



# التحديات الاقتصادية من ذي إيدج

الأزمات المالية العالمية عبر قرن

سبتمبر 2025



## الأزمات المالية العالمية عبر قرن: دروس من التاريخ ومخاطر المستقبل

### المقدمة

على امتداد التاريخ الاقتصادي الحديث، أعادت عدة أزمات مالية كبرى تشكيل الاقتصاد العالمي. من انهيار سوق الأسهم عام 1929 الذي أدى إلى الكساد الكبير، إلى انهيار نظام بريتون وودز النقدي في سبعينيات القرن العشرين وما تبعه من ركود تضخمي، إلى أزمات الديون السيادية والعملات التي هزّت الأسواق الناشئة خلال ثمانينيات وتسعينيات القرن الماضي، إلى الصدمات التي أعقبت هجمات الحادي عشر من سبتمبر 2001، إلى الانهيار النظامي في عامي 2007-2008 "الأزمة المالية العالمية" والاضطرابات غير المسبوقة التي سببتها جائحة كوفيد-19 - كل أزمة من هذه الأزمات تقدم دروساً حول المخاطر النظامية، واستجابات السياسات، وسبل التعافي.

يتناول هذا التقرير هذه الأزمات بعمق - مع التركيز على أسبابها، وأثارها الكلية على الاقتصاد العالمي، وكيفية استجابة صانعي السياسات في الولايات المتحدة، والاتحاد الأوروبي، والصين، ومجلس التعاون لدول الخليج العربية لها.

كما نقوم بتحليل الأوضاع الاقتصادية الراهنة في عام 2025 وتقييم المؤشرات التي قد تنذر بأزمة مالية عالمية مستقبلية. ويهدف التقرير إلى تقديم سياق تاريخي وتحليل اقتصادي بشكل سلس وواضح، باستخدام بيانات من مصادر موثوقة (صندوق النقد الدولي، البنك الدولي، بنك التسويات الدولية، البنوك المركزية، والدراسات الأكاديمية المحكمة) لدعم النقاط الرئيسية.

## الأزمات المالية العالمية عبر قرن: دروس من التاريخ ومخاطر المستقبل

### الكساد الكبير (1929-1939)

#### نظرة عامة و أسباب:

كان الكساد الكبير أشد أزمة اقتصادية في القرن العشرين، وبدأ بانهيار سوق الأسهم الأمريكية في أكتوبر 1929. كانت "العشرينيات الصاخبة" التي سبقتها تتميز بازدهار الإنتاج الصناعي، والمضاربة المفرطة في الأسهم، وتوفر الائتمان بسهولة. وبحلول عام 1929، أصبحت أسعار الأسهم مرتفعة للغاية مقارنة بالأساسيات الاقتصادية.

وعندما اهتزت الثقة، كان الانهيار حادًا - إذ هبط مؤشر داو جونز الصناعي بنحو 85% من أعلى مستوى له بحلول منتصف عام 1932. وأدى الانهيار الأمريكي إلى سلسلة من الأزمات عالميًا، كاشفًا عن نقاط ضعف هيكلية: ضعف الرقابة المصرفية (مما أدى إلى الإفراط في الاستدانة وعمليات سحب الودائع) وارتفاع الديون، وعدم المساواة في توزيع الثروة، وأخطاء السياسات مثل تشديد السياسة النقدية وفرض الرسوم الجمركية الحمائية. وفي عام 1930، أصدرت الولايات المتحدة قانون الرسوم الجمركية المعروف باسم "سموت-هاولي"، مما أثار فرض رسوم انتقامية في أنحاء العالم وزاد من حدة انهيار التجارة الدولية.

وكانت العديد من الدول تعتمد على قاعدة الذهب، وهو ما قيد قدرتها على توسيع المعروض النقدي. ومع تفاقم الانكماش وتراجع الطلب، أدى الالتزام بالذهب إلى إضعاف الاقتصادات - حيث إن الدول التي تخلت عن قاعدة الذهب مبكرًا (مثل بريطانيا عام 1931) تعافت أسرع من تلك التي لم تفعل (مثل فرنسا).

#### الأثر الاقتصادي:

بكل المقاييس، كان الانكماش هائلًا. انخفض الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي للولايات المتحدة بنحو 30% بين 1929 و1933. وتراجعت الإنتاجية الصناعية في الاقتصادات الكبرى إلى النصف تقريبًا (-46% في الولايات المتحدة؛ -41% في ألمانيا بين 1929 و1932). وقفز معدل البطالة - إذ بلغ في الولايات المتحدة نحو 25% عام 1933، ارتفاعًا من 3% فقط في عام 1929. وهذا يعني أن واحدًا من كل أربعة عمال أمريكيين كان عاطلاً عن العمل، ومن احتفظوا بوظائفهم تعرضوا لتخفيضات في الأجور وسط الانكماش. ويُقدَّر أن البطالة عالميًا بلغت ذروتها عند نحو 30% في عام 1932.

وزادت حالات إفلاس البنوك الأزمة تعقيدًا: حيث فشل نحو 9,000 بنك أمريكي (أكثر من الثلث) بين عامي 1930 و1933، مما أدى إلى ضياع مدخرات المودعين وشلّ الائتمان.

كما انخفضت الأسعار بشكل حاد (أسعار المستهلك في الولايات المتحدة -25%، أسعار الجملة -32% خلال 1929-1933) في دوامة انكماشية، مما زاد العبء الحقيقي للديون وأدى إلى المزيد من عزوف المستثمرين. وانهارت التجارة الدولية بأكثر من 50%، مع فرض الدول حواجز تجارية وتراجع الطلب العالمي.

وبحلول عام 1933، كانت التجارة العالمية تساوي تقريبًا ثلث مستواها في عام 1929 - وهو تراجع مدمر أثر بشدة على الاقتصادات المعتمدة على الصادرات.

#### المنظور الإقليمي:

على الرغم من أن الكساد بدأ في الولايات المتحدة، إلا أنه سرعان ما تحول إلى أزمة عالمية.

في أمريكا الشمالية، تحملت الولايات المتحدة العبء الأكبر مع انهيار بنوكها وجفاف "دست بول" الذي فاقم معاناة المزارعين. كما عانت كندا المجاورة من خسائر كبيرة في الإنتاج والوظائف نظرًا لاعتمادها على تصدير السلع الأساسية (القمح، الأخشاب) إلى سوق عالمي منكش.

## الأزمات المالية العالمية عبر قرن: دروس من التاريخ ومخاطر المستقبل



صوره توضيحية: رجال عاطلون عن العمل يبحثون عن وظائف في الولايات المتحدة خلال فترة الكساد الكبير. قفز معدل البطالة من أقل من 5% عام 1929 إلى نحو 25% بحلول عام 1933.

الأمريكي في عامي 1929-1930، انهيار النظام المصرفي الألماني.

وبحلول عام 1932، كان الإنتاج الصناعي الألماني قد انخفض إلى نحو النصف تقريباً، واقتربت البطالة من 30%. وكانت العواقب

في عشرينيات القرن الماضي، وبعد خروجها من قاعدة الذهب عام 1931، شهدت استقراراً ميكراً نسبياً. أما ألمانيا، فقد تعرضت لضربة قاسية للغاية: فقد كان الاقتصاد الألماني في جمهورية فايمار مدعوماً بالقروض الأمريكية خلال عشرينيات القرن الماضي (لتمويل تعويضات الحرب) وعندما انسحب رأس المال

وفي أوروبا، كانت العديد من الدول لا تزال تتعافى من الحرب العالمية الأولى وقد راكمت ديوناً أو تعويضات حرب. شهدت المملكة المتحدة ركوداً أقل حدة نسبياً - إذ انخفض الإنتاج الصناعي البريطاني بنحو 23% (مقارنة بـ 46% في الولايات المتحدة). كانت بريطانيا قد عانت أصلاً من ركود بطيء

## الأزمات المالية العالمية عبر قرن: دروس من التاريخ ومخاطر المستقبل

إلى الخارج)، مما عمق الانكماش. ولم تغيّر الولايات المتحدة مسارها بشكل كبير إلا في عام 1933 – بعد أن وصلت البطالة إلى مستويات قياسية – وذلك في ظل برنامج "الصفقة الجديدة" للرئيس فرانكلين د. روزفلت. وأطلقت إدارة روزفلت حزم تحفيز مالي عبر برامج الأشغال العامة، والمساعدات الطارئة للعاطلين عن العمل، وإصلاحات لاستقرار النظام المالي (مثل العطل المصرفية، وإنشاء المؤسسة الفيدرالية للتأمين على الودائع، وتشديد اللوائح التنظيمية) كما تخلت الولايات المتحدة عن قاعدة الذهب في عام 1933، مما سمح بتخفيض قيمة الدولار، وهو ما ساعد على رفع الأسعار والصادرات.

لكن هذه الجهود أسفرت عن تعافٍ جزئي فقط؛ إذ بدأ الناتج المحلي الإجمالي الأمريكي بالنمو مجددًا في منتصف الثلاثينيات، لكن الاقتصاد لم يعد بالكامل إلى مستوى إنتاج عام 1929 إلا قرب نهاية العقد. وفي أوروبا، تعافت الدول التي خفّضت عملاتها وزادت الإنفاق الحكومي (مثل بريطانيا والدول الإسكندنافية) بسرعة أكبر مقارنة بالدول التي انتهجت سياسة انكماشية للبقاء على قاعدة الذهب (مثل فرنسا) وعلى الصعيد العالمي، سادت سياسة "إفقار الجار" في البداية – حيث استُخدمت الرسوم الجمركية والتخفيضات التنافسية للعمولات لتحفيز اقتصاد كل دولة على حساب الآخرين.

عشرينيات القرن الماضي، محققة نحو 3 ملايين دولار سنويًا – وهو مبلغ ضخم محليًا. لكن "حدث أمران في تلك الفترة غيرا المشهد بشكل لا رجعة فيه: فقد اخترع اليابانيون اللؤلؤ المستزرع، وأدى انهيار وول ستريت عام 1929 إلى دخول الاقتصادات الغربية في كساد مما جعل الطلب على لؤلؤ الخليج يتبخّر تقريبًا بين ليلة وضحاها، وأدى ذلك إلى انهيار اقتصاد قائم على سلعة واحدة.

ودخلت مدن الموانئ الخليجية في حالة فقر وتشدد اقتصادي استمرت حتى انطلاق استغلال النفط بعد عقود.

ويبرز هذا أن العالم، حتى في ثلاثينيات القرن الماضي الأقل ترابطًا اقتصاديًا، لم يكن فيه أي إقليم بمنأى عن كارثة اقتصادية كبرى.

### استجابات السياسات والدروس المستفادة:

كانت استجابات السياسات الأولية غير منسقة وغالبًا ما جاءت بنتائج عكسية. فبدلاً من تحفيز الطلب، اتجهت الحكومات نحو النقش والحمانية. فعلى سبيل المثال، شدد الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي السياسة النقدية في وقت مبكر من فترة الانكماش (خوفًا من المضاربة في الأسهم وتدفقات الذهب

الاجتماعية والسياسية وخيمة – إذ غدّت الأزمة الاقتصادية الحادة صعود الحركات المتطرفة، بما في ذلك النازيون، الذين وصلوا إلى السلطة عام 1933 وسط الفوضى. دخلت فرنسا في فترة الكساد لاحقًا لكنها بقيت على قاعدة الذهب لفترة أطول؛ وشهدت انكماشًا مستمرًا وبطالة مرتفعة حتى أواخر الثلاثينيات.

وفي أماكن أخرى، تسببت صدمات التجارة وأسعار السلع في انتقال الكساد عالميًا: على سبيل المثال، انهارت أسعار صادرات أمريكا اللاتينية من القهوة والنحاس والمواد الأولية الأخرى، مما أدى إلى أزمات في إيرادات الحكومات. وبحلول عام 1932، بلغت البطالة العالمية نحو 30%، وانخفض الإنتاج الصناعي لكل من الولايات المتحدة وألمانيا إلى 53% فقط من مستويات عام 1929.

حتى المناطق ذات الروابط المالية المحدودة مع "وول ستريت" شعرت بوطأة الأزمة. ففي منطقة الخليج العربي التي كانت إلى حد كبير ما قبل عصر النفط، أدى انهيار الطلب العالمي على السلع الفاخرة إلى تدمير صناعة اللؤلؤ، التي كانت مصدر دخل رئيسي لدول الخليج مثل دولة الإمارات العربية المتحدة الحديثة. وكانت تجارة اللؤلؤ في دبي قد ازدهرت في



## الأزمات المالية العالمية عبر قرن: دروس من التاريخ ومخاطر المستقبل

ويظل الكساد الكبير المعيار الذي تُقاس به جميع الأزمات الأخرى، سواء من حيث عمق الانكماش الاقتصادي أو من حيث أهمية التدخلات السياسية للتخفيف من معاناة البشر.

وكانت النتيجة انهيار التعاون الدولي: فقد فشلت محاولات المؤتمرات النقدية والتجارية العالمية (مثل مؤتمر لندن عام 1933) في التوصل إلى اتفاق. وأدى غياب التعاون إلى تعميق وإطالة أمد الكساد: ففي عام 1935، كانت التجارة العالمية لا تتجاوز نحو 35% من قيمتها في عام 1929.

أحد الدروس الواضحة المستفادة من الكساد الكبير هو الدور الحتمي لتدخل الحكومة لمواجهة انهيار الاقتصاد الخاص.

كما برزت الحاجة إلى التنسيق الاقتصادي الدولي – وهو درس تم تطبيقه بعد الحرب العالمية الثانية عبر إنشاء مؤسسات مثل صندوق النقد الدولي والبنك الدولي، بهدف منع حدوث انهيار نظامي مماثل.

وفي نهاية المطاف، كان التحفيز المالي الضخم للحرب العالمية الثانية هو العامل الذي أنهى الكساد في الاقتصادات الكبرى، حيث ارتفع الإنفاق والإنتاج العسكري بشكل كبير. لكن الاضطرابات الاجتماعية والسياسية – بما في ذلك صعود الأنظمة الشمولية في أوروبا والحرب التي تلتها – تؤكد أن أزمة مالية بتلك الضخامة قد تترك آثارًا تتجاوز الاقتصاد بكثير.

## الأزمات المالية العالمية عبر قرن: دروس من التاريخ ومخاطر المستقبل

### أزمات ما بعد الحرب (1945-سبعينيات القرن العشرين)

#### نظرة عامة وأسباب:

شهدت العقود التي أعقبت الحرب العالمية الثانية نموًا غير مسبوق في ظل نظام بريتون وودز لأسعار الصرف الثابتة. حيث تم ربط العملات الرئيسية بالدولار الأمريكي، الذي كان قابلاً للتحويل إلى الذهب بسعر 35 دولارًا للأونصة. لكن بحلول أواخر الستينيات، تعرض هذا النظام لضغوط شديدة. فقد سجلت الولايات المتحدة عجزًا كبيرًا في ميزان المدفوعات لتمويل حرب فيتنام والبرامج المحلية، مما أجبرها على استنزاف احتياطياتها من الذهب. وفي المقابل، رفضت دول الفائض مثل ألمانيا الغربية واليابان إعادة تقييم عملاتها، مما خلق اختلالات. وأدى هذا الاستقرار المصطنع إلى تأجيل الدول لتعديلات ضرورية في أسعار الصرف، وغالبًا ما انتهى ذلك بتخفيضات حادة. لا سيما عندما تعرضت اقتصادات كبرى مثل المملكة المتحدة لتدفقات مضاربة. وفي أغسطس 1971، أعلن الرئيس الأمريكي ريتشارد نيكسون "إغلاق نافذة الذهب"، معلقًا قابلية تحويل الدولار إلى الذهب، مما أدى فعليًا إلى نهاية نظام بريتون وودز.

وتمثل فترة 1973-1975 أول ركود عالمي في حقبة ما بعد الحرب، منهيًا ثلاثة عقود من التوسع. في الولايات المتحدة، انخفض الناتج المحلي الإجمالي بنحو 3% (1974-1975)، وبلغت البطالة 9.9% كما شهدت أوروبا الغربية واليابان ركودًا وتضخمًا من رقمين.

ساهمت الصدمات السلبية للعرض (النفط وفشل المحاصيل) مع الأخطاء السياسية - إذ خففت العديد من البنوك المركزية سياساتها في أوائل السبعينيات ثم اضطرت إلى التشديد الحاد - في الوصول إلى هذه النتيجة.

وعادت سياسة "إفكار الجار" مع محاولة الدول التكيف فعلى سبيل المثال، فرض البعض ضوابط على الأسعار أو ترك عملاته تنخفض لاستعادة القدرة التنافسية. وساعد انهيار أسعار الصرف الثابتة في بعض الحالات، حيث سمح بعملات مثل الجنيه الإسترليني بالانخفاض والحد من العجز التجاري.

ومع ذلك، شهد منتصف السبعينيات ارتفاعًا هائلًا في التضخم (بلغ مؤشر أسعار المستهلك الأمريكي ذروته عند أكثر من 12% في عام 1974؛ وتجاوز التضخم في المملكة المتحدة 20%) إلى جانب ارتفاع البطالة - وهو انحراف واضح عن النمو منخفض التضخم في الخمسينيات والستينيات.

وفشل الاتفاق المؤقت لإنقاذ أسعار الصرف الثابتة (اتفاقية سميثسونيان عام 1971) وبحلول عام 1973 أصبحت العملات الرئيسية عائمة.

وأكد انهيار نظام بريتون وودز أن نظام الربط الصارم لم يعد قابلاً للاستمرار في ظل ارتفاع تدفقات رأس المال الخاص وتباين السياسات الداخلية.

#### صدمة النفط والركود التضخمي:

شهدت أوائل السبعينيات أزمة جديدة. ففي أكتوبر 1973، دفعت توترات الشرق الأوسط أعضاء أوبك العرب إلى حظر صادرات النفط إلى الولايات المتحدة ودول أخرى. قفزت أسعار النفط إلى نحو أربعة أضعاف، من حوالي 3 دولارات إلى 12 دولارًا للبرميل خلال أشهر.

