

الأزمات المالية للقرن الواحد والعشرين: إجراءات الوقاية والعلاج والدروس المستفادة.

أ/ زرقان سهام- جامعة خنشلة

الملخص:

تميز مطلع القرن الواحد والعشرين بتواتر حدوث الأزمات المالية كان بدايتها بأزمة فقاعات شركات الأنترنت ثم أزمة الرهون العقارية التي تحولت إلى أزمة مالية عالمية ثم تلتها أزمة الديون السيادية الأوروبية والتي كان لها آثار حادة على جميع الجوانب الاقتصادية والاجتماعية، مما تتطلب إعادة النظر في النظام النقدي والمالي الدولي وإعادة تأطير عمل أهم المنظمات والمؤسسات المالية الدولية، وتقنين نشاط الأسواق والمؤسسات من أجل الحد من مثل هذه الأزمات في المستقبل وتحقيق مزيد من الاستقرار في الاقتصاد العالمي.

الكلمات المفتاحية: الأزمات المالية للقرن الواحد والعشرين، أزمة الرهن العقاري الأمريكي، أزمة الديون السيادية، السياسات الوقائية والعلاجية من الأزمات المالية.

Summary:

The beginning of the twenty-first century Characterized by many financial crises, the first one is the bubble's Internet companies then the mortgage crisis who switched into global financial crisis , then the European sovereign-debt crisis which had a Disastrous impact on economic and social aspects, which required reviewing in the international monetary and financial system by the reorganization of the work of the most important international financial organizations, also regulate of market's and enterprises's activity in order to reduce such of this crises in the future and get Access to stability in the global economy.

Keywords: financial crisis of the twenty-first century, the American mortgage crisis, sovereign debt crisis, preventive and processing politics for financial crisis.

مقدمة:

إن عدم الاستقرار المالي لفترة كافية يؤدي في الغالب إلى الانهيار في وظائف الأسواق المالية وهذا الوضع هو ما يمكن تسميته بالأزمات المالية، وقد شهد الاقتصاد العالمي منذ القديم العديد من الأزمات المالية التي أعاققت النمو الاقتصادي وحسب احصائيات صندوق النقد الدولي فقد وقعت نحو 400 حالة بين عامي 1970 و2013 ولم تشهد الاقتصاديات المتقدمة سوى 35 أزمة نصفها بعد عام 2007*. وقد خلفت هذه الأزمات آثار بالغة على جميع الجوانب ومع مطلع القرن الواحد والعشرين شهدت الاقتصاديات المتقدمة اضطرابات مالية كانت متبوعة بأزمات مالية كبيرة بدأت بأزمة فقاعات شركات الانترنت بالولايات المتحدة الأمريكية ثم تطورت إلى الفقاعة العقارية والتي بدأت بوادها في 2007 لتشكل أكبر الأزمات التي عرفها التاريخ من ناحية الآثار والمخلفات، ثم تلتها أزمة الديون السيادية بأوروبا والتي لم تكن أقل أثرا من الأزمات السابقة وأهم ما ميز أزمات القرن الواحد والعشرين هو تقارب تلك الأزمات حيث ما لبث الاقتصاد العالمي من التعافي من مخلفات أزمة الرهن العقاري ليقع في أزمة أخرى، ولذلك ونتيجة لتوالي حدوث الأزمات فإنه من الضروري الاهتمام بالإجراءات المتعلقة بالوقاية والمعالجة لتفادي حدوث هذه الأزمات بالإضافة إلى تبني إصلاحات شاملة على جميع الجوانب ومختلف الهياكل من أجل تجنب مثل هذه الأزمات في المستقبل وتحقيق الاستقرار المالي وبالتالي الاستقرار الاقتصادي.

إشكالية البحث:

يسعى هذا البحث للإجابة على التساؤل الرئيسي الآتي:

ما هي أهم الإصلاحات الكفيلة بإعادة الاستقرار الاقتصادي على المستوى الدولي في ظل

الأزمات المالية المتتالية للقرن الواحد والعشرين في الدول المتقدمة ؟

أهمية الموضوع:

تتمثل أهمية الموضوع في تسليط الضوء على موضوع في غاية الأهمية وهو الأزمات المالية التي تزايد حدوثها مع مطلع القرن الواحد والعشرين وبذلك أصبحت خطرا داهم على الاقتصاد العالمي لذلك وجب وضع جملة من الإجراءات والترتيبات التي تتكفل بالوقاية ومنع حدوث مثل هذه الأزمات في المستقبل.

