، حيث أن تفاقم الأزمة في أوروبا من شأنه أن يشيع حالة التشاؤم والعزوف عن توفير التمويل الناجم من العزوف عن إعادة التمويل في الأسواق الأوروبية والأمريكية الأكثر سيولة في العالم. مما يعرض أيضا قيمة مبيعاتها من الأصول إلى التراجع. ذلك أن موارد الصناديق السيادية في الخليج (النفط تحديدا) ستكون ذات آثار مباشرة في القطاع الحقيقي وفي موازين المدفوعات لبلدان الخليج، ومن ثم فلا محيص أن تنتقل الآثار السلبية الممزوجة بطيف من التشاؤم إلى المستثمرين في أسواق المال وإلى قيمة الأصول المالية المكتسب فيها في الأسواق الخليجية أو في تلك التي استثمر فيها الخليجيون في الخارج.

وإذا أخذنا بعين الاعتبار التغيرات التي طرأت على الأسواق الخليجية في عام ٢٠١١، نجد أن أسواق المال فيها كانت قد تعرضت إلى هزات واسعة في النصف الأول من عام ٢٠١١، إذ كان الانخفاض هو العنوان الأكثر وضوحا حيث تعرض ٤١٦ سهم خليجي إلى انخفاض في القيمة الاسمية، مقابل صعود ١٧٨ سهم، بينما بقيت قيمة السوقية محافظة في ٦٩ سهم. وباستثناء السوق السعودي واجهت جميع أسواق الأسهم الخليجية الخمس تراجعا واضحا في المتوسط. أما المتاجرة الإجمالية في أسواق الأسهم فقد كانت بلغت إجمالي عدد عمليات البيع والشراء في أسواق الأسهم ١٨٩.٢ مليار دولار (٥٦).

الجدول (٧): نتائج ربحية أسواق الأسهم الخليجية في النصف الأول لعام ٢٠١١				
البلد	عدد المساهمين التي ارتفع قيمتها السوقية	عدد المساهمين التي انخفضت قيمتها السوقية	عدد المساهمين التي لم تتغير قيمتها السوقية	مجموع المساهمين
البحرين	٨	٢٥	١٧	٥٠
الكويت	٣٩	١٥٤	٢٢	٢١٥
عمان	١٨	٦٥	٧	٩٠
قطر	١٩	٢٣	٠	٤٢
السعودية	٧٩	٦٥	٣	١٤٧
الإمارات	٢٤	٨٤	٢٠	١٢٨
المجموع	١٨٧	٤١٦	٦٩	٦٧٢

Source: Global Investment House, GCC Markets Performance 1H 2011: Markets – GCC, By: Faisal Hasan & Rasha Al-Huneidi. Shaq, August 2011, P 2

أن طبيعة الأثر في الأسواق المالية هي ولا محيص تأخذ منحى شمولي، لكن إذا ما نظرنا إلى البلدان الأكثر انفتاحا، نجد إن كل من السعودية وقطر يأتیان في المقدمة، فإضافة إلى ما أسلفنا في هذا الصدد نجد أن حجم التخفيض السيادي لهذين البلدين كان الأعلى في عام ٢٠١١ على مستوى بلدان الخليج، ما يدعو إلى التدقيق بشيء من التفصيل في الآثار عبر تحليل هذين السوقين.

الجدول (٨): التصنيف الائتماني السيادي لبلدان الخليج العربي

الدولة	السعودية	الإمارات	قطر	الكويت	عمان	البحرين
التصنيف الائتماني حسب تصنيف Fitch	AA-	غير مصنف	AA -	AA	غير مصنف	A

المصدر: مجموعة سامبا المالية، الآفاق الاقتصادية لدول مجلس التعاون الخليجي في عام ٢٠١١، الرياض، فبراير ٢٠١١، ص ٥

إذا ما نقلنا التحليل للأسواق، يكون من الأولى أن نتناول أهمها. فلا ريب أن يكون سوق الأسهم السعودي هو من أهم أسواق المال العربية من حيث الارتباط بأسواق المال العالمية على وفق ما نوهنا عنه. ومن أجل دعم قدرة السوق السعودي في مجالي التمويل والاستثمار تم إنشاء سوق مالية آلية لتداول الصكوك والسندات بوصفها أدوات لإدارة السيولة وتوجيهها نحو المشاريع الكبرى. كما تم وضع مسودة قانون يسمح للشركات المسجلة في البورصة بشراء جزء من أسهمها من السوق المالية. وأكملت شركة السوق المالية السعودية تطبيق مجموعة من التحسينات على أنظمة التداول والتسوية بهدف رفع القدرة الاستيعابية وسرعة انجاز العمليات بالسوق. ووقعت شركة داو جونز للمؤشرات اتفاقية تطوير المؤشرات المالية الصادرة عن شركة «تداول»، كما تعززت الإجراءات الإشرافية والتنظيمية فيها^(٥٧).