جاءت هذه الصدمة النفطية الأولى في وقت كان العالم يشهد اضطرابات نقدية: فقد أدى انخفاض قيمة الدولار بعد عام 1971 إلى ارتفاع تكلفة الواردات، وكان التضخم في الولايات المتحدة يرتفع بالفعل إلى أكثر من 10% قبل الحظر. وكانت النتيجة ركودًا تضخميًا - مزيجًا مؤلمًا من النمو الراكد والتضخم المرتفع أربك صانعي السياسات.

## الأزمات المالية العالمية عبر قرن: دروس من التاريخ ومخاطر المستقبل

فقد راكمت العديد من الدول النامية ديونًا خارجية غير مستدامة في ظل انخفاض أسعار الفائدة الحقيقية، ثم واجهت ارتفاع الفائدة وتراجعًا اقتصاديًا في نهاية العقد.

وأحد الدروس الرئيسية من أزمات ما بعد الحرب هو هشاشة أنظمة الربط الثابت وأهمية التنسيق: فالربط الصارم قد يؤخر التعديلات لكنه يؤدي في النهاية إلى تصحيح أشد حدة. وبالمثل، يمكن أن تتجاوز الصدمات العرضية (مثل النفط) الأدوات التقليدية للسياسة، مما يفرض مقايضات مؤلمة.

وقد علمت سبعينيات القرن الماضي البنوك المركزية ضرورة تثبيت توقعات التضخم، كما أبرزت أن الاختلالات العالمية (الفوائض والعجزات) يجب معالجتها بشكل تعاوني. وباختصار، أكد انهيار نظام بريتون وودز والركود التضخمي في السبعينيات قيمة المرونة – سواء في أسعار الصرف، أو في السياسات، أو في التعاون الدولي – للحفاظ على الاستقرار المالي.

المساعدة (تفاوضت بريطانيا على قرض من صندوق النقد الدولي عام 1976 وسط انهيار الجنيه الإسترليني) واجهت اليابان ارتفاع تكاليف الوقود المستورد، مما تسبب في أول انكماش اقتصادي لها بعد الحرب عام 1974. وفي العديد من الاقتصادات المتقدمة، استجاب صناع السياسات بإجراءات متذبذبة: تحفيز مالي أعقبه تقشف، وتشديد نقدي متردد، وهو ما يعكس حالة عدم اليقين بشأن كيفية معالجة التضخم والركود في آن واحد.

أما في الأسواق الناشئة، فقد خلقت سبعينيات القرن الماضي مواطن ضعف جديدة. فقد شهدت الدول النامية المستوردة للنفط ارتفاعًا في فاتورة الواردات، واضطرت إلى الاقتراض بكثافة من البنوك الدولية لتغطية العجز التجاري. وكانت تلك البنوك غارقة في ودائع "البيترو دولار" من الدول المصدرة للنفط، وأقرضت الأموال بنشاط – وغالبًا بتشجيع من المسؤولين الأمريكيين الذين سعوا لإعادة تدوير الفوائض نحو الدول ذات العجز. ورغم أن هذا منع انهيارًا فوريًا في الطلب العالمي، فإنه مهد الطريق لأزمات ديون مستقبلية.

وأجبرت هذه التطورات الحكومات والبنوك المركزية على إعادة التفكير في السياسات الاقتصادية الكليّة: فقد اتجه الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي، على سبيل المثال، إلى تشديد نقدي صارم بحلول نهاية العقد (في عهد بول فولكر عام 1979) للقضاء على التضخم، متقبلًا ركودًا عميقًا في أوائل الثمانينيات كتكلفة.

**الأثر الإقليمي واستجابات السياسات:**  
تحملت الولايات المتحدة ألمًا كبيرًا نتيجة صدمة النفط وانهيار نظام بريتون وودز – وأصبحت مشاهد تقنين البنزين والطوابير الطويلة في محطات الوقود رموزًا لهذه الحقبة. تآكلت الدخول الحقيقية بفعل التضخم، وخسر سوق الأسهم ما يقرب من نصف قيمته في 1974–1973.

كما تأثرت أوروبا بشدة: فقد سمحت دول مثل ألمانيا الغربية وسويسرا لعملاتها بالارتفاع بعد 1971 (لمكافحة التضخم المستورد) بينما عانت دول أخرى مثل المملكة المتحدة وإيطاليا من أزمات عملة واضطرت لطلب

### أزمات الديون والعملات في ثمانينيات وتسعينيات القرن العشرين

شهدت نهاية سبعينيات القرن الماضي قيام الاحتياطي الفيدرالي برئاسة فولكر بالقضاء على التضخم عبر زيادات حادة في أسعار الفائدة— لكن تلك الأسعار المرتفعة جدًا ساهمت في اندلاع موجة من أزمات الديون والعملات في الأسواق الناشئة خلال الثمانينيات والتسعينيات. فقد اقترضت العديد من الدول النامية بكثافة خلال السبعينيات، غالبًا بأجل قصيرة وأسعار فائدة متغيرة، وأصبحت تواجه الآن تكاليف خدمة دين مرتفعة للغاية. وفي الوقت نفسه، أصبح رأس المال أكثر حركة وتقلبًا. شهدت هذه الفترة عدة أزمات كبرى، ورغم تمركز كل منها في مناطق محددة، فقد أرسلت موجات صدمة عبر الأسواق المالية العالمية واستدعت جهود إنقاذ دولية غير مسبوقة وقد اتبعت جميعها نمطًا مشابهًا: تراكم الديون الخارجية، أسعار صرف ثابتة أو شبه ثابتة، ذعر المستثمرين، وتدفقات رأسمالية خارجة حادة، ما يقدم دروسًا تحذيرية حول مخاطر الاقتراض غير المستدام وربط العملات بشكل صارم.

**أزمة ديون أمريكا اللاتينية (1982):** بحلول عام 1982، غرقت أمريكا اللاتينية في الديون. فيفضل إعادة تدوير عائدات النفط ("البترودولار")، قفز الدين الخارجي للمنطقة من 29 مليار دولار فقط في عام 1970 إلى نحو 327 مليار دولار بحلول عام 1982. وكان معظم هذا الدين سياديًا من البنوك التجارية، غالبًا ما أُهدر في مشاريع غير منتجة أو استُخدم لتمويل واردات النفط والعجز في الموازنات. وعندما شددت الولايات المتحدة وأوروبا سياساتهما النقدية بشكل حاد نحو عام 1980، قفزت أسعار الفائدة العالمية (حيث بلغ سعر الفائدة الأساسي في الولايات المتحدة نحو 20٪) وانخفضت أسعار السلع الأولية خلال ركود أوائل الثمانينيات.

واجهت الدول المدينة فجأة انتماءً باهظ التكلفة وانهيًا في عائدات الصادرات. وانفجرت الأزمة في أغسطس 1982، عندما صدم وزير المالية المكسيكي الدائنين بإعلان أن المكسيك لم تعد قادرة على خدمة دينها الخارجي البالغ 80 مليار دولار. كان هذا الإعلان بمثابة تخلف عن السداد، مما بث الذعر في الأسواق الدولية، حيث أدركت البنوك أن دولًا أخرى ستتبع المكسيك وبالفعل، اضطرت 16 دولة في أمريكا

اللاتينية (والعديد من الدول الأخرى) في النهاية إلى إعادة جدولة مدفوعات الديون خلال الثمانينيات.

وكانت العواقب المباشرة وخيمة: قطعت البنوك العالمية خطوط الائتمان الجديدة وطالبت بالسداد، مما أجبر الدول المدينة على اتباع النقش كضرورة. وانحدرت أمريكا اللاتينية إلى ما أصبح يُعرف بـ"العقد الضائع" في التنمية. فمن 1982 إلى 1985، انخفض نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي في المنطقة بنحو 9%، وجف الاستثمار، وتدهورت مستويات المعيشة. خفضت الحكومات الإنفاق للحفاظ على النقد الأجنبي، وغالبًا ما شملت التخفيضات البنية التحتية الحيوية وميزانيات الصحة والتعليم. وارتفع التضخم في بعض الحالات (شهدت البرازيل والأرجنتين تضخمًا مفرطًا لاحقًا في العقد). كما ارتفعت معدلات البطالة والفقر وسط ركود الاقتصادات.

وبحلول منتصف الثمانينيات، كان الألم الاجتماعي هائلًا – انعكس ذلك في احتجاجات مثل تلك التي شهدتها مكسيكو سيتي ضد سياسات النقش المفروضة من صندوق النقد الدولي. تدخلت الحكومات الغربية وصندوق النقد الدولي بحزم إنقاذ، لكن في البداية كان الهدف فقط منع

## الأزمات المالية العالمية عبر قرن: دروس من التاريخ ومخاطر المستقبل

انهارت قيمة البيزو المكسيكي بنحو 50% خلال ستة أشهر، رغم رفع أسعار الفائدة الحاد إلى 25% لمحاولة وقف التدفقات الخارجة. ولم تتوقف الاضطرابات - المعروفة باسم "أزمة التيكويلا" - عند حدود المكسيك. سحب المستثمرون المذعورون أموالهم من أسواق ناشئة أخرى، خاصة في أمريكا اللاتينية. تراجعت عملات الأرجنتين والبرازيل وغيرها تضامناً (ومن هنا جاء مصطلح "تأثير التيكويلا" دخل الاقتصاد المكسيكي في ركود حاد: انكمش الناتج المحلي الإجمالي بنحو 6.2% في عام 1995، وبلغت أسعار الفائدة بين عشية وضحاها 50%. انهارت البنوك تحت وطأة القروض المتعثرة، وقفز التضخم إلى أكثر من 50% مع ارتفاع أسعار الواردات. ولتجنب التخلف التام عن السداد ومنع انتشار العدوى الإقليمية، جمعت وزارة الخزانة الأمريكية وصندوق النقد الدولي وبنك التسويات الدولية حزمة إنقاذ بقيمة 50 مليار دولار للمكسيك - وهي أكبر عملية إنقاذ من نوعها في ذلك الوقت.

ساعدت الأموال (بما في ذلك القروض المباشرة وخطوط الائتمان) في استقرار الأوضاع المالية للمكسيك واستعادة الثقة بحلول منتصف عام 1995. تعهدت المكسيك بتنفيذ تقشف صارم مقابل المساعدة، فخفضت الإنفاق وزادت الضرائب، مما ساعد في تقليص عجزها

**أزمة البيزو المكسيكي (1994):**  
بعد عقد من كارثة ديون أمريكا اللاتينية، أصبحت المكسيك مركز عاصفة جديدة - هذه المرة كانت انهياراً سريعاً وحاداً للعملة. في أوائل التسعينيات، كانت المكسيك تُشاد بها كنموذج إصلاح: فقد انضمت إلى اتفاقية التجارة الحرة لأمريكا الشمالية (نافتا) وكبحت التضخم، وحافظت على ربط البيزو (سعر صرف شبه ثابت) بالدولار الأمريكي. لكن خلف هذا الاستقرار الظاهري، كانت التشققات تتزايد.

بحلول عام 1994، كانت المكسيك تسجل عجزاً كبيراً في الحساب الجاري (~7% من الناتج المحلي الإجمالي) ممولاً من تدفقات استثمارية قصيرة الأجل ("الأموال الساخنة) كما أثارت الصدمات السياسية في عام 1994 بما في ذلك تمرد مسلح في تشياباس واغتيال مرشح رئاسي - قلق المستثمرين وفي الوقت نفسه، بدأ الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي برفع أسعار الفائدة، مما جعل أصول الأسواق الناشئة أقل جاذبية. واجه البنك المركزي المكسيكي صعوبة في الدفاع عن البيزو، مما أدى إلى استنزاف احتياطياته من النقد الأجنبي. وفي ديسمبر 1994، خفضت الحكومة الجديدة فجأة قيمة البيزو بنسبة 15% ثم تركته يعموم - وهي خطوة فاجأت الأسواق وأدت إلى هروب جماعي لرؤوس الأموال.

انهيار متسلسل للبنوك الأمريكية والأوروبية الكبرى.

وبقيادة وزارة الخزانة الأمريكية، وافقت البنوك على إعادة هيكلة القروض (تمديد آجال السداد) بينما وفر صندوق النقد الدولي والبنك الدولي أموالاً جديدة للسماح باستمرار سداد الفوائد. وضُغط على الدول المدينة لتنفيذ إصلاحات سوقية (تحرير التجارة، الخصخصة) وانضباط مالي صارم كشرط للحصول على الدعم.

ثبتت هذه الإجراءات الوضع، ولكن بثمن انكماش اقتصادي حاد - فقد انكمش الناتج المحلي الإجمالي لأمريكا اللاتينية بأكثر من 7% في عام 1983 وحده، وتراجعت الدخول الحقيقية بشكل حاد.

ولم تبدأ المنطقة بالخروج من عبء الديون إلا مع خطة برادي في نهاية العقد - والتي شطبت جزءاً من الديون وحولت البقية إلى سندات برادي.

تشمل الدروس الرئيسية من أزمة 1982 مخاطر الاقتراض الأجنبي المفرط وأهمية إعادة هيكلة الديون بشكل استباقي. كما دفعت الأزمة صندوق النقد الدولي لتطوير أدوات لإدارة مشكلات ديون الدول السيادية، وحفزت البنوك على تحسين ضوابط المخاطر.

## الأزمات المالية العالمية عبر قرن: دروس من التاريخ ومخاطر المستقبل

شرق آسيا، تحول اضطراب العملات إلى انهيار مالي كامل.

انفجرت فقاعات الأصول بشكل مدوّ: فقد خسر المؤشر التايلاندي للأسهم 75% من قيمته بالدولار بحلول نهاية 1997، وتراجع سوق الأسهم في هونغ كونغ بنحو النصف وسط هجمات مضاربية كثيفة. ومع تصاعد هروب رؤوس الأموال، تحولت تدفقات رأس المال من الداخل إلى الخارج وجف الائتمان.

واجهت البنوك والشركات التي اقترضت بالدولار أو الين ديوناً مضاعفة أو أكثر بالعملات المحلية بعد التخفيضات. تعثرت العديد منها، وواجهت الأنظمة المصرفية جبالاً من القروض المتعثرة.

وبحلول عام 1998، اجتاحت الركود العميق الاقتصادات المتضررة: انهار الناتج المحلي الإجمالي لإندونيسيا بنسبة -13.7%، تايلاند -10.5%، ماليزيا -7.4%، وكوريا الجنوبية -5.8%. ارتفعت البطالة والفقر بشكل حاد، مما أشعل اضطرابات اجتماعية (شهدت إندونيسيا أعمال شغب ساهمت في إسقاط نظام سوهارتو) قام صندوق النقد الدولي والبنك الدولي ودول مجموعة السبع بتقديم حزمة إنقاذ بقيمة 118 مليار دولار لتاييلاند وإندونيسيا وكوريا- بشرط تنفيذ إصلاحات شاملة.

آسيا، وهي منطقة شهدت نموًا مذهلاً لعقود. في منتصف عام 1997، تحول شعور المستثمرين تجاه الأسواق الآسيوية الناشئة من التفاؤل إلى الذعر، مما كشف أن العديد من الاقتصادات "النمرية" أصبحت مثقلة بالديون بشكل خطير ومعتمدة على أسعار صرف ثابتة.

بدأت الأزمة في تايلاند، التي حافظت على ربط البات بالدولار الأمريكي، وتراكت عليها ديون أجنبية خاصة كبيرة (معظمها قصير الأجل) خلال طفرة عقارية. وعندما تباطأت الصادرات في عام 1996 وضعفت تدفقات رأس المال، استنزف البنك المركزي التايلاندي احتياطياته في الدفاع عن البات. وفي 2 يوليو 1997، تخلى عن الربط وخفض قيمة البات - وهي خطوة فجرت أزمة على مستوى المنطقة.

شن المضاربون هجمات على عملات دول أخرى يُنظر إليها على أنها مماثلة. شهدت ماليزيا والفلبين وإندونيسيا جميعها انخفاضات في عملاتها بنسبة 30-50% خلال أشهر بعد التحول أيضاً إلى التعويم. أما كوريا الجنوبية، التي كانت مصارفها مثقلة بديون أجنبية قصيرة الأجل، فاضطرت إلى ترك اللون ينخفض واقتربت من استنفاد احتياطياتها من النقد الأجنبي بحلول أواخر 1997، وكانت على بعد أيام من التخلف عن السداد السيادي. في جميع أنحاء

التجاري مع انهيار الواردات. وبحلول عام 1996، استقر البيزو واستؤنف النمو، مما جعل أزمة التيكلا فترة ركود قصيرة نسبياً. ومع ذلك، كانت التكاليف الاجتماعية مرتفعة: انخفضت الأجور الحقيقية ومستويات المعيشة، وارتفعت معدلات الفقر بشكل ملحوظ بعد الأزمة.

سلطت الأزمة المكسيكية الضوء على مخاطر الحفاظ على سعر صرف مبالغ في قوته لفترة طويلة. إذ جعلت سياسة "البيزو القوي" كلاً من المستثمرين والحكومة في حالة من الاطمئنان الزائف. كما أكدت أهمية وجود احتياطات كافية من النقد الأجنبي والتواصل بشفافية؛ فقد أدى خفض العملة المفاجئ بدون خطة طوارئ إلى تدمير المصدقية.

بالنسبة للمجتمع الدولي، مثلت هذه الحادثة حالة واضحة من انتقال العدوى المالية في العصر الجديد لحركة رأس المال، مما حفز تطوير ترتيبات تمويل إقليمية وآليات إنذار مبكر أفضل. والأهم أن تدخل الولايات المتحدة وصندوق النقد الدولي الناجح أثبت أن العمل السريع والدعم المالي الكافي يمكن أن يحتوي أزمة الأسواق الناشئة قبل أن تصيب النظام العالمي الأوسع.

**الأزمة المالية الآسيوية (1997):**  
كانت الاضطرابات الكبرى التالية في شرق

## الأزمات المالية العالمية عبر قرن: دروس من التاريخ ومخاطر المستقبل

حينها، وقد حطم ثقة المستثمرين في الأسواق الناشئة مجددًا.

انهيار الروبل الروسي – إذ فقد أكثر من 60% من قيمته بحلول نهاية 1998 – وانهيار نظامه المصرفي تحت وطأة التخفيض والتخلف عن السداد.