أهداف الموضوع:

يهدف هذا البحث إلى التعرف على طبيعة الأزمات المالية التي شهدتها الاقتصاد العالمي مع مطلع القرن الواحد والعشرين والتي كان أبرزها وأكثرها أثرا أزمة الرهن العقاري الأمريكي وأزمة الديون السيادية الأوروبية، بالإضافة إلى تسليط الضوء على أهم الاجراءات الكفيلة بتجنب هذه الأزمات وأهم الدروس المستفادة منها.

أقسام البحث:

لمعالجة مشكلة البحث حاولنا حصرها والإجابة عنها من خلال المحاور الآتية:

- I. أزمات مالية متكررة بداية من القرن الواحد والعشرين!؛
- II. تقييم إجراءات الوقاية وخطط العلاج التي اتخذت في أعقاب أزمات القرن الواحد والعشرين؛
- III. اقتراحات الإصلاح من أجل الوقاية وتجنب الأزمات المالية؛
- IV. أهم الدروس المستفادة من أزمات القرن الواحد والعشرين.

1. أزمات مالية متكررة بداية من القرن الواحد والعشرين:

1.1. من أزمة الرهن العقاري إلى أزمة الديون السيادية :

ما أن انفجرت فقاعة الانترنت في عام 2000 حتى ظهرت فقاعة أخرى ترتبط بالقطاع العقاري، ومنذ ذلك العام أخذت قيم العقارات وبالتالي أسهم الشركات العقارية المسجلة بالبورصة بالارتفاع بصورة مستمرة في جميع أنحاء العالم خاصة في الولايات المتحدة الأمريكية.¹ حيث شهد الاقتصاد العالمي أزمة مالية واقتصادية تعد من أشد الأزمات وأعنفها منذ نهاية 2006، بدأت على شكل أزمة دين خاص أو ما يعرف بأزمة الرهن العقاري والتي كانت نتيجة لتعثر بعض العائلات في تسديد ديونها ليتنقل أثرها إلى الجهاز المصرفي من الولايات المتحدة الأمريكية إلى أوروبا، ثم نتج عنها أزمة دين سيادي في منطقة الأورو بداية باليونان، لتظهر بعد ذلك مصاعب في الوصول إلى اتفاق في الآراء السياسية حول الأوضاع المالية العامة وتصحيحها ما بين مؤيد للسياسة التقشفية وآخر للسياسة التوسعية.²

وتعد أزمة الديون السيادية رغم اختلافها المرادف الأوروبي لأزمة الرهن العقاري الأمريكية، حيث أدى تحمس الدول الأعضاء في الاتحاد الأوروبي إلى استيفاء شروط الانضمام إلى الأورو إلى الإفراط في الاقتراض من أجل رفع معدلات النمو وتحسين الأداء الاقتصادي، وكذلك تعمد تحميل بعض مؤشرات الأداء الاقتصادي خاصة ما يتعلق بمؤشر عجز الموازنة العامة، وهو ما جعل بعض هذه الدول تعلن في وقت متأخر حقيقة وضعها المالي، وحقيقة نسبة عجز الموازنة ونسبة الدين العام للناتج المحلي الاجمالي، وكانت المؤشرات الحقيقية مفاجئة في كثير من هذه البلدان خاصة في اليونان والبرتغال وإسبانيا وإيطاليا.³ كما أنه من أهم أسباب تفاقم الديون لهذه الدول تداعيات الأزمة المالية العالمية 2008 عندما قامت بعمليات الإقراض الواسعة للحيلولة دون إفلاس العديد من بنوكها والمؤسسات المالية ففي إيطاليا مثلاً قامت بتوفير تمويل بقيمة 20 مليار أورو لقطاع البنوك ومن دون ضمانات وهي إجراءات قامت بها هذه الدول للحد من آثار الأزمة المالية العالمية التي هددت بالفعل استقرار الاقتصاد العالمي فما كان من هذه الدول صاحبة الملاءات المالية الضعيفة إلا اللجوء إلى المديونية الخارجية لتمويلها بالأموال اللازمة لذلك وهو ما أدى إلى تفاقم ديونها والاتجاه نحو الصعود.⁴

