

6 دروس من أجل
استدامتنا الاقتصادية

سوق المناخ وخمس أزمات أخرى في منطقة الخليج



6 دروس من أجل
استدامتنا الاقتصادية

سوق المناخ وخمس أزمات أخرى في منطقة الخليج



مقدمة

كَلَّف المركز المالي الكويتي "المركز" ذراعه البحثي شركة مارمور مينا إنتليجنس بوضع هذا الكتاب، في إطار جهد قائم يبتغي تزويد القيادات المعنية بمعلومات حول القضايا الأشد إلحاحاً والتي أسهمت في صياغة الأوضاع الاقتصادية الراهنة في منطقة دول مجلس التعاون الخليجي. وأملنا أن يقدم هذا الكتاب رؤى واضحة للشركات والمستثمرين حول مجموعة من الأزمات الاقتصادية الماضية والتي كان لها أثرها على دول المجلس.

توخينا في وضع الكتاب نهج التسلسل التاريخي، وقسمناه إلى فصول تغطي فترات الأزمات التي عرفها مجلس التعاون الخليجي. ويساعد مضمون هذا الكتاب القارئ في فهم جذور الأوضاع الاقتصادية القائمة وتلمس فرص إحداث تغيير بناء. كما يقدم الكتاب معلومات هي نتاج بحث جاد ومفصل وسعي للإحاطة بجوانب تلك الأزمات. ومن هنا نأمل أن نكون قد ألقينا الضوء على أحداث كانت من بين أهم العوامل التي صاغت المشهد المالي في منطقة الخليج. ويقدم الكتاب تحليلات وآراء قائمة على جهد بحثي لمصادر نعتقد أنها موثوقة. وسعينا إلى أن يكون عرضاً موجزاً لست أزمات مالية محورية، ولكن الكتاب لا يعد دليلاً مرجعياً لأي نشاط تجاري أو استثماري. كما لا تتحمل مارمور أي مسؤولية عن أي أخطاء وردت في إطار المعلومات التي نعرضها اعتماداً على مصادر أو مواد مرجعية.

المحتويات

1. أزمة سوق المناخ 1
2. الأزمة المالية العالمية - عام 2008 9
3. الركود العقاري في دبي 2009 19
4. القصيبي: عثرة مالية زلزلت الشرق الأوسط 31
5. أسعار النفط بين الارتفاع والانخفاض 39
6. المواجهة الدبلوماسية: قطر 51

1

أزمة سوق المناخ



نبذة من التاريخ

فاجأت سوق الكويت للأوراق المالية الكثيرين؛ وحدث ذلك للمرة الأولى في أوائل السبعينيات ثم مرة أخرى في منتصف الثمانينيات. ففي أوائل الخمسينيات، بدأت الكويت تبزغ كوجهة مالية مختارة وكانت تلك سنوات ذهبية، عندما ازدهرت أعمال النفط وبدأت برامج الأشغال العامة الرئيسية، وحينها كان المناخ المحيط ليبرالياً. وبحلول عام 1952، وقت أن تولى صاحب السمو الشيخ عبد الله الثالث آل سالم الصباح سدة الحكم، أصبحت الكويت أكبر مصدر للنفط. وفي العام ذاته، تأسست أول شركة مساهمة كويتية. كما تأسس بنك الكويت الوطني. وفي تلك الحقبة، أدرجت 40 شركة عامة في سوق الكويت للأوراق المالية والمعروفة باسم البورصة الرسمية. وكانت هناك سوق أخرى غير رسمية تُدعى سوق المناخ، وبلغ عدد الشركات المساهمة الكويتية غير المسجلة 46 شركة. كما كانت هناك 38 شركة أخرى غير كويتية تم تأسيسها في دول الخليج الأخرى ويجري تداول أسهمها في سوق المناخ الذي كان الأكثر شهرة.

وكانت الشركات المدرجة في سوق المال الرسمي قد تأسست بموجب القانون التجاري الكويتي وتنظمها لجنة الأوراق المالية التي شكلتها وزارة التجارة، وكان تداول الأوراق المالية في سوق المناخ، الذي يمثل 80% من حجم التداول في السوق عموماً، لا يخضع للرقابة التنظيمية لتلك اللجنة.

وكان للأزمة التي اجتاحت سوق المناخ تداعيات جسيمة على الكويت. وبدأت تلك التداعيات في عام 1973، يوم أن أعلنت الدول العربية حظر تصدير النفط، مما أدى إلى ارتفاع حاد في أسعار النفط الخام، وفي الأشهر الستة المنتهية في مارس 1974، تصاعدت أسعار النفط بنسبة 400% من 3 دولار إلى 12 دولاراً للبرميل. وجلبت تلك الزيادة عوائد نقدية غير مسبوقه إلى الكويت، وهو أمر منطقي لأن البلاد كانت واحدة من أكبر منتجي النفط في العالم، وبلغت الطاقة الإنتاجية حوالي 2 مليون برميل في اليوم، مما كان يدر دخلاً يتراوح بين 6 و24 مليون دولار في اليوم من عائدات النفط (من 2.2 مليار إلى 8.7 مليار دولار أمريكي سنوياً). وكان ذلك مكسباً غير متوقع بالنسبة للكويتيين، واستغلت الحكومة الأموال على نحو مثمر وذلك من خلال استثماراتها في البنية التحتية، وغيّرت هذه الخطوة من طبيعة الاقتصاد وساعدت على خلق ثروة هائلة ومن هنا ظهرت العلامات الأولى للمتاعب. ففي العالم أجمع، تشير سجلات التاريخ أنه عندما يمتلك الناس دخلاً متاحاً مرتفعاً، فإن هذا الدخل يجد بطريقة ما سبيلاً إلى سوق الأسهم، وهذا ما حدث في الكويت أيضاً.

فقد شهدت سوق الكويت للأوراق المالية طفرة في فرص التمويل للمضاربة في السوق المالية، مما أدى إلى ارتفاع كبير في أسعار الأسهم الكويتية. وبالتالي أدى ذلك بدوره إلى ارتفاع الطلب

على الأسهم. وساهم الارتفاع في مزيد من التفاؤل، وبدأ المستثمرون في دفع علاوة للسندات الصادرة حديثاً ولم يكن هذا الارتفاع مفاجئاً بالنظر إلى أن تاريخ العالم مليء بالأمثلة الموثقة عن الإقبال العام يتأثر كثيراً بالمشاعر والعواطف وتكون النهاية غير محمودة العواقب في أغلب الحالات. وسجل التاريخ أزمة شركة بحر الجنوب (1711 - 1720)، وأزمة شركة المسيسيبي (1719 - 1720)، وهوس التوليب الهولندي في القرن السابع عشر. حتى أن المرء يكاد يعتقد أن الجميع استفاد من تلك الدروس القاسية ولكن هيهات.

ففي أواخر عام 1976، شهد سوق الكويت للأوراق المالية تراجعاً كبيراً، حيث انخفض المؤشر السنوي بنسبة 18.7%، من 235.2 إلى 191.8، وانخفض حجم التداول بنسبة مذهلة بلغت 66%.

تدخل الحكومة وسوق المناخ

تدخلت الحكومة الكويتية للسيطرة على الوضع، حيث بدأت بتعليق تأسيس شركات جديدة وتقييد الشركات القائمة من زيادة أسهمها. وكان هناك شعور بأن عمليات الطرح الأولية والاكتمالات العامة تؤثر على السيولة المحلية مما يؤدي إلى انهيار السوق. كما قامت الحكومة بإنقاذ المستثمرين من خلال شراء الأسهم بسعر أقل مما أدى إلى خسائر فادحة.

في حين اشترت الحكومة الكويتية أسهماً بقيمة حوالي 150 مليون دينار كويتي بين يناير 1977 وإبريل 1978، وتضررت البنوك بشدة بعد إقراضها تجار الأسهم. وبعد ذلك قدم بنك الكويت المركزي تسهيلات لشراء الديون المتعثرة التي تكبدها البنوك. وتعافى السوق بنهاية عام 1978، مع بقاء الأسواق الرسمية وغير الرسمية في وضع مستقر حتى بداية عام 1981.

خلال ذلك الوقت، منعت الحكومة دمج الشركات المساهمة الكويتية بين عامي 1977 و1979 مما جعل من الصعب على المستثمرين الانغماس في المضاربة في الأسواق المالية الرسمية. وفي سبتمبر 1980، قامت العراق برئاسة صدام حسين بغزو إيران تحت رئاسة آية الله الخميني وأدى اندلاع الحرب إلى ارتفاع أسعار النفط الخام، حيث وصل السعر إلى 40 دولار للبرميل بحلول عام 1981.

وعندئذ تغيرت الكفة...

كان المستثمرون الكويتيون الذين لديهم مخزون ضخم من الثروة الناتجة عن عوائد النفط يبحثون عن فرص استثمارية بإمكانها أن تولد عوائد كبيرة. وكانت الأسواق الأمريكية والأوروبية تواجه انتكاسات في ذلك الوقت، بينما كانت بورصة الكويت الرسمية منظمة بشكل صارم، الأمر الذي دفع المستثمرين للبحث عن ساحة بديلة جذابة.

ومن دافع توجه ورغبة حكومة الكويت في إنقاذ المستثمرين خلال أزمة عام 1977، بدأ المستثمرون يتجاهلون المخاطر المرتبطة بالاستثمارات المضاربة وبدؤوا في الاستثمار في الأوراق المالية المدرجة في هذا السوق غير الرسمي. وكان هناك شعور إيجابي بأن سوق المناخ قد احتل المرتبة الثالثة من حيث القيمة السوقية خلف بورصة نيويورك وبورصة اليابان!

وفي منتصف عام 1979، تمت إزالة الحظر الذي فرض في منتصف عام 1977 على تأسيس شركات مساهمة كويتية، مما أدى إلى ارتفاع سريع في تأسيس الشركات المساهمة الكويتية

والشركات الخليجية. وقد تم دمج 45 شركة خليجية جديدة و120 شركة مساهمة كويتية وفقاً لبنك الكويت المركزي بين عامي 1979 و1982. هذا وقد كانت تلك الشركات الخليجية التي تم تأسيسها مملوكة لشركة كويتية ولكن تم تأسيسها في دول الخليج الأخرى، وكان العديد منها شركات خارجية أنشئت لغرض المضاربة مما يعني أنها كانت خارج نطاق لوائح الكويت. وخلال سنوات الازدهار، خفضت الحكومة الحد الأقصى لمبلغ الاشتراك مما أدى إلى قيام المستثمرين الصغار باستغلال الفرصة لدمج الشركات والاستفادة من الطفرة الحاصلة. وفي عام 1982، بلغ عدد الأسهم المتداولة في شركة المناخ الخليجية 3.5 مليار مقارنة بـ 837 مليون سهم فقط في سوق الكويت للأوراق المالية، كما تم تداول ما يقرب من 2 مليار سهم خلال الأشهر الثلاثة بين يونيو وأغسطس 1982. وبلغت القيمة السوقية للشركات الخليجية 2 مليار دينار كويتي في عام 1982 مقابل القيمة الاسمية التي بلغت 648 مليون دينار كويتي فقط. وفي ذلك الوقت، كان هناك حوالي 6000 شخص ومؤسسة مستثمرين يتاجرون في سوق المناخ، وكان من الشائع أن تتضاعف القيمة الجديدة في غضون أسابيع قليلة من الاكتتاب الأولي العام، حيث كانت الأسواق متجهة إلى الانهيار، وهذا بالضبط ما حدث.

تداول العقود الآجلة يؤدي إلى الأزمة

كان "تداول العقود الآجلة" هو صميم أزمة سوق المناخ، حيث كان تداول "العقود الآجلة" غير رسمي قبل عام 1977. ووجد المتعاملون الذين اعتادوا التعامل في السلع والعقارات فرصاً جديدة في الأسهم.

أما عن آلية ذلك، فقد كان البائع يبيع بسعر السوق إذا كان المشتري يدفع الثمن مباشرة نقداً، وهذا المبلغ يسمى السعر الفوري.

إذا قام المشتري بالدفع باستخدام شيك مؤجل، يضيف البائع فرق قيمة على السعر الفوري. وكان فرق قيمة التأمين المدفوع في المتوسط 60% من السعر الفوري. وفي بعض الأحيان، كانت فرق القيمة تصل إلى 300%، وكان المستثمرون مستعدون للدفع!

وبمجرد تقديم الشيكات المؤجلة، يعتبر العقد مغلقاً. وقد حمى هذا الإغلاق سعر السهم من الناحية الفنية وحمى المشتري من الخسارة إذا تحركت أسعار الأسهم صعوداً والبائع من الخسارة إذا انخفضت الأسعار. وخلال فترة الازدهار، حصل حاملو الشيكات المؤجلة على تمويل من البنوك مقابل هذه الأدوات واستخدمت العائدات لشراء أسهم أخرى. وتأسست لجنة سوق الأوراق المالية في عام 1976 لتنظيم سوق العقود الآجلة بعد أزمة 1977 وحددت اللجنة متطلبات تنظيمية محددة لتنفيذ التجارة الآجلة. أولاً، جميع العقود الآجلة المتداولة كانت مسجلة في إدارة الأوراق المالية. ثانياً، فترة الاستحقاق القصوى المسموح بها ستكون 12 شهراً فقط. ثالثاً، يجب إيداع ما يعادل 10% من قيمة الشراء أو الفرق بين السعر الفوري وأسعار العقود المستقبلية أيهما أكبر. رابعاً، يحتفظ البائع بحق ملكية الأسهم خلال فترة العقد ما لم يدفع المشتري المبلغ الإجمالي. وتبين أن القواعد الجديدة غير فعالة بدون وسيط مقاصة، حيث أنها تعني أن التجارة لم تكن مضمونة للأداء. وإذا تخلف أي من طرفي العقد عن سداد الديون، فسيكون الطرف الآخر عرضة للمساءلة.

كما أُعتبر الشيك أداة نقدية مستحقة الدفع عند التقديم بموجب القانون التجاري الكويتي، وبالتالي استمر المستثمرون في التعامل مع البيع كمعاملة نقدية مع مدفوعات مؤجلة. ولم تكن الشيكات الآجلة موضع قلق كبير، حيث كان مستحقاً/متأخر السداد لأكثر من شهر. ويمكن على سبيل المثال تأجيل دفع الأسهم لمدة أقصاها 12 شهراً، وكانت الشيكات المؤجلة صالحة لمدة تصل إلى شهر واحد بعد انقضاء فترة 12 شهراً. وخلاف ذلك، يتم قبول الشيك نقداً وواجب النفاذ بموجب القانون في الوقت المحدد.

وبعد تعديل القانون في عام 1981، كان من اللازم توقيع العقد من قبل وسيط وكذلك أن يكون مسجلاً في السوق المالية، وقد كفل الوكلاء تسليم المشتري الشيك وتقديم البائع للحصة. وأعطت عملية تسجيل العقد للمشتريين والبائعين الحماية اللازمة بموجب القانون وأدت إلى زيادة كبيرة في تداول العقود الآجلة في سوق الأسهم الصاعد. ومع ذلك، فقد أدى ذلك أيضاً إلى تعريض الوكيل لأوضاع مفتوحة وغير متوازنة. ولم يكن هناك وسيط لمراقبة متطلبات الإيداع البالغة 10% خلال فترة العقد ولضمان نقل الملكية في نهاية مدة العقد. وبالتالي تم نقل الملكية في وقت البيع نفسه. وظل دور سوق المال مقصوراً على تسجيل العقد، ولم يكن له دور في تنظيم آلية المقاصة وينطبق الحد الأدنى من التنظيم المنطبق في ذلك الوقت على الصفقات المتعلقة بالسوق المالية الرسمية. واستمر العمل في سوق الأوراق المالية المتوازي المستشري غير المنظم بشكل كامل. وبالتالي، تشكلت الفقاعة.

انفجار الأزمة

انخفض مؤشر سوق المناخ من 240 في مارس 1982 إلى 110 في أغسطس، أي تدهور يتجاوز نسبة 50% في غضون ستة أشهر، مما أدى إلى خسارة سنوية بنسبة 100%. وبحلول أغسطس، عجزت واحدة من أكبر الشركات التجارية البالغ عددها 18 شركة عن سداد ديونها وانفجرت فقاعة المناخ أخيراً. وأصبح بيع الأسهم صعباً، حيث انهار حجم التجارة من 602 مليون سهم في الشهر السابق إلى 72 مليون. وكان هناك بالفعل عدد كبير من البائعين، لكن على الجانب الآخر عدد قليل جداً من المشترين. وعلى الرغم من عدم تأثر سوق الكويت للأوراق المالية في البداية لكنه مع انهيار سوق المناخ انخفض بنسبة 6.5% فقط بين مارس 1982 وأغسطس 1982، فقد انخفض مؤشر كل الأسهم بنسبة 53% من 509.4 في نهاية عام 1982 إلى 238.6 في عام 1984. وكان ذلك نموذجاً عملياً لما يسمى "تأثير الدومينو".

وكان عدم تأثر سوق الكويت للأوراق المالية في البداية نتاج برنامج الحكومة لشراء الأسهم. وقد خسرت الأوراق المالية المتداولة في سوق المناخ ما بين 60 إلى 90 في المائة من أفضل قيمة لها. وفي سبتمبر 1982، بلغت التقديرات للشيكات المعجلة المؤجلة 94 مليار دولار أمريكي منها 78 مليار دولار (83%) كانت مرتبطة بمعاملات في أسهم الخليج والشركات المساهمة الكويتية. واشتمل ما يقرب من 95% من إجمالي الديون المستحقة على 18 متداول فقط، وبلغت حالات الإفلاس خلال الأيام الأولى 350 حالة.

وقد أضر انهيار سوق المناخ على شريحة كبيرة من الكويتيين وأحدث أزمة على الصعيد الوطني تداعت آثارها إقليمياً ودولياً. وقام القطاع المصرفي بتوسيع نطاق إصدار الائتمان المحلي في عام

1982، بمعدل ضعفين تقريباً مقارنة بالسنة السابقة. وقام المتداولون في سوق المناخ بإصدار شيكات تغطيها البنوك الكويتية. ونظراً لعدم وجود وسيط مقاصة، تراكمت تلك الشيكات. وكانت صعوبات توفير وسيط تتمثل فيما يلي: أولاً، نشأت الشيكات من معاملات غير قانونية؛ ثانياً، كانت الشيكات ضد شركات تم تأسيسها خارج الولاية القضائية لدولة الكويت؛ ثالثاً، لم تُصدَر الشيكات تحت إشراف هيئة تنظيمية.

استجابة الحكومة

لحد من تداعيات أزمة المناخ وتجنب أزمة السيولة، اتخذت الحكومة الكويتية بعض التدابير، وكان من بينها ما يلي:

تولت شركة الاستشارات المالية الدولية دور وكيل المقاصة، بهدف جمع ومطابقة وتحقق وتنظيم الحسابات المالية للأفراد والسماسة في عام 1981. وتم إنشاء صندوق بقيمة 1.7 مليار دولار أمريكي لتعويض المستثمرين عن الخسائر الأقل من 1.7 مليون دولار أمريكي.

انتهت هيئة التحكيم من استكمال التسويات التي تم التوصل إليها طواعية بين المتداولين. وأنشأت الحكومة مؤسسة لتسوية معاملات الشركات المرحلة في إبريل 1983، لتصميم وتنفيذ السياسات ووضع حد للأزمة.

وأنشأت الحكومة مجموعة عمل يترأسها وزير المالية لحل أزمة المناخ، حيث حاولت الحكومة في البداية حل هذه الفوضى من خلال إلزام المتداولين قانونياً بالوفاء بوعودهم وسداد دينهم بالكامل لجميع الدائنين. ومع ذلك، كان العديد من المتداولين معسرين ولم يستطيعوا الوفاء بالتزاماتهم المتعلقة بالديون. وعلاوة على ذلك، لم تسفر تلك الإجراءات عن استعادة الثقة في الاقتصاد، كما كان من المستحيل تتبع المواقف الصحيحة للمتداولين بسبب تشابك المصالح فيما بينهم. مثال على عدد 6 من المتداولين المرتبطين بتلك المسألة:

الذمم الدائنة من المتداولين

الذمم الدائنة من المتداولين	المتداول 1	المتداول 2	المتداول 3	المتداول 4	المتداول 5	المتداول 6	الذمم الدائنة
المتداول 1	0	62	98	28	8	22	218
المتداول 2	84	0	36	85	19	10	234
المتداول 3	43	50	0	49	24	28	194
المتداول 4	978	50	10	0	52	3	212
المتداول 5	37	93	66	53	0	64	313
المتداول 6	57	57	41	80	80	0	315
الإجمالي	318	312	251	295	183	127	1.486

المصدر: معهد بحوث العمليات وعلوم الإدارة (Informs)

في 20 إبريل 1983، أنشأت وزارة المالية هيئة تسوية المعاملات المستقبلية للتعامل مع إجراءات التسوية والتصفية والإفلاس. كما تم منح الهيئة صلاحية تسوية المطالبات ودياً والمصرح لها بإصدار سندات قابلة للتداول وقابلة للتحويل مقابل الأصول مما ساعد على عملية السداد للمدينين الآخرين.

وكانت الأصول الثلاثة التي يحتفظ بها المدينون هي النقدية والأصول السائلة الأخرى والعقارات وأسهم الشركات المساهمة الكويتية وأسهم الشركات الخليجية والشركات المساهمة الكويتية المغلقة. وأصدرت المنظمة ثلاثة أنواع من السندات تبعا لنوع الأصول التي يملكها المدينون. وتم سداد المدفوعات للدائنين وعندها تم تصفية الأصول في إطار برنامج الشراء أو إعادة الهيكلة الحكومي.

وفي أغسطس 1983، صدر قانون جديد يتضمن عدداً من التغييرات الهامة. ونص على أن جميع الديون المتعلقة بالأسهم المتقدمة تكون مستحقة في تاريخ نفاذ القانون وأن سعر الفائدة القصوى أو فرق القيمة يكون 25%، وبوسع المتداولين الإصرار على تصفية المطالبات تجاه متداولين آخرين.

وكان للبندين الأول والثاني تأثير على الوضع المالي للمتداولين وذلك اعتماداً على تواريخ الاستحقاق وموقف أصولهم والتزاماتهم. وبعد تنفيذ القانون الجديد، تحولت حسابات بعض المتداولين من الفائض إلى العجز. وعلاوة على ذلك، فإن المدينين الذين قاموا بتسويات مع الدائنين بموجب القانون القديم وجدوا أن قيمة مستحقاتهم انخفضت.