وصلت العدوى إلى الأسواق العالمية عبر قناة غير متوقعة: فقد راهن صندوق تحوط أمريكي كبير، "Long-Term Capital Management"، على مراكز ضخمة تعتمد على استقرار الأسواق.

وعندما تخلفت روسيا عن السداد، فر المستثمرون حول العالم إلى الأصول الآمنة (الهروب إلى الجودة) مما أحدث تشوهات سعرية غير معتادة أفسدت مراكز الصندوق. وفي غضون أسابيع، خسر LTCM نحو 44% من رأسماله وكاد ينهار – ومع امتلاكه مراكز مالية تتجاوز 100 مليار دولار، كان انهياره غير المنظم قد يؤدي إلى سلسلة خسائر للبنوك الكبرى.

استشعارًا لتهديد نظامي، توسط الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي في عملية إنقاذ خاصة: ففي سبتمبر 1998، وافقت 14 مؤسسة وول ستريت على ضخ 3.6 مليار دولار لإعادة

كما أدت الأزمة إلى إنشاء آليات إقليمية (مثل مبادرة شيانغ ماي) وتحسين أدوات صندوق النقد لإدارة أزمات السيولة. وباختصار، علّمت "إنفلونزا آسيا" عام 1997 أن الحفاظ على الاستقرار المالي يتطلب تنظيمًا حصيليًا (لتجنب الاقتراض الأجنبي قصير الأجل على نطاق واسع) واستعدادًا للتحرك الحاسم في مواجهة الهجمات المضاربة.

### التخلف الروسي عن السداد وأزمة صندوق (1998):

امتدت توابع الأزمة الآسيوية إلى عام 1998، وانتهت بأزمة في روسيا هددت لفترة وجيزة النظام المالي العالمي. كانت روسيا في تسعينيات القرن الماضي تعاني اقتصاديًا – مثقلةً بعجوزات مالية مرتفعة، وروبل مربوط ضمن نطاق ضيق (مدعوم بقروض صندوق النقد الدولي)، واعتماد كبير على صادرات النفط. وعندما انخفضت أسعار النفط والسلع بشكل حاد في 1997 – أصبحت مالية روسيا غير قابلة للاستمرار. وفي 17 أغسطس 1998، قامت الحكومة الروسية بتخفيض قيمة الروبل، وتخلّفت عن سداد نحو 13.5 مليار دولار من الديون المحلية بالعملة المحلية، وأعلنت وقفًا مؤقتًا لمدفوعات الديون للدائنين الأجانب. كان ذلك أحد أكبر حالات التخلف عن السداد السيادي في التاريخ

رفعت الدول المتأثرة أسعار الفائدة للدفاع عن عملاتها واتبعت سياسات تقشفية في البداية، لكن صندوق النقد سمح لاحقًا بسياسات توسعية أكثر مع دخول الاقتضادات في حالة انهيار. وبشكل مثير للجدل، فرضت بعض الدول (ماليزيا) قيودًا مؤقتة على رأس المال لوقف النزيف. بينما خضعت دول أخرى مثل كوريا الجنوبية لإعادة هيكلة مالية سريعة وإصلاحات حوكمة الشركات كجزء من برامج صندوق النقد. وبحلول عام 1999، خفت حدة الذعر وبدأت معظم دول آسيا في التعافي، مدعومةً بصادرات أقوى وإجراءات سياسية حاسمة.

كشفت الأزمة الآسيوية عن مخاطر تدفقات "الأموال الساخنة" وضعف الرقابة المصرفية: فقد غدّت سنوات من نمو الائتمان السريع فقاعات الأصول والإقراض المحفوف بالمخاطر. كما أبرزت خطورة الدفاع عن ربط العملة بأي ثمن – إذ يتم استنزاف الاحتياطيات لينتهي الأمر بالاستسلام والانهيار الأسوأ. وكان أحد الأنماط الرئيسية هو مدى سرعة انتشار ذعر المستثمرين ("العدوى") حتى إلى اقتصادات مثل هونغ كونغ أو سنغافورة ذات الأساسيات الأقوى.

وقد شجع ذلك الأسواق الناشئة لاحقًا على بناء احتياطيات ضخمة من النقد الأجنبي واعتماد أسعار صرف أكثر مرونة كأداة لامتصاص الصدمات.



## الأزمات المالية العالمية عبر قرن: دروس من التاريخ ومخاطر المستقبل

المرتبطة مباشرة. وربما الأهم أن قصة LTCM أثبتت أن النماذج المالية المتطورة ليست محصنة - فالأحداث المتطرفة يمكن أن تكسر استراتيجيات تبدو "محوطة"، ويمكن أن تؤدي التوقعات بإنقاذ السلطات دائماً للمؤسسات المتعثرة إلى خلق مخاطر أخلاقية. وبعد عام 1998، دفع ذلك الجهات التنظيمية إلى زيادة الشفافية في المشتقات وإلزام البنوك بالاحتفاظ برؤوس أموال أكبر مقابل مثل هذه الانكشافات - خطوات مبكرة استمرت في إصلاحات القطاع المالي في العقد الأول من الألفية.

رسمة الصندوق وتفكيكه بطريقة منظمة. هذا التدخل الاستثنائي (لم يستخدم أموالاً عامة، لكنه تم بتسهيل من الفيدرالي) هدأ الأسواق ومنع انهياراً أوسع. وفي أعقاب الأزمة، خفض الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي أيضاً أسعار الفائدة ثلاث مرات في أواخر 1998 لكبح الاضطرابات العالمية - وهو تيسير منتصف دورة ساعد في إعادة السيولة للأسواق. أما الاقتصاد الروسي، فقد مرّ بألم شديد - انكمش الناتج المحلي الإجمالي بنسبة 5.3% في 1998، وتجاوز التضخم 80% - لكنه بدأ يتعافى في 1999 بدعم من ارتفاع أسعار النفط.

أكدت أزمة روسيا LTCM/عام 1998 عدة دروس:

حتى الأزمات متوسطة الحجم يمكن أن يكون لها تأثيرات عالمية ضخمة عندما تكون المديونية مرتفعة والأسواق مترابطة.

وأظهرت أهمية الرقابة على صناديق التحوط (مما أدى إلى مزيد من التدقيق في المؤسسات عالية الرافعة المالية)، وأهمية التنسيق السريع بين البنوك المركزية لاحتواء العدوى. كما أبرزت أن الإبقاء على ربط غير مستدام (مثل نطاق الروبل) لفترة طويلة قد يؤدي إلى انهيار فوضوي يُقوض الثقة حتى في الأسواق غير

## الأزمات المالية العالمية عبر قرن: دروس من التاريخ ومخاطر المستقبل

بشكل مكثف، حيث ضخ السيولة في النظام المصرفي.

ففي الأسبوع الذي أعقب 11 سبتمبر، ضخّت دائرة السوق المفتوحة للفيديريالي عشرات المليارات من الدولارات من خلال اتفاقيات إعادة الشراء (متجاوزةً ضعف حجم عمليات السيولة اليومية المعتادة) كما قفز الإقراض عبر نافذة الخصم للبنوك - إذ تم إقراض 45 مليار دولار في 12 سبتمبر وحده، مقارنةً بمتوسط طبيعي يبلغ ~60 مليون دولار، مع تشجيع الفيديريالي البنوك على استخدام الأموال الطارئة لتلبية احتياجات السيولة.

علاوة على ذلك، نسّق الفيديريالي مع البنوك المركزية الأجنبية من خلال إنشاء خطوط تبادل مؤقتة للدولار الأمريكي لا سيما مع البنك المركزي الأوروبي وبنك إنجلترا وغيرهما حتى تتمكن هذه البنوك من توفير السيولة بالدولار للبنوك في ولاياتها القضائية. وقد نجحت هذه الإجراءات في منع انهيار مالي متسلسل. وفي غضون أسابيع، عادت أنظمة المدفوعات وأسواق التمويل إلى العمل الطبيعي مع انحسار الذعر.

الأهم من ذلك، بدأ الفيديريالي دورة سريعة لخفض أسعار الفائدة لتخفيف تأثير الأزمة على الاقتصاد الأوسع. كانت الولايات المتحدة قد دخلت بالفعل في ركود طفيف في أوائل 2001 بسبب انفجار

على سبيل المثال، انخفضت التوقعات الإجماعية للنتائج المحلي الإجمالي للربع الرابع من 2001 بنحو 0.5 نقطة مئوية.

كانت بعض الصناعات متضررة بشكل خاص - شركات الطيران (التي واجهت توفّقاً شبه كامل للسفر الجوي وإفلاس عدة شركات) والسياحة، وشركات التأمين (التي واجهت مطالبات بقيمة ~40 مليار دولار) جميعها شهدت انكماشاً حاداً.



صوره توضيحية: انهيار مركز التجارة العالمي في نيويورك، الولايات المتحدة الأمريكية، في 11 سبتمبر 2001.

**استجابة السياسة النقدية:** إدراكاً لمخاطر شلل مالي أوسع، اتخذ الاحتياطي الفيديريالي الأمريكي والبنوك المركزية الأخرى إجراءات استثنائية لتحقيق استقرار النظام. تصرف الفيديريالي ك"مقرض الملاذ الأخير"

## البيئة المالية في أعقاب أحداث 11 سبتمبر:

### الأثر الفوري لهجمات 11 سبتمبر:

لم تكن الهجمات الإرهابية في الولايات المتحدة في 11 سبتمبر 2001 في أصلها أزمة مالية، لكن تداعياتها الاقتصادية والمالية كانت حادة. ففي الأيام التي أعقبت 11 سبتمبر، أصيبت الأسواق المالية الأمريكية بالشلل - إذ ظلّ بورصة نيويورك للأوراق المالية مغلقاً لمدة أسبوع كامل، وأعيد افتتاحه في 17 سبتمبر 2001، في أطول فترة إغلاق منذ عام 1933.

وقد عكس هذا التوقف الأضرار المادية (فقدان البنية التحتية للتداول في جنوب مانهاتن) والصدمة الوطنية. وعند إعادة فتح الأسواق، هبطت المؤشرات بأكثر من 10% في أول يوم تداول، وبحلول نهاية ذلك الأسبوع، كان مؤشر S&P 500 قد انخفض بأكثر من 11%. تزعزت ثقة المستهلكين والشركات بشدة. شملت الآثار المباشرة اضطراب أنظمة المدفوعات وظهور سحبيات مصرفية كبيرة للسيولة: فقد حوّل الأفراد والشركات أموالهم من الأسهم إلى النقد خوفاً من مزيد من الهجمات أو عدم الاستقرار. وفي الشهر الذي تلا الهجوم، تم تعديل توقعات نمو الناتج المحلي الإجمالي الأمريكي إلى الأسفل بشكل كبير

## الأزمات المالية العالمية عبر قرن: دروس من التاريخ ومخاطر المستقبل

كانت هذه فترة الابتكار في التمويل الهيكلي، مثل التوسع السريع للأوراق المالية المدعومة بالرهن العقاري والأدوات المضمونة بالدين. امتد "البحث عن العائد" عالمياً: فقد تدفقت رؤوس الأموال إلى الأسواق الناشئة والاستثمارات الأعلى عائداً، مما أدى إلى انخفاض هوامش الائتمان والتقلبات.

تُعرف فترة منتصف العقد الأول من القرن الحالي غالباً بـ"فترة الاعتدال الكبير" وهي فترة شهدت نمواً عالمياً مستقرًا وتقلباً مالياً منخفضاً بشكل غير عادي— لكننا نعلم الآن أن الكثير من هذا الاستقرار أخفى اختلالات متزايدة.

ومن السمات الأخرى لفترة ما بعد 11 سبتمبر العجوزات الكبيرة في الموازنة والحساب الجاري الأمريكيين. استجابةً للهجمات، زادت الولايات المتحدة الإنفاق الحكومي خصوصاً على الدفاع والأمن— حيث بدأت حرباً أفغانستان والعراق في 2001 و2003 على التوالي كما تم إقرار تخفيضات ضريبية في 2001 و2003. ونتج عن ذلك تحول الموازنة الفيدرالية الأمريكية من فائض في أواخر التسعينيات إلى عجوزات كبيرة. كما استوردت الولايات المتحدة أكثر بكثير مما صدرت خلال هذه الفترة، مما أدى إلى عزز

(مارس-نوفمبر 2001)، مع انخفاض نسبي متواضع في الناتج المحلي الإجمالي بلغ 0.4%. وبحلول أوائل 2002، بدأت ثقة المستهلكين وأسواق الأسهم في التعافي من أدنى مستوياتها بعد الهجمات.

### المناخ المالي خلال فترة التوسع 2002-2006:

شهدت السنوات التي تلت أحداث 11 سبتمبر بيئة مالية فريدة. حافظت أسعار الفائدة على انخفاض استثنائي، ما حفز نمو الائتمان وأسعار الأصول. أبقى الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي سعر الفائدة على الأموال الفيدرالية عند 1% لفترة ممتدة (حتى منتصف 2004) ثم بدأ رفعه تدريجياً بعد ذلك.

كانت هذه السياسة النقدية الميسرة في البداية محاولة متعمدة لدعم التعافي ومنع الانكماش (حيث خشي بعض صانعي السياسات من سيناريو مشابه لليابان) لكنها ساهمت، بالنظر بأثر رجعي، في تراكم مخاطر نظامية. فقد أدى الائتمان الرخيص إلى ازدهار سوق الإسكان الأمريكية— حيث تراجعت معايير الإقراض العقاري وبدأت أسعار المنازل بالارتفاع الحاد، وهو ما ثبت لاحقاً أنه غير مستدام.

وبحث المستثمرون، غير الراضين عن العوائد المنخفضة للأصول الآمنة، عن عوائد أعلى في أسواق أكثر خطورة.

فقاعة شركات الإنترنت، وكان الفيدرالي قد خفض سعر الفائدة من 6.5% إلى 3.5% بحلول أغسطس 2001. بعد 11 سبتمبر، سرّع الفيدرالي وتيرة التيسير: ففي اجتماع طارئ في 17 سبتمبر (يوم إعادة فتح الأسواق) خفضت لجنة السوق المفتوحة سعر الفائدة على الأموال الفيدرالية بمقدار 50 نقطة أساس إلى 3.0%، وأشارت إلى استعدادها لمزيد من الخفض.

تبع ذلك تخفيضات إضافية في الاجتماعات التالية— 50 نقطة أساس في أكتوبر، 50 نقطة أساس في نوفمبر، و25 نقطة أساس في ديسمبر. وبنهاية عام 2001، بلغ سعر الفائدة 1.75% فقط، بعد أن كان 6.5% في بداية العام، وهو أدنى مستوى للفائدة في الولايات المتحدة منذ عقود، ثم واصل الفيدرالي الخفض ليصل إلى 1.0% في عام 2003.

وبالمثل، خفض البنك المركزي الأوروبي وغيره من البنوك المركزية الكبرى أسعار الفائدة ووفرت السيولة بعد 11 سبتمبر (على سبيل المثال، خفض البنك المركزي الأوروبي سعر الفائدة الرئيسي بمقدار 50 نقطة أساس في 17 سبتمبر 2001، ونسق مع الفيدرالي عبر خطوط التبادل) وقد أشيد بهذه الاستجابات النقدية السريعة لدورها في الحد من عمق ركود 2001— والذي استمر رسمياً 8 أشهر فقط في الولايات المتحدة

## الأزمات المالية العالمية عبر قرن: دروس من التاريخ ومخاطر المستقبل

### الخليج والأسواق الناشئة:

كانت سنوات منتصف العقد الأول من القرن الحالي فترة ازدهار لدول مجلس التعاون الخليجي. فبعد 11 سبتمبر، حدثت بعض إعادة تخصيص الأصول في المنطقة - تشير بعض التقارير إلى أن مستثمرين من الشرق الأوسط سحبوا أموالهم من الأسواق الغربية وأعادوا استثمارها محليًا- لكن الأهم أن أسعار النفط بدأت ارتفاعًا حادًا من حوالي 20 دولارًا للبرميل في 2002 إلى أكثر من 70 دولارًا في 2006، ثم بلغت ذروتها عند ~147 دولارًا في منتصف 2008.

وقد عززت هذه العائدات النفطية نمو الناتج المحلي الإجمالي بمعدلات مزدوجة الرقم في العديد من دول مجلس التعاون. وجمعت الحكومات فوائض مالية ضخمة، ووجهت الكثير منها إلى مشاريع بنية تحتية وعقارية طموحة -مثل التطوير السريع لدبي- وكان هناك شعور بأن الخليج قد يكون "واحة" بمعزل عن مشاكل الغرب.

وبالفعل، حتى منتصف 2008، كانت اقتصادات دول المجلس لا تزال تنمو بقوة، مدفوعةً بإيرادات الطاقة والطفرة الائتمانية. نما الإقراض المصرفي في دول مجلس التعاون بسرعة كبيرة في هذه الفترة- فقد تضاعف الائتمان للقطاع الخاص تقريبًا بالنسبة إلى الناتج

طفرات عقارية مدفوعة بالائتمان كما أن البنوك في دول مثل ألمانيا وفرنسا، والتي كانت تتمتع بسيولة عالية، استثمرت في كثير من الأحيان في الأوراق المالية الأمريكية المدعومة بالرهن العقاري ذات العوائد الأعلى أو أقرضت دول منطقة اليورو الطرفية، دون إدراك كامل للمخاطر.

وفي الوقت نفسه، ساهمت فضائح الشركات (إنرون، وورلدكوم) في 2001-2002 وانخفاض طفيف في سوق الأسهم بعد فقاعة الإنترنت في إبقاء عوائد الأسهم منخفضة في أوائل العقد، مما شجع مزيدًا من التحول نحو العقارات وأسواق الائتمان كمحركات للنمو. وبحلول منتصف العقد الأول من القرن الحالي، أشار العديد من المراقبين إلى حالة من الرضا المفرط: فقد كانت معدلات التعثر منخفضة، والبنوك والمستثمرون يطوِّرون منتجات مالية مبتكرة لكنها معقدة، ولم يتم المنظمون بتشديد الرقابة بشكل كبير، ويرجع ذلك جزئيًا إلى الثقة في أن الانضباط السوقي وأساليب إدارة المخاطر الجديدة (مثل المشتقات الائتمانية) قد حسَّنت الاستقرار.