وقد يبدو للوهلة الأولى أن أزمة الديون السيادية الأوروبية منفصلة عن الأزمة المالية العالمية عام 2008، إلا أن الدراسة الموضوعية لمسببات الأزمة العالمية تدل أن الأوربية امتداداً لها، وإن كانت

أكثر حدة لدورانها حول عملة واحدة هي اليورو وعدم قدرة أية دولة على خفض قيمته لزيادة صادراتها، بينما كانت الأولي موزعة على العديد من العملات بما فيها الدولار، بالإضافة إلى أن مأزق البنوك الأوروبية انقسم في جزء منه فخضع إلى أزمة التمويل العقاري، بينما ارتبط الجزء الآخر بالتوسع في الاستثمار وإقراض الحكومات الأوروبية لتمويل عجز موازينها المالية، وكان للعملة الأوروبية الموحدة وسهولة التعامل بها في الدول السبع عشرة الأعضاء في الوحدة النقدية أثره على التوسع في مجالي الإقراض والاقتراض بالنسبة للبنوك الأوروبية، وامتد ذلك الانكشاف إلى دول شرق ووسط أوروبا، وبالتالي أصبحت هذه البنوك في حاجة لدعم حكومي مكثف، وكان ذلك سببا في أزمة كل من إيرلندا وإسبانيا.⁵

2.1. عمق وحدة الأزميتين:

انتشرت أزمة الرهن العقاري الأمريكي انطلاقا من الولايات المتحدة الأمريكية إلى دول العالم بسرعة كبيرة عن طريق الأسواق المالية العالمية نظرا للتكامل الاقتصادي الكبير الذي تعرفه هذه الأسواق وعلى خلاف الأزمات المالية السابقة التي اندلعت في التسعينات والثمانينات والتي كان مصدرها الدول الناشئة، خصوصا دول شرق آسيا ودول أمريكا الجنوبية والوسطى.⁶ وإن أهم ما ميز أزمة الرهن العقاري هو الآثار العميقة بسبب التصاعد الهائل في حجم المعاملات المالية، فقد كانت هذه المعاملات تغطي في السابق عمليات الإنتاج والتجارة، أما اليوم فقد وصل حجم المعاملات المالية إلى أرقام مذهلة تتجاوز ألفي تريليون دولار في العام، في حين أن الناتج المحلي العالمي لا يتجاوز 44 تريليون دولار، فالأزمة إذن إنما هي أزمة هيكلية حقيقية للنظام الرأسمالي الاحتكاري حيث وصلت التناقضات إلى حدودها القصوى في إطار عملة مالية ومن خلال التحولات الجارية.⁷ وقد ترتب على أزمة 2008 العديد من الآثار من بينها:⁸

- قدرت خسائر المؤسسات المالية حول العالم في يوليو 2008 ما يقارب 435 مليار دولار؛
 - وصلت معدلات البطالة إلى 6.1% مما انعكس على انخفاض أسعار الأسهم والسندات في السوق المالية؛
 - وصل عدد البنوك التي انهارت في الولايات المتحدة الأمريكية إلى 19 بنكا في 2008؛
 - هبط الإنتاج الصناعي الأوروبي في ماي 2008 بمعدل 1.9%.
- ويؤكد روبرت زوليك رئيس البنك الدولي عند تقييمه لأبعاد أزمة الديون السيادية ومخاطرها، بأن آثار تلك الأزمة لا تقل بل تزيد على آثار الأزمة المالية العالمية التي عانى منها العالم في عام