الاستجابة من خلال إصلاح سوق الأسهم

تأسست سوق الكويت للأوراق المالية كسلطة مستقلة يترأسها وزير التجارة في أغسطس 1984. وتولت مسؤولية تنظيم إجراءات التداول وتسجيل الوسطاء وتطوير السوق والإشراف عليها. وكانت الأساس لأنظمة السوق والبنية القانونية للمقاصة والتسوية.

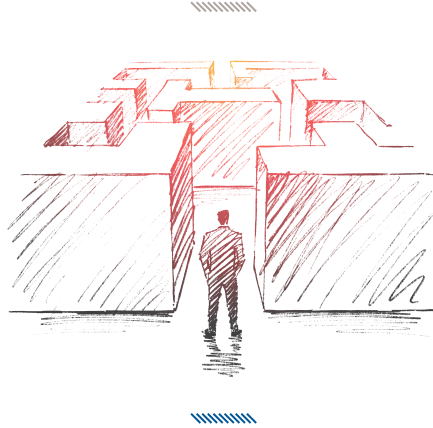
كما تأسست لجنتين لهما سلطة كاملة للفصل في النزاعات واتخاذ إجراءات تأديبية مثل التحذيرات واستدعاء الضمانات ووقف تداول الأسهم وشطب العضوية. ويمكن تداول الأسهم والسندات الكويتية والأجنبية وغيرها من الأدوات المالية المرخصة من قبل لجنة السوق المالية هذه. وقد طلب من جميع الشركات تقديم بيانات مالية منتظمة إلى السوق المالية.

وفي عام 1986، كلفت سوق الكويت للأوراق المالية شركة المقاصة الكويتية بمهام وكيل المقاصة والتسوية لجميع أنواع التداول في السوق. وفي العام نفسه، وبالتشاور مع سوق الكويت للأوراق المالية، قامت شركة المقاصة الكويتية بصياغة وتطبيق الآليات والإجراءات اللازمة لعمليات المقاصة والتسوية.

وبحلول عام 1986، خفت حدة التراجع إلى حد ما. ومع ذلك، كان للأزمة تداعيات قوية على السوق، حيث فقد الكثيرون ثرواتهم وتبددت سمعة كبار اللاعبين في السوق، بينما اعتبر آخرون أن خطة إنقاذ المال تلك ستبقى وصمة عار في تاريخهم التجاري وأخذوها على محمل شخصي.

2

الأزمة المالية العالمية عام 2008



خلق عام 2008 فجوة في النظام المالي العالمي، حيث أعاد تقسيمه إلى فترتين رئيسيتين: "فترة ما قبل عام 2008" وفترة "ما بعد عام 2008"، تماماً مثلما كان ذلك النظام مُقسماً فيما مضى إلى مرحلة ما قبل عام 1929 ومرحلة ما بعد عام 1929، حيث أن هذه الأزمة حدثت نتيجة لسلسلة من الأحداث المتوالية في السوق العقاري الأمريكي، وانتشرت منه إلى القطاع المصرفي، وتحولت أخيراً إلى مجموعة غير معروفة من المشتقات الحسابية. وسميت هذه الأزمة كذلك بأزمة الرهن العقاري. بدأ الأمر برتمته في عام 2005، حين وازب الكثيرون على الاستثمار في سوق الولايات المتحدة الأمريكية. ولسوء الحظ، شاهد السوق أسعار منخفضة للفائدة وهو الأمر الذي استمر لفترة طويلة. وارتفاع أسعار العائدة بصورة معقولة، بدأت البنوك الأمريكية في الإقراض بصورة متهورة للأشخاص ذوي الأرصدة المنخفضة، والذين يُعرفون بالعملاء غير المتميزين، وهو الأمر الذي ترتب عليه زيادة المخاطرة بأنهم قد يتخلفون عن السداد.

ومن ثم لجأت البنوك إلى استخدام سُبل الهندسة المالية لتأمين نفسها، حيث طلبت من شركات الاستثمار تجميع قروض الرهن العقارية لإنشاء منتجات استثمارية وبيعها إلى المستثمرين الفرديين الذين يبحثون عن أصول بديلة. إلا أن هذه المعاملات كانت بمثابة قنابل موقوتة في أيدي أولئك الذين قاموا بشرائها، حيث كانت مشمولة ضمن نطاق المصطلح الشامل "ديون بضمان أوراق مالية" (CDOs).

مبادلة مخاطر الائتمان

مبادلة مخاطر الائتمان هي واحدة من أدوات التزامات الدين المكفولة. ففي التسعينيات أُبرمت مبادرة قدمها بنك جي بي مورغان تشيس لمساعدة البنوك على تأمين نفسها من التخلف عن سداد القروض. إلا أن هذه الأدوات، كما أظهرت الأحداث التي تلت ذلك، كانت خارج الميزانية العمومية في العديد من الحالات، ومن ثم فقد كانت أكثر مخاطرة مقارنة بالديون المفصح عنها في الميزانية العمومية! هذه هي الطريقة التي جرت بها الأمور.

فقد تم تجميع وتمويل القروض التي مُنحت مع مخاطرات ومن ثم بيعها لمستثمرين مختلفين، بما في ذلك بعض البنوك وتجار التجزئة، مع تقديم عرض بخصم جيد. وهكذا، فعلى سبيل المثال كان يتم بيع القرض ذو قيمة 10,000 دولار والمستحق خلال عام واحد بسعر 9000 دولار للعديد من المستثمرين من خلال تحويله إلى أدوات مالية بقيمة 100 دولار. في الواقع، كانت أسعار الفائدة جذابة للغاية حتى أن بعض المستثمرين اقتترضوا من البنوك للاستثمار في التزامات الدين المكفولة، الأمر الذي زاد من نسبة المخاطر!

والأسوأ من ذلك، أن وكالات التصنيف صنفت هذه الأدوات بأنها "من بين أفضل الأدوات الاستثمارية" لذا، كان من الممكن أن تكون نتائج ذلك مختلفة لو سُدد مقابل ضمان الأوراق المالية هذا في التواريخ المحددة سلفاً. ومن عجيب المفارقات، أن معظم ضمان الأوراق المالية المصنفة AAA حدث فيها تخلف عن السداد، مما أدى إلى انهيار مراكز النفوذ المصرفية الاستثمارية، من قبيل ليمان براذرز، وأدى كذلك إلى أن يكون مصرفي جيه بي مورجان وسي تي جروب على شفا الإفلاس.

وبصورة استثنائية، استغلت الولايات المتحدة الأمريكية لقبها، بوصفها مدينة "اقتصاد السوق"، عندما تدخلت حكومتها وأنقذت مُشاركين رئيسيين في مجال الصرافة، وذلك لإنقاذ البلاد من الدخول في حالة كساد مُشابهة لتلك التي حدثت في الثلاثينيات. ولكن ذلك كان بعد فوات الأوان. فبحلول ذلك الوقت، كان العديد من الأشخاص قد فقدوا الجزء الأكبر من مدخراتهم بالفعل، حيث أن خطة الكفالة ساعدت المؤسسات فقط، وليس الأفراد.

الفشل التنظيمي لأمريكا

كان لبنك ليمان براذرز سمعة ذائعة الصيت نظراً لكونه مؤسسة ضخمة، فقد كان من المعتقد أنه أقوى من أن يفشل.

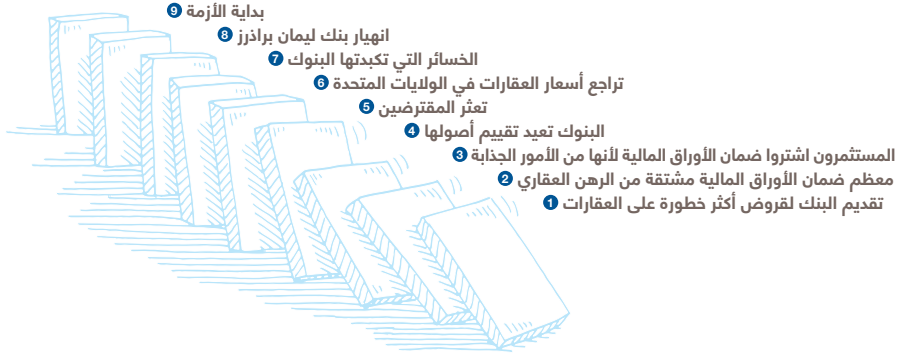
ومع ذلك، انهار بنك ليمان براذرز. وكان ذلك بمثابة كارثة تنظيمية توالى تأثير الدومينو السلي لها. وأدى ذلك إلى تراجع المستثمرين واختارت البنوك ألا تقوم بالإقراض من الأساس، مما أدى إلى ركود النشاط الاقتصادي. وجديد بالذكر أن المصرف الفيدرالي الاحتياطي لم يسمح بانهيار بنك ليتمان فحسب، بل أنه أخطأ أيضاً في أمرين آخرين: الأول، كان الاحتفاظ بنظام فوائد منخفضة لفترات زمنية طويلة، والثاني، أنه لم يسيطر على فقاعة الإسكان.

أدت هذه الأزمة إلى تباطؤ النمو الاقتصادي العالمي. وعلى مدار عامان، عانت كل من الولايات المتحدة الأمريكية وأوروبا من الركود التضخمي. ومن المثير للدهشة أن الأسواق الناشئة، مثل الصين والهند، كانت أكثر مرونة، حيث أن بنوكها المركزية الحكيمة قامت ببناء شبكات أمان. هذا وأكد محافظ بنك الصين الشعبي، زو زياوشوان، والرئيسان المتعاقبان لبنك الاحتياطي الهندي، واي في ريدي، ودي سوبارا على أن بلدانها لم تتضرر جراء هذه الأزمة.

واستثمر كذلك بعض المستثمرين في مؤشرات الأسواق المالية (داو جونز) في السوق الأمريكية، و(فوتسي) في سوق المملكة المتحدة، و(داكس) في ألمانيا، و(نيكاي) في اليابان، وMSCI-EM ثم شهدوا سقوط محافظهم الاستثمارية في زمن لا يذكر. ففي عام 2008، فقدت مجموعة المستثمرين هذه 45% من متوسط أموالها. وكان الأمر مخيباً للآمال للغاية لهذه الأسواق الناشئة والتي انخفضت بنسبة 53% في ذلك العام. فقد كان كل من الاستقرار إلى الاستثمارات، وانعكاس تدفقات رأس المال، والتباطؤ في النمو العالمي مجتمعين هي الأسباب الرئيسية وراء هذا الانهيار.

وعلى رأس كل ذلك، تحطمت ضمانات الأوراق المالية التي اشتروها.

السلسلة المعقدة لأزمة الديون



التأثير على اقتصاد دول مجلس التعاون الخليجي

غرق كبار المستثمرين في دوامة الأزمة المالية التي خلقت صدمة في جميع أنحاء العالم مما أثر على الموازين التجارية والقنوات المالية وأسواق الأوراق المالية في العديد من البلدان، بما في ذلك دول مجلس التعاون الخليجي. ففي دول مجلس التعاون الخليجي، انعكس مسار تدفقات رأس المال في هذا العام مما أدى إلى حدوث أزمة في السيولة. وانهارت كافة الاستثمارات التي أجريت في ضمان الأوراق المالية، وأفلست أسواق الشرق الأوسط.

وكان الخبر السار هو أن أزمة الرهن العقاري لم تؤثر على دول مجلس التعاون الخليجي، حيث أن تعامل البنوك مع أصول الرهن العقاري كان محدودًا، وهو الأمر الذي أدى إلى عزل هذا المنطقة عن التطورات التي كانت تجري آنذاك في الأسواق المالية العالمية. ومع ذلك، كانت الأزمة واضحة بشكل غير مباشر من خلال تراجع مستوى الاقتصاد العالمي، وانخفاض أسعار النفط، وانخفاض أسعار العقارات.

إلا أن ثقة المستثمرين في هذه الأسواق تدهورت. ومع قيام دول مجلس التعاون الخليجي بربط عملتها بالدولار، تحركت أسعار الفائدة بالتوافق مع سياسة بنك الاحتياطي الفيدرالي. وقبل الأزمة، ازداد متوسط الاعتماد السنوي الحقيقي بنسبة 23%، معظمها كان في قطر والإمارات العربية المتحدة. وأدى هذا الازدياد إلى دعم الإقراض العقاري وخلق طفرة عقارية. وكان أولئك الذين اشتروا العقارات متفائلين حول عوائدها. ولكن بمجرد أن اعتلت الأزمة المالية المشهد، بدأ رأس المال الذي تم استلامه في عام 2007 وأوائل عام 2008 في الانخفاض، مما أدى إلى إحكام تدفق السيولة وهو الأمر الذي أثر على ثقة المستثمرين.

ثم جاءت الصدمة التالية في عام 2009 عندما انخفضت أسعار النفط بصورة حادة. وتحطمت إيرادات التصدير. كما تفاقمت الأزمة نظرًا لحقيقة أن دول مجلس التعاون الخليجي تعتمد بشكل كبير على الواردات. وزاد الأثر المشترك "لانخفاض حصة الصادرات" و"الاعتماد الأكبر على الواردات" من حجم الكارثة.

وشهدت دول الخليج تعثراً في ناتجها المحلي الإجمالي، في الوقت الذي شهدت فيه الكويت والإمارات العربية المتحدة تقلصاً في الناتج المحلي الإجمالي. كما انخفض الناتج المحلي الإجمالي لبعض الاقتصادات الأخرى. ولم يكن أمام دول الكويت وقطر والمملكة العربية السعودية الكثير لتفعله بغية وقف تأثير تلك التداعيات السلبية على أرصدها.

التأثير على سوق الأوراق المالية

كان لهذه الأمور بعض التأثيرات على سوق الأوراق المالية، حيث اتبع الجزء الأكبر من أسواق الأسهم الاتجاه العالمي السائد آنذاك. ومن ثم شهدت الكويت والإمارات العربية المتحدة والبحرين، الذين سمحوا بالاستثمارات المؤسسية الأجنبية، صدمات أكبر من تلك التي شهدتها المملكة العربية السعودية، التي لا يُسمح فيها بالاستثمارات المؤسسية الأجنبية. فقد انخفضت أسعار الأصول، واتسعت فوارق مبادلة مخاطر الائتمان، مما وضح أن المستثمرين فقدوا الثقة في الديون السيادية.

ومن ثم انهارت الأسواق، وعلى الرغم من عودة المؤشرات في الارتفاع في عام 2009، فقد استغرق الأمر خمس سنوات لتجاوز مستويات ما قبل الأزمة. وكان ذلك وقت طويل للغاية بالنسبة للكثيرين ممن استثمروا مبالغ طائلة من الأموال.

حيث اعتقد الكثيرون أنه عبر الاستثمار العابر للحدود، ستكون محافظهم الاستثمارية متنوعة بشكل جيد. وفي نهاية المطاف، تبين لهم خطأ تصورهم، حيث سادت العوامل نفسها في جميع أنحاء دول مجلس التعاون الخليجي مما أدى إلى انخفاض مماثل في بلدان أخرى كذلك. ففي المملكة العربية السعودية، عانى مضاربو البورصة أياماً عصيبة، حيث خسر مؤشر "تداول" 57% في عام 2008، وانخفض كل قطاع فيه جراء ذلك. وانخفضت استثمارات شركات التأمين بنسبة 74%، تلتها شركات البتروكيماويات التي انخفضت استثماراتها بنسبة 67%. وكانت قطاعات البيع بالتجزئة والزراعة هي القطاعات الأقل تضرراً، على الرغم من تسجيل انخفاض استثماراتها بمقدار 32% و33% على التوالي.

ومن بين هذه الأسهم، انخفضت استثمارات الصناعات الأساسية السعودية (سابق)، والتي تُعد أكبر منتج للبتروكيماويات في الشرق الأوسط، بنسبة 69%. والأسوأ من ذلك، كانت هنالك توقعات سلبية مطولة لأسهم شركة الاتصالات السعودية.

فقد كان هناك استثمار واسع النطاق في كل من هذه المجالات. وفجأة، انتاب هذه الأسهم والسندات الكثير من الركود والصدمات.

وجرى الأمر نفسه في دولة الإمارات العربية المتحدة، حيث تراجع مؤشر دبي هذا العام بنسبة 72%. وعانت الأسهم العقارية من وطأة هذا الانخفاض، حيث تراجعت من أوجها في عام 2008، بانخفاض وصل إلى 83%. كما تراجعت الأسهم الأخرى بسرعة كبيرة وبطريقة غير متوقعة. وتراجعت خدمات الاتصالات والخدمات المالية للغاية بنسبة 70%. وانخفضت استثمارات التأمين بنسبة 28%. وسجلت أسهم الطاقة انخفاضاً بنسبة 70%.

وعلى صعيدٍ آخر، انخفضت أسهم "إعمار العقارية" و"موانئ دبي العالمية"، وهما شركتان عقاريتان رائدتان في الإمارات العربية المتحدة، بنسبة 85% و68% على التوالي. كما انخفضت

أسهم بنك الخليج الأول وبنك أبوظبي الوطني بنسبة 55% و53% على التوالي. وبالرغم من أن جميعهم استعادوا وضعهم في العام التالي، إلا أنهم تعرضوا للضرر في ذلك الوقت. وكانت قطر هي المدينة الأقل تعرضاً للضرر، حيث انخفض مؤشرها هذا العام بنسبة 28%، بينما انخفضت مؤشرات الاتصالات والتأمينات بنسبة 43% و32% على التوالي. وساعدت التدابير الحكومية المتبعة آنذاك، مثل شراء الأصول المصرفية وادخار رؤوس الأموال، البنوك القطرية على التعافي بوتيرة أسرع، مما ساعد أسواق الأسهم على تحسين وضعها.

العوائد السنوية للأوراق المالية من الدرجة الأولى (الإمارات العربية المتحدة، 2010-2007)

2010	2009	2008	2007	
%8.0	%32.9	%48.3-	%49.6	اتصالات
%13.7	%75.4	%54.7-	%83.5	بنك الخليج الاول
%46.5	%10.3	%68.0-	غ/م	موانئ دبي العالمية
%4.2	%54.0	%53.2-	%42.2	بنك أبوظبي الوطني
%8.0-	%70.8	%84.8-	%22.1	إعمار

المصدر: رويترز

العوائد السنوية للأوراق المالية من الدرجة الأولى (المملكة العربية السعودية، 2010-2007)

2010	2009	2008	2007	
%27.0	%60.2	%68.9-	%88.6	سابك
%3.4-	%10.2-	%41.4-	%0.9	الاتصالات السعودية
%16.5	%27.2	%52.2-	%35.0	مصرف الراجحي
%24.4	%21.6	%38.3-	%13.2	الشركة السعودية للكهرباء

المصدر: رويترز

العوائد السنوية للأوراق المالية من الدرجة الأولى (قطر، 2010-2007)

2010	2009	2008	2007	
%62.2	%9.0	%2.1-	%18.2	بنك قطر الوطني
%20.7	%13.5	%28.1-	%82.2	صناعات قطر
%23.4	%31.6	%43.2-	غ/م	شركة أوريدو
%42.5	%21.8	%52.2-	%23.0	مصرف

المصدر: رويترز

التأثير على الشركات

أثرت هذه الأزمة كذلك على زيادة الأرباح على مستوى الشركات، حيث ارتفعت القروض المتعثرة في البنوك الخليجية بشكل ملحوظ. كما كان هناك الكثير من تكتلات القروض في المملكة العربية السعودية، مما أدى إلى ارتفاع عدد القروض المتعثرة بها. وزادت إعادة هيكلة ديون دبي العالمية من حدة الأزمة.

وانخفضت الأرباح في دول مجلس التعاون الخليجي بنسبة 41% في عام 2008 بسبب انخفاض المبيعات في قطاع العقارات. وأدى هذا الانخفاض إلى تراجع النمو في القطاع المصرفي

والتي كانت تشكل 80% من العائدات الإقليمية. وانخفضت كذلك إيرادات قطاع الخدمات المالية بنسبة 204% على مدار عام 2008. وقد أدى ارتفاع مخصصات الشركات الخليجية في عام 2009 إلى انخفاض الأرباح على الرغم من النمو القوي في الإيرادات. وكانت البحرين والكويت هي الأكثر تضرراً في ذلك الصدد، حيث تضاعف الدخل الناجم عن السلع. ومقارنةً بعام 2007، انخفضت عائدات الكويت بنسبة 94% في عام 2008. وعجزت خمس شركات استثمار في الكويت عن السداد بين عامي 2008 و2010. كما انخفضت أرباح قطاع الخدمات المالية في المملكة العربية السعودية بنسبة 44% على مدار عام 2008، بسبب الخسائر المتكبدة في استثماراتهم في الأسهم والسلع العالمية. وعانت الإمارات من نسبة أرباح أقل في عامي 2009 و2010، مع تداعيات أزمة دبي العالمية وضعف أداء القطاع العقاري. وفي عام 2010، انخفضت إيرادات قطاع العقارات في الإمارات العربية المتحدة بشكل لا يمكن تصوره، حيث تكبدت خسارة كبيرة من ربح قدره 282 مليون دولار أمريكي في عام 2009 إلى خسارة قدرها 3.773 مليون دولار في عام 2010). لدرجة أن المشاريع تُركت عالقة، ولم يكن من الممكن الاستمرار في تنفيذها على هذا النحو.

الإيرادات في دول مجلس التعاون الخليجي، 2006-2010

2010	2009	2008	2007	2006	
22,185.9	16,221.0	12,791.0	22,834.7	21,251.9	المملكة العربية السعودية
4,880.5	8,626.0	12,683.7	13,237.4	9,756.1	الإمارات العربية المتحدة
5,507.8	1,503.5	860.7	13,737.1	7,907.8	الكويت
8,132.8	9,094.1	7,459.8	5,528.9	3,840.0	قطر
1,649.5	1,457.4	1,400.0	1,509.1	1,032.1	سلطنة عمان
677.8	(222.0)	(36.7)	2,630.7	1,897.7	البحرين

المصدر: رويترز

تأثير الأزمة على العقارات

في عام 2002، سمحت دبي للمواطنين من غير دول مجلس التعاون الخليجي بامتلاك عقارات على أساس نظام التملك الحر للأراضي. وساهم ذلك في جذب اهتمامات كبيرة من الخارج، حيث تم إطلاق العديد من المشاريع، ولكن تنفيذ هذه المشاريع كان أبطأ من المتوقع. فقد كان هنالك نقص في التمويل، وفشلت مهارة إدارة المشاريع الشهيرة في دبي. وتسبب ذلك في نقص حاد في السوق وزيادة الإيجارات وكذلك أسعار بيع الشقق. وخلال الفترة بين 2003-2008، كانت دبي هي "مقصد المستثمرين". فقد اشترى الكثيرون عندما كانت الأسعار تقفز بسرعة. واستثمروا بطريقة متسارعة إلا أنهم ندموا على ذلك طويلاً.