وباختصار، تميزت فترة ما بعد 11 سبتمبر بسيولة مرتفعة، وعوائد منخفضة، وزيادة في الرافعة المالية- وهي عوامل مهدت الطريق للأزمة التالية.

تجاري كبير. وكانت هذه العجوزات تعكس فوائض في أماكن أخرى - خاصة في الصين وغيرها من اقتصادات شرق آسيا، التي ازدهرت عبر تزويد الولايات المتحدة وأوروبا بالسلع المصنعة الرخيصة. وفي ديسمبر 2001، انضمت الصين إلى منظمة التجارة العالمية، مما سرَّع اندماجها في التجارة العالمية.

وخلال الفترة من 2002 إلى 2007، بلغ متوسط نمو الناتج المحلي الإجمالي للصين 11% سنويًا، وجمعت البلاد تريليونات الدولارات من الاحتياطيات الأجنبية من خلال إعادة تدوير فوائضها التجارية في سندات الخزانة الأمريكية، على سبيل المثال ساهمت هذه العملية في إبقاء أسعار الفائدة العالمية منخفضة (ما يُعرف بـ"وفرة المدخرات") ومولت الاستهلاك الأمريكي. في أوروبا، شهدت أوائل العقد الأول من القرن الحالي توسع منطقة اليورو وانخفاضًا عامًا في أسعار الفائدة أيضًا- حيث خفض البنك المركزي الأوروبي سعر الفائدة الرئيسي إلى 2% بحلول منتصف 2003 في ظل انخفاض التضخم.

شهدت بعض الدول الأوروبية فقاعات عقارية أكثر حدة من الولايات المتحدة مثل إسبانيا وإيرلندا وأجزاء من أوروبا الشرقية التي شهدت



## الأزمات المالية العالمية عبر قرن: دروس من التاريخ ومخاطر المستقبل

المحلي الإجمالي غير النفطي بين 2003 و2008، مما ساهم في تضخم أسعار الأصول (العقارات والأسواق المحلية للأسهم شهدت ارتفاعات كبيرة) ومع ذلك، كانت السياسة النقدية لدول المجلس مرتبطة في معظم الحالات بالدولار الأمريكي، لذلك انتقلت أسعار الفائدة الأمريكية المنخفضة إلى المنطقة، مما جعل الأموال رخيصة محلياً أيضاً.

وبحلول 2006-2007، نشأت معضلة: فبينما كان الاقتصاد الأمريكي يتباطأ، كانت اقتصادات مجلس التعاون ترتفع حرارتها مع وصول التضخم إلى خانة العشرات، إلا أن ربط العملات بالدولار الأمريكي أدى إلى استيراد أسعار الفائدة المنخفضة من الفيدرالي. ساهم هذا النهج النقدي المؤيد للدورة الاقتصادية في تضخم الائتمان والعقارات في أماكن مثل الإمارات وقطر.

وباختصار، زرعت فترة ما بعد 11 سبتمبر بذور أزمة عالمية جديدة- فترة طويلة من الأموال الرخيصة، والديون المتزايدة، والرضا المفرط عن المخاطر، وهي جميعها عوامل ستصل إلى ذروتها في 2007-2008.

## الأزمات المالية العالمية عبر قرن: دروس من التاريخ ومخاطر المستقبل

### أزمة الرهن العقاري عالي المخاطر والركود العالمي (2007-2008)

**أصل الأزمة:** اندلعت الأزمة المالية لعامي 2007-2008 بسبب انفجار فقاعة الإسكان الأمريكية وانهار قروض الرهن العقاري عالي المخاطر، لكنها سرعان ما تحولت إلى أزمة مصرفية نظامية عالمية و"الركود الكبير". خلال طفرة الائتمان بين عامي 2002 و2006، حصل ملايين الأسر الأمريكية على قروض عقارية، بما في ذلك العديد من المقترضين "ذوي المخاطر العالية" الذين يتمتعون بملاءة ضعيفة.

قامت البنوك والمقرضون المتخصصون بإصدار قروض بمعايير متساهلة (غالبًا بأسعار فائدة قابلة للتعديل سترُفع لاحقًا) ثم جرى تجميع هذه القروض وبيعها للمستثمرين عبر أوراق مالية مدعومة بالرهن العقاري وأدوات مالية أكثر تعقيدًا مثل الالتزامات المضمونة بالدين. وكان الافتراض أن تقسيم وإعادة هيكلة القروض، إلى جانب التقييمات السخية من وكالات التصنيف الائتماني، سيؤدي إلى توزيع المخاطر على نطاق واسع. لكن في الواقع، تركز الكثير من المخاطر في النظام المصرفي والقطاع المصرفي الموازي (البنوك الاستثمارية، وشركات التأمين مثل AIG، وصناديق أسواق

المال، وغيرها) في أشكال لم تكن مفهومة جيدًا. وعندما بدأت أسعار المنازل الأمريكية في الركود ثم الانخفاض في 2006-2007، قفزت معدلات التخلف عن السداد - خاصة في قروض الرهن العقاري عالي المخاطر. وبحلول منتصف 2007، ظهرت أولى التشققات: انهيار صندوقان تحوطيان لبنك Bear Stearns كانا يحتفظان بأوراق مالية مدعومة بالرهن العقاري، وارتفعت معدلات الإقراض بين البنوك مع ازدياد قلق البنوك بشأن انكشاف بعضها على البعض الآخر. وفي أغسطس 2007، جمد بنك BNP Paribas الفرنسي عمليات استرداد أموال من صناديق تحفظ بأصول عقارية أمريكية، معلنًا فعليًا بداية أزمة الائتمان العالمية.

وخلال العام التالي، تدهور الوضع إلى حالة ذعر كامل. بدأت مؤسسات مالية كبرى بالانهيار تحت وطأة القروض المدعومة وفقدان ثقة المستثمرين. في مارس 2008، انهيار بنك الاستثمار Bear Stearns - الذي كان معرضًا بشدة للأوراق المالية العقارية - وتم الاستحواذ عليه على عجل من قبل JPMorgan Chase بدعم من الاحتياطي الفيدرالي. وجاءت الذروة في سبتمبر 2008: حيث أعلنت شركة Lehman Brothers، وهي مؤسسة وول ستريت عمرها 158 عامًا، إفلاسها في 15 سبتمبر بعد أن قررت وزارة الخزانة الأمريكية

والاحتياطي الفيدرالي عدم إنقاذها. أدى هذا الحدث إلى سلسلة عالمية من الذعر وتكديس السيولة حيث تجمدت أسواق المال التي توفر التمويل قصير الأجل للبنوك والشركات؛ وتوقف الإقراض بين البنوك. وفي الولايات المتحدة، شهد صندوق استثمار في سوق المال انخفاض قيمة وحداته عن الدولار الواحد بسبب خسائر "ليمان"، مما أشعل عمليات سحب كبيرة من مثل هذه الصناديق. انهيارت أسواق الأسهم حول العالم - ففي غضون أسابيع، انخفضت المؤشرات بنسبة 30-40% كما قال أحد المراقبين: عندما تصاب الاقتصاد الأمريكي بالرشح، يُصاب العالم كله بالإنفلونزا... هذا الأسبوع، أصيب الاقتصاد الأمريكي بسكتة قلبية. وبالفعل، انتشرت المخاطر النظامية الأمريكية عالميًا: فقد استثمرت البنوك الأوروبية بكثافة في الأوراق المالية العقارية الأمريكية وباغتتها فجأة خسائر كبيرة؛ اضطرت العديد منها إلى الحصول على دعم حكومي (أنقذت الحكومة البريطانية بنك Royal Bank of Scotland وHalifax Bank of Scotland وBank of Scotland وغيرهما في أكتوبر 2008، وضمنت دول من أيرلندا إلى ألمانيا التزامات البنوك لاحتواء الذعر) تم تعليق التداول في البورصات الروسية مؤقتًا مع انهيار الأسعار، وشهدت الأسواق الناشئة هروب رؤوس الأموال. وبحلول أواخر 2008، أصبح واضحًا أن العالم ينزلق نحو ركود عميق.

## الأزمات المالية العالمية عبر قرن: دروس من التاريخ ومخاطر المستقبل



**صوره توضيحية:** رمز انهيار بنك ليمان برانرز في عام 2008 إلى الأزمة المالية العالمية. ساهم ضعف إدارة المخاطر، والإفراط في الرافعة المالية، ونقص الضوابط الداخلية في إفلاسه، مما أثار زعراً نظامياً في الأسواق المالية.

النتائج. في الولايات المتحدة، تضاعف معدل البطالة أكثر من الضعف، وبلغ ذروته عند 10% في أواخر 2009 بعد أن كان حوالي 4.5% في 2007. انهارت أحجام التجارة العالمية بنحو 10% في 2009، مما يعكس كلاً من تراجع الطلب والقيود الائتمانية على تمويل التجارة.

نصيب الفرد)، بحسب التقديرات. وكانت الاقتصادات المتقدمة الأكثر تضرراً: انكمش الاقتصاد الأمريكي بنسبة 2.6% في 2009، ومنطقة اليورو بنحو 4% في نفس العام. وكانت بعض الدول أسوأ حالاً – فقد انكمش اقتصاد ألمانيا القائم على الصادرات بنحو 5%؛ واليابان بنسبة 5.4%. قفزت معدلات البطالة مع تراجع

**عمق الركود العالمي:** كان الأثر الاقتصادي للأزمة المالية 2007–2008 شديداً، وقد ضاهى الكساد الكبير من حيث الانتشار (لكن ليس من حيث الحجم المطلق). في عام 2009، انكمش الناتج المحلي الإجمالي العالمي لأول مرة في حقبة ما بعد الحرب – بنحو 0.5% (وفقاً لمعادلة القوة الشرائية) إلى -3% (من حيث

## الأزمات المالية العالمية عبر قرن: دروس من التاريخ ومخاطر المستقبل

**التيسير النقدي وبرامج السيولة:** قامت البنوك المركزية بخفض أسعار الفائدة إلى مستويات شبه صفرية. خفض الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي سعر الفائدة على الأموال الفيدرالية من 5.25% في عام 2007 إلى نطاق 0-0.25% بحلول ديسمبر 2008. كما خفض البنك المركزي الأوروبي سعر الفائدة الرئيسي من 4.25% في منتصف 2008 إلى 1.0% بحلول منتصف 2009.

واستخدمت البنوك المركزية أدوات غير تقليدية - فقد أطلق الاحتياطي الفيدرالي "التيسير الكمي" في أواخر 2008، مشترياً سندات خزانة ورهوناً عقارية بقيمة 1.75 تريليون دولار خلال 2009 لخفض أسعار الفائدة طويلة الأجل وتخفيف الأوضاع الائتمانية. كما أنشأ الاحتياطي الفيدرالي وغيره من البنوك المركزية خطوط تبادل أو وسعها لتوفير السيولة بالدولار الأمريكي عالمياً؛ ففي ذروتها أواخر 2008، كان لدى الاحتياطي الفيدرالي مئات المليارات من الدولارات مستحقة في عمليات تبادل مع البنك المركزي الأوروبي وبنك اليابان وبنك إنجلترا وغيرها، مما ساعد البنوك الأجنبية على تلبية احتياجات التمويل بالدولار. بالإضافة إلى ذلك، أنشأت البنوك المركزية تسهيلات طارئة لدعم الأسواق الرئيسية: على سبيل المثال، دعم الاحتياطي الفيدرالي سوق التمويل قصير الأجل للشركات عبر "تسهيل تمويل الأوراق التجارية"،

والبنوك المركزية حول العالم. وبعد أن تعلم صانعو السياسات من أخطاء ثلاثينيات القرن الماضي، تحركوا بقوة لدعم النظام المالي وتحفيز الطلب:

**عمليات إنقاذ وضمائم للبنوك:** قامت السلطات بضح رؤوس أموال في البنوك، وضمن التزاماتها، وتسهيل عمليات الدمج لتجنب الانهيارات. أقر الكونغرس الأمريكي في أكتوبر 2008 برنامج إنقاذ الأصول المتعثرة (TARP)

- وهي حزمة بقيمة 700 مليار دولار لإعادة رسملة البنوك وشراء الأصول المتعثرة. وبموجب (TARP وبرامج ذات صلة)، استحوذت وزارة الخزانة الأمريكية على حصص في مئات البنوك لاستعادة ملاءتها المالية.

وفي أوروبا، قامت الدول أيضاً بإعادة رسملة البنوك (بلغت قيمة حزمة إنقاذ البنوك البريطانية حوالي 500 مليار جنيه إسترليني شاملة الضمانات، كما قامت العديد من دول الاتحاد الأوروبي بتأميم أو دمج البنوك المتعثرة) وبحلول أوائل 2009، كانت معظم البنوك الكبرى قد تم إنقاذها أو حصلت على ضمانات ضمنية - مما منع انهياراً شاملاً للنظام المصرفي، وإن كان ذلك على حساب دافعي الضرائب.

وكان هذا أكبر انخفاض سنوي في التجارة العالمية منذ ثلاثينيات القرن الماضي. كما انهار الإنتاج الصناعي العالمي في أواخر 2008 وأوائل 2009، خصوصاً في قطاعات مثل السيارات والصلب والآلات - إذ عانت الصناعات المعتمدة على الائتمان والاستثمار مع جفاف الإقراض.

وفي الوقت نفسه، تعرضت الأسواق المالية لصدمة عميقة. بحلول مارس 2009، كان مؤشر S&P 500 الأمريكي قد انخفض بنحو 57% من ذروته في أكتوبر 2007. وشهدت أسواق الأسهم في دول أخرى انخفاضات مماثلة أو أكبر (على سبيل المثال، تراجعت أسهم العديد من الأسواق الناشئة بنسبة 60-70%) واصلت أسواق الإسكان في الولايات المتحدة وأجزاء من أوروبا انخفاضها، مما حدا بحالات ثروات الأسر. وقلصت البنوك بشكل كبير القروض الجديدة، وقفزت فروقات الائتمان (تكلفة اقتراض الشركات والدول الناشئة فوق أسعار الفائدة الآمنة) إلى مستويات قياسية. باختصار، هيمن الخوف وتخفيض الرافعة المالية على النظام المالي العالمي في أواخر 2008.

**استجابات السياسات:** أدت الأزمة إلى استجابة سياسية غير مسبقة ومتزامنة من الحكومات

## الأزمات المالية العالمية عبر قرن: دروس من التاريخ ومخاطر المستقبل

صناديق الاحتياط لدعم قطاعاتها المصرفية (عبر إيداع الأموال وشراء أسهم البنوك) وحافظت على الإنفاق الحكومي على البنية التحتية لدعم النشاط غير النفطي. ساعد هذا في احتواء تداعيات الأزمة في الخليج – فبينما تراجع الناتج المحلي الإجمالي النفطي في 2009 بسبب خفض الإنتاج وانخفاض الأسعار، ظل الناتج المحلي الإجمالي غير النفطي ينمو 6% في 2008، مما حال دون انكماش مباشر في العديد من القطاعات.

ظلت البنوك في دول الخليج مربحة طوال الأزمة، ويرجع ذلك جزئياً إلى دعم الحكومات للثقة حيث قدمت عدة دول خليجية ضمانات شاملة للودائع المصرفية في 2008 ومع ذلك، كشفت الأزمة عن مواطن ضعف – على سبيل المثال، واجهت دبي، التي شهدت طفرة عقارية ممولاً بالديون، انهياراً حاداً في العقارات وتجميداً للديون من قبل تكتلها "دبي العالمية" في أواخر 2009. تدخلت الحكومة الاتحادية الإماراتية (عبر أبوظبي) بحزمة دعم لتجنب التخلف عن السداد – وهي حادثة دفعت إلى إعادة تقييم الشفافية وإدارة الديون في الخليج.

**التنسيق العالمي:** وعلى عكس ثلاثينيات القرن الماضي، كان هناك تنسيق عالمي كبير هذه المرة لمواجهة الأزمة. في نوفمبر 2008، عقد قادة

الناتج المحلي الإجمالي للصين. ركز هذا البرنامج على مشاريع البنية التحتية والحكومات المحلية، ونجح في الحفاظ على نمو الصين – إذ لم ينخفض نمو الناتج المحلي الإجمالي الصيني إلا إلى ~6.4% في أدنى نقطة في الربع الرابع 2008 ثم عاد ليتجاوز 10% بحلول منتصف 2009. ونتيجة لذلك، نما الاقتصاد الصيني بنسبة 9.4% في 2009، وهو أداء لافت في ظل الركود العالمي. ساعد هذا في دعم الطلب العالمي على السلع وقدم شريان حياة للأسواق الناشئة المصدرة للسلع الأساسية (مثل خام الحديد الأسترالي، وفول الصويا البرازيلي، والنفط السعودي، والتي واصلت الصين شراءها) كما طبقت اقتصادات كبرى أخرى حزم تحفيز: كانت جهود أوروبا أكثر تواضعاً، وترددت بعض الدول في البداية، لكن بحلول 2009 كان لدى جميع دول مجموعة العشرين تقريباً نوع من التوسع المالي.

أما دول مجلس التعاون الخليجي، فبفضل مدخرات النفط السابقة، تمكنت من اتباع سياسات مالية مضادة للدورة الاقتصادية أيضاً. على سبيل المثال، أطلقت السعودية برنامج استثمار عام كبير، وكان تحفيزها في 2008-2009 الأكبر (كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي) بين دول مجموعة العشرين. استخدمت حكومات الخليج

وقام البنك المركزي الأوروبي بتوسيع نطاق الضمانات في عملياته الإقراضية. أغرقت هذه الإجراءات النظام بالسيولة وهدأت الأسواق تدريجياً.

وبحلول أوائل 2009، بدأت أسعار الفائدة بين البنوك (مثل فريو LIBOR) بالانخفاض من مستوياتها المرتفعة للغاية، بعد أن تم استخدام وظيفة "مقرض الملاذ الأخير" بشكل مكثف على نطاق عالمي.