ويعتبر السوق المالي السعودي من الأكثر نصيباً في الخسائر بسبب أزمة الديون السيادية الأوروبية، إذ بلغت خسائره خلال المدة من نهاية ٢٠٠٩ وحتى منتصف ٢٠١١ حوالي ٢٥ مليار دولار من قيمته السوقية. ويظهر القطاع الأكثر تأثراً في سوق الأوراق المالية السعودية هو قطاع البتروكيماويات المحرك الرئيسي لمؤشر السوق، حيث تشكل القيمة السوقية لذلك القطاع حوالي ٣٨% من إجمالي القيمة السوقية السعودية، وجاء التأثير بسبب العامل الخارجي المتأتي في الأساس من ضعف الثقة لدى شريحة المستثمرين الرئيسيين وخاصة بعد التأثير الذي أصاب السوق الحقيقي وتذبذب أسعار النفط. لذا جاء الضرر أكبر في قطاع البتروكيماويات لأن عدم استقرار قطاع النفط يؤثر فيه سلباً.

الجدول (٩): ربحية أهم الصناديق المستثمرة في سوق الاسهم السعودي (للمدة من بداية ٢٠١١ الى الربع الثالث منها)					
الصناديق التي حققت أرباح			الصناديق التي حققت خسائر		
اسم الصندوق	السعر	الربح(%)	اسم الصندوق	السعر	الخسارة(%)
صندوق اتش اس بي سي لأسهم شركات الإنشاء والاسمنت السعودية	٥.٩٣	١٨.١١	صندوق اتش اس بي سي أمانة لأسهم الصين والهند	١٥.٤٥	- ٢٤.٨٧
صندوق فالكم للظروحات الأولية	١١٠١.٨٠	١٤.٣٤	صندوق الموارد الطبيعية	٦.٧٦	- ٢١.٢٥
صندوق الرياض للشركات المتوسطة والصغيرة	١١.٠٤	٨.١١	صندوق الاسهم اليابانية الرياض	٧٢١.٤٥	- ٢٠.٩٥
صندوق ساميا العقاري	١٧.٤١	٧.١٧	صندوق المستقبل للأسهم	١٤.٨٠	- ٢٠.١٤
صندوق جدوى للصكوك العالمية	١٠٩.٨٤	٥.٢١	صندوق الفرسان للمتاجرة بأسهم البرازيل وروسيا والهند والصين	١٣.٨٩	- ١٨.٥٢

المصدر: موقع سوق الاسهم السعودي، الموقع <http://www.mubasher.info/portal/TDWL/siteGuide.html>

الجدول (١١): الشركات المستثمرة الأكثر خسارة في سوق الأسهم السعودي الربع الثالث ٢٠١١			
الشركة	سعر الإغلاق	التغير للعام حتى تاريخه %	الأسهم المتداولة
الصقر للتأمين	19.85	-62.90 %	171,894,588
وقاية للتكافل	21.05	-57.65 %	155,883,813
أليانز إس إف	21.55	-53.46 %	77,859,992
سايكو	33.40	-52.29 %	57,568,700
الأهلية	36.90	-51.29 %	59,398,949

الجدول (١٠): الشركات المستثمرة الأكثر ربحية في سوق الأسهم السعودي الربع الثالث ٢٠١١			
الشركة	سعر الإغلاق	التغير للعام حتى تاريخه %	الأسهم المتداولة
الخليجية العامة	51.50	415.00 %	250,044,623
الوطنية	47.20	372.00 %	76,376,517
بروج للتأمين	28.60	186.00 %	136,923,886
سوليدري تكافل	16.30	63.00 %	297,469,801
أمانة للتأمين	15.90	59.00 %	206,632,213

المصدر: سوق الأوراق المالية السعودية (تداول)، الموقع على الشبكة الدولية

<http://www.tadawul.com.sa/wps>

الجدول (١٣): الشركات المستثمرة الأكثر نشاطا بحسب القيمة في سوق الأسهم السعودي الربع الثالث ٢٠١١			
الشركة	سعر الإغلاق	التغير للعام حتى تاريخه %	قيمة الأسهم المتداولة
سابك	104.75	26.97 %	98,231,526,443.75
كيان السعودية	19.25	5.77 %	66,834,689,466.60
الإنماء	10.50	-17.32 %	59,868,713,443.85
ينساب	47.60	42.51 %	28,867,059,030.70
الراجحي	83.00	16.49 %	23,901,529,906.25