فعندما اجتاحت الأزمة المالية دبي، كان التأثير على سوق العقارات ضخماً، حيث شمل خسارة الوظائف، والتخلف عن السداد، والبيع الاضطراري. كما أدى ذلك إلى الإيقاف المؤقت للزيادة المرتبطة بالمضاربة في أسعار البيع والإيجارات. ثم بدأت الإيجارات في الانخفاض ببطء، على الأقل حتى عام 2011. وواصلت أسعار الشقق الانخفاض حتى بعد الأزمة. وانخفضت أسعار البيع في منطقة الخليج التجاري بنسبة تصل إلى 65% بين عامي 2008 و2009، حيث

انخفضت من 2700 درهم إلى 950 درهم للقدم المربع. وكان الأمر مشابهاً في كل من دبي مارينا ووسط مدينة دبي.

متوسط الأسعار (درهم لكل متر مربع)

الحي	2007	2008	2009	التغير 09/08
مركز دبي المالي العالمي	3,200	4,600	2,200	-52%
الخليج التجاري	1,500	2,700	950	-65%
برج دبي داون تاون	3,500	5,000	2,150	-57%
أبراج بحيرة الجميرا	1,200	1,800	720	-60%

المصدر: جيه إل إل

وشهدت أبو ظبي زيادة في أسعار العقارات خلال الفترة من 2003 إلى 2008، حيث بلغت هذه الزيادة ذروتها في عام 2008. مما ساعد على زيادة الطلب من المغتربين على إطلاق العديد من المشاريع. مرة أخرى، أدى عدم تنفيذ هذه المشاريع في الوقت المحدد إلى زيادة غير مسبوقة في الإيجارات وأسعار البيع. وتوقفت العديد من المشاريع التي بيعت بأسعار متزايدة بشكل سريع.

وأدت الأزمة المالية العالمية إلى تصحيح الأسعار التي انخفضت بنسبة 50% عن ذروتها في السوق في الربع الأخير من عام 2008، وذلك لتحقيق قيمة منخفضة في السوق بحلول نهاية عام 2011. وانخفضت أسعار الإيجار بما يقرب من 60% عن ذروتها التي وصلت إليها في عام 2008. كما انخفضت الإيجارات في أبوظبي بنسبة 44%، واستمر الانخفاض حتى عام 2011. وشهد أسعار بيع الشقق أيضاً انخفاضاً هائلاً بعد هذه الأزمة. كما انخفضت أسعار البيع في منطقة مارينا سكوير بنسبة 48%. وظهرت اتجاهات مماثلة في كل من المنيرة وأبراج صن أند سكاي، حيث بلغ متوسط سعر الوحدات السكنية في أبو ظبي 545 دولاراً أمريكياً لكل قدم مربع في نهاية الربع الثاني من عام 2008. ومع ذلك، استمر السعر في الانخفاض ليصل إلى 340 دولاراً أمريكياً لكل قدم مربع في نهاية الربع الثاني من عام 2010.

وتزاول الكيانات الحكومية، مثل دبي العالمية، الأنشطة العقارية عن طريق استثمار أموال أشخاص آخرين. وبسرعة كبيرة، تراكم على شركة دبي العالمية قروض بقيمة 59 مليار دولار، لأنها اقترضت بكثافة لبناء مشاريع بيانية، مثل جزيرة النخلة، والتي جذبت استثمارات من العديد من المشاهير العالميين. وعندما عاد الرخاء والازدهار في عام 2009، كانت دبي مليئة بالمنازل غير المخصصة لأي من المستثمرين.

وعندما طلبت الحكومة أن يتم السماح لدبي العالمية بتفويت ستة أشهر من مدفوعات الفوائد، أفزع ذلك الأسواق عالمياً وأثار المخاوف من اندلاع أزمة في العقارات. إلا أن هذه المخاوف سرعان ما هدأت، لأن استثمارات البنوك الأجنبية في دولة الإمارات العربية المتحدة كانت 130 مليار دولار فقط. وكان هذا المبلغ ضئيلاً، حيث بلغ 0.4% فقط من إجمالي استثمارات البنوك الأجنبية عبر الحدود. وجعل هذا المستثمرين حذرين من وضع دبي كمركز مالي عالمي، وأثر ذلك على ثقتهم في الاقتصادات ذات الاستدانة العالية، مثل اليونان وبريطانيا وإسبانيا وأيرلندا.

وخشي المستثمرون من عجز الجهات السيادية عن السداد متمثلة في شركة دبي العالمية، وهو الأمر الذي قد يُسفر عن وقوع حوادث لاحقة في أسواق الأسهم في دبي وأبو ظبي. وبغية إقالة الإمارة من عثرتها، تدخلت أبو ظبي بمنحها قرض بقيمة 20 مليار دولار. وقد ساعد اتفاق القرض الذي توصلت إليه دبي العالمية في 2010 مع مقرضيها في تحسين وضع السوق السائد آنذاك. ولم تكن حالة أسواق العقارات الأخرى في دول مجلس التعاون الخليجي أفضل من ذلك. وعانت أسواق الكويت والسعودية من التباطؤ في أعقاب العام 2008. وشهدت الكويت تقلبات كبيرة، حيث انخفضت الأسعار في أسواق الرياض في عام 2008 وظلت راكدة حتى عام 2010. وبدأت أسعار الشقق، والإيجارات، سواء التجارية أو السكنية، في التباطؤ.

كيف قاومت دول مجلس التعاون الخليجي ذلك

بدأ الاقتصاد بها يُظهر بعض علامات المرونة، حيث تبنت الحكومة العديد من الإجراءات، مثل الحوافز المالية، وضمانات الودائع، ودعم السيولة، وضخ رأس المال، ومشتريات الأصول المصرفية، وشراء أسواق الأسهم، وتخفيف القيود النقدية لمواجهة ذلك. واستجابت الدول بشكل مختلف فيما بينها، على الرغم من أن معظمها كانت تعاني من المشاكل نفسها، حيث قدمت السعودية حوافز مالية لزيادة الائتمان للقطاعات غير النفطية من خلال مؤسسات الائتمان المملوكة للدولة. وساعد هذا التحفيز على تخفيف خطر الكساد بسبب انخفاض الائتمان من المؤسسات المصرفية.

ولتشجيع الأشخاص على ادخار أموالهم في البنوك، قدمت الكويت والمملكة العربية السعودية والإمارات العربية المتحدة ضمانات للإيداع. وتم التأمين على المستثمرين من وادئهم في حالة التخلف عن السداد. وزادت الحكومات وادئها قصيرة الأجل مع البنوك وقدمت دعماً طويلاً الأجل وتعديلات في السيولة من خلال البنوك المركزية لكل منها. كل هذا ساعد البنوك على التغلب على الأزمة المالية الشديدة التي واجهتها البنوك الأمريكية والأوروبية. وفي عام 2008، في أعقاب الأزمة المالية، عانت بنوك دول مجلس التعاون الخليجي من نسب كفاية رأس المال، حيث ضخت الحكومة رأس المال لتوفير حوافز للمصارف الضعيفة ولتحسين توافر رأس المال بشكل عام.

واشترت حكومة قطر 20% من جميع أصول البنوك والشركات العقارية، واستثمرت أكثر من 30 مليار دولار في هذه الصفقة. وساعدت عملية الشراء هذه القطاع المصرفي على البقاء مرناً خلال الفترة بين 2008-2010.

وكان ذلك يشبه إلى حد كبير الكويت التي تبنت استراتيجية مشابهة إلى حد ما، حيث

أطلقت الهيئة العامة للاستثمار صندوقاً بقيمة 1.5 مليار دينار كويتي (4.95 مليار دولار) للاستثمارات في سوق الأسهم المحلية. ومع ذلك، كان تأثير ذلك على السوق ضئيلاً، حيث لم يُستخدم سوى 3/1 الاستثمارات المخطط لها (بقيمة 500 مليون).

نسب كفاية رأس المال في بنوك مجلس التعاون الخليجي

	2009	2008	2007
الكويت	16.7	15.6	19.3
قطر	15	غ/م	غ/م
السعودية	16.5	16	20.7
الإمارات	19.5	13.3	16.6

المصدر: صندوق النقد الدولي

وقامت جميع البنوك المركزية في دول مجلس التعاون الخليجي، باستثناء قطر، بخفض أسعار الفائدة وخفض متطلبات رأس المال للانتقال من النهج الائتماني الصارم الذي اتبعوه قبل الأزمة. وكانت هذه خطوة مطلوبة للغاية للتعامل مع آثار الأزمة الائتمانية في دول مجلس التعاون الخليجي، حيث أصبحت البنوك فجأة تتجنب المخاطر الناجمة عن التخلف عن السداد في الكويت والمملكة العربية السعودية. وكانت هذه بعض الاستراتيجيات المنتهجة للتعافي من الانهيار المالي العالمي.

دروس الأزمة

- 1 الإشراف والحفاظ على المعايير الخاصة بأنظمة المعاملات البنكية والنظم المالية لمنع حدوث أزمة مماثلة في المستقبل.
- 2 توقع عدد قليل جداً من المحليين الأزمة قبل وقوعها. حتى الوكالات الدولية لم تتنبأ بحدوث مثل هذه الأزمات في عامي 2006 و2007 عندما كانت الأسواق والاقتصادات في حالة ازدهار.
- 3 تبين أن المستثمرين أكثر عرضة للمخاطر مما كان متوقعا. وكانت المؤسسات الاستثمارية والمستثمرون الأفراد يسحبون استثماراتهم حتى من الأصول ذات الدخل الثابت.
- 4 يجب تشديد آليات وضوابط الامتثال والآليات التنظيمية. ويمكن التشاور مع الجهات المعنية قبل طرح منتجات جديدة في السوق. وينبغي تأمل ودراسة آثار التغيرات على السوق، والتصرف وفقا للنتائج.
- 5 يجب تحفيز المقرضين على إقراض المقترضين من الفئة المتميزة فحسب بعد أخذ الاحتياطات المناسبة. أدت الأزمة إلى زيادة القروض المتعثرة في بنوك دول مجلس التعاون الخليجي.



المصدر: الإيكونوميست، مارمور للأبحاث

3

الركود العقاري
في دبي، 2009



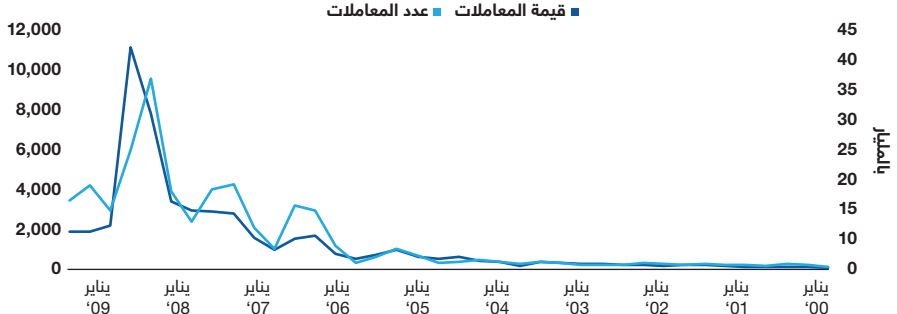


مدينة دبي هي جوهرة التاج في دولة الإمارات العربية المتحدة، والتي يعكس جمال معمارها الحالي سلسلة من التطور عبر عقود. ففي عام 1966 والذي شهد اكتشاف النفط بالمدينة، تبدلت مشاهدها ومعالمها. لقد شهدت هذه السنوات الأولى مراحل طويلة من النجاح لينتهي الأمر بدولة الإمارات العربية المتحدة لأن تصبح معروفة بثرواتها المتنوعة وفخامتها التي أعادت التعريف للفخامة ذاتها. لقد كان اكتشاف النفط حافزاً لتحقيق تلك الطفرة الاقتصادية. وبطبيعة الحال، كان تواجد حكومة دبي، والتي تجسدت في قبيلة آل بوفلاسة وعلى رأسهم الشيخ راشد بن سعيد بن مكتوم آل مكتوم والذي امتاز بتفكيره السباق نحو المستقبل، عاملاً مساعداً على تعزيز فرص توجيه الإيرادات النفطية وتطوير سائر القطاعات الغير نفطية مما عزز بدوره من فرص جذب الاستثمارات الأجنبية، ومن ثم، تمويل مشروعات البنية التحتية والتي أسهمت في زيادة النمو الاقتصادي ككل.

وفي منتصف التسعينات، والتي كانت بمثابة المرحلة الأولى من مراحل التطوير العقاري، نما القطاع العقاري في سائر البلاد ليسجل أداؤه نتائج أفضل بكثير مما كان عليه سابقاً. ولذلك، فقد أدركت حكومة دبي آنذاك إمكانات وقدرات هذه الصناعة وأطلقت بعض مبادراتها لتنمية هذا القطاع الواعد. ولقد تمكنت الحكومة من تحقيق هدفها المتمثل بازدهار السوق والذي ظل منطلقاً كالصاروخ في الفترة من عام 2002 إلى عام 2008 لتساهم الإمارات وحدها بنحو 60% من إجمالي العقارات في دول مجلس التعاون الخليجي والتي كانت تشهد بدورها طفرة عقارية في الفترة ذاتها.

لقد كانت الأمور في أفضل أحوالها، وهذا ما أظهرته الأرقام والإحصائيات. فقد ارتفع متوسط استئجار المكاتب بنسبة 86% في السنة المالية 2006 وارتفع بنسبة قدرها 55% في السنة المالية 2007. وارتفع متوسط الإيجارات السكنية بنسبة 25% و18% على التوالي خلال الفترة ذاتها. وتخطت قيمة استثمارات المشروعات الجاري تنفيذها بالمدينة حاجز التريليون دولار في عام 2008، وهو ما يعادل قيمة استثمارات المشروعات الجاري تنفيذها بدولة الإمارات العربية بأكملها إذ كانت غالبية هذه المشروعات من نصيب دبي وحدها. لكن وبعد ذلك الازدهار، حدث السقوط المدوي.

قيمة المعاملات العقارية وصفقات الأراضي في دبي (بالدرهم الإماراتي)



المصدر: دائرة الأراضي والأموال في دبي

قصة ذات سببين

لقد شهدت المدينة أياماً من النجاح، مما استرعى انتباه الجميع متسائلين عن السبب وراء الازدهار المتنامي لأسواق العقارات بها.

ويكمن الجواب في طبيعة العملية التي كان يتميز بها حكام دبي إذ كانوا يدركون أن النفط يوماً ما، وهو يوم ليس بعيد، سينضب وسيؤول إلى زوال. وهذا هو السبب الأول متمثلاً بتلك النظرة الواقعية والتي استنبطت مواجهة الاقتصاد للخطر حال اعتماده على النفط دون سواه. ولذلك، قررت الحكومة تقليص الاعتماد على عائدات النفط وسعت لتنويع نشاطات الاقتصاد لتشمل مجالات الصناعات غير النفطية. وكان هذا المسعى مذهلاً بحيث أسفر عن ازدهار القطاعات الغير نفطية وزيادة عائداتها البالغة 46% من إجمالي الناتج المحلي للمدينة في عام 2000 لتصل إلى 95% من الناتج الإجمالي لعام 2008. وفي الوقت ذاته، وجهت الحكومة اهتمامها إلى مجالات من قبيل التجارة، ووسائل النقل، والخدمات اللوجستية والتخزين، والخدمات المهنية، والسياحة، والإنشاءات وشتى الخدمات المالية. وهو ما جرى تحليله آنذاك بأنه "دفع نحو التنوع" والذي ترتبت عليه آثار إيجابية على قطاع العقارات بدولة الإمارات العربية المتحدة بأكملها.

أما السبب الثاني، فإنه يكمن في الطبيعة الجغرافية للمدينة، إذ استطاعت دبي، لما لها من سمات خاصة تميزها عن غيرها، أن تجتذب الأثرياء من جميع أنحاء العالم ليضخوا استثماراتهم في سوق الإسكان. بدأ الأمر في شهر مارس من عام 2006 عندما أصدرت الحكومة قانون الملكية العقارية بأدلة جهداً حثيثاً لتقنين أحكام تملك الأجانب للعقارات في مناطق مخصصة من المدينة. وقد أسفر عن هذا التقنين ارتفاع الطلب على سوق العقارات من قبل المستثمرين المقيمين والمغتربين، بل والأجانب الباحثين عن مناخ استثماري جذاب، مما ساهم في جعل المدينة تبدو وكأنها الملاذ الآمن للاستثمار في عموم الشرق الأوسط، أضف إلى ذلك عوامل أخرى والتي من بينها انخفاض سعر الضريبة والاستقرار السياسي والاقتصادي للبلاد. ولعلنا نكتفي بالقول أن كبار مطوري العقارات بالمدينة قاموا فيما بينهم بخص استثماراتهم بنحو 62.5 مليار دولار خلال عام 2008 وحده.

وقد أدت زيادة الطلب إلى حدوث تدفق كبير في نسبة المعروض من المساكن، حيث كانت شركات العقارات ذات الصلة بالحكومة هي التي تتولى تسليم غالبية هذه المساكن للمستثمرين. وكانت هذه الكيانات تتمتع بفائدتين تتمثلان في (1) إمكانية الحصول على أراضٍ جديدة مزودة بكافة المرافق والخدمات و(2) سهولة الحصول على برامج تمويل مقدمة من جهات مانحة؛ سواء كانت محلية أو أجنبية. ولعل بعض أبرز هذه الكيانات ذات الصلة بالحكومة: شركة نخيل العقارية، ومجموعة دبي للعقارات، ومجموعة إعمار العقارية، إذ تنافست هذه الشركات فيما بينها لتنال نصيب الأسد من هذه المشروعات وإن لم تخل المنافسة الضارية من تزامم بعض شركات التطوير العقاري الأخرى كمجموعة النعيمي.

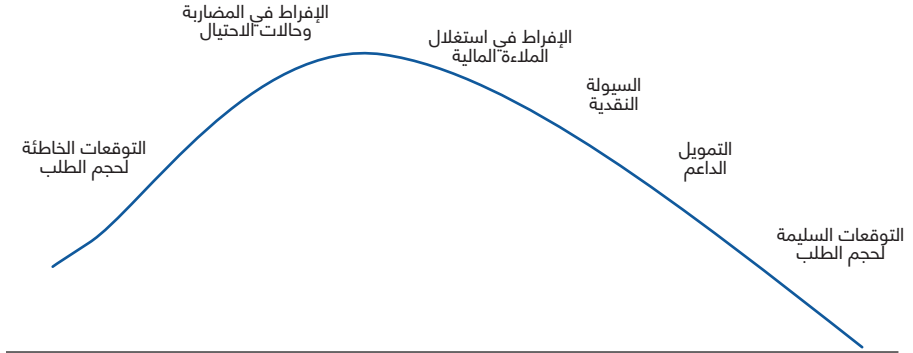
ولقد ساعد هذا التوجه نحو التنوع واجتذاب الاستثمارات الأجنبية في مجال الإسكان على تطوير سوق العقارات بشكل كبير ولكن ومع توافر تلك الجهود، تغيرت الأمور جذرياً.

تجاهل المخاطر

وفي ذلك الوقت، لم يأخذ المسؤولون المدخلات الأساسية، والتي أشارت إلى الانعكاسات السلبية المحتملة على الاقتصاد المحلي، على محمل الجد، بل ولم يعيروها انتباهاً. فخلال الربع الأخير من عام 2008، سادت حالة من الفوضى لاقتصاد البلاد. فقد شهدت المدينة موجة انخفاض هي الأكبر طوال تاريخها، بعدما انخفضت أسعار العقارات، مما أدى إلى هبوط الاستثمار في الممتلكات السكنية وحدوث الفقاعة العقارية، والتي أصابت أسعار الأصول، وبالتالي، حدوث انهيار حاد في هذه الأسعار بسبب اضطراب حركتها وعدم استقرارها. فقد أشارت إحصائيات دائرة الأراضي والأملاك انخفاض أسعار العقارات السكنية بنسبة تزيد على 50% في الفترة ما بين سبتمبر عام 2008 إلى سبتمبر عام 2009. ومنذ ذلك الحين وكافة القطاعات الحيوية التي تمثل عصب الاقتصاد بدبي كقطاعات اللوجستيات، السياحة، التجزئة، المالية، العقارات والتجارة، باتت ترزح تحت وطأة الأزمة المالية العالمية. وكانت هذه المأساة هي الفاجعة الأسوأ في تاريخ الاقتصاد المحلي منذ أزمة الكساد الكبير عام 1929.

ووضع صندوق النقد الدولي، باعتباره المؤسسة المركزية في النظام النقدي الدولي وأعلى هيئة اقتصادية في العالم المعاصر، المنطقة بأسرها بين الاقتصاديات الثلاثة الأكثر تدهوراً في أسعار العقارات.

مسار الفقاعة المالية وأسعار الأصول



ما الذي أدى إلى كساد سوق العقارات في دبي؟ إنها أسعار عقود البيع الابتدائية

ومما يلفت الانتباه في هذا الصدد عقود "التسليم الابتدائي" و"بيع المباني قيد الإنشاء" وهي ظاهرة ينبغي رصدها وتقييمها. فبموجب هذه العقود، يقوم متعهد البناء بعملية "البيع المسبق" لعقار والذي لم يتم الانتهاء منه بعد، ويقوم المشتري بإعطاء المتعهد أقساطاً محددة وفق جدول زمني مخطط له من قبل. وفي أغلب الأحوال، تبلغ قيمة القسط الأول نحو عشر القيمة الإجمالية للعقار. والمشتري هو من يقوم بإعادة بيع هذه العقود حال ارتفاع سعر هذا العقار الذي لم يكتمل بنيانه بعد.