2007. ⁹ حيث أن أزمة الديون السيادية وما نجم عنها من اتباع سياسات مالية تقشفية قد أضعف فرص النمو والتوظيف ليس فقط في منطقة اليورو ولكن في اقتصاديات الدول المتقدمة والنامية على حد سواء من خلال تأثيرها السلبي على الطلب العالمي، كما كان للأزمة العديد من التداعيات الاقتصادية والتي أثرت بشكل كبير على الاقتصاد العالمي برمته، فبعد أن بدأ الاقتصاد العالمي في التعافي من الأزمة الاقتصادية العالمية التي اعترضته عامي 2008 و 2009 وبدأ في تحقيق معدل نمو مرتفع عام 2010، عاد ليحقق معدل نمو أقل في عام 2011 فقد سجل الناتج المحلي الإجمالي العالمي بالأسعار الثابتة خلال عام 2011 نمواً بلغ 3.9% مقابل معدل نمو بلغ 5.3% في عام 2010. ¹⁰

2. تقييم إجراءات الوقاية وخطط العلاج التي اتخذت في أعقاب أزمات القرن الواحد والعشرين:

حاولت حكومات العالم بخطط الإنقاذ منذ بدايات أزمة الرهن العقاري الأمريكية تقديم المساعدات إلى جميع المؤسسات المالية المتعثرة من أجل تحاشي الإفلاسات التي كانت لها عواقب وخيمة على الاقتصاد العيني، وهناك منافذ تم اتخاذها للخروج من الأزمة أهمها: ¹¹

- قيام البنوك المركزية بضخ سيولة جديدة إلى البنوك من أجل أن تتمكن من تقديم القروض؛
- مبادرة البنوك المركزية إلى مساعدة وإغاثة بعض البنوك من أجل استعادة واسترجاع الأسهم المنخفضة لحسابها مثل الأسهم العقارية (الرهن العقاري)؛
- محاولة الحكومات إنقاذ بعض المؤسسات المالية لمواجهة انهيار النظام المصرفي بالكامل.

وفي الواقع أن هذه الخطط اكتنفتها الكثير من التساؤلات والإشكاليات، وهو ما شكك في سرعة تأثيرها على تنشيط الاقتصاد العيني. فالحكومة الأمريكية وغيرها من الحكومات كافتت المخطئ (وهو المؤسسات المالية) على خطأه والإشكالية الأكبر من ذلك هي أن هذه المكافأة تمت من أموال دافعي الضرائب، ثم فاجأت مؤسسات وول ستريت الجميع بمنحها مكافآت لمديرها والعاملين فيها بلغت جملتها 18 مليار دولار رغم حصول هذه المؤسسات على إعانات حكومية من خلال خطط الإنقاذ. يضاف إلى ذلك أن خطط الإنقاذ تركزت في تقديم الدعم إلى الاقتصاد المالي -سبب الأزمة- مع نسيان قطاعات الاقتصاد العيني، ولا توجد ضمانات كافية تضمن ضخ المؤسسات المالية للأموال الضخمة التي حصلت عليها بشفافية وكفاءة في شرايين الاقتصاد العيني. ¹²

أما أزمة الديون السيادية فقصده الخروج منها اتخذت العديد من الإجراءات والتدابير ورغم ذلك بلغت معدلات العجز والمديونية مستويات مرتفعة في كثير من الاقتصاديات المتقدمة، اتسمت وتيرة التكشف المالي لعام 2012 بسرعتها المفرطة بالنظر إلى ضعف البيئة الاقتصادية، فضلا على ذلك تعتمد كثير من البلدان بالفعل بسياسات مالية أكثر تشددا بالنظر إلى مرحلة الدورة الاقتصادية.¹³

وقامت بلدان عديدة باتخاذ إجراءات منفردة في تتابع سريع، لكن تدابير السياسة العامة كانت تنفذ آنذاك من منطلق معالجة الأزمة لا من منطلق الوقاية منها.¹⁴ ويجمع الخبراء على محدودية أثر إجراءات الإصلاح التي اعتمدت في أعقاب هذه الأزمات ويتخوفون من حدوث العكس حيث أن ضخ المزيد من الأوراق المالية سيكون له انعكاسات خطيرة على التضخم والبطالة.¹⁵