الجدول (١٢): الشركات المستثمرة الأكثر نشاطا بحسب الكمية في سوق الأسهم السعودي الربع الثالث ٢٠١١			
الشركة	سعر الإغلاق	التغير للعام حتى تاريخه %	الأسهم المتداولة
الإنماء	10.50	-17.32 %	5,059,524,247
كيان السعودية	19.25	5.77 %	3,479,145,937
زين السعودية	7.75	-23.65 %	1,370,581,654
معادن	21.80	26.01 %	1,202,125,288
سابك	104.75	26.97 %	1,053,773,018

المصدر: سوق الأوراق المالية السعودية (تداول)، الموقع على الشبكة الدولية <http://www.tadawul.com.sa/wps>

تشير نشرات سوق السعودية للأوراق المالية إلى تراجع في معدل التداول في عام ٢٠٠١، فبعد أن كان هذا المعدل ٦٤٠٠ نقطة كمعدل في عام ٢٠١٠، أصبح ٦٠٠ نقطة في عام ٢٠١١ (كمعدل للنصف الأول منه) وقد سجل تراجعاً تدريجياً بتأثير العوامل النفسية للمستثمرين على أثر أزمة اليورو التي لحقت أزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة، فقد شهدت الأشهر الست من عام ٢٠١١ تراجعاً مستمراً، وإن كان ضئيلاً، هذا التراجع جاء نتيجة تراجع أداء القطاعات القيادية، ففي الوقت الذي تراجع فيه المؤشر بنسبة ثمانية في المائة حتى إغلاق نوفمبر ٢٠١١، تراجع كذلك قطاع البتروكيماويات بالنسبة نفسها، تراجع قطاع الاتصالات ونسبة ١٦ في المائة وتراجع قطاع المصارف بنسبة ١٥ في المائة، وقطاع الطاقة بنسبة ستة في المائة، أما الارتفاعات، فكانت في قطاع المضاربة، حيث ارتفع قطاع الإعلام بنسبة ٤٠ في المائة، وقطاع التجزئة بنسبة ٢٣.٥ في المائة، وقطاع التأمين بنسبة ٨ في المائة، وقطاع الزراعة بنسبة ٧ في المائة.

أما سوق قطر فيعتبر من أكثر الأسواق الخليجية متانة، فقد اهتم منذ عام ٢٠١٠ برفع قدراته التقنية بإدخال أحدث التقانات اعتماد نظام حوكمة الشركات المساهمة العامة بهدف لدعم الاستقرار في القطاع

المالي بوجه عام. وبهدف تعزيز السيولة، عمدت الحكومة ومن خلال صندوقها السيادي إلى شراء ما قيمته 1.79 مليار دولار من المحافظ الاستثمارية للبنوك المدرجة في السوق^(٥٨).

كان الائتمان في المصارف القطرية ينمو بمعدل يصل إلى نحو ٣٠ في المائة سنوياً. وخلال المدة من يوليو/تموز ٢٠٠٩ إلى يوليو/تموز ٢٠١٠ ازداد الاقتراض الحكومي بإصدار الحكومة القطرية سندات بهدف الاقتراض المحلي، كما حصل تباطؤ في نمو الائتمان بحوالي بما نسبته ١٠ في المائة في فبراير/شباط ٢٠١١^(٥٩).

وبهدف زيادة حجم الائتمان الخاص قام البنك المركزي القطري إلى تخفيض أسعار الفائدة، كما وشدد على اتباع الأساليب الرقابية على التسليف المصرفي بهدف التحقق من آثار ونتائج السياسة النقدية المرنة. وهذا الإجراء تمثل في تحجيم العمليات المصرفية في المصارف الإسلامية وتحديد السقوف الائتمانية (سقوف الإقراض المصرفي). أما الأصول المصرفية في المصارف العامة فقد واصلت نموها برفع الإقراض للحكومة فضلاً عن زيادة حجم الاحتياطيات الفائضة بهدف مواجهة التغيرات غير المتوقعة في السحب على الودائع أو الخسائر المفاجئة أو اتباع نسق السياسة المصرفية الأكثر انضباطاً ومحافظة التي تهدف إلى رفع نسبة هذه الاحتياطيات^(٦٠).