**التحفيز المالي:** لمواجهة انهيار الطلب الخاص، طبقت العديد من الحكومات حزم تحفيزية ضخمة في 2008-2009. في الولايات المتحدة، بالإضافة إلى برنامج (TARP) برنامج إنقاذ مالي) تم تمرير حزمة تحفيز مالي تبلغ حوالي 800 مليار دولار – قانون الانتعاش وإعادة الاستثمار الأمريكي – (ARRA) "في أوائل 2009، وتضمنت إنفاقاً على البنية التحتية، ومساعدات للولايات، واستحقاقات بطالة، وتخفيضات ضريبية.

نفذت الصين واحدة من أكبر حزم التحفيز مقارنة بحجم اقتصادها: حزمة بقيمة 4 تريليونات يوان (حوالي 586 مليار دولار) أعلن عنها في نوفمبر 2008، أي ما يعادل نحو 12.5% من

## الأزمات المالية العالمية عبر قرن: دروس من التاريخ ومخاطر المستقبل

منطقة اليورو، ولكن بعد أضرار اقتصادية كبيرة – على سبيل المثال، انكماش الناتج المحلي الإجمالي لليونان بأكثر من 25% من الذروة للقاء، وهو مستوى يعادل الكساد، وتجاوزت البطالة في إسبانيا 25%. أكدت هذه المرحلة أن إرث أزمة 2008 – الديون الضخمة والبنوك الضعيفة – يمكن أن يصبح بحد ذاته مصدرًا لعدم الاستقرار.

**النتائج العالمية:** خلفت أزمة 2007–2008 بصمة دائمة. ففي الاقتصادات المتقدمة، ظلت أسعار الفائدة قريبة من الصفر لسنوات، وأجرت البنوك المركزية جولات متعددة من التيسير الكمي. سنّ المنظمون إصلاحات مالية رئيسية: ففي عام 2010، أقرت الولايات المتحدة قانون دود-فرانك، الذي فرض متطلبات أكثر صرامة لرأس المال والسيولة على البنوك وأدخل بعض المشتقات المالية في المقاصة المركزية. دوليًا، تم اعتماد اتفاقيات بازل III لزيادة احتياطيات رأس المال لدى البنوك والحد من الرافعة المالية. وبينما عززت هذه الإجراءات النظام المصرفي الأساسي، دفعت بعض الأنشطة عالية المخاطر إلى خارج القطاع المصرفي التقليدي.

على الصعيد العالمي، سرّعت الأزمة من التحول – حيث أصبحت الأسواق الناشئة (خصوصًا الصين والهند) تمثل نسبة أكبر من

أدت الركودات وعمليات إنقاذ البنوك إلى تضخم العجز في الميزانية، خصوصًا في دول جنوب أوروبا التي كانت تعاني أصلًا من ديون مرتفعة (اليونان، إيطاليا) أو انهيارات كبيرة في سوق الإسكان (إسبانيا، أيرلندا) في أواخر 2009، كشفت اليونان أن عجزها المالي أكبر بكثير مما أعلن سابقًا، مما أدى إلى فقدان ثقة المستثمرين. وبحلول ربيع 2010، تم إقصاء اليونان عن الأسواق وحصلت على حزمة إنقاذ من صندوق النقد الدولي والاتحاد الأوروبي. انتشرت العدوى إلى أيرلندا (التي أنقذت خسائر مصرفية ضخمة)، والبرتغال، وإسبانيا، وإيطاليا.

قفزت عوائد السندات الحكومية مع خوف المستثمرين من حالات التخلف عن السداد. سلطت أزمة منطقة اليورو الضوء على العيوب الهيكلية في الاتحاد النقدي – فقد شكك المستثمرون فيما إذا كان أعضاء اليورو سينقذون بعضهم بعضًا بشكل موثوق. في نهاية المطاف، اضطر البنك المركزي الأوروبي للتدخل؛ ففي منتصف 2012، هدأ تصريح رئيس البنك المركزي الأوروبي ماريو دراغي بالتعهد بـ"القيام بكل ما يلزم" لحماية اليورو، المدعوم ببرنامج شراء سندات.

خضعت عدة دول لإجراءات تقشفية وإصلاحات مؤلمة ضمن برامج الإنقاذ. وبحلول 2013 تقريبًا، انتهت المرحلة الحادة من أزمة ديون

مجموعة العشرين (منتدى الاقتصادات الكبرى والمتقدمة والناشئة) قمة طارئة في واشنطن العاصمة لصياغة استجابة موحدة. واتفقوا على مبادئ لإصلاح الأسواق المالية وتعهدوا باستخدام جميع الأدوات المتاحة لاستعادة النمو أسفرت اجتماعات مجموعة العشرين اللاحقة في 2009 (قمم لندن وبيتسبرغ) عن التزامات بتريليون دولارات لتحفيز الاقتصاد وزيادة تمويل صندوق النقد الدولي لمساعدة الدول المتضررة من الأزمة. وقد لعب صندوق النقد الدولي ومؤسسات متعددة الأطراف بالفعل دورًا مهمًا من خلال تقديم قروض طارئة لدول مثل المجر وأوكرانيا ولافتيا التي تضررت بشدة.

منع هذا النهج المنسق انهيارًا كاملاً للنظام المالي الدولي، وبحلول منتصف 2009 ظهرت مؤشرات على أن الانهيار الحرّ قد توقف. بدأ الناتج العالمي في الاستقرار – ورغم أن "الركود الكبير" كان مؤلمًا، إلا أنه كان أقصر بكثير من الكساد الكبير. وبحلول الربع الثالث 2009، عادت العديد من الاقتصادات إلى النمو (ولو بشكل متواضع) بفضل الإجراءات الاستثنائية لدعم الاقتصاد.

**التداعيات في أوروبا:** حتى مع انحسار الأزمة المباشرة في 2009، واجهت أوروبا فصلًا ثانيًا – أزمة الديون السيادية (2010–2012) فقد



## الأزمات المالية العالمية عبر قرن: دروس من التاريخ ومخاطر المستقبل

النمو بعد 2010،  
بينما واجهت العديد من الاقتصادات المتقدمة  
تعاقيًا بطيئًا. أما بالنسبة للجمهور العام في العديد  
من الدول الغربية، فكانت أواخر العقد الأول من  
الألفية بمثابة "عقد ضائع" من حيث الدخل  
وفترة شاقة من خفض الديون (على سبيل المثال،  
ملايين حالات حبس الرهن في سوق الإسكان  
الأمريكية).  
سياسيًا، ولدت الأزمة شعورًا بالإحباط وردود  
فعل شعبية في عدة دول. وباختصار، أثبتت  
أزمة الرهن العقاري عالي المخاطر كيف يمكن  
أن تختبئ المخاطر النظامية وراء فترات الهدوء.  
أدى مزيج من الرافعة المالية العالية والهندسة  
المالية المعقدة والثغرات التنظيمية  
إلى أسوأ ركود منذ الحرب العالمية الثانية.  
ومع ذلك، ساعدت الاستجابة السياسية القوية –  
المستوحاة جزئيًا من دروس ثلاثينيات القرن  
الماضي – على تجنب انهيار اقتصادي كامل.  
ويحلول أوائل 2010، استؤنف النمو العالمي  
(قدر صندوق النقد الدولي نموًا عالميًا قدره  
+5.4% في 2010، وهو انتعاش حاد مدعوم  
بالتحفيز). ومع ذلك، وضعت تداعيات الأزمة  
الأساس لتحديات جديدة في العقد التالي.

## الأزمات المالية العالمية عبر قرن: دروس من التاريخ ومخاطر المستقبل

### الاضطراب المالي الناجم عن جائحة كوفيد-19 (2020-2022)

#### أزمة فريدة:

أحدثت جائحة كوفيد-19 صدمة اقتصادية ومالية غير مسبوقة في السرعة والحجم في عام 2020. وعلى عكس الأزمات السابقة التي نجمت عن اختلالات مالية أو حروب، كانت هذه في جوهرها أزمة صحية عالمية تتطلب إغلاقًا متعمدًا للنشاط الاقتصادي. في مارس-أبريل 2020، ومع انتشار فيروس كورونا حول العالم، فرضت الحكومات عمليات إغلاق، وحظر سفر، وتدابير للتباعد الاجتماعي لاحتواء تفشي الوباء. أغلقت قطاعات كبيرة من الاقتصاد - من المطاعم ومتاجر التجزئة إلى المصانع والمدارس- تقريبًا بين عشية وضحاها. وكانت النتيجة انهيارًا تاريخيًا في الناتج خلال الربع الثاني من 2020. انكمش الناتج المحلي الإجمالي الأمريكي بمعدل سنوي -31% في الربع الثاني (-9% على أساس ربع سنوي) كما انخفض الناتج المحلي الإجمالي لمنطقة اليورو بنسبة -11.8% على أساس ربع سنوي (حوالي -40% على أساس سنوي) توقف التجارة والسفر العالميان؛ ففي

مرحلة ما في أبريل 2020، تم إيقاف حوالي 90% من الرحلات الجوية الدولية للركاب.

#### تأثير الجائحة على الناتج المحلي الإجمالي والبطالة عالميًا:

على مدار عام 2020، انكمش الناتج المحلي الإجمالي العالمي بنحو 3%، مسجلًا أسوأ ركود منذ الكساد الكبير. للمقارنة، شهد الركود الكبير في 2009 انخفاض الناتج المحلي الإجمالي العالمي قليلاً فقط عن الصفر؛ بينما كان انكماش 2020 أكبر بعشر مرات تقريبًا. انكمشت الاقتصادات المتقدمة بمتوسط ~4.5% في عام 2020. انكمش الاقتصاد الأمريكي بنسبة 3.4% في 2020 - وهو أكبر انخفاض سنوي منذ عام 1946. وشهدت أوروبا تراجعًا أعمق: -6.3% للاتحاد الأوروبي ككل، حيث انخفضت اقتصادات دول مثل إسبانيا وإيطاليا والمملكة المتحدة بنسبة 9-11% بسبب شدة تفشي الفيروس وطول فترة الإغلاق. كما دخلت العديد من الاقتصادات الناشئة في حالة ركود؛ انخفض الناتج المحلي الإجمالي للهند بنحو 7% في 2020 وسط إغلاق وطني صارم. كانت الصين استثناءً بارزًا - فبعد أن شهدت انخفاضًا أوليًا في الناتج في بداية 2020 (أول انخفاض ربع سنوي في ناتجها المحلي منذ

عقود بنسبة -6.8% في الربع الأول) نجحت الصين في السيطرة على الفيروس عبر إجراءات صارمة وأصبحت الاقتصاد الرئيسي الوحيد الذي حقق نموًا إيجابيًا في 2020 (+2.3%) وكان هذا التباين - تعافي الصين السريع بينما الغرب يكافح- من السمات الفريدة لأزمة كوفيد.



**صوره توضيحية:** مدينة الكويت تحت حظر التجول خلال جائحة كوفيد-19 في عام 2020. تحولت الطرق المزدهمة سابقًا إلى شوارع خالية بينما جمدت الإجراءات الصحية الصارمة النشاط الاقتصادي، مما أبرز التوقف العالمي غير المسبوق في التجارة والاستهلاك والتنقل.

قفزت معدلات البطالة إلى مستويات قياسية في أوائل 2020. في الولايات المتحدة، فقدت سوق العمل 22 مليون وظيفة في مارس-أبريل 2020، وارتفع معدل البطالة إلى 14.7% في أبريل 2020، وهو الأعلى منذ الكساد الكبير.

## الأزمات المالية العالمية عبر قرن: دروس من التاريخ ومخاطر المستقبل

وكان التيسير الكمي الذي نفذه الاحتياطي الفيدرالي في 2020 أكبر وأسرع من نظيره في 2008-2009- ففي غضون شهرين، اشترى الفيدرالي أكثر من 1.5 تريليون دولار من سندات الخزانة والأوراق المالية المدعومة بالرهن العقاري، وهو ما يتجاوز ما أنفقه في أول عامين من جولات التيسير السابقة. كما أعاد الفيدرالي إحياء وتوسيع تسهيلات الطوارئ على غرار 2008: دعم سوق الأوراق التجارية، وصناديق أسواق المال، والمتعاملين الأساسيين، ولأول مرة، أسواق السندات للشركات (من خلال تسهيل ائتمان الشركات في السوق الثانوية) وكان الحجم هائلاً: بحلول يونيو 2020، تضخمت ميزانية الفيدرالي بنحو 3 تريليونات دولار (من ~4 تريليونات إلى ~7 تريليونات) أطلق البنك المركزي الأوروبي برنامج شراء طارئ خاص بالجائحة بقيمة 1.85 تريليون يورو لشراء السندات الحكومية وسندات الشركات بمرونة. كما قامت بنوك مركزية في الأسواق الناشئة، للمرة الأولى أحياناً، بشراء الأصول أو تنفيذ عمليات سيولة خاصة لاستقرار أسواقها. بالإضافة إلى ذلك، فتح الاحتياطي الفيدرالي (أو وسع) خطوط تبادل دولية بالدولار، موفرًا سيولة

اضطراب الأسواق المالية والاستجابة: أدى الصدمة الأولية لكوفيد في مارس 2020 إلى تقلبات عنيفة في الأسواق المالية. انهارت أسواق الأسهم العالمية بنحو 30-35% خلال أسابيع (من أعلى مستوياتها في فبراير إلى أدنى مستوياتها في أواخر مارس). تجمدت أسواق الائتمان مع اندفاع المستثمرين نحو السيولة. حتى الأصول الآمنة عادة مثل سندات الخزانة الأمريكية شهدت ضغوط سيولة في منتصف مارس 2020، حيث اضطرت الصناديق ذات الرافعة المالية إلى البيع. ظهرت مخاوف من أزمة مالية مشابهة لعام 2008، تضافرت مع أزمة صحية عامة. تحرك صانعو السياسات بسرعة وقوة غير مسبوقة. فقد جمعت استجابة كوفيد في جوانب كثيرة بين دروس 2008 وعناصر جديدة:

**التيسير النقدي إلى أقصى حد:** خفضت البنوك المركزية أسعار الفائدة تقريباً فوراً. على سبيل المثال، خفض الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي في أوائل مارس 2020 سعر الفائدة على الأموال الفيدرالية من ~1.75% إلى ما يقارب الصفر عبر خفضين طارئين. واتبعت بنوك مركزية أخرى، من كندا إلى أستراليا، نفس النهج. علاوة على ذلك، أطلقت البنوك المركزية برامج شراء أصول ضخمة.

ومع ذلك، قللت هذه الإحصاءات الرسمية من حجم التأثير لأن الملايين كانوا في إجازات غير مدفوعة الأجر أو يعملون ساعات منخفضة. شهدت الدول الأوروبية أيضاً انخفاضاً حاداً في عدد ساعات العمل، لكن برامج الإجازات المدفوعة (برامج الاحتفاظ بالوظائف المدعومة حكومياً) أبقت الكثيرين "موظفين" رسمياً حتى وإن كانوا بلا عمل فعلي. على سبيل المثال، في فترة معينة كان أكثر من 30% من العمال في فرنسا والمملكة المتحدة على دعم إجازة مؤقتة. سمح هذا الخيار السياسي بأن يكون ارتفاع البطالة المقاسة في أوروبا أقل (ارتفع معدل البطالة في منطقة اليورو من ~7% إلى 8.5% في 2020) لكن ذلك جاء بتكاليف مالية ضخمة. تضرر العمال غير الرسميين والشركات الصغيرة حول العالم بشكل خاص- وفي الأسواق الناشئة ذات شبكات الأمان المحدودة، انزلق الكثيرون مجدداً إلى الفقر. كما أن الخسائر البشرية للجائحة - ملايين الأرواح التي فُقدت والأنظمة الصحية التي عانت ضغطاً هائلاً- تُعد جزءاً من الرواية الاقتصادية: ظل عدم اليقين والنفور من المخاطرة مسيطراً حتى أصبح اللقاح متاحاً في 2021.

## الأزمات المالية العالمية عبر قرن: دروس من التاريخ ومخاطر المستقبل

النتيجة: توسعت العجوزات المالية العالمية بشكل هائل (من ~3% من الناتج المحلي الإجمالي في 2019 إلى أكثر من 10% في 2020 للاقتصادات المتقدمة) لكن هذا الإنفاق المتعمد "وقت الحرب" اعتُبر وسيلة لتجنب انهيار اقتصادي شامل. فمن خلال الحفاظ على دخول الأفراد والسيولة لدى الشركات أثناء الإغلاقات، تم تسهيل تعافٍ أسرع عند إعادة فتح الاقتصادات.

**التنظيمي:**  
التساهل أظهر المنظمون الماليون مرونة أيضاً - حيث شجعت البنوك على استخدام احتياطاتها الرأسمالية للاستمرار في الإقراض (ولم تُعاقب على خرق بعض المتطلبات مؤقتاً) كما تم تخفيف قواعد تصنيف القروض حتى لا تؤدي تأجيلات السداد المؤقتة إلى تصنيف القروض كمعدومة بشكل جماعي. ساعدت هذه الخطوات في ضمان أن القطاع المصرفي، الذي دخل عام 2020 وهو يتمتع برأس مال قوي (بفضل إصلاحات ما بعد 2008)، لم يفاقم الركود بقطع الائتمان. في الواقع، أصبحت البنوك آليات لنقل الدعم (على سبيل المثال، توزيع القروض المضمونة من الحكومات).

اليوروهات في الميزانيات الوطنية لدعم الأجور (برامج الإجازات المدفوعة) وتقديم منح وإعفاءات ضريبية للشركات، وتعزيز الرعاية الصحية. اتخذ الاتحاد الأوروبي خطوة تاريخية من خلال تمويل جماعي لصندوق التعافي "الجيل القادم للاتحاد الأوروبي" بقيمة 750 مليار يورو، وإصدار ديون مشتركة - وهي خطوة مهمة نحو الاتحاد المالي- لمساعدة الدول الأعضاء على التعافي. بلغت حزم اليابان أكثر من 40% من الناتج المحلي الإجمالي (بما في ذلك القروض والضمانات). حتى الاقتصادات الناشئة، رغم ضيق أوضاعها المالية، أعادت ترتيب أولويات الإنفاق نحو الصحة والدعم حيثما أمكن. كان جوهر العديد من البرامج هو تجميد القروض أو تقديم ضمانات ائتمان منعت موجة من الإفلاسات. فعلى سبيل المثال، سمحت العديد من الدول للأسر والشركات بتأجيل سداد الديون لأشهر. في دول مجلس التعاون الخليجي، زادت الحكومات الإنفاق الصحي وقدمت إعفاءات على الرسوم والخدمات؛ وسحبت الدول الغنية بالنفط مثل السعودية من احتياطاتها لدعم رواتب الحكومة وحتى ضاعفت ضريبة القيمة المضافة ثلاث مرات في منتصف 2020 للتعامل مع عجز الإيرادات.