والآن دعونا نفترض أن عقاراً ما قيمته مليوني درهم إماراتي، فإن قيمة القسط الأول سوف تكون 200.000 درهم. وبما أن هذه الأصول العقارية لا تزال قيد الإنشاء، فمن المرجح أن ترتفع قيمتها الإجمالية عند مرحلة التسليم النهائي. وفي هذه الحالة، ستبلغ القيمة الإجمالية للعقار نحو 2.1 مليون درهم، وهنا، يقوم المشتري الأصلي ببيع عقده الابتدائي لبائع جديد متمتعاً بفائدة قدرها 100.000 درهم. (من مليوني درهم إلى 2.1 مليون درهم). فهذه الفائدة هي بمثابة علاوة نسبتها 50% مما يعني ربحاً صافياً على كل استثمار أولي قيمته 200.000 درهم.

وما يثير الدهشة أن هذه العقود يتم تداولها مراراً وتكراراً، وذلك لارتفاع أسعار العقارات خلال مرحلة الإنشاء وعدم توافر أية نية من المشتري لتسلم العقار. ولعل ما شجع على انتعاش أسعار المساكن وتوافر العروض المتزايدة على الوحدات السكنية، هو هذا الاستخدام الواسع النطاق لهذه العقود والتي انتشرت ما بين الوكلاء العقاريين، إلى جانب المؤشرات طويلة الأجل والتي أنعشت السوق بمزيد من الاستثمارات.

ارتفاع المعروض النقدي والتضخم

من يستقرى التغييرات الاقتصادية التي شهدتها المنطقة، يجد بعض المؤشرات والتي كانت تلوح بأن تقديم القروض المالية صار منتشراً بصورة مفرطة.

ففي بادئ الأمر، كانت حكومة دبي تعمل على قدم وساق لتوسعة نطاق السوق العقاري الإماراتي ساعية لتنمية هذا القطاع بسرعة كبيرة، وذلك بغرض تحقيق مستوى من الرفاهية خلال السنوات التي سبقت الأزمة المالية. فعلى سبيل المثال، نما إجمالي قيمة قروض التمويل العقاري ليبلغ ما نسبته 15.2% من الناتج المحلي لعام 2008 بعدما كانت نسبته 4.1% من الناتج المحلي في عام 2001. وفي سبتمبر عام 2008، ارتفع إجمالي قيمة قروض التمويل العقاري المستحقة السداد بنسبة 100% عما كانت عليه في ديسمبر عام 2007 لتقترب من 115.7 مليار درهم (31.5 مليار دولار). ثانياً، كانت البنوك، في ذروة هذه الأحداث، تقدم لعملائها أينما كانوا قروضاً عقارية تبدأ من 80% وحتى 95% من القيمة السوقية للأصول. وكانت الدرجة الأدنى من نسبة هذه القروض تذهب إلى المغتربين والوافدين بينما كانت الشريحة الأعلى منها مخصصة للمواطنين. لذا، كان متوقعاً هذا السقوط المشين لما كانت تمارسه هذه البنوك من سياسة مقيضة الديون وبلوغ نسبة هذه الديون 19:1 من إجمالي رأس المال.

ثالثاً، شهدت الإمارات في عام 2007 سيلاً من التدفقات المالية متمثلاً في صورة ودائع مصرفية صادرة عن بنوك أجنبية. وكانت الآمال معقودة على ارتفاع قيمة الدرهم أمام الدولار وتوقع الجميع آنذاك أن ارتفاع سعر صرف الدرهم بات أمراً محسوماً مما شجع على زيادة نسبة هذه التدفقات. وقد أفاد مصرف الإمارات العربية المتحدة المركزي بزيادة المعروض النقدي بنسبة 36.7% في عام 2007. وكانت هذه الزيادة الهائلة هي الشرارة التي أشعلت نيران التضخم. فوفق تقديرات صندوق النقد الدولي، بلغ معدل التضخم في دبي وحدها ما نسبته 11% مقارنة مع معدل التضخم في الولايات المتحدة بأكملها والذي لم يتجاوز الثلاثة في المئة.

ونظراً لتقلب سعر الصرف ومسلسل اضطراب سعر الدرهم الإماراتي مقابل الدولار، ارتفع التضخم المحلي متجاوزاً نسبة الإثني عشرة بالمئة، وأدت سياسة الفائدة السلبية إلى زيادة التدفقات النقدية بكل ما تحمله من مخاطر ائتمانية على الاستثمارات العقارية وسائر الاستثمارات الأخرى. ومع ذلك، لم تعمل الحكومة على تغيير سياساتها واستمرت في وضع معدلات الفائدة الاسمية المستهدفة بقيمة سلبية أقل من الحد الأدنى، سعياً منها إلى تحقيق عائدات استثمارية من وراء هذه السياسات. وشهدت المدينة زخماً هائلاً هو الأعلى في تاريخها، أسفر عنه ارتفاع ملحوظ في الأسعار من أكتوبر 2006 إلى يوليو 2008، وزيادة في متوسط قيمة الصفقات العقارية بلغت ثلاثة أضعاف مثيلاتها في السنوات الماضية. (الشكل-2)

الإفراط الشديد في مختلف الأنشطة الاقتصادية والتوظيف

لقد شهد قطاع العقارات تصعيداً حاداً في الأسعار لما كان عليه من زيادة الطلب ليصبح هذا القطاع مساهماً أساسياً في الناتج المحلي للبلاد لكن بسبب سياسات الحكومة وما تبعها من ركود تضخمي بالاقتصاد، زادت أسعار العقارات في متوسط قدره ست سنوات من 10% إلى 15% في عام 2006 (الشكل-3). وكانت حصة القطاع من مجموع الناتج المحلي تصل إلى 18% في عام 2007. وهذه النسبة هي الأعلى ويفارق كبير مقارنة بمثيلتها في باقي بلدان المنطقة إذ بدأ الاختلاف واضحاً ما بين حصة قطاع العقارات في دبي وبين حصة ذات القطاع بغيرها من المدن والتي ظلت ثابتة بل ومرتدية في كثير من الأحيان.

وثمة مقياس آخر والذي ألقى الضوء على حجم الاعتماد الشديد على قطاع العقارات ألا وهو عدد العاملين فيه. فوفق بيانات التعداد السكاني لعام 2005، بلغت نسبة القوة العاملة في قطاع العقارات والإنشاءات نحو 48% من مجموع القوة العاملة في دبي. ولا تشمل هذه النسبة مجموع القوة العاملة الكبيرة التي قوامها 300.000 عامل يقيمون في الشارقة، ومن ثم، فهم يخفون من حمل العمل اليومي الملقى على عاتق دبي وحدها.

القوة العاملة في قطاع العقارات والإنشاءات (2007)

القطاع	دبي	دولة الإمارات
الإنشاءات	43.52%	13.91%
العقارات وخدمات الأعمال	6.74%	2.03%
النسبة الإجمالية	50.26%	15.94%

المصدر: دوائر الإحصاء والوزارات

دبي العالمية - إعلان تجميد استحقاقات الديون

أنت الجولة الثانية من التصدع لتضرب بعنف ببيان الاقتصاد المتضرر والذي صار على موعد مع مواجهة موجة جديدة من الاضطرابات، وذلك بإعلان حكومة دبي نهاية نوفمبر عام 2009 طلبها تجميد وتأجيل استحقاقات ديون مجموعة دبي العالمية لمدة ستة أشهر على الأقل، وذلك استجابة للالتماس الذي قدمته المجموعة لإمهالها هذه الفترة لسداد ديونها. وقد أدى هذا الإعلان المفاجئ إلى حدوث صدمة في الأسواق العالمية. وسعت دائرة المالية في حكومة أبوظبي، بصفتها الجارة الغنية بالنفط، لتمويل المجموعة بقرض قيمته 20 مليار دولار مساعدة منها لتستطيع المجموعة التعافي من آثار أزمته. وقد قدمت أبوظبي المساعدة في الوقت المناسب مما كان له أكبر الأثر في تعزيز القدرة التنافسية لاقتصاد المجموعة على الصعيد الإقليمي والعالمي.

وتملك مجموعة دبي العالمية عدة شركات فرعية والتي منها شركة دبي العالمية وهي شركة استثمارية حاملة لمواجهة دبي في الاستثمارات العالمية ولها دور مركزي في اتجاه اقتصاد المدينة، ولذلك يعدها رجال الاقتصاد الأسم غير المعلن لحكومة دبي في جميع مشروعاتها التي تهيمن على الاقتصاد بالمدينة.

وتقوم المجموعة بممارسة نشاطاتها عبر شبكة من الشركات التجارية، والمؤسسات المالية والجهات الاستثمارية التي تعمل كأذرع مرنة للمجموعة المملوكة ملكية مباشرة من جانب حكومة دبي، وذلك تحت مظلة ثلاثة شركات قابضة (دبي القابضة ودبي العالمية ومؤسسة دبي للاستثمارات الحكومية). وتشمل كل شركة من هذه الشركات القابضة عدداً من مؤسسات التطوير العقاري، وتحصر جميعها على المشاركة الفاعلة في كافة المشروعات العقارية؛ سواء كانت في دبي أو خارجها. ومن بين الشركات الفرعية التي تديرها مجموعة دبي العالمية، شركة نخيل؛ الذراع العقاري للمجموعة (وهي شركة تطوير عقاري قامت بتشييد جزر النخلة وجزر العالم) وشركة ليمتلس للتطوير والاستثمار العقاري (وهي الشركة التي أشرفت على مشروع أرابيان كانال البالغ طوله 75 كيلو متر) وكلتا الشركتين من الشركات ذات النفوذ في مجال التطوير العقاري. وقد استطاعت هذه الهيئات المنطوية تحت مظلة مجموعة دبي العالمية العمل على الاستفادة من نفوذها وتعزيز

مكانتها في السوق العقاري وقامت بتوسعة نطاقها على نحو مكثف في الفترة من عام 2004 إلى عام 2008 ساعية لأن يكون لها موطن قدم في قطاع تطوير العقارات التجارية والسكنية على حد سواء. ورغم تلك النجاحات التي قامت بتحقيقها تلك الكيانات إلا أنها دوماً ما كانت معرضة لغالبية المخاطر، والتي منها مخاطر اختلاف العملات وارتفاع تكاليف المعاملات المتصلة بمشروعاتها الابتكارية، مما كان يتطلب حصولها على أكبر قدر ممكن من القروض قصيرة الأجل لتتمكن من توفير السيولة النقدية المناسبة لمشروعات التطوير العقاري التي تعمل عليها، أملاً منها في اجتذاب تدفقات نقدية وتحقيق صافي أرباح من هذه المشروعات على المدى البعيد. ومع انهيار السوق العقارية المحلية وتفاقم الأزمة المالية العالمية، اشتدت حدة هذه المخاطر.

ففي الخامس والعشرين من شهر نوفمبر عام 2009، أعلنت دبي العالمية، وهي كما أسلفنا شركة مملوكة للحكومة، عن مطالبة دائنيها "تأجيل" سداد أقساط ديون إحدى شركاتها الرئيسية، وهي ديون تبلغ في مجملها نحو 60 مليار دولار. في الوقت نفسه، حاولت الشركة إعادة هيكلة بعض القروض التي حصلت عليها. وقد كان لقرار التأجيل وإعادة الهيكلة أثر كبير على القروض الثنائية التي حصلت عليها الشركة والقروض المجمعة، بجانب سندات تشمل صكوك نخيل العقارية، حيث بلغ مجموع قيمة جميع هذه المعاملات نحو 26 مليار دولار والتي كان من المقرر قيام الشركة بسدادها في موعد أقصاه الرابع عشر من ديسمبر. ويبلغ نصيب شركة نخيل العقارية من مجموع قيمة هذه المعاملات نحو ستة مليارات دولار كدين مستحق السداد والذي طالبت دبي العالمية بتأجيل مستحقته. وفي عام 2010، شكلت قيمة الديون المستحق سدادها ما يقرب من 78% من مجموع الدين العام لدي بأسرها وكانت غالبية الديون قروضاً موجهة نحو المشروعات الخاضعة لإشراف الحكومة. فوفق التقديرات الإحصائية الصادرة عن مصرف الإمارات العربية المتحدة المركزي، كان مجموع الدين العام لحكومة دبي يبلغ 22% وهي نسبة أدنى بكثير من نسبة مستحقات ديون دبي العالمية. وشكل الدين المتجمد نحو 14.4 مليار دولار من المجموع الكلي من الديون المستحقة على الشركة والبالغ قيمتها 26 مليار دولار.

الدين العام للحكومة دبي (الاعتباراً من يناير 2010)

المدنيون	إجمالي الدين (بالدولار) أمريكي	حصة "دبي العالمية"
مجموعة دبي العالمية	26,043	24%
أ. ديون متجمدة	14,350	13%
ب. الشركات الفرعية	11,693	11%
دبي القابضة	14,794	14%
مؤسسة دبي للاستثمارات الحكومية (وما يتبعها من بنوك ومؤسسات مالية مملوكة لها)	20,404	24%
المجموع الكلي من الديون المستحقة على دبي العالمية	24,352	22%
أ. مستحقات ديون (دبي العالمية)	85,593	78%
ب. حكومة دبي (في حالة وجود دعم مؤكد بنسبة 100% من حكومة أبوظبي؛ سواء كان بطريقة مباشرة أو غير مباشرة)	23,700	22%
ج. مجموع الديون المستحقة على الشركة ومجموع الدين العام	109,293	100%

المصدر: صندوق النقد الدولي (2010)، الإمارات (2009)، جدول رقم 1، صفحة 49

مع اقتران الكساد العالمي بأزمة الأسواق المالية والتي صارت عرضة للارتباك والتأزم نتيجة للتغيرات المفاجئة والسريعة في أسعار الأسهم والسندات، لاحت في الأفق أزمة عقارية والتي أثارت مخاوف المستثمرين بشأن قدرة حكومة دبي على مواجهة أعباء مديونياتها ولاسيما قدرتها على الوفاء بالتزاماتها حيال المشروعات العقارية الهائلة والمطلوب تسليمها وفق جدول زمني محدد. ومع إعلان حكومة دبي "تجميد استحقاقات ديون" مجموعة دبي العالمية، لم يعد المساهمون مطمئنين لضخ المزيد من استثماراتهم دونما ضمانات سيادية بعدما أعلنت حكومة دبي أنها لن تضمن ديون "دبي العالمية" والتي حصلت، نتيجة لذلك، على تقييم متدن ومنخفض وانخفضت رتبته عدة درجات، كان أكثرها في قطاعات لا صلة لها بالاستثمار. وكان لهذا الإعلان أثر سلبي حاد على أسواق الأسهم الإماراتية. فلم يمض أسبوع واحد حتى انتشرت عدواه لتصيب عدداً من دول مجلس التعاون الخليجي، مما أدى إلى زيادة التقلبات في أسواق الأسهم بالمنطقة بأسرها وحدث العجز، مما كان سبباً لزيادة حالات عجز البلدان ذات السيادة عن سداد قروضها.

لكن وفي الرابع عشر من شهر ديسمبر عام 2009، أعلن الشيخ أحمد بن سعيد آل مكتوم، رئيس اللجنة المالية العليا في دبي والنائب الثاني لرئيس مجلس دبي التنفيذي، عن قيام حكومة أبوظبي بتقديم دعم قدره 10 مليارات دولار لصالح صندوق دبي للدعم المالي، وذلك بغرض تغطية بعض الالتزامات المترتبة على دبي العالمية وللحد من انتشار عدوى الإعلان إلى قطاعات أخرى من قطاعات الاقتصاد المحلي. وقد ساهمت البنوك في أبوظبي بتزويد حكومة دبي بنحو 5 مليارات دولار بينما تحملت الميزانية العامة لأبوظبي لعام 2010 النصف المتبقي من الدعم. وقد نجحت حكومة دبي في استثمار جزء من هذه الموارد في الوقت المناسب لتتمكن من استرداد قيمة السندات الإسلامية والتي سبق أن أصدرتها نخيل العقارية؛ إحدى الشركات الفرعية التابعة لمجموعة دبي العالمية، كما نجحت في استثمار الجزء المتبقي لتتمكن من تغطية مدفوعات الأعمال المنجزة عن عمل المقاولين، التخفيف من القبول المفروضة على رأس مالها المتداول ومواصلة إدراج المصاريف المتعلقة بالفوائد حتى نهاية شهر إبريل من عام 2010 سعياً منها للتوصل إلى اتفاق ما بينها وبين المدينين بشأن تجميد استحقاقات ديونها لحين إنجاز عملية إعادة هيكلة المجموعة والتي ستستمر 6 أشهر.

نتائج الأزمة العقارية وتداعياتها في سوق العقارات في دبي

تضررت دولة الإمارات العربية المتحدة بشدة من جراء الكساد العالمي الذي نالت منه النصيب الأكبر مما أدى إلى تناقص سرعة نمو تجارة العقارات بها وحدثت تقلبات عديدة في قطاعات شتى ومنها قطاع البترول والذي شهد هبوطاً حاداً في حجم إيراداته. وقد أدى ذلك بدوره إلى توقف نشاط شركات التطوير العقاري بسبب انخفاض أسعار العقارات. وبمجرد انتشار الأزمة المالية العالمية والتي بدأت عام 2007 ومهاجمتها لاقتصاد دبي بعد عام واحد وحسب من اندلاع شرارتها، انخفض صافي الإقراض بعدما قرر المصرف المركزي انخفاض أرصدة القروض المقدمة لعملاء البنوك، مما حدا بالكثيرين من المستثمرين الأجانب إلى مغادرة البلاد ليفقد السوق العقاري الإماراتي ثقة المستثمرين فيه، حيث صاروا ينظرون إليه وكأنه فقاعة تكاد أن تنفجر في وجوههم.

ظلت الآثار العامة لتلك الاضطرابات التي عمت السوق العقاري بالمدينة شاهدة على استمرار الأزمة وبدا المشهد ككل مفتقداً للانتظام، وإن انحصر الأمر في مجمله في الشركات المالية المتمركزة في دبي وأبوظبي إذ وقعت هذه المؤسسات فريسة سهلة لهذه الاضطرابات. ولعلنا نستطيع الوقوف على حجم هذه الآثار السلبية بإلقاء نظرة متفحصة على إيرادات هذه المؤسسات والتي تقلصت إلى أدنى مستوياتها.

فقد خسرت إعمار العقارية 35% من إيراداتها من مبيعات العقارات، وذلك خلال عام 2009 بالمقارنة مع عام 2008 والذي حققت فيه نجاحاً ملحوظاً. وفي السنة التالية، تعيّن على الشركة القيام بخفض 480 مليون دولار من حجم استثماراتها في جون لينج هومز، إحدى الشركات التابعة لها في الولايات المتحدة.

وانخفضت كذلك إيرادات شركة الدار العقارية بنسبة 60% في عام 2009. فبعدما تركت الأزمة المالية آثارها السلبية على مشروعات الشركة التي لا تزال قيد الإنشاء، أصاب هذه الإيرادات شيء غير يسير من التردّي لتصل في نهاية عام 2009 إلى 4.8 مليار دولار بالمقارنة مع عام 2008 والذي حققت فيه إيرادات بلغت 6.2 مليار دولار. وأما شركة أرابتك للإنشاءات والمعنية بإقامة ناطحات السحاب، والفيلات السكنية، وما يتصل بتلك المشروعات من أنشطة وخدمات، فقد شهدت هي الأخرى تراجعاً حاداً في إيراداتها والذي بلغ 22% عام 2009.

هل كان بمقدورهم تفادي ما جرى؟

كم من أسئلة أثيرت بشأن دور الحكومة الإماراتية في الحد من هذه الأزمة التي عصفت بالدولة بأكملها. فمن بين هذه الأسئلة المثارة، هذا السؤال الذي طرحه البعض لمعرفة السبب وراء قيام دائرة الأراضي والأموال في دبي برفع رسوم تسجيل العقارات بدعوى الحد من تلاعب المضاربين. ومع ذلك، ورغم حدوث الأزمة الراهنة وما خلفته من تداعيات، قامت الدائرة بمضاعفة رسوم التسجيل العقاري من 2% إلى 4%.

فهل بمقدور شركات التطوير العقاري غير الملزمة بهذه الرسوم امتلاك الأراضي وإيداع استثماراتها في حساب الضمان العقاري بعدما صار الآن إجراءً ملزماً؟

فعلى سبيل المثال، فإن شركات التطوير العقاري ملزمة الآن بملكية الأرض وإيداع ما نسبته 20% من تكلفة المشروع في حساب الضمان العقاري في حالة بيع وحدات المشروع قبل الانتهاء من إقامة بنیان 20% منها. وبسبب ذلك، نحت بعض الشركات منحى آخر ألا وهو حظر إعادة بيع المشروعات غير المكتملة قبل سداد 40% من قيمة أصولها.

وبالمثل، ألم يكن بمقدور دائرة الأراضي والأموال القيام بإلزام الشركات بتسجيل معاملاتها العقارية من قبل عوضاً عن قيامها الآن بذلك؟

وثمة سؤال آخر بشأن قيام المصرف المركزي بدوره الآن بل وتصرفه بعزم يشير إلى حرصه على الوفاء بالتزاماته رغم تجاهله للاضطلاع بهذا الدور من قبل. ففي الوقت الراهن، حدد المصرف المركزي قيمة القروض العقارية لتتراوح ما بين 60% إلى 80% من قيمة الأصول العقارية، وذلك حسب قيمة العقار وجنسية المقترض بينما لا تتجاوز قيمة القروض العقارية عن 50% من قيمة العقارات التي لا تزال قيد الإنشاء.

ولم يقتصر الأمر على ذلك بل، قام المصرف المركزي بتحديد إجمالي نسبة الدين إلى الدخل بحيث لا تتجاوز الخمسين بالمائة. وبذلك، تستطيع البنوك إقراض الهيئات ذات الصلة بالحكومة الإماراتية بحد أقصى 100% من حجم رأس المال بينما تقوم بإعطاء قروض لا تزيد عن 25% من حجم رأس المال لسائر الهيئات الأخرى التي تعمل بقطاعات لا صلة لها بالنشاط التجاري. وهناك بضع نقاط جديرة بالاهتمام:

في البداية، ينبغي إدراك وجود ثغرات في الهيكل التنظيمي بالقطاع في الإمارات وهو ما ساعد على حدوث هذا الانهيار المفاجئ بسوق العقارات. ومن الثغرات التي نستطيع ذكرها في هذا الصدد: الافتقار إلى اتخاذ بعض القرارات الحكيمة وضعف اللوائح مما كان سبباً رئيسياً لعدم التحقق من تضخم قيمة الأصول العقارية بالبلاد، والذي نتج عنه أزمة عقارية مدعومة بنفوذ منفرد أغرق الدولة بالمديونيات. ولعلنا نثمن تلك الخطوة الإيجابية التي تمثلت في تقييد نفوذ الشركات ذات الصلة بالحكومة، وهي الخطوة التي ينبغي القيام بمتابعتها لتحسين ممارسات إدارة الشركات والوصول بها لأفضل نتيجة ممكنة، بجانب الدعوة إلى مزيد من شفافية المؤسسات المملوكة للدولة. ثانياً، على الرغم من صغر حجم السوق العقاري بدولة الإمارات العربية وأن غالبية عمليات الشراء التي تمت في سنوات الازدهار كانت نقداً، إلا أن البنوك حاولت الامتناع عن تقديم قروض لعقارات سكنية وتجارية غير مستوفية للشروط. وفي إطار سعيها لتحقيق هذا الهدف، اضطلعت هذه البنوك بدورها في تنظيم العمل المصرفي، والإشراف على نظم العمل، بجانب الاهتمام بإنشاء نظام فعال لإدارة المخاطر الداخلية، والتدفقات المالية، وحركة ما قبل البيع وتعزيز فرص الاستفادة من كافة مجالات الإقراض العقاري مع عدم إغفال عنصري التنظيم والرقابة.