3. اقتراحات الإصلاح من أجل الوقاية وتجنب الأزمات المالية:

من أكثر الأمور تعقيدا في الأزمات المالية الحديثة التداخل بين المؤسسات المالية في مختلف الدول، فجميع المؤسسات المالية بلا استثناء تتعامل مع بعضها البعض، وأي مشكلة أو أزمة تصيب إحدى هذه المؤسسات لا بد وأن تنتقل بمفعول العدوى إلى بقية النظام المالي العالمي في ظل العولمة، وهذا هو العيب أو القصور في بنية النظام المالي الدولي الراهن الذي أصبح أكثر تعقيدا وأكثر تكاملا، وما لم يتم التعامل مع هذه العيوب وتصحيحها فسيظل المجال دائما مفتوحا لنشوب هذه الأزمات حتى لو كانت السياسات الاقتصادية الكلية التي تطبقها الدول المعنية خالية من الأخطاء. إذ أن الخلل الحقيقي يكمن في أن النظام المالي المعولم بمضارباته ومراهنته على المشتقات المالية وعلى العقود الآجلة عابرة الحدود قد تحول إلى ساحة قمار كبيرة يلعب فيها الملايين بأموالهم الصغيرة والكبيرة.¹⁶

وبالتالي فإن الأمر لم يعد مجرد محاولة تجنب الاقتصاد العالمي أزمة خانقة ومخاطر بل وضع قواعد ثابتة لتحقيق الاستقرار المالي على صعيد المعاملات المالية الدولية، حتى لا تكون العولمة أداة يطوعها كبار المغامرين وصناديق الاستثمار وتجار العملة لتحقيق مكاسب مالية على حساب مصالح الشعوب في التقدم والتنمية. وبالتالي ضرورة إقامة نظام مالي عالمي جديد يركز على مبادئ الشفافية والمسؤولية والممارسة البنكية القوية والسليمة، والتعاون بين مختلف دول العالم

بحيث يشمل هذا النظام شبكة إنذار مبكر وآلية للوقاية من الأزمات يستفيد منها جميع دول العالم.¹⁷

ولهذا يلزم العديد من الإصلاحات على العديد من المجالات والهيئات والتي من أهمها:

1.3. تفعيل دور نظم الإنذار المبكر:

الملاحظ هو أن أغلب الأزمات يتم تفسيرها بعد وقوعها غير أنه من المنطق أن انتظار حدوث أزمة لكي يمكن تفسيرها لا يعتبر استراتيجية جيدة وعليه يتطلب الأمر اتباع تدابير من شأنها الإشارة إلى تزايد احتمالات الأزمات قبل حدوثها.¹⁸

ويتباين أداء نظم الإنذار المبكر حتى الآن، وتنطوي التنبؤات الصادرة عن أفضل النماذج على معلومات أساسية عن المخاطر المندرة بوقوع الأزمات، وإن كانت تصدر في أغلب الأحيان إشارات إنذار كاذبة. ويمكن التعويل على أداء النماذج عندما تتناول الفترة التاريخية التي صممت لأجلها وتم تقييمها على أساسها (داخل العينة) أكثر مما يمكن التعويل عليها إذا تعاملت مع فترات لاحقة (خارج العينة) ويرجع ذلك إلى ظهور عوامل جديدة لم تؤخذ في الاعتبار من قبل أو لم تعط وزنا كافيا في النموذج السابق.

رغم أن النماذج الاقتصادية التي استخدمت في التنبؤ بالأزمات لا تخلو من عيوب، فإنها آخذة في التحسن بفضل الدراسة والتقصي المستمرين، بل وتعتبر حتى في صورتها الحالية أدوات مفيدة في رصد الإشارات المبكرة التي تدل على وجود خطر ما، ورغم موجة الأبحاث التي أجريت مؤخرا في مجال التنبؤ بالأزمات المالية، فمن الواضح أنه يتعين بذل المزيد من الجهود لفهم أسبابها بشكل أفضل وتحقيق نجاح أكبر في التنبؤ بوقوعها.¹⁹