أما الأثر على أداء الشركات المستثمرة في سوق الأسهم القطري، فقد كان مصرف الريان هو أكثر الشركات المساهمة من حيث حجم التداول اليومي كمعدل خلال النصف الأول من عام ٢٠١١ وبما نسبته ٤٣.٧ في المائة من حجم السوق، وكان هو المستثمر الأكبر الذي استطاع تحقيق أرباح من مشتريات حصص المصارف وبلغت نسبة مشترياته ٢٢.٦ في المائة من حصص الأصول المصرفية، مما أدى إلى ارتفاع قيمة هذه الأصول بنسبة ٢١,٧ في المائة في النصف الأول من العام ٢٠١١.

الجدول (١٤): ربحية أهم الصناديق المستثمرة في السوق المالي القطري (للمدة من بداية ٢٠١١ إلى الربع الثالث منها)					
الصناديق التي حققت أرباحاً			الصناديق التي حققت خسائر		
اسم الصندوق	السعر	الربح (%)	اسم الصندوق	السعر	الخسارة (%)
صندوق بوابة قطر (للقطريين)	٩٠.٩٢	٥.٨٩	صندوق البيت المالي (للقطريين)	١٣.٢٩	- ٧.٣٩
صندوق بوابة قطر (لغير القطريين)	٨٩.٠٥	٥.٥٨	صندوق الوطني ١ (للقطريين)	١٢.١٣	- ١.٥٤
			صندوق الوطني ٢ (للقطريين)	١١.٦٩	- ١.٠٢

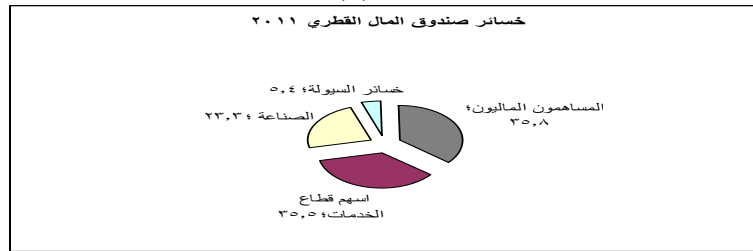
المصدر: موقع السوق المالي القطري، الموقع

<http://www.mubasher.info/portal/DSM/showMutualFundLandingPage.html>

يلاحظ من الجدول (١٣) أن بيت المال القطري كان أهم الصناديق التي حققت خسائر في عام ٢٠١١، إذا بلغت نسبة الخسائر ٧.٣٩ في المائة من إجمالي الاستثمارات السوقية، وبالاعتماد على حجم استثمارات هذا المستثمر فإنه تمكن في شهر سبتمبر عام ٢٠١١ من أن يحقق أرباح، الآن أنها جاءت متواضعة وبنسبة ٠.٦ في المائة ولعل أهم أسهم هذا الصندوق التي حققت أرباح هي أسهم MARK والتي تعد ثالث

أعلى المساهمين في الصندوق ١٥.٥ في المائة من اسهم الصندوق ، اما أقوى الخاسرون فهي اسهم شركة UDCD التي حققت خسائر مالية بنسبة ٤.٢ في صندوق الاداء لبيت المال القطري.

الشكل (١)



Source: Qatar Central Bank, Al Bait Al Mali Fund, Fund Objective & Strategy, September 2011

لقد تأثر هذا الصندوق بشكل واضح أثر أزمة الرهن العقاري إذ بلغت خسائره في عام ٢٠٠٨ بمقدار ٣٢.٨ نقطة، بما يعادل ٢١.٤ في المائة من استثمارات الصندوق، عاد ليشهد تحسنا في عامي ٢٠٠٩ و ٢٠١٠ إذ حققت نموا في الأرباح وبمعدل سنوي ٥.٤ نقطة ، ٢٤.١ نقطة على التوالي. أما في عام ٢٠١١ فقد عاد ليشهد تراجعا فقد مني بخسائر بلغت ١.٨ نقطة وقد أدى ذلك إلى انخفاض الأرباح في إجمالي الصندوق من ٢٥.١ في المائة كمعدل سنوي لعام ٢٠١٠، إلى ٢.٠ في المائة في عام ٢٠١١^(٦١). والحل نفسه ينطبق لعام ٢٠٠٨ بالنسبة لصندوق بوابة قطر، حيث أنه واجه خسائر كبيرة في عام ٢٠٠٨ على أثر ، فبعد ان حقق أرباحا نسبته ٣٦.٠٩ في المائة من حجم استثماراته كمعدل سنوي عام ٢٠٠٧، كانت ٢٠٠٨ قد مثلت مرحلة من الخسائر لم يصل إليها هذا الصندوق منذ تأسيسه، إذا بلغت نسبة الربحية - ٢٧.٢٢ في المائة من حجم أمواله المستثمرة كمعدل سنوي^(٦٢).