بالدولار 14 بنكاً مركزياً أجنبيًا؛ ساعد هذا في تجنب أزمة تمويل بالدولار في الخارج كما حدث في 2008. أعادت هذه الإجراءات جميعها عمل الأسواق بسرعة مذهلة- فبحلول أبريل 2020، بدأت فروقات الائتمان بالانخفاض، وبدأت أسواق الأسهم بالتعافي من قيعانها، مدعومة بما يُعرف بـ"ضمانة الفيدرالي" وغيرها من تدابير الدعم.

**السياسة المالية - "مهما كلف الأمر":**  
أطلقت الحكومات حزم تحفيز مالي وتدابير دعم بمستوى غير مسبوق في وقت السلم. وكانت الأولوية الأولى هي تعويض فقدان الدخل الناتج عن الإغلاقات. في الولايات المتحدة، أقر الكونغرس قانون CARES في مارس 2020- وهي حزمة بقيمة 2.2 تريليون دولار (أكثر من 10% من الناتج المحلي الإجمالي) تضمنت تحويلات نقدية مباشرة للأسر، ومزايا بطالة محسنة (مع توسيعات دفعت بشكل مؤقت العديد من العمال المسرّحين أكثر من أجورهم المعتادة) وقروض ومنح للشركات الصغيرة (برنامج حماية الرواتب) وأموالاً للمستشفيات وحكومات الولايات. أدت التشريعات اللاحقة في 2020- 2021 إلى رفع إجمالي الدعم المالي الأمريكي إلى نحو 5 تريليونات دولار. وبالمثل، عبر أوروبا، تم تخصيص تريليونات

## الأزمات المالية العالمية عبر قرن: دروس من التاريخ ومخاطر المستقبل

(المستهلكون، الذين ادخروا أموال الدعم، أنفقوا بقوة، خاصة على السلع) وكما أشار معهد بروكينغز، كانت هذه الصدمة التضخمية مدفوعة إلى حد كبير بالعرض، لكن الطلب لعب دورًا أيضًا.

الأهم أن عودة التضخم فرضت تحديًا جديدًا: فبعد عقد من التضخم وأسعار الفائدة المنخفضة جدًا، واجهت البنوك المركزية في 2021-2022 ضغوطًا للانتقال إلى التشديد رغم استمرار بعض مخاطر الجائحة.

**\*فقااعات وتقلبات الأسواق المالية:** أدى التحفيز الاستثنائي أيضًا إلى ازدهار الأسواق المالية في 2020-2021. بحلول أواخر 2020، لم تكف المؤشرات العالمية للأسهم بالتعافي، بل ارتفعت إلى مستويات قياسية جديدة خلال 2021. دفعت أسعار الفائدة المنخفضة جدًا والتمويل الكمي المستثمرين إلى الأسهم والعقارات وحتى الأصول المضاربة (كما ظهر في جنون العملات الرقمية وأسهم الميم في 2021). شهدت أسواق العقارات من الولايات المتحدة إلى ألمانيا إلى نيوزيلندا ارتفاعات ذات رقمين في الأسعار، إذ استغل المشترون الرهون العقارية الرخيصة وتفضيلات فترة الجائحة للمساحات الأكبر.

عزز تضخم الأصول هذا مكاسب من يمتلكون الأصول مسبقًا، مما ساهم في اتساع فجوات

قوي في 2021: نما الناتج المحلي الإجمالي العالمي بنحو +6.3% في 2021، وهو الأسرع منذ ما يقرب من 50 عامًا، معوضًا خسائر 2020. ومع ذلك، جاء التعافي غير متوازن ومصحوبًا بآثار جانبية كبيرة:

**\*موجة تضخم:** بعد أن تراجع التضخم في بداية 2020 (وسط الركود وانهيار أسعار النفط - حيث انخفضت أسعار الخام لفترة وجيزة إلى قيم سلبية في أبريل 2020 مع انهيار الطلب) بدأ التضخم في الارتفاع أواخر 2020 وتسارع بشكل كبير خلال 2021-2022. وبحلول 2022، بلغ التضخم في العديد من الدول أعلى مستوياته منذ 30-40 عامًا. بلغ التضخم في مؤشر أسعار المستهلك الأمريكي ذروته عند 9.1% (يونيو 2022) وفي منطقة اليورو 10.6% (أكتوبر 2022) عالميًا، بلغ متوسط التضخم في 2022 نحو 8% - وهو الأعلى منذ أوائل الثمانينيات. قاد ذلك عدة عوامل: اضطرابات سلاسل التوريد (لم تتمكن المصانع والموانئ من مواكبة تقلبات الطلب، مما أدى إلى نقص في كل شيء من أشباه الموصلات إلى حاويات الشحن) وارتفاع أسعار السلع (بحلول أواخر 2021، قفزت تكاليف الطاقة والغذاء مع صعوبة التكيف في جانب العرض؛ وزاد غزو روسيا لأوكرانيا في 2022 الوضع سوءًا، مما رفع أسعار النفط والغاز والحبوب) وقوة الطلب المدعوم بالتحفيز



**صوره توضيحية:** رسالة توعية صحية عامة في شيكاغو خلال إغلاق كوفيد-19 لعام 2020. أبرزت الشوارع الفارغة والقيود المفروضة على مستوى المدينة التباطؤ الاقتصادي الحاد، بينما أولت الحكومات أولوية لإنقاذ الأرواح في وقت واجهت فيه الشركات والأسواق اضطرابًا تاريخيًا.

**الانتعاش والآثار الجانبية:** اتضح أن الصدمة الاقتصادية، رغم قسوتها، كانت أقصر مما كان متوقعًا. بحلول الربع الثالث من 2020، سجلت العديد من الاقتصادات معدلات نمو قياسية مع إعادة فتحها بعد الإغلاقات الربيعية (حقق كل من الولايات المتحدة ومنطقة اليورو معدلات نمو سنوي تتجاوز 30% في الربع الثالث). أدى التحفيز السياسي الضخم إلى جانب استئناف النشاط الاقتصادي إلى تعافٍ عالمي

## الأزمات المالية العالمية عبر قرن: دروس من التاريخ ومخاطر المستقبل

تجنب كساد محتمل – وبالفعل كان الركود، رغم عمقه الشديد، قصير الأمد. ومع ذلك، أدخل هذا النهج تحديات جديدة: فقزت مستويات الدين العام بشكل ملحوظ (ارتفع الدين العام في الاقتصادات المتقدمة من ~105% من الناتج المحلي الإجمالي في 2019 إلى ~133% في 2020) وساهمت ضخامة السيولة في اختلالات اقتصادية كلية مثل عودة التضخم المرتفع. اضطر صانعو السياسات في 2022-2023 إلى تشديد السياسة بقوة لكبح التضخم، مما يهدد بكشف مواطن الضعف المالي التي كانت مخفية في ظل أسعار الفائدة المنخفضة.

كما كشفت تجربة الجائحة عن هشاشة العولمة: فحينما لم تتمكن الدول من استيراد الكمادات أو أشباه الموصلات بسبب انهيار سلاسل التوريد، دفعت تلك التجربة إلى التوجه نحو تعزيز المرونة وإعادة بعض الصناعات إلى الداخل. وسلطت الضوء على الترابط الوثيق بين الصحة والاقتصاد – إذ أصبحت معدلات التطعيم والسيطرة على الفيروس ذات أهمية مساوية لأسعار الفائدة في التعافي الاقتصادي. أما بالنسبة للنظام المالي، فمن الإيجابيات أن البنوك (التي تعززت بعد 2008) تمكنت إلى حد كبير من تحمل صدمة كوفيد دون الحاجة إلى إنقاذات مالية؛ في المقابل، ظهرت الضغوط في قطاعات غير مصرفية مثل عمليات تخفيف الرافعة المالية

سجلت أسعار الغاز في أوروبا مستويات قياسية في 2022، مما استدعى تدخل الحكومات لحماية الأسر. أما دول مجلس التعاون الخليجي، فقد استفادت على المدى القصير من طفرة السلع التي سببتها الحرب:

فقزت أسعار النفط إلى أكثر من 100 دولار للبرميل في أوائل 2022، مما عزز عائدات الصادرات الخليجية. بحلول 2022، شهدت اقتصادات الخليج مثل السعودية نموًا تجاوز 8% (من الأسرع عالميًا) بفضل ازدهار صادرات النفط واستمرار الاستثمار العام – وهو تحول جذري مقارنة بانكماش 2020.

استغلت دول الخليج هذه العائدات لإصلاح أوضاعها المالية (انتقلت العديد منها من العجز إلى الفائض في الميزانية) وسرّعت مشاريع التنويع الاقتصادي.

### الدروس والعبر:

أكدت أزمة كوفيد-19 على أهمية التحرك السريع والقوي للسياسات لدعم الاقتصاد في حالات الكوارث. فقد قامت الحكومات فعليًا باستبدال دخول الأفراد لفترة، وتصرّفت البنوك المركزية كمشتري أخير للأصول المالية. ساعد هذا النهج المنسق في

الثروة. ثم، مع ترسخ التضخم وإشارات البنوك المركزية لتشديد السياسة في 2022، تحولت الأسواق إلى التقلب. شهد عام 2022 انخفاضات حادة في كل من السندات والأسهم – وهو تراجع مزدوج نادر (تراجع مؤشر S&P 500 الأمريكي بنحو 19% في 2022؛ وشهدت السندات العالمية أحد أسوأ أعوامها تاريخيًا مع قفز العوائد).

\*مسارات إقليمية متباينة: بحلول 2022، انحرفت مسار الصين عن الاقتصادات الغربية. تعافت الصين في البداية بسرعة، لكن سياسة "صفر كوفيد" – التي تضمنت إغلاقًا متكررة حتى 2022 – خنقت النمو وعطلت سلاسل الإمداد العالمية كلما أغلقت مدن أو موانئ صينية كبرى. كما دخل قطاع العقارات في الصين في أزمة. أدى الإفراط في الاستدانة إلى تعثرات مثل "إيفرغراند" في 2021. وبالتالي تباطأ نمو الصين إلى 3% فقط في 2022، مما أثار سلبيًا على الزخم العالمي. في المقابل، أعادت الولايات المتحدة وأوروبا فتح اقتصاداتها بالكامل بحلول 2022، لكنها واجهت آثار التضخم المرتفع وحرب أوكرانيا. كان الصراع الأوكراني (فبراير 2022) صدمة إضافية كبيرة، خصوصًا لأوروبا، بسبب اضطرابات إمدادات الطاقة.



## الأزمات المالية العالمية عبر قرن: دروس من التاريخ ومخاطر المستقبل

لصناديق التحوط في سوق الخزانة الأمريكية. ومع ذلك، بحلول 2022، ظهرت ضغوط جديدة (سيذكر بعضها لاحقاً) جزئية نتيجة التحول السريع من سياسة نقدية شديدة التيسير إلى سياسة مشددة.

**باختصار**، كانت أزمة كوفيد-19 حدثاً "غير متوقع" تطلب استجابات سياسية غير تقليدية وعلى نطاق واسع. لقد أظهرت قوة التحفيز الحاسم في منع الانهيار الاقتصادي وفي الوقت نفسه أبرزت المخاطر طويلة الأجل (مثل التضخم وأعباء الديون) التي قد تترتب على مثل هذه الإجراءات. ومع خروج العالم من مرحلة الجائحة، يحمل الاقتصاد العالمي معه كلاً من الندوب (ارتفاع الديون، اضطراب أسواق العمل) وبعض التطورات الإيجابية (قفزات في الرقمنة، وزيادة الوعي بالمخاطر النظامية) من هذه الفترة الاستثنائية.

## الأزمات المالية العالمية عبر قرن: دروس من التاريخ ومخاطر المستقبل

### الظروف الاقتصادية العالمية الحالية ومؤشرات الأزمات المستقبلية

اعتبارًا من عام 2025، يواجه الاقتصاد العالمي تعافيًا هشًا مع بروز بؤر قوة وضعف. فعلى جانب، تلاشت إلى حد كبير الصدمات الفورية للجائحة:

انخفضت معدلات البطالة في الولايات المتحدة وأوروبا إلى مستويات منخفضة قريبة مما كانت عليه قبل كوفيد، وعاد الناتج في معظم الاقتصادات الكبرى إلى مستوى 2019 أو تجاوزه.

لكن في المقابل ظهرت تحديات جديدة بعد الأزمة. فالضغوط التضخمية، رغم تراجعها عن ذروتها في 2022، ما زالت أعلى من أهداف البنوك المركزية في العديد من الدول، مما دفع إلى أسرع دورة تشديد نقدي منذ عقود.

هذا التحول المفاجئ من أسعار الفائدة المنخفضة جدًا إلى المرتفعة أدى بالفعل إلى ضغوط في النظام المالي، مثيرًا مخاوف بشأن احتمال وقوع أزمات مستقبلية. في هذا القسم، نستعرض الجوانب الأساسية للوضع الاقتصادي العالمي

الحالي- بما في ذلك أعباء الديون المتبقية، نقاط الضعف في النظام المالي، والمخاطر الجيوسياسية- كما نسلط الضوء على المؤشرات التي يراقبها المحللون كإشارات إنذار لعدم الاستقرار المستقبلي.

#### 1. التضخم المرتفع والتشديد النقدي:

بعد التحفيز الضخم في فترة كوفيد، ارتفع التضخم إلى أعلى مستوياته منذ عقود. وبحلول 2023-2024، بدأت البنوك المركزية في رفع أسعار الفائدة بقوة للسيطرة على نمو الأسعار.

رفع الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي سعر الفائدة القياسي من نحو 0% في أوائل 2022 إلى أكثر من 5% في 2023- وهي أسرع سلسلة زيادات منذ الثمانينيات. كما رفع البنك المركزي الأوروبي أسعار الفائدة إلى أكثر من 4% (بعد سنوات عند أو أقل من الصفر).

تمثل هذه التحركات تحولًا جذريًا عن حقبة السياسة النقدية الميسرة. أسعار الفائدة المرتفعة تعمل على تهدئة التضخم- في الولايات المتحدة، انخفض مؤشر أسعار المستهلكين من 9% في منتصف 2022 إلى نحو 3% في منتصف 2025؛ وفي منطقة اليورو، من 10% إلى نحو 4%. لكن التضخم يظل صعب

الانخفاض في الخدمات والأجور، ما دفع البنوك المركزية للإشارة إلى أن الفائدة قد تبقى "مرتفعة لفترة أطول". يمثل ذلك معضلة: فالتشديد النقدي، رغم ضرورته لضمان استقرار الأسعار، قد يكشف عن هشاشات مالية تراكمت في ظل أسعار الفائدة المنخفضة.

وقد أكدت ضغوط 2022-2023 ذلك: فمع ارتفاع الفائدة، انخفضت قيمة الأصول (مثل السندات) ما أثر على محافظ البنوك والمستثمرين.

الأسواق التي ازدهرت في ظل السيولة السهلة (أسهم التكنولوجيا، العملات الرقمية، العقارات عالية المضاربة) شهدت تصحيحات حادة.

أحد المؤشرات المهمة هو انعكاس منحنى العائد - في 2022 انقلب منحنى العائد الأمريكي لأعمق مستوى منذ أكثر من 40 عامًا (ارتفع عائد السندات لأجل عامين على عائد السندات لأجل عشر سنوات بأكثر من 1%)، وهي أوسع فجوة منذ (1981). تاريخيًا، سبق هذا الانعكاس ركود اقتصادي في الولايات المتحدة بفترة تتراوح بين 6-24 شهرًا في جميع الحالات تقريبًا منذ الخمسينيات.

## الأزمات المالية العالمية عبر قرن: دروس من التاريخ ومخاطر المستقبل

قد تواجه أزمات ميزان مدفوعات ما لم تحصل على إعادة تمويل. قد تكون موجة التخلف عن السداد محصورة بالدول الصغيرة، لكنها قد تجهد بعض البنوك أو المستثمرين وتختبر قدرة النظام المالي العالمي على إدارة الأزمات.

**القطاع الخاص:** ارتفع دين الشركات بشكل كبير في فترة الفائدة المنخفضة عبر إصدار السندات والقروض (خصوصاً في الصين ودول ناشئة أخرى).

مؤشر رئيسي هو فروق العوائد على سندات الشركات - أي مقدار الفائدة الإضافية التي تدفعها الشركات مقارنةً بالسندات الحكومية. حتى الآن، لم ترتفع هذه الفروق بشكل كبير، مما يشير إلى أن المستثمرين ما زالوا يتوقعون أن تتمكن معظم الشركات من إدارة ديونها.

لكن هناك بؤر قلق تشمل العقارات التجارية خصوصاً المكاتب في الولايات المتحدة وأوروبا، التي تعاني بعد كوفيد من ارتفاع نسب الشواغر وصعوبات إعادة التمويل بفوائد أعلى وقطاعات أو شركات ذات مديونية عالية (سوق السندات عالية المخاطر والقروض الممولة بالرافعة).

الكامل تقريباً، عجزاً مالياً يقارب 6-7% من الناتج، ما يعني أن الدين سيواصل النمو. في منطقة اليورو، تختلف نسب الدين - إيطاليا عند نحو 145% من الناتج، ما يمثل هشاشة إذا ارتفعت تكاليف الاقتراض. أما اليابان، فتملك أعلى دين عام عالمياً (أكثر من 250% من الناتج) لكنها استفادت من أسعار الفائدة المحلية المنخفضة وسياسة التحكم في منحنى العائد. إذا أجبرت معدلات الفائدة العالمية اليابان على تغيير سياستها، فقد تُختبر استدامة دينها.