4

القصيبي: عشرة مالية زلزلت الشرق الأوسط





شهدت المملكة العربية السعودية انهياراً لواحدة من كبرى شركاتها، حيث طال الأمر المؤسسة المصرفية العالمية الكائنة بمملكة البحرين، مما أدى إلى نزاع بين مجموعة أحمد حمد القصبي وإخوانه من جانب ومجموعة السعد من جانب آخر، واللذان كان تربطهما علاقة نسب. وعليه، فقد اكتسبت الأزمة اهتماماً في عالم المال نظراً لضخامة الاسمين التجاريين.

الادعاء

يُعد حمد القصبي (عائلة القصبي) أحد أكبر رجال الأعمال في المملكة العربية السعودية، ويعمل في قطاعاتٍ عديدة في بلدان وقاراتٍ مختلفة. أما بالنسبة لمعن الصانع، فهو ملياردير سعودي ذو أصولٍ كويتية، وهو أيضاً رئيس مجموعة السعد، والتي هي في الأساس شركة استثمارية. ويُعد الصانع ثاني أكبر مساهم في بنك إتش إس بي سي. وفي مطلع سبعينيات القرن الماضي، وبينما كان النفط يجعل من الشرق الأوسط مركزاً للقوة الاقتصادية، تزوج الصانع من عائلة القصبي، ثم أصبح مسؤولاً عن شركات الخدمات المالية لمجموعة القصبي، وسرعان ما ذاع صيته داخل الشركة. وكان لمجموعة القصبي قسماً للصرافة، وكان بدوره يقترض مبالغ ضخمة من بنوكٍ عالمية. ويشير أحد التقديرات بأن القروض وصلت قيمتها إلى 120 مليار دولار أمريكي خلال الفترة من عام 2000 إلى عام 2009. وقد يصعب تصديق ضخامة المبلغ نفسه، نظراً لطبيعة عمل الصرافة. ولكن الأكيد في هذا الأمر أن أغلب تلك القروض تم الحصول عليها من خلال المؤسسة المصرفية العالمية في البحرين، والتي بدورها جمعت الأموال من أسواقٍ وسيطة.

وفي مايو 2006، تعثرت المؤسسة المصرفية العالمية في سداد التزاماتها، وبالتالي، تعثرت قسم الصرافة بمجموعة القصبي هو الآخر. وقد أعلن القصبي في النزاع القانوني الناشئ عن هذا التعثر أن مجموعة القصبي ليست الطرف الجاني بل ضحية جريمة احتيال تُقدّر بتسعة مليار دولار أمريكي بطلها هو الصانع نفسه، والذي - على حد ادعاء المجموعة - سيطر على شركات التمويل داخل المجموعة بالكامل.

المزيد عن الطرفين المتنازعين

مجموعة القصبي

أحمد حمد القصبي وإخوانه شركة خاصة طيبة السمعة مقرها في المملكة العربية السعودية. عمل مؤسسها، أحمد حمد، في البداية في إنتاج العملات الفضية لشركة أرامكو السعودية. وفي خمسينيات القرن الماضي، عزز حمد تلك الروابط بدعم أعمال شركة أرامكو السعودية في مجالات

التموين، والتخزين، وأنابيب النفط، والمعدات. ثم بدأ لاحقاً في توريد الإطارات والقوارب، ثم امتد عمله إلى بيع الوقود وقطع غيار السيارات. وعندما كبر أبنائه، ساهموا في تطوير التجارة، فأنشئت مجموعة أحمد حمد القصيبي وإخوانه. افتتحت المجموعة لاحقاً أول مصنع لتعبئة البيبسي في المنطقة الشرقية من المملكة العربية السعودية. ومع مرور الوقت، أصبح للمجموعة مشروعات عديدة في مجالات التصنيع، والإنشاء، والمنتجات الاستهلاكية، والطاقة، والسياحة، والفنادق.

مجموعة السعد

معن الصانع طيار مقاتل كويتي انتقل إلى المملكة العربية السعودية في سبعينيات القرن الماضي وأنشأ مجموعة السعد، وكان لها نفس السمعة الطيبة. أنشأ الصانع مشروعاً في الإنشاء والمقاولات، والذي أصبح لاحقاً تكتلاً مكوناً من 37 شركة في مختلف المجالات؛ التصنيع، والإنشاء، والهندسة، والعقارات، والخدمات المالية، والفنادق، والرعاية الصحية، باستثمارات في بلدان وقارات مختلفة.

أزمة المؤسسة المصرفية العالمية

طلب من الصانع، بعد زواجه من عائلة القصيبي، إدارة قسم الصرافة في مجموعة أحمد حمد القصيبي وإخوانه. كانت الصرافة فكرة ممتازة، حيث منحت العاملين بالخارج إمكانية إرسال حوالات إلى بلادهم، كما وفرت خدمات مالية أساسية أخرى. عمل القسم أيضاً كمصرفٍ داخلي لعائلة القصيبي. كبر القسم تحت إدارة الصانع وأصبح له تأثير كبير على المصارف. ومع مرور الوقت، تعرّف الصانع على جلين ستيوارت، الذي عمل لاحقاً كمدير تنفيذي للمؤسسة المصرفية العالمية. كان ستيوارت أحد خريجي جامعة أكسفورد، وكان مهتماً بشؤون الشرق الأوسط. استغل درايته باللغة العربية والتمويل الإسلامي لإقامة علاقات تجارية وتقديم خدمات تمويلٍ إسلامي. وبعد أن قضى ستيوارت بعض مهام العمل في البحرين، انتقل إلى المملكة العربية السعودية في عام 1989 لينضم إلى مجموعة القصيبي.

كان ستيوارت يقدم المشورة للصانع بشأن العديد من آليات التمويل قصير الأجل، بما في ذلك الإجراءات المتوافقة مع الشريعة الإسلامية. وفي عام 2001، واجه قسم الصرافة في مجموعة أحمد حمد القصيبي وإخوانه بعض القيود القانونية، فاقترح ستيوارت إنشاء مصرفٍ في البحرين. وكانت خطوة حاذقة لسببين؛ الأول أن المصرفيين العالميين كانوا مرتاحين في العمل مع البحرين، حيث كانت تحتل المركز الحادي عشر في مؤشر الحرية الاقتصادية، والثاني أنهم سيتمكنون من إقراض مصرفٍ لا شركة.

وفي عام 2003، نشأت المؤسسة المصرفية العالمية، وكان معن الصانع مديراً لإدارتها، وجلين ستيوارت مديراً تنفيذياً لها. كانت المؤسسة ملكاً لمجموعة أحمد حمد القصيبي وإخوانه، مما دفع المصرفيين للوثوق بأن المجموعة ستعوض أي خسائر تجارية قد تحققها المؤسسة. أقرضت المؤسسة المصرفية العالمية الشركات الصغيرة والمتوسطة في المملكة العربية السعودية، وقدمت التمويل لها من خلال قسم الصرافة.

وفي عام 2004، أنشأ الصانع البنك الأول في البحرين، وعلى إثر ذلك، استقال من مجلس إدارة المؤسسة المصرفية العالمية، بينما ظل منخرطاً في شؤونه. وبحلول عام 2008، أصبح للمؤسسة ثالث أكبر رأس مال مخاطر بين المصارف العربية. ففي خلال الفترة من عام 2004 إلى عام 2009، قَدِّمَت المؤسسة قروضاً بمقدار 6.3 مليار دولار أمريكي لأكثر من مائة عميل. بلغت ضخامة بعض تلك القروض 67 مليون دولار أمريكي. كما جدد الكثير من العملاء القرض مرات عديدة. وكان هناك بعض القروض الغربية، مثل قرض قيمته 7.5 مليون دولار أمريكي لتاجر منسوجات، وقرض قيمته 12 مليون دولار أمريكي لتاجر ديكورات، وقرض قيمته 35 مليون دولار أمريكي لتاجر قطع غيار سيارات.

وفي إثر مطلع الأزمة المالية العالمية، تعثرت المؤسسة المصرفية العالمية في اقتراضها. توقع الدائنون أن توفي مجموعة أحمد حمد القصبي وإخوانه بالدين، غير أن المجموعة لم تكن تنوي ذلك، حيث ادعت بأنها وقعت ضحية لعملية نصب مقدارها عدة مليارات دولار، وأن المجموعة لم تكن على دراية باختلاس المبالغ التي كانت تحدث داخل الشركة. فُوِّضت هذه الادعاءات عندما أبرزت المستندات أن هناك شريكاً لمجموعة أحمد حمد القصبي وإخوانه كان على دراية ببعض العمليات. وبناءً على ذلك، رفضت محكمة إنجليزية ادعاء مجموعة أحمد حمد القصبي وإخوانه.

فيما يلي بيان بالدعاوى القضائية المرفوعة والدعاوى المضادة لها:

من رفع دعوى قضائية على من؟

المدعى	المدعى عليه	الادعاء (مليار دولار)	الاختصاص القضائي
بنك المشرق	القصبي	225	نيويورك
البنك الألماني	شركة فرعية تابعة لمجموعة أحمد حمد القصبي وإخوانه	-	نيويورك
بنك كوميرز	القصبي		لندن
بنك أبو ظبي التجاري	وحدة مجموعة السعد	30	-
بنك سويسبيته جنرال	مجموعة السعد	50	لندن

المصدر: قصة مجموعة أحمد حمد القصبي ومجموعة السعد، الخليج العربي

خَلَّفَت الأزمة المالية التي بدأت في وول ستريت تبعاتٍ غير مقصودة حول العالم. فقد أدى انهيار بنك ليمان براذرز إلى مطالبة البنوك المؤسسة المصرفية العالمية أن توفي بالدين، ونظراً لاستحالة هذا الطرح، أجرى ستيوارت ترتيباً مؤقتاً من خلال صفقة صرف مقسمة القيمة. تستغل الصفقة مقسمة القيمة واقع أن البنوك التي تعمل في صرف العملات تعمل في مناطق زمنية مختلفة وفترات إجازة متباينة. لنفترض مثلاً أن بنك نيويورك دفع للمؤسسة المصرفية العالمية مائة مليون دولار بعد ظهر يوم الخميس في مقابل ريلات سعودية. لن توفي المؤسسة المصرفية العالمية بالسداد قبل يوم الأحد، وهذا لأن البنوك في البحرين تُغلق يومي الجمعة والسبت. ولكن، تُغلق البنوك في نيويورك يوم الأحد، ولذا لا تتم الصفقة قبل يوم الإثنين. أُخِّرَت هذه الإجراءات كارثة محققة. وعلى الرغم من ذلك، ففي الأسبوع الأخير من شهر إبريل 2009، طلب ستيوارت، في محاولة منه للإبقاء على المؤسسة المصرفية العالمية، من

بنك المشرق الكائن في دبي إقراض مجموعة أحمد حمد القصيبي وإخوانه مبلغ قدره 150 مليون دولار أمريكي. تعهد ستيوارت بإعادة المبلغ بعد أسبوع واحد. وعندما أصبح القرض مستحق السداد يوم الخامس من مايو، طلب ستيوارت الحصول على مبلغ إضافي مقداره 75 مليون دولار أمريكي، بدلاً من سداد المبلغ المستحق، وهو ما وافق عليه بنك المشرق. هذا وقد أكد ستيوارت للدائنين دعم القصيبي الكامل في إعادة سداد القرض.

وما كان من القصيبي إلا أن أكدوا على ما صرح به ستيوارت لبنك المشرق. بعد ذلك، وفي 11 مايو 2009، تعثرت المؤسسة المصرفية العالمية، وصارت مجموعة أحمد حمد القصيبي وإخوانه مدينة لبنك المشرق بمبلغ وقدره 250 مليون دولار أمريكي. كما كانت هناك ديون أخرى لحوالي 62 بنك آخر تعثرت المجموعة في الإيفاء بمستحققاتها.

في فبراير 2011، عينت الحكومة البحرينية شركة كروول، وهي شركة تحقيقات خاصة، دفع لها القصيبي. يشير تقرير كروول إلى أن الصانع قدّم أغلب الأسماء ومستنداتهم ذات الصلة إلى ستيوارت. كما يفيد التقرير بأنه كان هناك أسماء لشركات حقيقية في سجلات قروض المؤسسة المصرفية العالمية، وأجريت بدون رضا الشركة. وفي أعقاب انهيار المؤسسة المصرفية العالمية، فُرض حظر سفر ستيوارت على خلفية التحقيقات الجارية بشأن المؤسسة المصرفية العالمية على يد شركة التدقيق المعروفة باسم إرنست ويونج.

زاد سعود القصيبي، صهر معن الصانع، تفاقم المشكلة، حيث جلب محامين للتحقيق في ما كان يدور داخل المؤسسة المصرفية العالمية. قاد إريك ليويس، المحامي الكائن في الولايات المتحدة الأمريكية، دعوى قضائية في كاليفورنيا رفعها على ستيوارت متهماً إياه بالتآمر مع معن الصانع للاحتيال على عائلة القصيبي بمبلغ وقدره 9 مليار دولار أمريكي.

وفي عام 2011، تجمعت خمسة بنوك في رفع دعوى قضائية على القصيبي في المملكة المتحدة على خلفية دين مجموعة أحمد حمد القصيبي وإخوانه. أصرت البنوك على أن القصيبي، بكونهم مالكي المؤسسة المصرفية العالمية وقسم الصرافة، ملزمون بالإيفاء بالتزاماتهم. أنكر القصيبي تحمّل أي مسؤولية، وأفادوا بأنهم لم يكونوا على دراية بمدى أنشطة الصانع أو حتى وجود المؤسسة المصرفية العالمية. فازت البنوك بالقضية بظهور مستندات تفيد بأن أفراد عائلة القصيبي كانوا على دراية بالعمليات.

وفي عام 2013، وافق القصيبي على إسقاط التهم عن ستيوارت للتركيز على استعادة المليارات من الصانع. وعلى مدار أربعة أعوام (2009-2013)، عانى القصيبي من تداعيات الأزمة، حيث أجبروا على بيع مرفق تعبئة البيبسي، ثم منعتهم الحكومة السعودية من السفر إلى الخارج.

الوصول إلى تسوية

كان نصيب البنوك السعودية أو البنوك المملوكة للسعودية من الدين بمقدار الثلث. وكذلك كان نصيب البنوك الخارجية، بما في ذلك بنك بي إن بي باريبا وستاندارد تشارترد، بمقدار الثلث. أما الثلث الأخير فكان من نصيب مستثمرين غير مصرفيين اشتروه من أسواق ثانوية.

قابلت مجموعة أحمد حمد القصيبي وإخوانه الدائنين الأجانب، في محاولة لتسوية تلك الدعوات، في صيف عام 2014، وعرضوا سداد عشرين سنتاً على الدولار الواحد، بالإضافة إلى نصف أي مبالغ مُستعادة على الأقل خلفية دعاوى القضاة ضد الصانع. وفي تلك الأثناء، أصدرت مجموعة السعد بياناً في 2 يونيو 2009 يفيد بأن حساباتها التجارية كانت خالية من أي فساد، ولكن الدائنين هم من أرادوا تسوية الأمر بسرعة. وفي نفس اليوم، توقف التصنيف الائتماني للمجموعة وعلّق. وبعد مضيّ خمسة أيام، وبالتحديد في 7 يونيو 2009، صدرت التعليمات للبنوك في الإمارات العربية المتحدة بعدم إقراض الصانع. باعت مجموعة السعد، في تحركٍ طارئٍ منها لجمع الأموال لعملياتها، ممتلكاتها حول العالم، بما في ذلك أسهمها في بنك إتش إس بي سي، بعدما كانت ثاني أكبر مساهم هناك، وكذلك بيركلي، شركة الإنشاءات البريطانية، وThry آي، شركة الأسهم الخاصة. لم يتمكن الدائنون على مدار تسع سنوات من الوصول إلى أي تسوية بشأن استعادتهم لأموالهم.

أفادت دراسة استقصائية أجرتها ستاندرد آند بورز على 30 بنكاً تجارياً بأنه على الرغم من ضخامة إجمالي ديون مجموعتي السعد والقصيبي وأنه سيضيف المزيد من الضغط على المؤشرات والبنوك، إلا أنهما وبشكل عام قادرتان على النجاة من أي سقوط. كانت البنوك الكائنة في المملكة العربية السعودية، بلد المجموعتين المتنازعتين، والإمارات العربية المتحدة، المركز المالي للمنطقة، أكثر من تعاملت مع كلتا المجموعتين. وعلى الرغم من عدم رضا الجهات التنظيمية عن أي اتفاق لا يتضمن البنوك السعودية، إلا أن بعض الدائنين رأوا أن الحكومة كانت أكثر رغبة، ولو بقليل، في دفع البنوك المحلية لقبول الاتفاق، لأن هذا من شأنه أن يبعث رسالة إيجابية إلى المستثمرين العالميين. وقعت مجموعة القصيبي على "اتفاقية دعم التسوية" مع دائنيها. أفادت مجموعة أحمد حمد القصيبي وإخوانه أنه قد تم التوصل إلى اتفاق مع 90% من الدائنين بالعدد و65% منهم بالقيمة، وهو ما يسمح باستعادة حوالي 50% من قروضها، حتى لو بمعدلات فائدة أقل. وفي حالة عدم إمكانية الوصول إلى مستوى معين من الدعم من الدائنين أو الحكومة، فإن أمد هذه الأزمة سيستمر أكثر من ماضيها.

كان لأزمة القصيبي تداعيات أقل نسبياً، حيث تتمتع المملكة العربية السعودية باحتياطي نقدي هائل يكفي لإنهاء الأزمة. كما أن قرار الحكومة بتجميد أصول الصانع عزّز من موقف المملكة كدولة لا تعرف المساومة تضرب كل مخطئ بيدٍ من حديد. تساءل الناس من جانب عما إذا أثار تعثر المؤسسة المصرفية العالمية أسئلة بشأن استدامة القطاع المصرفي بالبحرين. ولكن سرعان ما جاءت الإجابة في تقييم "أ/مستقر" الصادر عن وكالة فيتش الذي حصلت عليه البحرين.

إضافة أخرى

رفض قاضي قضاة جزر كايمان الدعاوى القضائية النزاعية المرفوعة من القصيبي والصانع بناءً على حقيقة أن كلا المجموعتين استوليتا على أرصدة بنوك على مر العقود. صدر هذا الحكم

بعد نزاع استمر لعقد من الزمان أمام محاكم العالم بين العائلتين المتنازعتين مما أدى إلى سقوط إمبراطورياتهما. اطمأن صدر المحكمة إلى أن مجموعة أحمد حمد القصيبي وإخوانه كانت على دراية باحتيال الصانع وسمحت به. كما رفضت المحكمة مطالبة السعد بمبلغ وقدره 5.9 مليار دولار أمريكي.

التسلسل الزمني للأحداث

أنشئت البحرين المؤسسة المصرفية العالمية في 12 مايو 2009، المؤسسة التي ترجع ملكيتها بالكامل لمجموعة أحمد حمد القصيبي وإخوانه، والتي يدير إدارتها معن الصانع، ثم تعثرت المؤسسة في الإيفاء بديونها المصرفية. أثار هذا التعثر إشاعات تقول بأن البنك سيعيد هيكلة الشركة. خفّضت شركة ستاندرد آند بورز تصنيف البنك إلى "تعثر انتقائي" بدعوى أن الشركة لم تكن تنتوي الإيفاء بديونها على الرغم من امتلاكها أسهماً بقيمة 440 مليون دولار أمريكي. تدهور الموقف بالنسبة للصانع في 22 مايو 2009، حيث بدّلت شركة ستاندرد آند بورز تقييمها لمجموعة السعد من "مستقر" إلى "سلي". تضمنت الأسباب التي أفردتها شركة ستاندرد آند بورز التركيز الكبير لحيازات الأوراق المالية في قطاع الخدمات المالية، وتقلّب ملفات مجموعة السعد، والاعتماد الزائد على الاقتراض لتوسعة قاعدة أصول المجموعة، والانتشار الزائد للشركة في قطاع العقارات الذي كان أحد أكثر القطاعات تأثراً في المنطقة أثناء الأزمة. أصدرت مؤسسة النقد العربي السعودي أمراً في 8 مايو 2009 بتجميد حسابات الصانع وزوجته وأربعة أفراد آخرين من عائلته، بما في ذلك بطاقات ائتمانهم. دق انتشار الخبر بين العامة جرس الإنذار حيال تحرك غير مسبوق من قبل الحكومة السعودية ضد إحدى أهم الشركات الكائنة فيها.

خفّضت مؤسسة موديز تصنيف كبرى شركات مجموعة السعد بمقدار ست درجات من "Baa1" إلى "B1" (سندات غير مرغوب فيها). كما أضافت المؤسسة أن تصنيف المجموعة قد ينخفض أكثر نظراً لخطورة تعثرها الشديدة.

عقد القصيبي اجتماعاً للدائنين في 24 يونيو 2009 في البحرين، حيث تم الكشف عن أن المجموعة تدين بمبلغ وقدره 9.2 مليار دولار أمريكي لأكثر من 120 بنك حول العالم. ألقى ممثلو المجموعة اللوم على "مخالفات مالية كبيرة" في قطاع الخدمات المالية بالمجموعة. رفض قاضي قضاة جزر كايمان الدعاوى القضائية النزاعية المرفوعة من القصيبي والصانع في يونيو 2018.