ولكن بصفة عامة، فإن النموذج المستخدم في التنبؤ بالأزمات يتميز بقدرة جيدة على التنبؤ، حيث أن الدول التي لديها احتمالات حدوث أزمة بنسبة أكثر من 50% حدثت لديها بالفعل أزمات في أغلب الأحوال، في حين لم تحدث أزمات في الدول التي توصل النموذج إلى احتمالات حدوث أزمة فيها بنسبة أقل من 26%. كذلك فإن النموذج قد تنبأ بنحو 59% من الأزمات بصورة صحيحة ولكن على الرغم من ذلك قد أصدر إشارات خاطئة بنسبة 78%، وبالتطبيق على الدول النامية فقد أصدر النموذج إشارات صحيحة طوال عام 2000 للأزمة التي حدثت في تركيا في شهر فبراير 2001. أما عن الأزمة الأرجنتينية في يناير 2002، فقد بدأ النموذج في إصدار إشارات تنبئ عنها منذ مارس 2001، وذلك عندما بدأ الاحتياطي من النقد الأجنبي

بالنفاذ وبدأت الأزمة في القطاع المصرفي، ولكن بحلول أكتوبر 2001، استمر النموذج في إصدار إشارات عن احتمالات حدوث أزمة ولكن بصورة أقل، وبانخفاض في احتمالات وقوع أزمة في سعر الصرف.²⁰

وما زالت هذه النماذج الاحتمالية قيد البحث والتطوير بسبب:²¹

- نقص البيانات الذي يعيق القدرة على التنبؤ بالأزمات وخاصة المصرفية منها؛
- العوامل المؤسسية غير القابلة للتحكم التي تؤثر في احتمال حصول الأزمات.

3.2. إصلاح عمل صندوق النقد الدولي:

تفرد الصندوق في قدرته على التطويع والتغيير وفقا للظروف وقد انشئ في نهاية الحرب العالمية الثانية وكان الغرض من إنشائه هو تحقيق الاستقرار الاقتصادي والرخاء من خلال أواصر التعاون والتكامل.²² وعلى الرغم من حدوث أزمات مالية واقتصادية كبرى قبل وقوع أزمة الرهن العقاري إلا أن ذلك لم يدفع صندوق النقد الدولي لإجراء مراجعة جذرية أو هيكلية وظيفية لما هو منوط به وفق اتفاقية إنشائه ذلك أن تلك الأزمات كانت تقع إما داخل بلد واحد كالمكسيك أو البرازيل أو داخل إقليم معين كما حدث في جنوب شرق آسيا مع نهاية التسعينات، وبالتالي فإن تدخل صندوق النقد الدولي في الأزمات السابقة قد بقى إلى حد كبير محصورا في مجال تقديم أو توفير الائتمان العاجل بصورة منفردة أو بالتعاون مع دول قوية اقتصاديا أو مؤسسات دولية، لكن الأزمة المالية العالمية لسنة 2007 قد غيرت جذريا من ذلك كله حيث أنها كانت من الضخامة وسرعة الانتشار بحيث استلزمت قدرات مالية وفنية ضخمة جدا تفوق بكثير قدرات الصندوق.²³ وقد تددت الشكوك في أهمية دور الصندوق إثر اختيار البنك الاستثماري الأمريكي ليمان براذرز وما تلاه من أزمة مالية عالمية وبدأ الصندوق بعدها في ضخ سيولة في الاقتصاد العالمي من خلال تخصيص حقوق سحب خاصة، كما استحدث الصندوق أدوات وقائية صريحة (مثل خط الائتمان المرن) لتعزيز الثقة، وردا على تهمه عدم اكتشاف الأزمة قبل وقوعها قام الصندوق بتصميم مجموعة من الأدوات التحليلية تكون أكثر قدرة على اكتشاف الأزمات المالية وآثارها عبر الحدود وتجنّبها والتخفيف من حدتها وحلها.²⁴

وباعتبار أزمة الديون السيادية هي من تداعيات الأزمة المالية المعاصرة فإن الصندوق استمر في محاولاته تقديم الدعم المالي للدول للخروج من تداعيات الأزمة المعاصرة فأعلن الصندوق في 2 مايو 2010 عزمه دعم البرنامج الإصلاحى الاقتصادي لليونان الذي أعدته الحكومة اليونانية