ما يؤشر انعكاس الأوضاع التي يشهدها العالم في أزمة منطقة اليورو على حجم الربحية في هذا السوق، ولعل أزمة الثقة التي تجتاح الأسواق المالية والمتعاملين فيها كانت هي المحرك للخسائر التي قد تلحق سوق المال القطري. مع ذلك فما يشهده قطاع الغاز من نموا ايجابيا قد يعزز الصندوق السيادي لقطر، فبالرغم من انخفاض أسعار النفط، يبقى هذا الصندوق مستندا بشدة على صادرات الغاز الطبيعي المسال المتوقع أن يصبح مصدرا للتمويل يعوض الأثر الذي قد يلحق الأصول في السوق المالي. وتستهدف قطر الوصول إلى مستوى من الطاقة الإنتاجية من الغاز المسال بحدود ٧٧ مليون طن سنويا. وفي سبيل ذلك، افتتحت قطر أكبر مشروع للغاز الطبيعي المسال على مستوى العالم وهو مشروع قطر غاز ٢ المقام في مدينة رأس لفان الصناعية. و يتوقع أن يحقق هذا المشروع، الذي تبلغ تكلفته ١٣ مليار دولار أمريكي، الازدهار للاقتصاد القطري خلال الأعوام المقبلة^(٦٣).

وعلى ذلك فأن هناك اتجاها واضحا لصناديق الاستثمار السيادية في الخليج في البحث عن الاستثمار في الخارج بعيدا عن تأثيرات الأزمات، إلا أن الواضح انه، وفي ظل تراجع الثقة في ظل تزايد الضغط الإعلامي والتهويل من مخاوف انتقال الأزمة الأوروبية، أن ترتفع آثار العوامل النفسية التي سوف تصيب المستثمرين والمضاربين على السواء. ولعل تحركات أزمة اليونان في الأسواق الأوروبية وحركة وانكماش حركة التداول في أوروبا والولايات المتحدة تشير بوضوح على أن الأسواق مرتبطة إلى حد كبير في ظل العولمة المالية، لذا

فلاستثمارات الخليجية في الخارج سوف تؤثر بشكل كبير بورصة الخليج، ومن المحتمل أن يكون التأثير في شقين هما استثمارات الصناديق السيادية واستثمارات الشركات الخليجية في الخارج . وحتى لو أسلمنا بإمكانية اعتماد مبتكرات ومنتجات مالية جديدة في السوق الخليجي فأنها تصطدم بالآثار التي تحملها التوقعات في الداخل بفعل موجات التغيير السياسي في المنطقة بما أشير إليه بالربيع العربي، ويبقى الوضوح والشفافية هو العامل الأكثر أهمية في صد الآثار وجانب التوقعات هو اعتماد الوضوح والشفافية العالية من أجل خلق جانب من الطمأنينة للمستثمر.

ولو نظرنا إلى إمكانية احتواء الأزمات الأكثر تأثيرا في الداخل، وهي السوق الإماراتي، فإن أية خطوة حالية تعتمد على إعادة بناء السوق على وفق منتجات يتم تسويقها، فبالرغم من أهميتها في رفع ثقة المستثمرين الإماراتيين والخليجيين على السواء، إلا أنه ومع الوقت سوف تفتح باب المخاطرة مما يتطلب توافر آليات مهمة لدى المصارف المركزية بالإمارات والمنطقة بما يكفل حسن إدارة تدفقات السيولة الداخلة والخارجة إلى هذه الأسواق وحماية الاقتصادات من الأموال الساخنة.