5

أسعار النفط بين الارتفاع والانخفاض



بحلول عام 1973، كان على العالم أن يتعامل مع الارتفاع المتواصل لأسعار النفط والذي بلغ ذروته خلال حرب أكتوبر، والتي أسفرت عن إيقاف الإمدادات الخاصة بالولايات المتحدة وحلفائها في أوروبا الغربية، وبحلول عام 1974 وعندما رُفِع الحظر، قامت دول الأوبك بمضاعفة أسعار النفط أربع مرات من 3 دولارات للبرميل إلى 12 دولاراً للبرميل.

واجه المستهلكون في عام واحد زيادة بنسبة تصل إلى 300 في المئة، وبعد ست سنوات وتحديداً في عام 1979، اجتاحت العالم أزمة النفط الثانية. وكانت الأزمة هذه المرة نتيجة للتوتر الجغرافي السياسي في الشرق الأوسط. وشهدت الثورة الإيرانية والتي استمرت لمدة عام ابتداء من عام 1978 انخفاضاً في إنتاج النفط في البلاد بمقدار 4.8 مليون برميل يومياً. وكان هذا الانخفاض في ذلك الوقت يعادل 7 في المئة من الإنتاج العالمي، وأفضى هذا الاضطراب السائد بأسعار النفط إلى الارتفاع من 14.02 دولار للبرميل إلى 31.61 دولار للبرميل مسجلاً ارتفاعاً يصل إلى 125 في المائة في سنة واحدة فقط.

وفي وقت المعاناة التي عاشها مستوردو النفط، كانت تلك الأوقات هي أوقات الازدهار للمصدرين، حيث شهدت دول مجلس التعاون الخليجي زيادة مذهلة في الناتج المحلي الإجمالي (بأسعار عام 1986) من 53 مليار دولار في عام 1974 إلى ذروة مقدارها 190 مليار دولار في عام 1980. وبحلول عام 1986، واجهت البلدان المنتجة للنفط وضعاً غير مسبوق، حيث انخفضت أسعار النفط من 28 دولاراً للبرميل - قبل عام واحد - إلى 14.43 دولار للبرميل، وهو المعدل السائد منذ سبع سنوات في عام 1979. ووجه اللوم إلى المملكة العربية السعودية في ذلك الوقت، بسبب زيادة إنتاج النفط. وكانت المملكة العربية السعودية تحاول تصحيح ما اعتبرته تصرفات خاطئة تجاه الأزميتين الأوليتين. وفي تلك المرحلة، قاموا بخفض الإنتاج بهدف التحكم في السعر.

وارتفعت أسعار النفط الخام خلال الأزميتين الأوليتين بمعدل عشرة أضعاف خلال عشر سنوات، لتصل إلى 35 دولار للبرميل بحلول شهر يناير من عام 1981 قبل أن تستقر بعد ذلك، وكان لهذا الارتفاع عواقب غير مرغوب بها. حيث اختارت بعض البلدان المستوردة استخدام المركبات الموفرة للوقود كوسيلة للحد من استهلاك النفط. بينما لجأ آخرون إلى الفحم والغاز والطاقة النووية بغرض توليد الكهرباء مما أدى إلى انخفاض استهلاك النفط العالمي بنسبة 20%. وعلى الرغم من انخفاض الطلب على النفط، إلا أن بعض منتجي النفط من خارج دول الأوبك قد أثارتهم الأسعار المرتفعة وشرعوا في تنفيذ مشاريع باهظة التكاليف. وخلال الفترة من عام 1980 إلى عام 1986، زاد الإنتاج من خارج دول منظمة الأوبك بمقدار 6 ملايين برميل في اليوم، كما حفزت التكلفة المرتفعة للنفط الخام الدول غير الأعضاء في منظمة الدول المصدرة للبترول (الأوبك) من زيادة عمليات التنقيب والإنتاج، ومن ثم توجهوا إلى استخدام تقنيات إنتاج النفط المعززة.

وبحلول عامي 1973-1974، سيطرت منظمة الأوبك على إمدادات النفط العالمية قبل أن تنخفض حصتها السوقية بحلول عام 1985 إلى ربع إجمالي حصتها في السوق. ولمواجهة انخفاض الطلب وارتفاع العرض، اتجهت منظمة الأوبك إلى تحديد حصص إنتاج منخفضة بشكل كاف لتحقيق استقرار الأسعار خلال الفترة بين عامي 1982 و1985.

لكن هذه المبادرة باءت بالفشل نتيجة لرفض الأعضاء الآخرين في أوبك التعاون وقيامهم بإنتاج ما يتجاوز حصصهم المحددة. ونظراً للزيادة السريعة في الإنتاج خارج نطاق منظمة أوبك، همت أوبك وعلى رأسها المملكة العربية السعودية بالدفاع عن سعرها الرسمي البالغ 34 دولاراً للبرميل عن طريق خفض الإنتاج بشكل أكبر.

وبين عامي 1978 و1985، انخفض إنتاج منظمة أوبك من 29.9 مليون برميل يومياً إلى 16.6 مليون برميل يومياً، حيث أنتجت المملكة العربية السعودية 10.3 مليون برميل يومياً في عام 1980 قبل أن ينخفض الإنتاج إلى 3.6 مليون برميل يومياً بحلول عام 1985. وخلال تلك الحقبة، كان الإنتاج من خارج أوبك يشكل 70 في المائة من الإنتاج العالمي الإجمالي، حيث انخفضت حصة أوبك من واردات النفط الخام الأمريكية من 82 في المائة إلى 41 في المائة، ولذلك زادت المملكة العربية السعودية من إنتاجها في سبتمبر 1985. وكان الهدف من ذلك هو التسبب في تراجع السعر والذي من شأنه أن يضر بمنافسي المملكة العربية السعودية في منظمة أوبك ويجبرهم على الحد من الإنتاج.

الإنتاج اليومي للنفط (مليون برميل)

المنطقة	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986
الاتحاد السوفيتي	11.8	12.1	12.3	12.3	12.4	12.3	12.0	12.4
الولايات المتحدة	10.1	10.2	10.2	10.2	10.2	10.5	10.6	10.2
السعودية	9.8	10.3	10.3	7.0	5.0	4.5	3.6	5.2
المكسيك	1.6	2.1	2.6	3.0	2.9	2.9	2.9	2.8
المملكة المتحدة	1.6	1.7	1.9	2.2	2.4	2.7	2.7	2.7
الصين	2.1	2.1	2.0	2.1	2.1	2.3	2.5	2.6
إيران	3.2	1.5	1.3	2.4	2.5	2.0	2.2	2.1
كندا	1.8	1.8	1.6	1.6	1.7	1.8	1.8	1.8
فينزويلا	2.4	2.2	2.2	2.0	1.9	1.9	1.7	1.9
نيجيريا	2.3	2.1	1.4	1.3	1.2	1.4	1.5	1.5
العراق	3.5	2.7	0.9	1.0	1.1	1.2	1.4	1.9
الإمارات المتحدة	1.8	1.7	1.5	1.4	1.3	1.3	1.3	1.6
الجزائر	1.3	1.1	1.0	1.1	1.0	1.1	1.2	1.2
الكويت	2.6	1.8	1.2	0.9	1.1	1.2	1.1	1.2
ليبيا	2.1	1.9	1.3	1.2	1.2	1.0	1.0	1.1

المصدر: المراجعات الإحصائية لشركة بريتش بتروليوم "بي بي"

لاقت استراتيجية إجراق الأسواق العالمية بالنفط نجاحاً ملحوظاً، حيث انخفضت الأسعار من 30 دولاراً للبرميل في نوفمبر 1985 إلى 10 دولاراً بحلول يوليو 1986، وأدى انخفاض أسعار النفط إلى انخفاض معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي لجميع دول مجلس التعاون الخليجي

خلال عامي 1986 و1987. حتى أن البحرين وسلطنة عمان واجهتا عجزاً في الحساب الجاري خلال عام 1986، وشهدت دول مجلس التعاون الخليجي الأخرى انخفاضاً في احتياطيها من النفط. انخفضت أسعار النفط بنسبة 66% بسبب زيادة العرض من الدول خارج أوبك. وحاولت منظمة أوبك هذه المرة حماية حصتها في السوق بدلاً من تحديد السعر المستهدف. وفي عام 1998 باءت تجربة النمر الآسيوية بالفشل، وكانت تلك السنة بداية انخفاض أسعار النفط مما تسبب في قلق بين مصدري النفط، حيث انخفضت أسعار النفط العالمي من 25 دولار للبرميل في أوائل 1997 إلى أقل من 10 دولارات للبرميل.

انخفاض الطلب

كان الطلب على النفط من دول أمريكا الشمالية وشرق آسيا في ارتفاع مستمر، وعلى إثر ذلك قررت منظمة أوبك زيادة الإنتاج. لكنهم لم يفصحوا عن شدة الأزمة المالية التي بدأت في يوليو 1997 بانخفاض قيمة البات التايلندي وكذلك انخفاض العملات الآسيوية الأخرى. وفي ظل استقرار أسعار النفط بالدولار، وتزامناً مع ارتفاع قيمة الدولار بشكل كبير، ارتفعت تكلفة النفط لهذه الدول بشكل كبير نظراً لانخفاض عملتهم المحلية مما أدى إلى انخفاض الطلب على النفط في آسيا بمقدار 350,000 برميل يومياً. بيد أن الركود الآسيوي كان عاملاً رئيسياً لذلك، لكن تزامنت معه العديد من الحوادث الأخرى بالإضافة إلى ضغوطات كبرى لخفض الطلب.

زيادة العرض

ومن الناحية التاريخية، قامت الدول المصدرة للنفط بإنتاج النفط بكميات كبيرة، وكانت المملكة العربية السعودية والكويت والإمارات العربية المتحدة هم الدول الثلاث الوحيدين من أعضاء أوبك الذين قيدوا إنتاجهم طواعية إلى الحصة المتفق عليها في منظمة أوبك في عام 1993. وبالتالي، فإن المملكة العربية السعودية لديها مقدرات عالية. وبحلول ديسمبر 1997، رفعت منظمة أوبك حصتها بمقدار 2.5 مليون برميل في 1 يناير 1998، قبل أن تقوم الأمم المتحدة في عام 1991 في أعقاب حرب الخليج مباشرة بفرض عقوبات على العراق وفرض حظر على تصديرها للنفط. ولكن على الرغم من ذلك حُفّف الحظر عنها وسمح لها في أواخر 1990 بتصدير النفط إلى قدر محدود بقيمة الدولار، وأدى كل ذلك إلى زيادة العرض في الأسواق العالمية. ومع تحديد الحد الأقصى للقيمة بالدولار، تمكنت العراق من زيادة كمية صادراتها، حيث انخفضت أسعار النفط. وفي أغسطس 1998، عجزت روسيا عن سداد ديونها مما أدى إلى تخفيض قيمة الروبل والذي أدى بدوره إلى ركود في انخفاض الطلب على الوقود في السوق المحلية. وعلى إثر تخفيض قيمة العملة، عمد المنتجون إلى زيادة المعروض من النفط في السوق العالمية. ومع انخفاض أسعار النفط، حُفّضت مستويات الإنتاج لتجنب المزيد من الهبوط في الأسعار. مما أضر بالاقتصاد وأدى إلى انخفاض نمو الناتج المحلي الإجمالي في عام 1999، وذلك بالنسبة للدول المنتجة للنفط وكانت قطر الاستثناء الوحيد، لأنها كانت من الدول المصدرة للغاز وليست مصدرة للنفط.

وفي الفترة ما بين عامي 1996 و1999، عانت السعودية من عجز مالي بسبب سياستها في خفض إنتاج النفط بفرض دعم أسعار النفط في السوق العالمية. ومع ذلك انخفضت فجوة العجز في عام 1999 بعد تغيير استراتيجيتها لزيادة الإنتاج، وأصبحت الكويت في تلك الفترة عن عجز قدره 0.33 مليار دولار. كما انخفض احتياطي دولة الإمارات العربية المتحدة في 1998 إلى 8.28 مليار دولار مقارنة بزيادة قدرها 12.60 مليار دولار في عام 1997. وشهد مؤشر السوق الخاص بدول الخليج باستثناء قطر، انخفاضاً حاداً مع هبوط مؤشر عمان بنسبة 52 في المائة، وأدى الاعتماد الكبير في الاقتصاد الإقليمي على عائدات النفط واعتماد القطاعات غير النفطية على الإنفاق الحكومي إلى انخفاض القيمة السوقية للكويت وعمان والمملكة العربية السعودية بنسبة 36% و32% و28% على التوالي. وليس من المستغرب أن تلك الدول باستثناء الكويت، اضطرت إلى تقليص نفقاتها.

الأزمات الأربعة

عند أول حالي ركود في أسعار النفط، لم تكن الاستجابة فورية، حيث انخفض أسعار النفط تدريجياً، وعلى صعيد آخر، كان هناك انخفاضاً كبيراً في أسعار النفط أثناء حالي الركود التاليين (1991-1993 و1998).

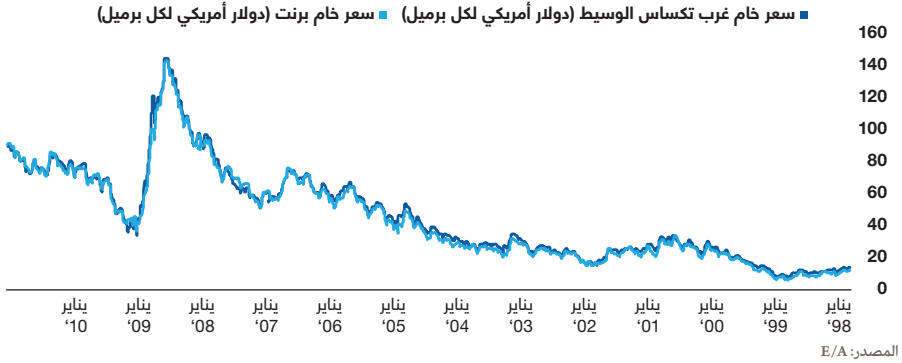
ويمكن حصر أسباب ذلك في ثلاث نقاط ملخصها ما يلي: أولاً، الانتقال من تسعير العقد في السبعينيات إلى البيع الفوري في التسعينيات. حيث عمل التغيير الطارئ على العقد والذي أبقى على ارتفاع الأسعار لمدة محددة، على خفض مرحلة القدرة على الاستجابة. ثانياً، عززت الحصة السوقية الكبيرة لأوبك خلال السبعينيات والثمانينيات من قدرتها على التلاعب بالعرض من أجل التحكم في هبوط الأسعار. ورغماً عن ذلك، فقدت أوبك حصتها السوقية كما فقدت قدرتها على التحكم في السعر.

ثالثاً، أسواق العقود الآجلة المتطورة في التسعينيات كانت تعني أنه يمكن للمرء أن يقوم بالمضاربة على أسعار النفط المستقبلية. ومع إيقاف عمليات المضاربة بسبب المدى المتوقع، ارتفعت أسعار النفط بسرعة أكبر، حيث ارتفعت أسعار النفط بشكل مطرد من منتصف عام 2003 حتى نهاية عام 2007 وبشكل حاد حتى منتصف عام 2008.

وهنا زاد الطلب على النفط من الأسواق الناشئة وعلى وجه الخصوص من الصين والهند، حيث ارتفع استهلاك النفط العالمي بنسبة 1.9% سنوياً وهو ما يقارب ضعف معدل النمو السنوي المركب من 1.1% والتي سجلت بين عامي 1980 و2000.

وأدى هذا الطلب المتزايد على النفط بالإضافة إلى سلسلة من الأحداث الأخرى التي وقعت خلال النصف الأول من عام 2008، إلى ارتفاع حاد في أسعار النفط.

أسعار النفط



كما كان هناك العديد من الأحداث الأخرى التي حدثت مصادفة والتي لا تعني شيئاً بمفردها، لكن حدوثها مجتمعة أدت إلى زيادة كبيرة في أسعار النفط. أولاً، توقفت فنزويلا عن بيع النفط الخام إلى إكسون موبيل، ثم أدى عمل إرهابي إلى تفجير خط أنابيب نفط رئيسي في العراق مما أدى إلى انخفاض في تدفق النفط من 1.2 مليون برميل يومياً إلى 300 ألف برميل يومياً. كما انسحب عمال النفط الأسكتلنديون من وظائفهم في الوقت نفسه مما يعني خسارة 50% من إنتاج المملكة المتحدة من بحر الشمال. وخلال نفس الشهر، أوقفت إكسون موبيل إنتاجها النفطي في نيجيريا بسبب إضراب العمال مما أعطى متوسط إنتاج 800 ألف برميل يومياً في عام 2007. وفي وقت لاحق انخفض تدفق النفط إلى ما يقرب من 1.36 مليون برميل نفط يومياً بسبب هجمات المتشددین والتخريب وإضراب العمال. وتسببت الهجمات المسلحة في نيجيريا، والتي لحقت شركة شل بعد ذلك، في تأمين 225.000 برميلاً إضافياً. وأخيراً، قام المحتجون النيجيريون بتفجير خط أنابيب مما أجبر شركة شيفرون على إيقاف الإنتاج مما يعني فقد 125 ألف برميلاً إضافياً. وفي تطور سريع، خفضت هذه الأحداث من إمدادات النفط، وكان التسارع في أسعار النفط الفوري ظاهراً للعيان.

وشهدت الفترة من عام 2003 إلى عام 2008 طفرة غير مسبوقه في الطلب العالمي. لكن أوبك لم تكن مستعدة على نحو كافٍ، خاصة في ظل سياسة خفض الإنتاج على مدار سنوات عديدة، لذا لم تقم بالاستثمارات اللازمة لدعم زيادة الإنتاج من أجل أوقات حرجة كهذه. وكان إنتاج غالبية النفط الخام في العالم مواكباً للاستهلاك العالمي طوال الفترة ما بين 1980-2005 ولكنه انخفض بمقدار 1.5 مليون برميل بين عامي 2005 و2007، واستمرت الزيادة غير العادية في أسعار النفط الخام حتى النصف الأول من عام 2008. وانخفض الطلب على النفط عند بداية ظهور الأزمة المالية العالمية في عام 2008 وعندئذ عملت منظمة الأوبك، والتي كانت تسيطر بدورها على 40 في المائة من إنتاج النفط العالمي، على خفض الحصص إلى 4.2 مليون برميل يومياً للحفاظ على توازن السوق. ولكن الانخفاض

الحر في الأسعار ظل مستمراً ويعود ذلك إلى سببين: أولهما، هو تراجع الاقتصاد العالمي بشكل منقطع النظير، والسبب الآخر، هو عدم التيقن من امتثال أعضاء أوبك لخفض الإنتاج. وكان للأزمة المالية عام 2008 والتي نشأت جراء أزمة الإسكان في الولايات المتحدة، تأثير العدوى في جميع أنحاء العالم، حيث أدى انهيار أسعار النفط بسبب الطلب المنخفض عليه والأثر الذي لحق بالدول المصدرة للنفط، إلى انخفاض مستويات نمو الناتج المحلي الإجمالي في الخليج، وخسرت المملكة العربية السعودية ما يقارب 38.6% من عائدات التصدير في عام 2009 بينما انخفضت تلك العائدات في الكويت والإمارات بنسبة 37.4% و19.7% على التوالي.

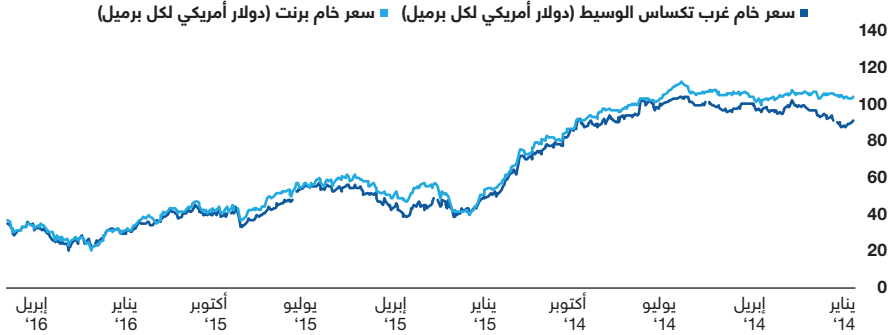
إذن ما هو التأثير الحاصل على السوق؟

بعد إبلاغها عن فائض قدره 157 مليار دولار في عام 2008، أفادت المملكة العربية السعودية عن عجز يقدر بـ 23.4 مليار دولار أمريكي في عام 2009. وكان لدى الكويت فائض قدره 29.3 مليار دولار وهو ما يعتبر أقل بكثير مقارنة بفائضها البالغ 44.6 مليار دولار في عام 2007. وفي غضون ذلك، سجلت الإمارات العربية المتحدة عجزاً مالياً بلغ 10.75 مليار دولار أمريكي في عام 2009.

وانخفضت مؤشرات الأسهم لجميع دول مجلس التعاون الخليجي نتيجة للأزمة المالية العالمية. ومع ذلك، فإن الانخفاض اللاحق في أسعار النفط والذي نتج عن انخفاض الطلب في أعقاب الأزمة لم يؤثر على أداء مؤشرات الأسهم في منطقة دول مجلس التعاون الخليجي. وعلى الرغم من انخفاض عائدات التصدير وغيرها من العائدات المالية بشكل حاد في عام 2009، إلا أن الإنفاق الحكومي استمر في الغالب كتدبير مضاد للحد من تأثير انخفاض أسعار النفط والأزمة المالية على اقتصادات كل دول مجلس التعاون الخليجي. وفي حين تباطأ نمو الائتمان والنقد وانخفضت الأرصدة المالية والخارجية بشكل كبير إلا أن المركز المالي لدول مجلس التعاون الخليجي كان قوياً، مما ساعد على الحفاظ على مستويات الإنفاق.

وشهدت أسعار النفط انخفاضاً حراً منذ شهر يونيو 2014، حيث فقد ما يقارب 70% من قيمته، وانتهت لعبة الصعود ذات الأمد الطويل والتي بدأت في عام 2010. وكان لكل من عمليات إنتاج النفط غير التقليدي لعدة سنوات وضعف الطلب العالمي وارتفاع الدولار كلاً له أثره، حيث بدأ مسلسل الانخفاض في يونيو 2014، واستمر حتى عام 2016 وهو ما يحتم علينا اعتبار تلك الفترة كواحدة من أكثر فترات الانخفاض طويلة الأمد.