**الأسواق الناشئة** (تُعد مخاطر الديون حادة في بعض الدول): نحو 60% من الدول منخفضة الدخل في حالة ضائقة ديون أو معرضة لها (مثل زامبيا، سريلانكا، غانا التي أعلنت التخلف عن السداد في 2020-2022).

تشمل مؤشرات الخطر: اتساع فروق العوائد على السندات السيادية، تخفيضات التصنيف الائتماني، وزيادة اللجوء لبرامج صندوق النقد الدولي.

اعتباراً من 2025، يضغط الدولار القوي وأسعار الفائدة المرتفعة عالمياً على العديد من الاقتصادات الناشئة - من بين الدول المعرضة للخطر: باكستان، مصر، وعدة دول إفريقية

ورغم أن الركود ليس "أزمة" بالضرورة، فإن أي تراجع حاد قد يضغط على المقترضين ويؤدي إلى أزمات مثل موجة من إفلاسات الشركات أو ضغوط ديون في الأسواق الناشئة.

### 2. الديون العالمية عند مستويات قياسية:

يحمل العالم عبئاً غير مسبوق من الديون. سنوات أسعار الفائدة المنخفضة إلى جانب موجة الاقتراض خلال الجائحة دفعت الدين العالمي إلى حوالي 313 تريليون دولار في 2023، أي نحو 333% من الناتج المحلي الإجمالي العالمي. وهو ارتفاع عن حوالي 210 تريليونات دولار (أقل قليلاً من 300% من الناتج) قبل عقد. ورغم حدوث خفض جزئي للديون في 2021 - 2022 مع نمو قوي ساعد على خفض النسبة (من ذروة ~360% في 2020 إلى ~330%) إلا أن الاتجاه العام للديون صاعد. ولا تُسبب الديون أزمة بحد ذاتها ما لم تصبح غير قابلة للسداد - لكن مع ارتفاع أسعار الفائدة بشكل حاد الآن، تتصاعد تكاليف خدمة الدين على الحكومات والشركات والأسر.

**الحكومات:** العديد من الحكومات ما زالت تسجل عجزاً يفوق مستويات ما قبل الجائحة. على سبيل المثال، تسجل الولايات المتحدة، رغم التشغيل

## الأزمات المالية العالمية عبر قرن: دروس من التاريخ ومخاطر المستقبل

بالفضائح – هروبًا جماعيًا للودائع وانهيارًا في سعر السهم. تم دمجها قسرًا في يو بي إس UBS في مارس 2023، مع توفير السلطات السويسرية ضمانات ودعمًا.

تؤكد هذه الأحداث تحذيرًا مهمًا: حتى بعد الإصلاحات، ما زالت البنوك يمكن أن تنهار بسرعة إذا تعرضت لمزيج من اختلالات الأصول والخصوم وفقدان الثقة. وسائل التواصل الاجتماعي والخدمات المصرفية الرقمية قد جعلت سحب الودائع أسرع بكثير (يمكن للمودعين الآن سحب أموالهم جماعيًا عبر تطبيقات الهاتف).

الجانب الإيجابي هو أن الجهات التنظيمية احتوت هذه الأحداث – فقد كانت مشكلات خاصة وليست أزمة ائتمان شاملة. لكنها تثير تساؤلات: هل هناك خسائر خفية أخرى نتيجة ارتفاع الفائدة؟

على سبيل المثال، العديد من البنوك حول العالم تحتفظ بسندات طويلة الأجل بالقيمة الدفترية؛ ولو اضطرت إلى بيعها ستتكبد خسائر. معظم البنوك قد تتمكن من الاحتفاظ بها حتى تاريخ الاستحقاق، لكن إذا تعرضت لضغوط سيولة (مثل انتقال الودائع إلى فرص عائد أعلى)، فقد تنشأ مشكلات.

### 3. هشاشة النظام المالي:

دخلت البنوك هذه المرحلة وهي تتمتع برؤوس أموال جيدة وجودة ائتمانية متينة عمومًا، لكن الزيادات السريعة في أسعار الفائدة خلال 2022–2023 كشفت عن مخاطر أسعار الفائدة ومخاطر السيولة في بعض الأماكن. أبرز مثال كان انهيار عدة بنوك إقليمية أمريكية في مارس 2023 – وخاصة بنك سيليكون فالي (SVB) وسينغيتشر بنك – اللذان توسعا بسرعة واستثمرا بشكل كبير في السندات طويلة الأجل.

مع ارتفاع أسعار الفائدة، انخفضت القيمة السوقية لهذه السندات وأصبح لدى SVB خسائر غير محققة تعادل تقريبًا رأس ماله. أدى سحب مفاجئ من قبل مودعيه غير المؤمنين إلى انهياره في غضون 48 ساعة فقط.

أثار ذلك ذعرًا في النظام: فعلى الرغم من أن هذه كانت بنوكًا متوسطة الحجم، اهتزت الثقة في البنوك عمومًا، مما أجبر الجهات التنظيمية على التدخل بحماية النظام حيث ضمنت المؤسسة الفيدرالية للتأمين على الودائع جميع الودائع في البنوك المنهارة، حتى ما تجاوز حد التأمين المعتاد وفي الوقت نفسه تقريبًا في أوروبا، شهد كريدي سويس – وهو بنك عالمي كبير مثقل

إذا تباطأ الاقتصاد، فقد تفقز معدلات التخلف عن السداد في هذه الفئة، ما قد يضر البنوك أو الصناديق المالكة لهذه الديون. أما ديون الأسر، فهي مرتفعة جدًا في دول مثل كندا، أستراليا، كوريا الجنوبية، خصوصًا عبر الرهون العقارية.

مع إعادة تسعير الفوائد للأعلى (في كثير من هذه الدول الرهون عقودها متغيرة أو قصيرة الأجل) سيشعر المستهلكون بضغط على التدفقات النقدية، ما قد ينعكس على الاستهلاك وأسواق الإسكان. بالفعل، بدأت أسعار المنازل في التراجع في بعض الأسواق المبالغ في قيمتها (على سبيل المثال: أسعار المساكن في السويد انخفضت ~15% من ذروتها في 2022 إلى 2023).

تصحيح غير منظم لسوق العقارات قد يضر البنوك ويقلص ثروة الأسر، رغم أن ميزانيات الأسر القوية والمعايير الصارمة للإقراض بعد 2008 توفر بعض الحماية في دول مثل الولايات المتحدة.

## الأزمات المالية العالمية عبر قرن: دروس من التاريخ ومخاطر المستقبل

ارتفاع أسعار الطاقة (رغم أن أوروبا تكيفت إلى حد كبير مع انخفاض الاعتماد على الغاز الروسي الآن). العلاقات بين الولايات المتحدة والصين متوترة بسبب التكنولوجيا وتايوان- وأي مواجهة (حتى لو كانت دون صدام عسكري) قد تعطل التجارة والتدفقات المالية بشكل كبير نظرًا لدور الصين المحوري في سلاسل التوريد وانكشاف المستثمرين الأمريكيين عليها.

يشير صندوق النقد الدولي إلى مفهوم "تفكك الاقتصاد العالمي"، محذرًا من احتمال تشكل تكتلات يقل فيها التعاون الدولي. ورغم أن هذا قد لا يؤدي إلى أزمة فورية، إلا أنه قد يخفض النمو ويجعل حل الأزمات أصعب (على سبيل المثال، أنظمة العقوبات تعقد الشبكات المالية).

كما توجد احتمالات صدمات في الطاقة أو السلع جراء أحداث مناخية أو اضطرابات سياسية (ولا تزال منطقة الشرق الأوسط معرضة لتطورات ريمكن أن تؤثر بسرعة على أسواق النفط- وهو خطر على الدول المستوردة للنفط، بينما ستشهد دول الخليج مكاسب كبيرة)

يمثل التغير المناخي نفسه خطرًا ماليًا متناميًا: يمكن أن تؤدي الظواهر الجوية القاسية إلى الإضرار بالأصول فجأة (مثل تكبد شركات

- مقاييس توتر التمويل بين البنوك مثل **فارق LIBOR-OIS**
- تدفقات الأموال داخل وخارج صناديق أسواق المال (خروج ودائع مصرفية ضخمة لصالح صناديق الأموال قد يضغط على سيولة البنوك).

حتى عام 2025، هدأت هذه المؤشرات منذ أزمة 2023 المصغرة، لكن اليقظة عالية. وتحذر تقارير الاستقرار المالي من صندوق النقد الدولي وغيرها من أن التوازن بين مكافحة التضخم والحفاظ على الاستقرار المالي هش.

إذا استمر التضخم وأبقت البنوك المركزية السياسات مشددة، قد "ينكسر" عنصر آخر في النظام المالي. وعلى العكس، إذا وقعت أزمة مالية كبرى، قد تضطر البنوك المركزية للاختيار بين تخفيف السياسة لإنقاذ الاستقرار أو البقاء متشددة للسيطرة على التضخم- وهو موقف صعب للغاية.

### 4. المخاطر الجيوسياسية والهيكلية:

بعيدًا عن الاقتصاد البحث، تصاعدت التوترات الجيوسياسية التي يمكن أن تشعل الأزمات أو تزيدها سوءًا. الحرب الروسية-الأوكرانية لا تزال مستمرة، مع مخاطر التصعيد أو عودة

مجال آخر للتركيز هو قطاع المؤسسات المالية غير المصرفية - مثل شركات التأمين، وصناديق التقاعد، وصناديق التحوط- التي لا تخضع لرقابة صارمة مثل البنوك. في أواخر 2022، انهارت استراتيجية الاستثمار القائم على الالتزامات (LDI) لدى صناديق التقاعد في المملكة المتحدة عندما قفزت عوائد السندات الحكومية، ما كاد يؤدي إلى إفلاس واسع حتى تدخل بنك إنجلترا لاستقرار السوق. أظهر ذلك كيف يمكن أن تضخم الرافعة المالية الخفية والتشابك في المؤسسات غير المصرفية الصدمات.

عالميًا، تدير هذه المؤسسات الآن ما يقارب نصف الأصول المالية. ويخشى المنظمون أن تؤدي الضغوط في مجالات مثل صناديق الاستثمار العقاري، أو صناديق الائتمان الخاص، أو شركات تجارة السلع إلى انتقال العدوى للنظام المالي.

### المؤشرات الرئيسية لمراقبة استقرار النظام المالي تشمل:

- مؤشرات أسهم البنوك (الانخفاضات الحادة قد تشير إلى ضغوط).
- فروق مقايضات التخلف عن سداد الائتمان للبنوك الكبرى.

## الأزمات المالية العالمية عبر قرن: دروس من التاريخ ومخاطر المستقبل

**\*فروق العوائد ومؤشرات التقلب:**  
يمكن أن يكشف تسعير المخاطر عن قلق السوق. على سبيل المثال، ارتفع فارق TED أو FRA-OIS (علاوات مخاطر الإفراض بين البنوك) بشكل حاد في 2008، وأيضًا قليلاً أثناء أزمة البنوك في 2023. حاليًا هي منخفضة، لكن أي قفزة مفاجئة إشارة خطر. مؤشر ( VIX تقلبات الأسهم) مقياس آخر – انخفاضه الكبير قد يشير إلى التراخي؛ قفزة مفاجئة قد تشير إلى الخوف.

**فروق العوائد على السندات عالية المخاطر**  
تشير لضغط في الائتمان المؤسسي – اتسعت مع ارتفاع الفائدة، لكن ليس بشكل مقلق بعد. إذا قفزت إلى أكثر من 800 نقطة أساس فوق سندات الخزنة (من ~400 نقطة أساس مؤخرًا) فهذا قد يشير إلى أزمة ائتمان مرتقبة.

**تدفقات رؤوس الأموال في الأسواق الناشئة:**  
غالبًا ما تبدأ الأزمات العالمية من الأطراف. إذا ظلت الفائدة الأمريكية مرتفعة، قد تواجه بعض الأسواق الناشئة المثقلة بالديون الدولارية صعوبات.

يجب مراقبة ضغوط العملات (هبوط حاد) وانخفاض الاحتياطيات الأجنبية، وارتفاع عوائد السندات في هذه الأسواق. تقارير صندوق النقد الدولي حول الدول المعرضة لخطر التخلف عن السداد

المستدامة (مثل ارتفاع مضاعفات الربحية بشكل مبالغ فيه) أو أسواق العقارات التي تنفصل أسعارها عن الإيجارات/الدخول – إشارات تحذيرية.  
في عام 2023، ظهرت بعض علامات التضخم في أسهم التكنولوجيا (مدفوعة بطفرة الذكاء الاصطناعي) لكن التقييمات ليست متطرفة كما في فترة فقاعة الإنترنت. العقارات التجارية تستحق المتابعة: الأسعار بالفعل تحت الضغط؛ التخلف الكبير عن السداد في هذا القطاع قد يضر البنوك وحاملي السندات.

**انعكاس منحنى العائد:** كما ذكر، كان منحنى العائد الأمريكي مؤشرًا موثوقًا للركود. في منتصف 2023، وصل إلى أعماق انعكاس منذ 1981 (فارق العائد بين سندات عامين وعشرة أعوام بلغ -109 نقاط أساس) يشير ذلك إلى أن الأسواق تتوقع تباطؤ النمو لدرجة أن البنوك المركزية ستخفض الفائدة لاحقًا. إذا حدث ركود، فحدة الركود ستكون حاسمة – الركود المعتدل يمكن التعامل معه، لكن الحاد قد يدفع القطاعات المثقلة بالديون نحو الأزمة.

عودة المنحنى للوضع الطبيعي قد تكون إشارة سلبية أيضًا إذا حدثت بسبب خفض الفائدة استباقيًا أو استجابةً للركود. وبالتالي يجب مراقبة توقعات سوق السندات عن كتب.

التأمين مطالبات ضخمة، أو فقدان العقارات الساحلية قيمتها) وعلى المدى الطويل، يمكن أن تهدد الضغوط المناخية الاستقرار المالي، رغم أنها مشكلة بطيئة التطور. ويرى بعض المحللين أن إعادة تسعير مفاجئة للأصول عالية الانبعاثات (فقاعة الكربون) قد تمثل خطرًا نظاميًا إذا تم تشديد السياسات المناخية بسرعة

### 5. مؤشرات الأزمات المستقبلية:

من خلال الدروس المستفادة من الأزمات السابقة، فيما يلي مؤشرات واتجاهات يستخدمها المحللون لقياس احتمالية نشوء الأزمة العالمية المقبلة:

**\*فقااعات الائتمان والأصول:**  
غالبًا ما يسبق نمو الائتمان السريع (ارتفاع حاد في نسبة الدين الخاص إلى الناتج المحلي الإجمالي) الأزمات المصرفية. حاليًا تباطأ نمو الائتمان عالميًا باستثناء بعض المناطق (مثل ديون الأسر والحكومات المحلية في الصين، وبعض الأسواق الناشئة). إذا شهدنا فترة جديدة من السياسات النقدية السهلة (ربما إذا خفضت البنوك المركزية الفائدة في حالة ركود مستقبلي) فسيكون من الضروري مراقبة كيفية استخدام الائتمان. كذلك تُعد فقااعات أسعار الأصول – سواء في أسواق الأسهم ذات التقييمات غير

## الأزمات المالية العالمية عبر قرن: دروس من التاريخ ومخاطر المستقبل

قد يؤدي هذا السيناريو إلى تضرر المحافظ الاستثمارية عالمياً، نظراً لأن السندات السيادية تُعد الأصل الآمن النهائي.

**تفكك النظام النقدي العالمي:** إذا أضعفت التوترات الجيوسياسية الثقة في النظام القائم على الدولار، فقد يؤدي ذلك إلى تحركات رأسمالية وتقلبات حادة في أسعار الصرف.

حالياً، النظام المصرفي العالمي أكثر مرونة مما كان عليه في 2007، وتتمتع الأسر في العديد من الدول بميزانيات أقوى بفضل مدخرات فترة الجائحة.

قد يخفف ذلك من شدة التباطؤ القادم. لكن تفاعل ارتفاع الديون مع ارتفاع الفائدة يمثل وصفاً كلاسيكية لضغوط مالية. شهدنا بالفعل "أزمات صغيرة" (السندات البريطانية، البنوك الإقليمية، إلخ) تمت السيطرة عليها؛ الخطر أن تكون الأزمة التالية أكبر أو تحدث في وقت تقل فيه قدرة السلطات على التدخل (الديون العامة أعلى، والتضخم يقيد التيسير النقدي).

ومنصات الإقراض من نظير إلى نظير، وشركات التكنولوجيا المالية. كثير من هذه الكيانات جديدة ولم تختبر في أزمة حادة. إذا بدأنا نرى صناديق تعلق عمليات السحب أو انهيار مقرضين بدائل، فقد تكون إشارة على انتقال العدوى في هذا القطاع.

**الأزمة المحتملة القادمة – سيناريوهات:** من المستحيل التنبؤ بدقة، لكن المحللين يطرحون سيناريوهات مثل:

**هبوط اقتصادي تضخمي:** استمرار التضخم يجبر البنوك المركزية على التشديد رغم الركود الحاد، ما يؤدي إلى موجة تخلف عن السداد في الشركات والأسواق الناشئة (مشابه لأزمة ديون أمريكا اللاتينية في الثمانينيات، لكن على نطاق أوسع).

**أزمة ديون في الصين:** انهيار قطاع العقارات ومشكلات تمويل الحكومات المحلية قد تؤدي إلى إفلاس بنوك أو خفض قيمة العملة ونظراً لحجم الصين، قد تؤدي أزمة مالية غير منظمة هناك إلى صدمات عالمية عبر التجارة وسلاسل الإمداد وثقة المستثمرين. انهيار السوق نتيجة فقدان الثقة في السندات الحكومية: إذا شك المستثمرون في استدامة ديون الولايات المتحدة أو اليابان، قد تقفز العوائد بشكل خارج عن السيطرة (حادثة السندات البريطانية في 2022 كانت نموذجاً مصغراً).