• الدين السيادي بمعناه الدقيق هو الدين الحكومي المقوم بالعملة غير المحلية الناجم من استثمار الصناديق السيادية عبر إصدارها لسندات مموله عبر هذه الصناديق بهدف الاستثمار في السوق المالي. أن تراجع قدرة الحكومة عن سداد التزاماتها المقومة بالعملة الاجنبية في سوق المال يؤدي فقدان المستثمرين في الأسواق الدولية الثقة في حكومة هذه الدولة وتجنبهم الاشتراك في أي مناقصات لشراء سندات في المستقبل، أكثر من ذلك فإن ردة فعل المستثمرين لا تقتصر على أولئك الذين يحملون سندات الدولة، وإنما يمتد الذعر المالي أيضا باقي المستثمرين الأجانب في هذه الدولة والذين لا يحملون هذه السندات، وقد يترتب على ذلك ما يعرف بأزمة الدين السيادي

¹ Economic and financial Affairs, Economic Crisis in Europe: Causes, Consequences and Responses; EUROPEAN Economy, European Communities, Luxembourg 2009.P 8

² Reinhart, Carmen M. and Rogoff, Kenneth S. This Time Is Different: Eight Centuries of Financial Folly. Princeton, NJ: Princeton University Press, 2010, p 3

³ Gulf investment corporation, GCC Markets Monthly, February, 2011.P 1

⁴ Economic Information Newsletter, Sovereign Debt Crises, By Bryan J. Noeth, Research Analyst, August 2010. p 2

⁵ Economic Information Newsletter, Sovereign Debt Crises, By Bryan J. Noeth, Research Analyst, August 2010. p 2

⁽⁶⁾ The United States Conference Of Mayors, U.S. Metro Economies. The Mortgage Crisis, Economic and Fiscal Implications for Metro Areas by Douglas H. Palmer ,November 2007p1

^٧ الأمم المتحدة، الوضع الاقتصادي العالمي وآفاق ٢٠٠٨ (موجز تنفيذي)، نيويورك، ٢٠٠٨، ص ٣

⁸ Dagong Global Credit Rating Co., LTD, 2011 Sovereign Credit Risk Outlook, (January 27, 2011). P5

⁹ Ibid , P3

¹⁰ Ibid. P3

^{١١} مجموعة البريك BRIC تعني اختصار لمجموعة البلدان التي تضم كل من البرازيل وروسيا والهند والصين، وطبقا لدراسة قدمها مصرف كولدمان ساكس بعنوان الطريق لعام ٢٠٥٠ أن الحجم الاقتصادي لهذه المجموعة سيتعدى مثيله بالنسبة للبلدان الستة (الولايات المتحدة وبريطانيا وفرنسا والمانيا وايطاليا واليابان) بحلول عام ٢٠٣٩، فهي تشكل مزود للمواد الخام (البرازيل) ومؤفر لمصادر الطاقة (روسيا) ومركزا للخدمات عالية التقنية (الهند) ومنتجا سلعا ضخما (الصين) انظر: Invesco,

Goldman Sachs BRIC C GBRCX , 12 December 2012

- عبد الله رزق، اقتصادات ناشئة في العالم، نماذج نمو لآفة، دار الفارابي، بيروت، ٢٠٠٩، ص ٢٧-٢٨

^{١٢} وفقا لتقارير منظمة التجارة العالمية تعتبر الصين أكبر مصدر عالمي للسلع خلال عام ٢٠٠٩، إذ تصدرت قائمة أعلى ٣٠ مصدر في العالم بإجمالي صادرات بلغ ١,٢ تريليون دولار، وهو ما يشكل ٩,٦% من صادرات العالم، تلتها ألمانيا بإجمالي قيمة صادرات بلغت ١,١٢ تريليون دولار، وهو ما يمثل ٩% من الصادرات العالمية، ثم الولايات المتحدة بصادرات شكلت

٨,٥% من الصادرات العالمية بقيمة ١,٠٥ تريليون دولار. اما الولايات المتحدة فقد تصدرت قائمة الدول المستوردة للسلع، حيث بلغت قيمة هذه السلع ١,٦ تريليون دولار، بما يمثل ١٢,٧% من واردات العالم، وجاءت الصين في المركز الثالث بحصة بلغت ٨% وقيمة سلع مستوردة قدرها تريليون دولار، وكانت ألمانيا ثالث أكبر مستورد للسلع في العالم بحصة قدرها ٧,٤% وقيمة سلع ٩٣١ مليار دولار.

¹³ IMF, Tensions from the Two-Speed Recovery Unemployment, Commodities, and Capital Flows, World Economic and Financial Surveys, April 2011, p 3, 8

¹⁴ آن شين تشو وليو جيا، التكامل الاقتصادي في آسيا، مجلة الصين اليوم (الطبعة العربية، مطابع الأهرام التجارية، قلوب، يوليو ٢٠١١، ص ٥١-٥٣)

¹⁵ European Commission, Directorate-General for Economic and Financial Affairs, European Economic Forecast, Spring 2011, p 14

¹⁶ Ibid, p 14

¹⁷ Dagong Global Credit Rating Co., LTD, '2011 Sovereign Credit Risk Outlook', January 27, 2011. P 15-16

¹⁸ In order to get more details at this stage can be reviewed:

- James K. Jackson, The Financial Crisis: Impact on and Response by The European Union, Congressional Research Service, CRS Report for Congress, Washington, June 24, 2009.