أداء أسعار النفط



وإليكم ما حدث:

أولاً، انخفض الطلب العالمي على النفط منذ عام 2012 وذلك بسبب عدم استقرار النمو الاقتصادي العالمي. إلا أن ذلك لم يكن أسوأ ما في الأمر، حيث أن ثورة النفط الصخري الأمريكي قد أحدثت تحولاً هائلاً في هذا المجال حيث كان حجم تلك الثورة مدهشاً ومفاجئاً للجميع. أدى ذلك التحول إلى تغير الوجهات والآراء، فبدلاً من مخاوف ندرة الطاقة وارتفاع الأسعار في الولايات المتحدة، أصبح الأمر متعلقاً بمحادثات الاستقلال في مجال الطاقة ووفرتها. سببت أسعار النفط المرتفعة أضراراً ذاتية للولايات المتحدة لكنها لم تُدرِك إلا بعد فوات الأوان، وبالتالي أصبح السعي نحو استغلال النفط الصخري ميزة هائلة.

ونستعرض معكم المعلومات الأساسية بشأن النفط الصخري، حيث بلغ إجمالي الاحتياطي الصخري 13.4 مليار برميل في نهاية عام 2014، أي ما يقرب من ضعف الاستهلاك في عام 2013 والمقدر بـ 5.5 مليار برميل.

ومع حلول عصر إنتاج النفط الصخري في الولايات المتحدة في عام 2005، انخفض صافي واردات الولايات المتحدة من النفط سنوياً، من 12.4 مليون برميل يومياً في عام 2005 إلى 9.4 مليون برميل يومياً في عام 2010. ويرجع هذا الانخفاض في أساسه إلى سياسة الانخفاض بواردات النفط من خلال زيادة الإنتاج المحلي.

كما لعبت سياسة الأوبك دوراً حاسماً في هذا الأمر. حيث خفضت منظمة أوبك العرض في فترات الركود السابقة بغرض دعم أسعار النفط. فخفضت على سبيل المثال 4.2 مليون برميل يومياً من حصتها الإنتاجية الإجمالية في عام 2008.

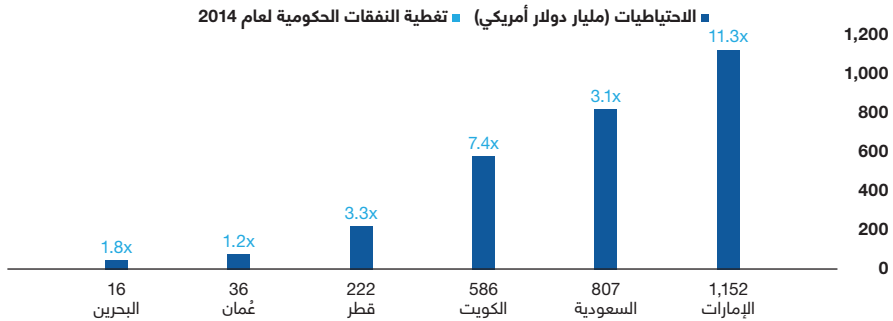
وارتفعت متوسطات أسعار النفط الخام المفضلة لدى منظمة الأوبك بزيادة تدريجية من 25 - 35 دولاراً للبرميل في أوائل عام 2000 إلى 100 - 110 دولار للبرميل في عام 2010، وهو ما أدى إلى انخفاض حصة أوبك في السوق، ونتيجة لذلك، بدأ العديد من أعضاء أوبك في تقديم تخفيضات إلى مستوردي النفط الآسيويين في الربع الثالث من عام 2014. وأخيراً قررت منظمة الأوبك في نوفمبر 2014 الحفاظ على مستوى الإنتاج البالغ 30 مليون برميل

في اليوم وهو ما تم الاتفاق عليه في ديسمبر 2011. وفُهم ضمناً من هذا التغيير في السياسة أن منظمة أوبك لم تكن مستعدة لتغيير إمداداتها للتحكم في انخفاض الأسعار. ويجب الأخذ بعين الاعتبار أن التوتر الجغرافي السياسي كان له تأثيراً هائلاً على السوق. ومما زاد الأمور تعقيداً، تلك المنافسات الحادثة بين منتجي النفط الرئيسيين مثل روسيا وإيران، والتي تتطلب ميزانياتها نفطاً بأسعار أكثر من 100 دولار للبرميل الواحد لتحقيق التعادل، مما مكن المملكة العربية السعودية من خفض الأسعار لمدة زمنية محددة بسبب احتياطياتها المالية العالية.

وعلى الرغم من جهود التنويع، اعتمدت دول مجلس التعاون الخليجي بشكل مبالغ فيه على عائدات الهيدروكربون "النفط والغاز" بغرض تمويل نفقاتها على البنية التحتية والبرامج الاجتماعية، حيث ساهمت الإيرادات النفطية في المتوسط بما يصل إلى نسبة 80% من إيرادات الميزانية خلال عامي 2010 و2013.

ونتيجة لانخفاض أسعار النفط، تقلص الدخل لجميع دول مجلس التعاون الخليجي خلال عامي 2014 و2015 وذلك بالتزامن مع انخفاض وصلت نسبته إلى 41%، 44%، و33% للمملكة العربية السعودية والكويت والإمارات العربية المتحدة على التوالي خلال الفترة من 2013 - 2015. ومع بلوغ احتياطي دول مجلس التعاون الخليجي إلى أكثر من 2.8 تريليون دولار أمريكي، كانت الاقتصادات الرئيسية تقود معدل تغطية إنفاق يزيد على ثلاثة أضعاف، وذلك استناداً إلى أرقام النفقات المقدرة لعام 2014. ووفرت هذه البرامج تغطية كافية لبرامج الإنفاق الحكومية المستقبلية، كما كبحت مخاوف المستثمرين بشأن التوقعات الإقليمية والتي كانت تغذيها في الغالب برامج الإنفاق الحكومية.

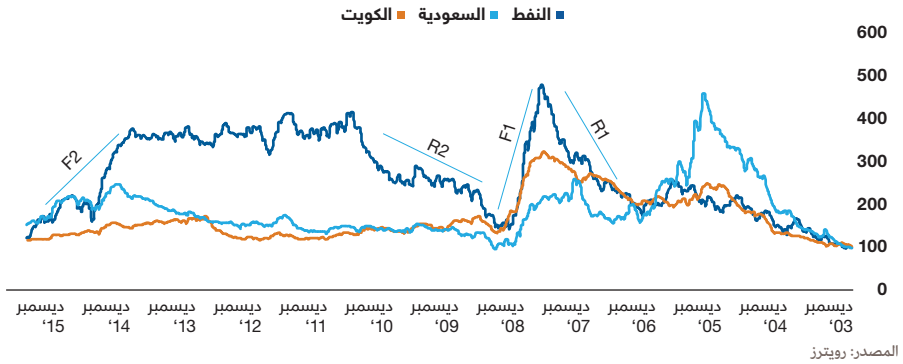
الاحتياطيات (مليار دولار أمريكي) وتغطية النفقات الحكومية، 2014



المصدر: صندوق النقد، معهد صناديق الثروة السيادية، أبحاث "المركز"
تنويه: تشمل الاحتياطيات على أصول صناديق الثروة السيادية، الذهب، والاحتياطيات المعلن عنها رسمياً

وبرغم الاحتياطات الضخمة إلا أن مستويات الديون المنخفضة وملفات الائتمان المستقرة قدمت الكثير من الدعم لحكومة دول مجلس التعاون الخليجي خلال مرحلة الضعف التي عاشتها أسواق النفط.

ومع ذلك تسيّد انخفاض أسعار النفط الأسواق في ذلك الوقت، حيث انخفضت أسعار الأسهم الخليجية بمقدار 200 مليار دولار في عام 2015. وتحركت أسعار النفط والأسهم الخليجية بشكل متلاحق منذ أن بدأت أسعار النفط في التراجع في النصف الثاني من عام 2014، مما يعني الارتباط المباشر بين أسعار أسهم دول مجلس التعاون الخليجي وأسعار النفط. لذلك، ازداد الارتباط والتذبذب في الآونة الأخيرة مع استجابة الأسهم الخليجية بقوة لتقلبات أسعار النفط. ويسرد كل رقم من الأرقام المعبرة عن سعر خام برنت بالإضافة إلى مؤشر السوق الرئيسية "تاسي" والمؤشر السعري للسوق الكويتي للفترة من 2003 إلى 2014 قصة خاصة به.



يناقش الرسم البياني أعلاه، إعادة مقارنة قيم المؤشر الخاص بالسوق الرئيسية السعودية "تاسي" ومؤشر الأسعار في الكويت، وقيمة خام برنت في الفترة من 2003 حتى نوفمبر 2014. وبالنظر إلى حركة الأسعار، يمكن ملاحظة أنه قبل عام 2008، كانت قيم المؤشر تابعة لحركة أسعار النفط بصورة تقريبية.

تسبب الانخفاض الكبير في أسعار النفط (-68%) في تخفيف التوتر بين الولايات المتحدة وإيران ورفع الولايات المتحدة الحظر على التنقيب عن النفط في البحر. هذا وقد أدى النشاط الاقتصادي المزدهر بالإضافة إلى ارتفاع ثقة المستهلك والمستثمر والسيولة الوفيرة خلال طفرة النفط، إلى النمو الهائل للائتمان والتضخم وارتفاع أسعار الأصول. وتأثرت اقتصادات دول مجلس التعاون الخليجي بالنفوذ المؤسسي والسيادي والذي تأثر بدوره وبشكل مباشر بالهبوط في أسعار النفط. وأدى كل ذلك إلى إحكام حالات السيولة في الأسواق والتي تضخمت مع بداية الأزمة المالية العالمية. وبدا واضحاً أيضاً تأثير أزمة الرهن العقاري في أسواق النفط وأسواق الأسهم، حيث انخفض سعر خام برنت من 100 دولار للبرميل خلال هذه الفترة إلى 46 دولار للبرميل.

وبعد عام 2008، تغيرت الأمور قليلاً، حيث كان للزيادة التدريجية في أسعار النفط (168%، R2) تأثيراً بسيطاً على قِيم المؤشر. وتمثلت مخاوف التوريد المتعلقة بالقضايا الجيوسياسية والزيادة في الطلب، مع ظهور المستهلكين الأساسيين في الصين والهند. كما أدى الاضطراب السياسي في مصر وليبيا واليمن والبحرين إلى ارتفاع أسعار النفط في فبراير 2011، وسرعان ما انتشرت الأزمة في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا، مما أدى إلى ارتفاع أسعار النفط إلى مستويات قياسية. وكما أثرت انتفاضة الربيع العربي على ثقة المستثمرين في المنطقة إلا أنها زادت من التذبذب في أسواق الأسهم، ولذا قامت السعودية بتحسين بُنيته التحتية للمساعدة في نمو القطاعات غير النفطية. وأخيراً، أثر الانخفاض الحاد في الأسعار في النصف الثاني من عام 2014 (-39%، F2) على كل المؤشرات بمرور فترة من الزمن. وقد تناولنا أسباب الانخفاض في أسعار النفط في الأقسام السابقة، في حين زادت مخاوف الأسواق من التأثير المتوسط وطويل الأجل لخفض أسعار النفط في الإنفاق الحكومي.

ويكمن التغيير الحاصل في العلاقة بين تحركات أسعار النفط وحركة المؤشر السعودي بعد 2008 إلى الجهود المتزايدة التي تبذلها الحكومة لتنويع الاقتصاد بعيداً عن القطاع النفطي. ومع نمو عدد الشركات في القطاعات غير النفطية، حددت أرباح الشركات حركة الأسواق. ففيما يتعلق بدولة الكويت، أعطت أسعار النفط المرتفعة الحكومة الحماية اللازمة لزيادة الاستثمارات. ورغم ذلك، كان للمخاطر تأثير ضئيل على أرباح الشركات مما أدى إلى تغيير في العلاقة بين أسعار النفط والمؤشر الكويتي.

وفي حالة السعودية ودول مجلس التعاون الخليجي الأخرى، تراكمت الفوائض النفطية واستثمرت معظمها في الأسواق الأجنبية إما مباشرة من البنوك المركزية أو من خلال صناديق الثروة السيادية. وبالتالي، لم يكن هناك تأثير يذكر على أسعار النفط التي ارتفعت عن قيم المؤشر. وعلى النقيض من ذلك، فإن انخفاض أسعار النفط يؤثر على ميول المستثمرين، حيث تؤثر المخاوف من تقليص الإنفاق الحكومي على الأسواق. وبينما كان لدى دول مثل السعودية والكويت فوائض للاستناد عليها، فإن استمرار انخفاض أسعار النفط على المدى الطويل سيضر بالأسواق بسبب تباطؤ التوسع الاقتصادي، والذي من شأنه أن يؤثر على أرباح الشركات، والتي بدورها تؤثر على أسواق الأسهم. هذا، ويثير انخفاض أسعار النفط مخاوف بشأن الاستدامة المالية والنمو في الاقتصادات الإقليمية. ومع ذلك، تمسك معظم دول مجلس التعاون الخليجي بخطط الإنفاق التنموي، حيث حافظت على بقاء العجز في مداه المتوسط.

أثبت إصدار الحكومة السعودية لسندات بقيمة 28 مليار دولار أمريكي في عام 2015 لتمويل العجز المالي، أن دول مجلس التعاون الخليجي قادرة على زيادة الديون لسد الفجوة. ومع ذلك، فإن فترة طويلة من انخفاض أسعار النفط يمكنها أن تجبر الحكومات على خفض الإنفاق الرأسمالي والفوائد ويمكن لذلك أن يمثل ضغطاً على السيولة. وفيما يلي بعض النقاط المستفادة من تلك الأزمات:

النقطة الأولى، هي حساسية العرض والطلب، حيث الحقيقة المثيرة للدهشة في مسار النفط، وهي كيف يمكن لكمية قليلة من الطاقة الفائضة والتوريد أن تغطي على هذا السوق، ويمكن أن تنسب كل مسارات النفط إلى عدم التوازن في العرض والطلب، حيث تم تحريك مسار

أسعار النفط لعام 2014 بحوالي 4 مليون برميل يومياً من الطاقة الإنتاجية الجديدة، معظمها من أمريكا الشمالية وبشكل رئيسي من مصدر غير تقليدي. ورفضت منظمة الأوبك معالجة هذا العرض الزائد عن طريق خفض إنتاجها للحفاظ على أسعار النفط المرتفعة.

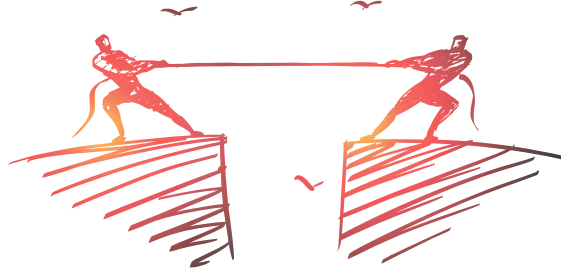
النقطة الثانية التي يجب ملاحظتها، هي أن أسعار النفط لم تعد خاضعة لسيطرة منظمة الأوبك. وأضعفت التقنيات الحديثة لإنتاج النفط غير التقليدي مثل النفط الصخري من قدرة أوبك على التحكم في السعر. وخلال أزمة عام 2014، كان هناك الكثير من المنتجين الذين لم يتمكن تحالف أوبك من السيطرة عليهم، رغم قيامها بتجميد الإنتاج والتشجيع على إعادة رفع الأسعار بعد انخفاضها.

وأخيراً، هناك مفهوم يسمى "الدورة الكبرى للسلع الأساسية". ويشير انخفاض أسعار النفط عام 2014 إلى مرحلة هبوط محتملة لتلك الدورة الكبرى التي تمر بها السلع الأساسية، وذلك على غرار انهيار أسعار النفط الذي حدث في الفترة من 1981 إلى 1986.

وكانت كل تلك المشكلات منخرطة في أوجه شبه غريبة، كالتي حدثت في سياق الركود الذي أضعف الطلب على النفط، والذي صار بعد ما يقارب من عقد اتسم بالارتفاع، كما أفضت سرعة تنامي الطاقة إلى استثمارات مكثفة في استكشاف المنبع وتطويره. أما اليوم، فتشير المؤشرات إلى أن النفط يتجه إلى مرحلة السعر المنخفض من الدورة الكبرى التي تمر بها السلع الأساسية، مع بقاء أسعار المواد الهيدروكربونية ثابتة لعدة سنوات قادمة.

6

المواجهة الدبلوماسية: قطر



في الخامس من يونيو 2017، قطعت المملكة العربية السعودية والإمارات العربية المتحدة والبحرين ومصر (إحدى الدول الأعضاء في جامعة الدول العربية) علاقاتها الدبلوماسية مع قطر، على خلفية اتهامها بتشجيع ودعم الإرهاب داخل هذه الدول، وقررت وقف جميع الرحلات البحرية والجوية من وإلى قطر، وحظرت مواطنيها من السفر إلى قطر.

وفي ظل الروابط التجارية الوثيقة والصلات الجغرافية العميقة مع بقية دول مجلس التعاون الخليجي، فقد كان لقطع العلاقات الدبلوماسية مردوده الاقتصادي السلبي على قطر. وسوف نتناول الوضع القائم من خلال خمسة أوجه: الاقتصاد العام؛ التجارة (التصدير والاستيراد)؛ الاستثمارات؛ العملة؛ أسواق رأس المال.

الاقتصاد العام

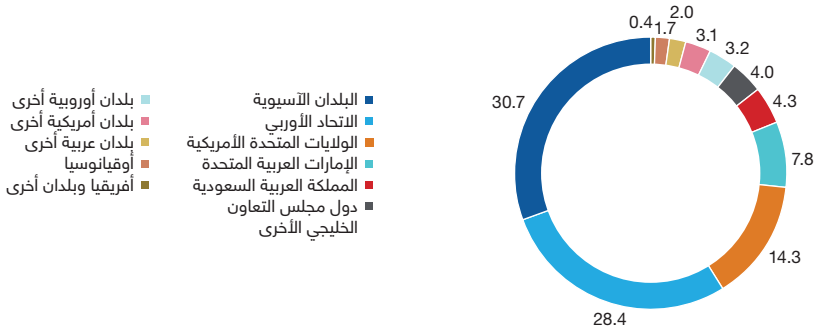
بداية، كان من المتوقع أن تحدث أموراً كثيرة في حال استمرت العقوبات لمدة طويلة. إحدى تلك النتائج المتوقعة هي أن ينخفض الناتج المحلي الإجمالي انخفاضاً حاداً. فقد توقع معهد التمويل الدولي أن معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي لقطر يمكن أن يهبط من 2.3% في 2016 إلى 1.2% في 2017 نتيجة لانخفاض معدل نمو الموارد غير النفطية. بيد أن الناتج المحلي الإجمالي ظل مرناً، مما أدى إلى نمو حقيقي للناتج المحلي الإجمالي قدره 2.1% في 2017. وبعد المواجهة الدبلوماسية، انخفض التمويل الأجنبي (الودائع الخارجية والودائع بين البنوك)، وانخفضت ودائع القطاع الداخلي بمقدار حوالي 40 مليار دولار أمريكي؛ لكن هذا الانخفاض عوضه ضخ للسيولة النقدية من خلال ودائع من جانب البنك المركزي والقطاع الخاص. وقد عملت هذه الأزمة الدبلوماسية كمحفز لتعجيل أجندة الإصلاح الهيكلي الخاصة بتحسين بيئة الأعمال.

التجارة

الاستيراد

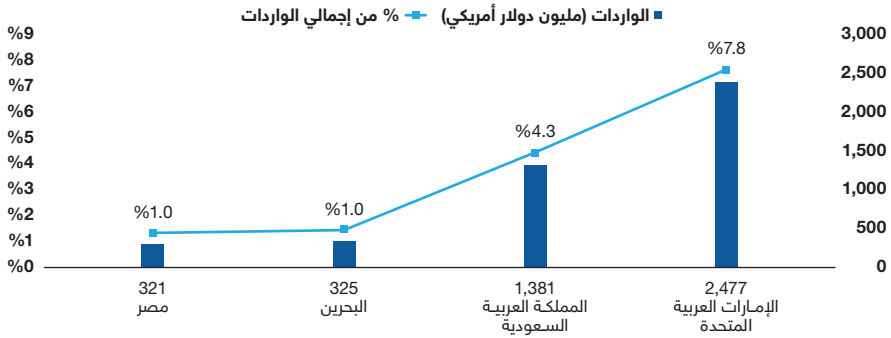
تأتي أغلبية الواردات (73.4%)، والتي تتكون من الماكينات والمواد المصنعة، من آسيا وأوروبا والولايات المتحدة الأمريكية، وتحصل قطر على أغلب احتياجاتها من جيرانها، حيث يأتي حوالي 80% من الإمدادات الغذائية من الإمارات العربية المتحدة والمملكة العربية السعودية. وسوف يواجه كل منهم تحديات جديدة.

الواردات طبقاً للمنشأ (% من إجمالي الواردات) - 2016



المصدر: وزارة التخطيط التنموي والإحصاء

الواردات من دول الأزمة الدبلوماسية - 2016



المصدر: وزارة التخطيط التنموي والإحصاء

وعلى المدى القريب، ستواجه بلاد أخرى مستوردة تحديات متصلة بالأمر اللوجستية والبنكية. فمن المعروف أن شركات الشحن تستعمل محور جبل علي في دبي لتفريغ البضائع المتجهة إلى قطر، ثم تنقلها إلى سفن أصغر لتأخذها إلى ميناء الدوحة. الآن، فرض محور جبل علي حظراً على كل السفن المتجهة إلى قطر أو القادمة منها. ويعني هذا الحظر إعادة توجيه حركة السفن، مما يؤدي إلى زيادة في الكلفة والوقت. وإذا استمر الحصار الحالي في مواجهة السلع الأساسية من البلدان المجاورة، فإن قطر ستكون مجبرة على التعامل مع شركاء جدد مثل تركيا وإيران والهند، وإن كان من غير الواضح الشكل الذي سيأخذه التجار مع هؤلاء الشركاء المحتملين على المدى الطويل.