مؤشر مهم. مجموعة من حالات التخلف في الأسواق الناشئة قد تؤثر على البنوك العالمية أو صناديق السندات – مثلاً، إذا واجهت دولة كبيرة مثل تركيا أو البرازيل تخلفاً عن السداد (ليس السيناريو الأساسي حالياً، لكنه احتمال نظري)، فقد تكون له آثار نظامية.

**المؤسسات النظامية المهمة:** أحد دروس 2008 هو مراقبة صحة البنوك والمؤسسات الكبرى ذات الترابط العالمي. كان اقتراب انهيار كريدي سويس في 2023 أمراً لافتاً. فقد كان مُصنفاً كبنك عالمي مهم نظامياً. G-SIB ورغم استحوذاه دون عدوى عالمية، إلا أنه ذُكر بأن جميع نقاط الضعف لم تختف. يجب مراقبة أسعار أسهم G-SIBs وعقود CDS كذلك، يمكن أن تشكل شركات التأمين الكبرى أو غرف المقاصة المركزية (CCPs) خطراً – فإذا واجهت غرفة مقاصة رئيسية عجزاً يفوق صندوق الطوارئ الخاص بها، قد تكون شرارة أزمة. حالياً صمدت غرف المقاصة، لكن مع تغير مراكز المشتقات مع تحولات أسعار الفائدة، يجب الانتباه.

**إشارات الضغط في "القطاع المصرفي الموازي":** مع انتقال المزيد من الوساطة الائتمانية خارج البنوك التقليدية، يراقب المنظمون قطاعات مثل صناديق السندات المفتوحة (التي قد تواجه سحباً جماعية)

### الخاتمة

ختامًا، بينما لا يمرّ الاقتصاد العالمي في عام 2025 بأزمة، فإنه لم يخرج بعد من دائرة المخاطر. المخاطر النظامية – مثل ارتفاع مستويات الديون، والتشديد النقدي السريع، والصراعات الجيوسياسية – تعني أن اليقظة أمر بالغ الأهمية. تتابع البنوك المركزية الكبرى والمؤسسات الدولية عن كثب المؤشرات المذكورة: من منحنيات العائد إلى فروق العوائد وحتى مسارات الديون.

الأمل هو أن تسمح مؤشرات الإنذار المبكر بإجراء تعديلات في السياسات لمنع أزمة شاملة. فعلى سبيل المثال، يمكن للجهات التنظيمية التأكد من أن البنوك تدير مخاطر أسعار الفائدة، كما يمكن للبنوك المركزية معايرة وتيرة التشديد الكمي لتجنب اضطراب الأسواق، ويستطيع صندوق النقد الدولي تنسيق إعادة هيكلة الديون للدول المعرضة للخطر قبل أن تتفاقم الأوضاع. سواء كانت الأزمة المالية العالمية المقبلة وشيكة أو على بعد بضع سنوات، فالتاريخ يوضح أنها ستأتي غالبًا نتيجة مزيج من العوامل: اختلالات اقتصادية وأخطاء في السياسات، وغالبًا عنصر مفاجأة.

من خلال دراسة الكساد الكبير، وانهيار نظام العملات بعد الحرب والتضخم الركودي في السبعينيات، وأزمات الأسواق الناشئة في الثمانينيات والتسعينيات، وأزمتي ما بعد 11 سبتمبر و2007-2008، وأزمة كوفيد-19، نحسن قدرتنا على التعرف على الأنماط والمؤشرات التحذيرية. تشير هذه المؤشرات حاليًا إلى ضرورة الحذر: فدورات التشديد النقدي والرافعة المالية العالية كانت تاريخيًا مقدمة للاضطرابات، لذا من الحكمة أن يستعد العالم عبر بناء هوامش أمان وخطط طوارئ.

يجب أن يبقى "رجال الإطفاء" الماليون – البنوك المركزية، والجهات التنظيمية، والمؤسسات الدولية – على أهبة الاستعداد، حتى أثناء موازنتهم بين مهمة خفض التضخم دون خنق النمو. إذا كان هناك جانب مشرق، فهو أن كل أزمة حفزت إصلاحات وابتكارات من إنشاء صندوق النقد الدولي ونظام أسعار الصرف المرنة، إلى التأمين على الودائع، وصولًا إلى السياسات الاحترازية الكلية الحديثة جعلتنا أكثر استعدادًا للتعامل مع الصدمات المستقبلية. وسيكون العمل الحاسم والتعاون – داخل الدول وفيما بينها – هو المفتاح عند ظهور أولى بوادر الأزمة المقبلة.

## الأزمات المالية العالمية عبر قرن: دروس من التاريخ ومخاطر المستقبل

### المصادر

الكساد الكبير - ويكيبيديا

[https://en.wikipedia.org/wiki/Great\\_Depression](https://en.wikipedia.org/wiki/Great_Depression)

الأثر الاقتصادي للكساد الكبير: مدى شدته؟ | بنك الاحتياطي الفيدرالي في سانت لويس

<https://www.stlouisfed.org/the-great-depression/curriculum/economic-episodes-in-american-history-part-3>

أهمية التعاون العالمي، الصراع والتعاون (1871-1944)، جزء 4 من 6 | صندوق النقد الدولي

[https://www.imf.org/external/np/exr/center/mm/eng/mm\\_cc\\_03.htm](https://www.imf.org/external/np/exr/center/mm/eng/mm_cc_03.htm)

لألى الحكمة المالية - الإمارات 7/24

<https://www.emirates247.com/eb247/economy/uae-economy/pearls-of-financial-wisdom-2008-09-20-1.226016>

استجابة الاحتياطي الفيدرالي لهجمات 11 سبتمبر | تاريخ الاحتياطي الفيدرالي

<https://www.federalreservehistory.org/essays/september-11>

استجابة الاحتياطي الفيدرالي لهجمات 11 سبتمبر | بنك الاحتياطي الفيدرالي في سانت لويس

<https://www.stlouisfed.org/publications/regional-economist/january-2002/the-federal-reserves-response-to-the-sept-11-attacks>

تقرير السياسة النقدية، مجلس الاحتياطي الفيدرالي

<https://www.federalreserve.gov/boarddocs/rptcongress/annual01/mpo.pdf>

التشرة الاقتصادية لصندوق النقد الدولي: دول الخليج تحد من تداعيات الأزمة

<https://www.imf.org/en/News/Articles/2015/09/28/04/53/soint031210a>

الآفاق الاقتصادية العالمية، أبريل 2020: الإغلاق الكبير

<https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2020/04/14/weo-april-2020>

عقد بعد الركود العالمي لعام 2009 - البنك الدولي

<https://documents1.worldbank.org/curated/en/634491592857799290/pdf/A-Decade-after-the-2009-Global-Recession-Macroeconomic-Developments.pdf>

سوق الدب الأمريكي 2007-2009 - ويكيبيديا

[https://en.wikipedia.org/wiki/United\\_States\\_bear\\_market\\_of\\_2007%E2%80%932009](https://en.wikipedia.org/wiki/United_States_bear_market_of_2007%E2%80%932009)

برنامج التحفيز الاقتصادي الصيني - ويكيبيديا

[https://en.wikipedia.org/wiki/Chinese\\_economic\\_stimulus\\_program](https://en.wikipedia.org/wiki/Chinese_economic_stimulus_program)

تقرير البنك الدولي: تحديث اقتصادي لدول الخليج - كوفيد-19

<https://documents1.worldbank.org/curated/en/748461627924058675/pdf/Gulf-Economic-Update-COVID-19-Pandemic-and-the-Road-to-Diversification.pdf>

التضخم أثناء كوفيد-19 كان صدمة عرض | بروكينغز

<https://www.brookings.edu/articles/covid-19-inflation-was-a-supply-shock/>

الدين العالمي يسجل مستوى قياسيًا جديدًا 313 تريليون دولار | رويترز

<https://www.reuters.com/business/global-debt-hits-new-record-high-313-trillion-iif-2024-02-21/>

تقرير الاستقرار المالي العالمي، أبريل 2023 | صندوق النقد الدولي

<https://www.imf.org/-/media/Files/Publications/GFSR/2023/April/English/ch1.ashx>

فروق العوائد بين السندات الأمريكية لأجل سنتين وعشر سنوات تصل لأعمق انعكاس منذ 1981 | رويترز

<https://www.reuters.com/markets/us/us-2yr10yr-yield-curve-hits-deepest-inversion-42-years-2023-07-03/>

من كتب التاريخ: إعادة التفكير في النظام النقدي الدولي | صندوق النقد الدولي

<https://www.imf.org/en/Blogs/Articles/2021/08/16/from-the-history-books-the-rethinking-of-the-international-monetary-system>

أزمة النفط 1973-1974 | تاريخ الاحتياطي الفيدرالي

<https://www.federalreservehistory.org/essays/oil-shock-of-1973-74>

أزمة النفط 1973 - ويكيبيديا

[https://en.wikipedia.org/wiki/1973\\_oil\\_crisis](https://en.wikipedia.org/wiki/1973_oil_crisis)

الركود 1973 - 1975 - ويكيبيديا

[https://en.wikipedia.org/wiki/1973%E2%80%931975\\_recession](https://en.wikipedia.org/wiki/1973%E2%80%931975_recession)

موجز سياسات الأمم المتحدة رقم 53: انعكاسات سياسات التنمية في السبعينيات والثمانينيات

<https://desapublications.un.org/policy-briefs/undesa-policy-brief-53-reflection-development-policy-1970s-and-1980s>

أزمة ديون أمريكا اللاتينية في الثمانينيات | تاريخ الاحتياطي الفيدرالي

<https://www.federalreservehistory.org/essays/latin-american-debt-crisis>

أزمة البيزو المكسيكي: الأسباب والتعافي والتاريخ | Investopedia

<https://www.investopedia.com/terms/t/tequilaeffect.asp>

الأزمة المالية الآسيوية | تاريخ الاحتياطي الفيدرالي

<https://www.federalreservehistory.org/essays/asian-financial-crisis>

تسريح الأزمة الآسيوية: أين ذهبت الأموال وهل عادت؟ | بنك التسويات الدولية

<https://www.bis.org/publ/confer08o.pdf>

الأزمة المالية الروسية 1998 - ويكيبيديا

[https://en.wikipedia.org/wiki/1998\\_Russian\\_financial\\_crisis](https://en.wikipedia.org/wiki/1998_Russian_financial_crisis)

أزمة - LTCM الأحداث المتطرفة في التمويل

<https://extreme-events-finance.net/resources/lbcm-crisis/>

قرب انهيار صندوق إدارة رأس المال طويل الأجل | تاريخ الاحتياطي الفيدرالي

<https://www.federalreservehistory.org/essays/lbcm-near-failure>

التأثيرات الدولية للأزمة الروسية | صندوق النقد الدولي

<https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2002/wp0274.pdf>

## ذي إيدج للاستشارات الاقتصادية

"تعزيز الأعمال من خلال تقديم خدمات استشارية احترافية تعزز الكفاءة وتخلق القيمة وتدفع عجلة النمو من خلال حلول مخصصة وفعالة"

**تقارير اقتصادية:** في شركة ذي إيدج للاستشارات الاقتصادية نحن نقدم معلومات اقتصادية استراتيجية لمساعدة الأعمال التجارية والمستثمرين وصناع القرار للبقاء في الصدارة. استكشف تقاريرنا الاقتصادية الشاملة، موجز الأسواق والتحليلات العقارية التي تغطي الكويت، دول مجلس التعاون الخليجي والأسواق العالمية. للاطلاع وتنزيل تقارير اقتصادية اخري، يرجى زياره موقعنا الإلكتروني: <https://edgeconsultancykw.com/ar/economic-reports/>

**اتصل بنا:** فريق خدمة العملاء لدينا يتطلع لخدمتكم!

**ساعات العمل:** من الساعة ال ٩ صباحا وحتى ال ٥ مساء، من الأحد إلى الخميس  
**هاتف/واتساب:** 00965-22286370  
**البريد الإلكتروني:** [Info@edgeconsultancykw.com](mailto:Info@edgeconsultancykw.com)  
**لينكد إن:** [linkedin.com/company/edgeconsultancykw](https://www.linkedin.com/company/edgeconsultancykw)  
**العنوان:** القبلة، قطعة ١٤، شارع حمد الصقر، برج رقم ١٥ (برج يعقوب)، مكتب رقم C11، مدينة الكويت، الكويت.

لمزيد من المعلومات، يرجى زياره موقعنا الإلكتروني:

<https://edgeconsultancykw.com/ar/contact-us/>

**خدماتنا:** تقدم ذي إيدج للاستشارات الاقتصادية نطاقا واسعا من الخدمات الاستشارية لتغطي الاحتياجات المتنوعة للأعمال التجارية والمشاريع ضمن القطاع الخاص والعام على حد سواء في المجالات التالية:

- **الاستشارات الاقتصادية:** دراسات الاقتصاد الكلي والجزئي والقطاعات الاقتصادية، برنامج الائتمان المصرفي الاستشاري، والاستشارات الاستثمارية (عدا الأوراق المالية).
- **الاستشارات في المشاريع التجارية:** دراسات الجدوى، استشارات للشركات التي تتضمن أغراضها التعامل في القطاع العقاري، استشارات مشاريع التخصيص ومشاريع B.O.T.
- **الاستشارات المصرفية والمعلومات التجارية:** مراجعة هيكل التسهيلات المصرفية القائمة، ترتيبات التمويل، جدولة التسهيلات المصرفية والتسويات المصرفية.
- **الاستشارات الإدارية:** هيكل الشركات، استشارات التحول الرقمي، استشارات التخطيط الاستراتيجي للشركات، البرنامج الاستشاري الإداري، تنظيم المؤتمرات و ورش العمل.
- **الاستشارات المتعلقة بال ESG (المعايير البيئية والاجتماعية والحوكمة).**
- **استشارات العلاقات العامة.**
- **الاستشارات التسويقية.**

لمزيد من المعلومات عن خدماتنا، يرجى زياره موقعنا الإلكتروني:

<https://edgeconsultancykw.com/ar/services-page/>



حقوق النشر © 2025 لشركة ذي إيدج للاستشارات الاقتصادية ذ.م.م. جميع الحقوق محفوظة.

لا يجوز تعديل أو عمل هندسة عكسية أو إعادة إنتاج أو توزيع أي محتوى وارد في هذا التقرير (بما في ذلك البيانات أو التحليلات أو النتائج) أو أي جزء منه ("المحتوى") بأي شكل أو وسيلة أو تخزينه في قاعدة بيانات أو نظام استرجاع دون الحصول على إذن خطي مسبق من شركة ذي إيدج للاستشارات الاقتصادية ذ.م.م. ("ذي إيدج"). لا يجوز استخدام "المحتوى" لأي غرض غير قانوني أو غير مصرح به.

لا تقدم شركة ذي إيدج للاستشارات الاقتصادية ذ.م.م.، أو أي من مديريها أو مساهميها أو موظفيها أو كوادرها (ويُشار إليهم مجتمعين بـ"أطراف ذي إيدج") أي ضمانات أو تعهدات صريحة أو ضمنية بشأن اكتمال أو دقة أو توقيت أو توافر "المحتوى". ولا تتحمل أطراف ذي إيدج أي مسؤولية عن أي أخطاء أو سهو (سواء كان ذلك بسبب إهمال أو غيره) بغض النظر عن السبب أو عن أي نتائج يتم الحصول عليها من استخدام "المحتوى".

لا تتحمل "أطراف ذي إيدج" في أي حال من الأحوال أي مسؤولية تجاه أي طرف عن أي أضرار مباشرة أو غير مباشرة أو عرضية أو نموذجية أو تعويضية أو عقابية أو خاصة أو تبعية، أو أي تكاليف أو مصاريف أو أتعاب قانونية أو خسائر (بما في ذلك على سبيل المثال لا الحصر: فقدان الدخل، أو الأرباح، أو تكاليف الفرصة البديلة، أو الخسائر الناتجة عن الإهمال) مرتبطة باستخدام "المحتوى".

قد يكون جزء من المحتوى قد تم إنشاؤه بمساعدة أداة ذكاء اصطناعي (AI) ويتم تحرير ومراجعة واعتماد أي "محتوى" منشور تم إنشاؤه أو معالجته باستخدام الذكاء الاصطناعي من قبل كوادر "ذي إيدج".

على الرغم من أن "ذي إيدج" قد حصلت على معلومات من مصادر تعتقد أنها موثوقة، فإنها لا تُجري تدقيقاً ولا تلتزم بإجراء العناية الواجبة أو التحقق المستقل من أي معلومات تم الحصول عليها. هذا التقرير مخصص لأغراض إعلامية وتعليمية فقط ويتم توزيعه على أساس مجاني واختياري. ولا يشكل هذا التقرير نصيحة استثمارية أو توصية أو عرضاً أو دعوة لشراء أو بيع أي أدوات مالية أو أوراق مالية وأي آراء وردة في التقرير قابلة للتغيير دون إشعار مسبق. ولا تتحمل "أطراف ذي إيدج" أي مسؤولية عن أي خسائر أو أضرار تنشأ عن استخدام هذه المعلومات. يُنصح القراء بشدة بإجراء العناية الواجبة الخاصة بهم والتشاور مع مستشار مالي مؤهل قبل اتخاذ أي قرارات استثمارية أو مالية.

ملحوظة عامه بشأن جميع الأنشطة: جميع الخدمات الاستشارية المقدمة - وفقاً لشروط التعاقد مع العملاء- خاضعة لقوانين دولة الكويت والتعليمات والضوابط الصادرة من الجهات الرقابية المختلفة، وفي حالة تطلب تقديم الخدمات بموجب العقود المبرمة مع العملاء الاستعانة بمهنيين أو بشركات متخصصة في أي مجال أو الاستعانة بأشخاص مرخص لهم لتنفيذ أي من المهام المذكورة أعلاه - حسب طبيعة نشاط الجهات المستعان بها - فسيتم الاستعانة بهم وفقاً لما سيتم الاتفاق عليه.

شركة ذي إيدج للاستشارات الاقتصادية ذ.م.م.

edgeconsultancykw.com — +965-22286370

القبلة، قطعة 14، شارع حمد الصفر، برج 15 (برج يعقوب)، مكتب C11

مدينة الكويت، دولة الكويت