¹⁹ KEMPEN CAPITAL MANAGEMET, Monthly report, Amsterdam, 31 August 2011

²⁰ البنك الدولي، التمويل والتنمية ٢٠٠٩، ص ١٢

²¹ المصدر نفسه، ص ٣١

²² World Economic Forum, The Global Competitiveness Report 2010-2011, Geneva, 2010. p 25

²³ Ibid

²⁴ OECD, , A Market Perspective on the European Sovereign Debt and Banking Crisis ,OECD Journal: Financial Market Trends – Volume 2010 Issue 2, by: Adrian Blundell-Wignall and Patrick Slovik, February 2011. p 16

²⁵ Carnegie Endowment for International Peace, Paradigm Lost The Euro In Crisis, Washington, 2010.p 51

²⁶ James K. Jackson, The Financial Crisis: Impact on and Response by The European Union, Congressional Research Service, CRS Report for Congress, Washington, June 24, 2009,p 24-25

²⁷ National Institute Of Economic Research (NIER), The Swedish Economy, , Stockholm, June 2011,p7

²⁸ Ibid, p 9

²⁹ IMF, Real GDP growth. International Monetary Fund, "Greece: Fourth Review Under the Stand-By Arrangement and Request for Modification and Waiver of Applicability of Performance Criteria," July 2011, P 5

³⁰ Congressional Research Service, Greece's Debt Crisis: Overview, Policy Responses, and Implications, By: Rebecca M. Nelson, Paul Belkin, Derek E. Mix, August 18, 2011. p 10-11

³¹ Yanis Varoufakis & Stuart Holland, A Modest Proposal For Overcoming The Euro Crisis, Athens, April 2011, p 6-7

³² Ibid, p 6-7

³³ Dagong Global Credit Rating Co., LTD, '2011 Sovereign Credit Risk Outlook', OP.Cit. P 15

³⁴ Congressional Research Service, Greece's Debt Crisis: Overview, Policy Responses, and Implications, By: Rebecca M. Nelson, Paul Belkin, Derek E. Mix, August 18, 2011. p12

³⁵ OECD, , A Market Perspective on the European Sovereign Debt and Banking Crisis ,OECD Journal: Financial Market Trends – Volume 2010 Issue 2, by: Adrian Blundell-Wignall and Patrick Slovik, February 2011. p 10

³⁶ James K. Jackson, The Financial Crisis: Impact on and Response by The European Union, Congressional Research Service, CRS Report for Congress, Washington, June 24, 2009,p 24-25

³⁷ جيسكا ويليامز، خمسون حقيقة ينبغي أن تغير العالم، ترجمة مركز التعريب والترجمة، الدار العربية للعلوم، بيروت، ٢٠٠٥، ص ٥٥-٥٨

⁽³⁸⁾ Geoffrey Kemp and Robert Harkavy, Strategic Geography and the Changing Middle East (Washington: Carnegie Endowment for International Peace, 1997), p.131

³⁹ الأمم المتحدة، اللجنة الاقتصادية والاجتماعية لغربي آسيا (الإسكوا)، التحول الديمغرافي والتشغيل وهجرة العمالة في دول

المشرق، اعداد: هبة احمد نصار، اجتماع الخبراء حول الهجرة الدولية والتنمية في المنطقة العربية: التحديات والفرص، بيروت،

أيار/مايو ٢٠٠٦، ص ١٥

⁴⁰ أهم هذه المحاولات كانت في السعودية التي بلغ فيها انخفاض مساهمة النفط في الناتج من ٣٣ الى ٢٨ خلال المدة من

١٩٩٥ الى ٢٠٠٥، انظر : عبد الله رزق، المصدر السابق، ص ٢٦٩

⁴¹ الأمم المتحدة، اللجنة الاقتصادية والاجتماعية لغربي آسيا (الإسكوا)، التنويع الاقتصادي في البلدان المنتجة للنفط: حالة

اقتصادات بلدان مجلس التعاون لدول الخليج العربية (مجلس التعاون الخليجي)، نيويورك، ٢٠٠١، ص ١١