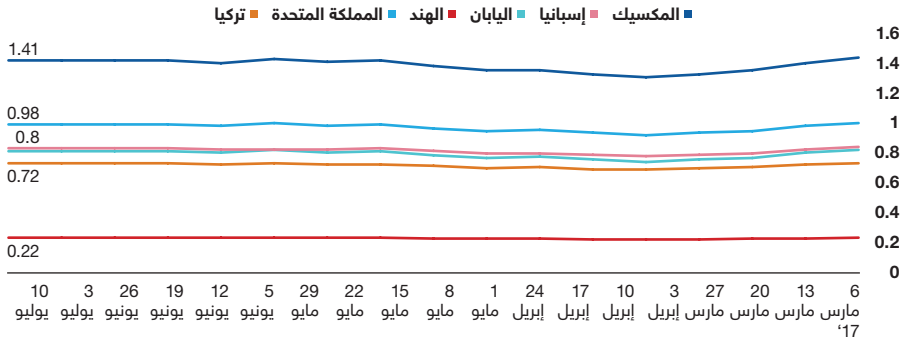
التصدير

قطر هي أكبر بائع في العالم للغاز الطبيعي المسال. وقد صدرت 30% من إمداد العالم في 2016. ويذهب القدر الأكبر من الغاز المصدر إلى البلدان الآسيوية، بينما تذهب 8% فقط إلى دول مجلس التعاون الخليجي، تحصل الإمارات العربية المتحدة على 5.8% منها. وتعتبر صادرات قطر إلى الإمارات العربية المتحدة هي في الغالب من الغاز الطبيعي المسال، وقد تجنبت الإمارات العربية المتحدة حتى الآن غلق خطوط الإمداد التي تأتي بالغاز من قطر. وتتولى شركة دولفن للطاقة، شركة ذات مسؤولية محدودة، مقرها أبوظبي، تشغيل خط أنابيب الغاز، وتضخ حوالي 2 مليار قدم مكعب من الغاز يومياً إلى الإمارات العربية المتحدة. علاوة على ذلك، وعلى الرغم من أن هذا النزاع الدبلوماسي يمكن أن يؤدي إلى غلق أنابيب الغاز إلى الإمارات العربية المتحدة، فإن قطر قررت عدم الإقدام على فعل ذلك.

ومن غير المحتمل أن تتأثر صادرات قطر من النفط والغاز، حيث أن الطرق البحرية الرئيسية المؤدية إليها عبر المياه العمانية والإيرانية لا تزال مفتوحة للملاحة. بالإضافة إلى أن أكبر شركائها التجاريين؛ اليابان، والهند والصين وكوريا الجنوبية، والذين يشترون أكثر من 70% من إنتاجها للغاز الطبيعي، هم خارج منطقة الشرق الأوسط المضطربة سياسياً. لذا، من غير المحتمل أن تتعرض صادرات قطر من الغاز والنفط إلى الضرر.

وحذرت وكالة الطاقة الدولية من أن ازدياد حدة التوتر الدبلوماسي بين قطر وجيرانها العرب يؤدي إلى مشاكل في التشغيل في المنطقة. وبينما كانت هناك بعض المشاكل اللوجستية، تقترح بيانات شركة مازمور للأبحاث أن هذا لم يرفع من سعر نقل الغاز الطبيعي المسال إلى الشركاء التجاريين المهمين حتى الآن.

سعر النقل من قطر (دولار أمريكي / مليون وحدة حرارية بريطانية) 2017



المصدر: مازمور للأبحاث

الاستثمار الأجنبي المباشر والعمللة والتصنيف

ما هي الآثار المترتبة على تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر، والتي تعتبر مركزية جداً لنمو الاقتصاد؟ هل أضرت المقاطعة بالريال القطري؟ ما هو التأثير التراكمي على التصنيف السيادي؟

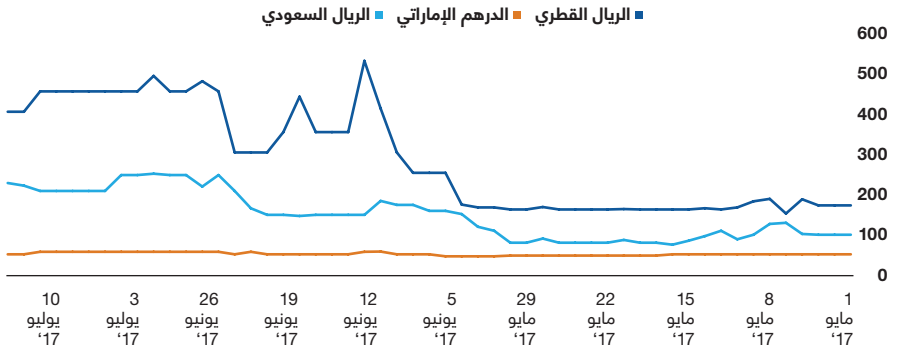
الاستثمار الأجنبي المباشر

رغم أنه يجري تخصيص مجموعة من المشروعات الرأسمالية الكبيرة التي تتعلق بالبناء والنقل، إلا أن تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر في قطر كانت ضئيلة. إضافة إلى هذا، ومن الناحية التاريخية، فإن أكثر من 90% من الاستثمار الأجنبي المباشر في قطر جاء من الولايات المتحدة الأمريكية (20%)، والاتحاد الأوروبي (30%)، وبلدان أمريكية أخرى (35%) وآسيا، بخلاف دول مجلس التعاون الخليجي (5%). لذلك سيكون تأثير الأزمة الحالية على تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر غير ملحوظ.

العملة

في 12 يونيو/حزيران 2017، قفزت العقود المستقبلية للريال القطري على مدى 12 شهراً إلى رقم قياسي هو 525 نقطة أساس. وتشير هذه القفزة إلى زيادة الرهان على تخفيض قطر لقيمة عملتها، والتي تقف حالياً عند 3.64 مقابل الدولار.

الدولار الأمريكي - الريال القطري مبادلة آجلة بعد عام



المصدر: رويترز ومارمور للأبحاث

إلا أن إمكانية فك قطر لارتباط بعيدة، حيث يبلغ صافي احتياطي النقد الأجنبي لدى مصرف قطر المركزي 34.5 مليار دولار أمريكي. وبينما تأتي العقوبات التي فرضت على قطر بضغط شديد على الريال القطري، فإن انخفاض أسعار النفط يأتي بتأثير مماثل على الريال السعودي.

التصنيف الائتماني

أثرت الأزمة الدبلوماسية تأثيراً عكسياً على التصنيف الائتماني لقطر. فقد خفضت ستاندرد أند بورز من تصنيفها لقطر على الأمد الطويل درجة إلى AA-، وقد يكون هناك مزيد من التخفيض إذا تفاقمت الأزمة أكثر. وقد انتقلت آثار ذلك إلى الشركات القطرية، مما أدى إلى انخفاض لاحق في تصنيف الشركات الكبرى، مثل صناعات قطر وبنك قطر الوطني. ومن المحتمل أن نشهد اتجاهات مماثلة في بنوك وشركات أخرى أيضاً.

مقياس تصنيف ستاندرد أند بورز

مقياس تصنيف ستاندرد أند بورز	قطر	صناعات قطر	مصرف قطر الوطني	تأمين قطر	تأمين الدوحة	بنك الدوحة	بنك قطر الإسلامي
AAA							
+AA							
AA	قبل الأزمة						
-AA	ما بعد الأزمة	قبل الأزمة					
+A		ما بعد الأزمة	قبل الأزمة				
A			ما بعد الأزمة	لا تغيير			
-A					لا تغيير	لا تغيير	لا تغيير
+BBB							
BBB							
-BBB							
+BB							
BB							
-BB							

المصدر: رويترز ومارمور للأبحاث

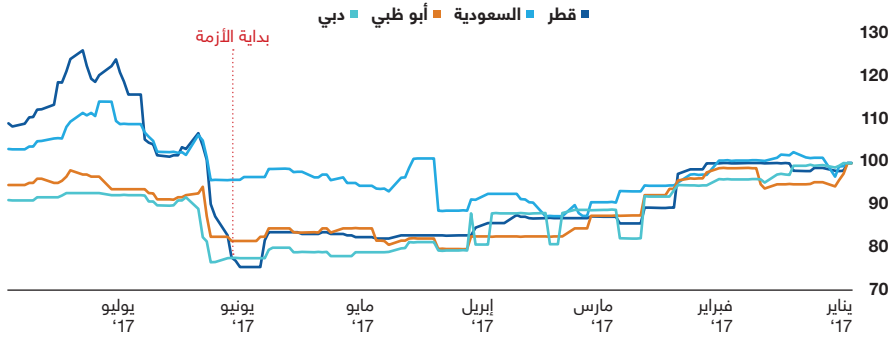
التأثير على سوق رأس المال

سوق الدين

يبلغ دين قطر الخارجي 114% من الناتج المحلي الإجمالي، مما يجعله ثاني أكبر دين بين دول مجلس التعاون الخليجي. وقد شهد الدين الخارجي زيادة حادة في 2016، نتيجة بالأساس لارتفاع الحد في المسؤوليات الأجنبية للبنوك التجارية إلى 123 مليار دولار أمريكي (81% من الناتج المحلي الإجمالي) من 85 مليار دولار أمريكي في العام السابق. وقد بلغ الدين السيادي الخارجي لحكومة قطر في يوليو 2017، 35.8 مليار دولار أمريكي؛ تراكم الجزء الأكبر منه في 2016. نتيجة لهذا، فإن نقاط الضعف الخارجية لقطر أكثر بكثير من نظرائها الإقليميين الذين يحظون بتصنيف أعلى. وبينما تبدو احتمالات حل النزاع المستمر ضعيفة، فإنه من المحتمل أن تزداد كلفة الدين، وأن يزداد تدهور الميزانية. كذلك ستزيد معدلات الفائدة العالمية المتصاعدة من شدة الأزمة.

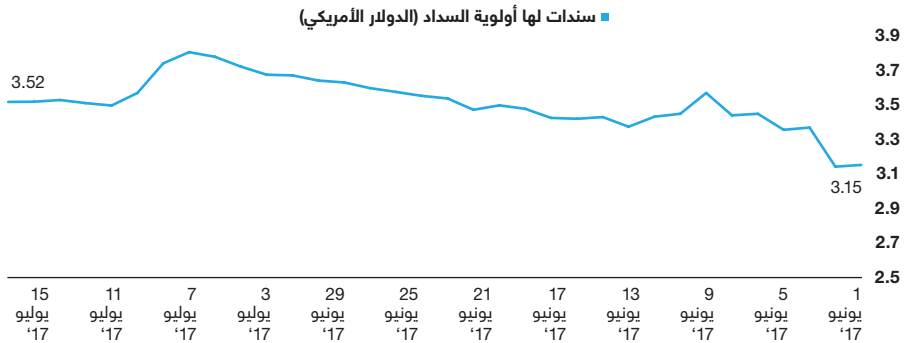
وأثرت الأزمة الدبلوماسية على مزاج المستثمرين. بدليل مبادلة مخاطر الائتمان الخمسية أو كلفة تأمين المخاطر، والتي زادت من 57 نقطة أساس في مايو 2017 إلى 121 نقطة أساس في يوليو 2017. بالمثل، فإن عائد السندات الدولارية العشرية التي أصدرتها قطر زاد إلى 37 نقطة أساس. كما يتم قياس مزاج المستثمرين باستعمال علاوة مخاطر الأسهم، والتي زادت.

مبادلة مخاطر الائتمان على أساس 100 نقطة



المصدر: رويترز ومارمور للأبحاث

عائدات السندات الدولارية العشرية التي أصدرتها قطر

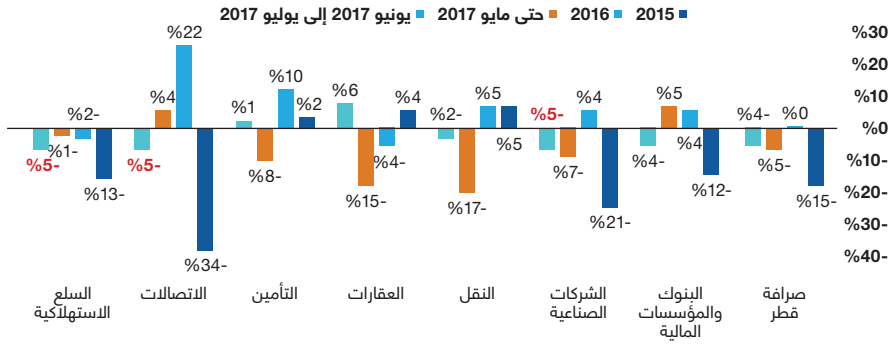


المصدر: رويترز ومارمور للأبحاث

الخلاصة: نتيجة للأزمة المستمرة، تأثرت سمعة قطر باعتبارها دولة ذات ملاءة مالية، وكاقتصاد قائم على السلع يمكنه المحافظة على تصنيف ائتماني عالٍ.

سوق الأسهم

هوى مؤشر أسعار أسهم قطر بنسبة 8.8% في يونيو 2017، مبدداً رأس مال سوقية بقيمة 11 مليار دولار أمريكي. واعتباراً من 20 يوليو 2017، هبط مؤشر قطر بنسبة 4%. وباستثناء قطاعي العقارات والتأمين، هبطت مؤشرات كل القطاعات الأخرى، وتلقت قطاعات الاتصالات والسلع الاستهلاكية والشركات الصناعية أسوأ الضربات. ولا نعتقد أداء مؤشرات قطر كانت دون المستوى نتيجة للانشقاق الحاصل فقط، فالمخطط يبين أن أداء غالبية القطاعات خلال 2015 كان دون المستوى، وكذلك خلال العام حتى مايو 2017. ويشير هذا الأداء المنخفض ضمناً إلى أن أغلب قطاعات قطر كانت تعاني من ضغوط قبل الأزمة، والتي مثلت ضغطاً مضاعفاً.



المصدر: رويترز ومارمور للأبحاث

ظهرت بعض الأمور الشاذة مع ارتفاع بضعة أسهم بشكل مفاجئ. كانت الأسهم البارزة خلال الفترة هي أسهم شركة إزدان القابضة (13%) وشركة تأمين قطر (4%). ويمكن إرجاع الأداء الإيجابي لإزدان منذ بزوغ الأزمة إلى التأثير الأساسي، حيث أعلق السهم عند أدنى حد له منذ 2015. وساهم هذان السهمان، كون كل منهما من الأسهم صاحبة الوزن الثقيل في مؤشر القطاع الخاص به، في تحقيق الارتفاع. كذلك يمكن إرجاع الهبوط الحاد في مؤشر أسهم الشركات الصناعية إلى الهبوط في مكونات المؤشر، مثل صناعات قطر وكهرباء قطر بمقدار 4% و6% على التوالي، حيث يمثل هذان السهمان 67% من مؤشر القيمة الرأسمالية السوقية.

وشهد سوق قطر للأوراق المالية زيادة 25% في الحركة في يونيو 2017 مقارنة بالشهر السابق. وجاءت الزيادة في حجم التداول نتيجة للزيادة في عدد المستثمرين من مؤسسات دول مجلس التعاون الخليجي الذين أرادوا مغادرة البلاد. فقبل الأزمة، كان نصيب دول مجلس التعاون الخليجي والمستثمرين الدوليين 9% من سوق قطر للأسهم المالية. منذ ذلك الحين، قللت المؤسسات المستثمرة من دول مجلس التعاون الخليجي من استثماراتها في سوق الأسهم القطرية بمقدار 200 مليون دولار أمريكي. وشهد مؤشر السوق القطرية للأوراق المالية بيع






تحت ضغط، حيث لم تعد التقديرات التي استند عليها المستثمرون لتحديد مراكزهم، قائمة في ظل المستوى العالي السائد من الغموض. وتدخل قطر ضمن مؤشر مورغان ستانلي للأسواق الناشئة (MSCIEM)، وقد أدى انخفاض رأس المال السوقي والمخاطر المترتبة عنه إلى تقليل الترجيح. هذا الانخفاض في الترجيح قد يدفع مدراء الصناديق الاستثمارية السلبيين إلى بيع ما بحوزتهم من أسهم، مما يزيد الوضع سوءاً.

وتقدر مازمور الدخل المعرض للخطر للشركات المدرجة بمبلغ 1.3 مليار دولار أمريكي. ويمثل هذا التقدير 3% فقط من إجمالي عائدات تلك الشركات في 2016. من بين عائد الـ 1.3 مليار دولار أمريكي المعرض للخطر والخاص بدول النزاع، يقدر نصيب الإمارات العربية المتحدة منه بـ 90%. ويُعد قطاعا الخدمات المالية والبناء القطاعين الرئيسيين اللذين من المحتمل أن يواجها التحديات نتيجة للحصار المستمر. وبالنسبة للشركات القطرية المدرجة، فإن الجزء الأعظم من الدخل يأتي من الأعمال المحلية.

أداء الأسهم القيادية

اتفق أداء أسهم الشركات الكبرى مع أداء المؤشرات. وتمثل أسهم الشركات الخمس الكبرى التي يأتي تناولها لاحقاً 56% من رأس المال السوقي للشركات المدرجة في قطر، ولذا هي ما يحرك ويدفع مؤشراتنا الخاصة.

هبطت قيمة أسهم بنك قطر الوطني وصناعات قطر بنسبة 1% و13% على التوالي، حتى مايو 2017، وهبطت أكثر منذ بداية الأزمة. وحيث أن بنك قطر الوطني وصناعات قطر مؤسسات مملوكة للدولة، فإن أي حدث يؤثر على الحكومة القطرية يمتد تأثيره إلى هذه الشركات. لقد أثرت عوامل مثل تراجع تصنيف قطر، يليه تخفيض مودى لتصنيف صناعات قطر إلى A1 بعد أن كان AA3، على هذه الشركات. كذلك جاء أداء أوريدو سلبياً نتيجة أن العمليات المحلية، والتي تمثل 25% إلى 30% من عائدات المجموعة، عانت من مغادرة مواطني البلاد التي قطعت علاقاتها مع قطر. إضافة إلى هذا، ستعاني كذلك الشركة التابعة لأوريدو، ومقرها المالديف، والتي تمثل 1% إلى 2% من الدخل، نتيجة للروابط الدبلوماسية المقطوعة مع قطر.

الاسم	القطاع	رأس المال السوقي (مليار دولار أمريكي)	2015	2016	حتى يونيو 2017	مايو 2017 إلى يوليو 2017	الاتجاه
بنك قطر الوطني	المؤسسات المالية	36	18-%	12%	1-%	3-%	
صناعات قطر	المؤسسات المالية	17	34-%	6%	13-%	4-%	
شركة إزدان القابضة	المؤسسات المالية	10	7%	5-%	28-%	13%	
Ooredoo	خدمات الاتصالات	9	39-%	36%	2%	6-%	
مصرف الريان	المؤسسات المالية	9	15-%	0%	18%	6-%	

المصدر: رويترز ومارمور للأبحاث

لقد أصبح النظام المصرفي القطري خلال السنوات الأخيرة أكثر اعتماداً على القروض والودائع القادمة من بنوك الخليج والبنوك الدولية. ونتيجة للأزمة، رفضت بنوك الخليج تأجيل سداد الودائع المستحقة. وليست مفاجئة أن الودائع الخارجية انخفضت من 40 مليار دولار أمريكي في أغسطس 2017، مقارنة بـ 45.97 مليار دولار أمريكي في يونيو 2017. وقد يؤدي سحب تلك الودائع إلى مشاكل في السيولة النقدية، وبالتالي زيادة مهمة في تكلفة التمويل. لذا، وكإجراء احترازي، يضخ صندوق قطر السيادي وداًئع بالدولار الأمريكي في البنوك المحلية ولقد ضخت حكومة قطر ما يقرب من 25 مليار دولار أمريكي في نظامها المصرفي لحمايته من سحب المؤسسات المالية لأموالها. كذلك هناك عوامل مثل التراجع في بيئة التشغيل، وفقدان ثقة الأعمال في القطاع الخاص غير النفطي، والتعرض الخارجي للبنوك القطرية، يمكن أن تؤدي إلى زيادة حادة في قيمة القروض المتعثرة. وعلى الرغم من الأزمة المستمرة، وطبقاً لمصرف قطر المركزي، زادت وداًئع القطاع العام والحكومي في النظام المصرفي القطري بمقدار حوالي 11.5 مليار دولار أمريكي خلال يونيو 2017، مقارنة بالشهر السابق، لتصل إلى 66 مليار دولار أمريكي.

ويبدو مستقبل قطاع التأمين القطري إيجابياً، حيث تقدم الاستثمارات الواسعة النطاق في البنية التحتية ومشروعات القطاع الخاص للبناء أصولاً هائلة قابلة للتأمين لشركات التأمين القطرية. كذلك يقدم مستوى الاختراق التأميني المنخفض فرصاً لينمو القطاع. ومن غير المحتمل أن يؤثر النزاع الدائر على قطاع الاتصالات المحلي، حيث يُنظر إليه على أنه يلعب دوراً حاسماً في مساعدة تقدم قطر نحو تحقيق رؤيتها أن يصبح اقتصادها قائماً على المعرفة. وتبدو النظرة المستقبلية القصيرة الأمد إيجابية، مدعومة بمرونة الاقتصاد القطري، والطبيعة الدفاعية لقطاع الاتصالات في قطر، وأخذاً في الاعتبار الخصائص غير التقديرية للإنفاق على خدمات الاتصالات. أما قطاع السياحة فهو أحد القطاعات الأشد تأثراً بالأزمة الحالية. فالفنادق، والتي تمتلئ عادة أثناء عطلة عيد الفطر، شهدت انخفاضاً في معدلات الإشغال بنسبة 57%، وانخفض عدد المسافرين القادمين إلى مطار حمد الدولي بمقدار 27,000 مسافر في اليوم مقارنة بالفترة نفسها من العام الماضي. من المحتمل أن يجبر هذا الانخفاض في عدد الزائرين القادمين القائمين على تنمية صناعة الضيافة والعقارات على إعادة تقييم إستراتيجياتهم، وربما يتسبب في تأخير بعض المشروعات السياحية الحالية.

الخاتمة

بالنظر إلى الروابط التجارية الوثيقة والصلات الجغرافية العميقة التي كانت تتمتع بها قطر مع دول مجلس التعاون الخليجي، فإن الأزمة الحالية ستؤثر على اقتصادها على المدى القريب. وإذا استمرت المقاطعة لمدة أطول، فمن الممكن أن تحل العلاقات التجارية مع البلدان الأخرى محل العلاقات السابقة، إلا أن زخم وجاذبية البلاد كمركز تجاري ومالي قد تتدهور. وستظل الزيادة في أسعار المواد الغذائية، وتآكل الأرصدة المالية القطرية، والارتفاع في تكاليف الاقتراض هي بعض الأخطار الحقيقية التي ستواصل قطر مواجهتها إذا لم يتم قريباً تسوية الموقف بشكل ودي.