⁴² عبد الله رزق، المصدر السابق، ص ٢٧٠

⁴³ The Economist Intelligence Unit Limited, The GCC in 2020: Outlook for the Gulf and the Global Economy, A report from the Economist Intelligence Unit Sponsored by the Qatar Financial Centre Authority, London, March 2009, p 4- 5

⁴⁴ SHUAA Capital Research, GCC: 2011 Macro Outlook. 2011, by: Khatija Haque, Abu Debi. 2011.p6

- ^{٤٥} مجلس التعاون لدول الخليج العربية، الأمانة العامة، النشرة الاقتصادية، العدد الخامس عشر، ٢٠٠٠، ص ٥٣ (الجدول ١٩)
- ^{٤٦} (٤٦) خلدون حسن النقيب، الخليج إلى أين؟، في (العرب وجوارهم)، سلسلة كتب المستقبل العربي، مركز دراسات الوحدة العربية، بيروت، ٢٠٠٠، ص ٤٤
- ^{٤٧} Gulf Investment Corporation, Business Development, GCC Markets Monthly 2011, GCC Macro – Strength in Oil prices boosts economic confidence, Kuwait, 2011. p 2-3
- ^{٤٨} Ibid. p 2-3
- ^{٤٩} World Economic Forum, The Global Competitiveness Report 2010–2011, Geneva, 2010. p 459
- ^{٥٠} World Economic Forum, The Global Competitiveness Report 2010–2011, Geneva, 2010. p 456
- ^{٥١} Ibid. P 457
- ^{٥٢} Nader Habibi & Eckart Woertz, Op, Cit. p 5-6
- ^{٥٣} See; International Monetary Fund, “Regional Economic Outlook: Middle East and Central Asia,” October 2008.
- ^{٥٤} المؤسسة العربية لضمان الاستثمار وائتمان الصادرات، مناخ الاستثمار في الدول العربية ٢٠٠٩، الكويت، ص ٣٨
- تسبب خسائر الأصول السيادية في دبي إلى زيادة حج الديون، وقد تم منح دبي مدة تصل إلى ثمان سنوات كحد أقصى تقوم فيها بترتيب أوضاعها المالية. مع ذلك فأنها وجدت أنه من الصعوبة بمكان سداد العبء، فما زال هناك - ١٨ مليار دولار سنويا يبدأ من المدة ٢٠١١ - ٢٠١٢، لذا لجأت إلى إعادة الجدولة عبر مفاوضات لتخفيض التزاماتها. وكان آخر جولات التفاوض أن تم الاتفاق على صفقة تغطي ٢.٥ مليار دولار من ديون شركة دبي الدولية للاستثمار، وقد تمكنت حكومة دبي من تدبير ١.٢٥ مليار دولار من إصدار سندات في عام ٢٠١٠، وسوف تنظر إلى الاقتراض من الأسواق مرة أخرى في عام ٢٠١١ وذلك على مستوى السندات السيادية وسندات الشركات معا. في تفاصيل ذلك أنظر:
- مجموعة سامبا المالية، الآفاق الاقتصادية لدول مجلس التعاون الخليجي في عام ٢٠١١، الرياض، فبراير ٢٠١١، ص ١١
- ^{٥٥} مجموعة سامبا المالية، الآفاق الاقتصادية لدول مجلس التعاون الخليجي في عام ٢٠١١، الرياض، فبراير ٢٠١١، ص ٥
- ^{٥٦} Global Investment House, GCC Markets Performance 1H 2011: Markets – GCC, By: Faisal Hasan & Rasha Al-Huneidi Sharq, August 2011, P 2
- ^{٥٧} المؤسسة العربية لضمان الاستثمار وائتمان الصادرات، مناخ الاستثمار في الدول العربية ٢٠٠٩، الكويت، ص ٤٤
- ^{٥٨} المصدر نفسه، ص ٤٨
- ^{٥٩} NBK Economic Research, GCC Economic Outlook, Kuwait April 2011. p 18
- ^{٦٠} Ibid. p 18
- ^{٦١} Qatar Central Bank, Al Bait Al Mali Fund, Fund Objective & Strategy, September 2011
- ^{٦٢} SHUAA asset management, Qatar Gate Fund, Amwal Asset Management, 29 September 2011
- ^{٦٣} بيت الاستثمار العالمي "جلوبل"، الإستراتيجية الاقتصادية والرؤية المستقبلية لدولة قطر : نبذة عن الاقتصاد الكلي، (تقرير اقتصادي)، مايو ٢٠٠٦، ص ٢