بمبلغ يقدر بحوالي 40 بليون دولار أمريكي وذلك بالتنسيق مع اللجنة الأوروبية والبنك المركزي الأوروبي ليصل مجمل الدعم المالي المتقدم لليونان من مختلف المصادر إلى حوالي 145 بليون دولار أمريكي.²⁵

أصبح الطريق ممهدا لعالم ستكون فيه القوة الاقتصادية بعد 20 أو 30 عاما من الآن مركزة بقدر أقل في الاقتصاديات المتقدمة ومنتشرة بدرجة أكبر عبر المناطق، ويجب أن يكون الصندوق ممثلا لهذه التحولات وانعكاسا لها للحفاظ على أهميته، وكمؤسسة يمتلكها 188 بلدا عضوا وتعمل لصالح 7.5 مليار مواطن عالمي، يتعين أن تظل حوكمة الصندوق ممثلة للأعضاء وتمسكة بمبادئها المنصوص عليها في اتفاقية تأسيسه، كما يجب على الصندوق مواصلة السير في الطريق الذي يوفر له الموارد والشرعية اللازمة للوفاء بولايته المتمثلة في الحفاظ على الاستقرار الاقتصادي والمالي على الصعيد العالمي.²⁶

وتفرض حدة الأزمة الكثير من التساؤلات حول الدور الذي يجب أن يلعبه الصندوق في مرحلة ما بعد الأزمة، وبشكل عام يمكن تصور ثلاث أولويات أساسية للصندوق في أعقاب الأزمة تتمثل في:²⁷

- دور رقابي على مستوى تعددي: يمثل منع تكرار الأزمة المالية العالمية إحدى أولويات الصندوق ويقتضي هذا تعديلا في طبيعة الدور الرقابي الذي يمارسه الصندوق في النظام النقدي العالمي، إذ يقتصر دوره حاليا على متابعة الأوضاع المالية والنقدية للدول الأعضاء بصورة ثنائية، ومن ثم تقديم المشورة المناسبة وفقا لرؤيته حول تطورات الأوضاع المالية والنقدية في كل دولة على حدة، ومثل هذا الدور في حاجة إلى أن يُطور بصورة تمكن الصندوق من ممارسة دور رقابي ومتابعة الأوضاع المالية بصورة متعددة الأطراف أي على المستوى الدولي.

- تطوير نظم التعامل مع الأزمات: يتصور في عالم ما بعد الأزمة أن يتجه الصندوق إلى تبني شروط إقراض ميسرة بالصورة التي تمكن دول العالم من استعادة مستويات النشاط الاقتصادي بسهولة ومن دون تكلفة كبيرة.

- دعم الاحتياطات الدولية: لقد كشفت الأزمة الحالية عن مدى قصور موارد الصندوق من الاحتياطات التي يمكن استخدامها لمواجهة متطلبات الاستقرار النقدي في الدول الأعضاء. ولوضع هذه الأولويات موضع التنفيذ يحتاج الصندوق إلى مجموعة من الخطوات الأساسية لتعزيز دوره على المستوى الدولي ويمكن تلخيص أهمها فيما يلي:²⁸

- **تفعيل دور الرقابة المالية:** يأمل المراقبون أن يتمكن الصندوق في المستقبل من الإضطلاع بمهام الرقابة على النظام المالي العالمي ويكون قادرا بالتعاون مع مجلس الاستقرار المالي على زرع جهاز للإنذار المبكر يكفل توجيه أنظار العالم إلى المخاطر المحيطة بالنظام المالي العالمي، وأهمية التدخل في الوقت المناسب وكيفيته لمنع تدهور الأوضاع في الأسواق المالية العالمية، كما يأمل الصندوق بدء برنامج تقويم القطاع المالي FSAP بما يمكنه من ممارسة قدر أكبر من الرقابتين المالية والاقتصادية، غير أنه تنبغي الإشارة إلى أن هذا الدور يقتضي ضرورة تعزيز القدرة الرقابية للصندوق على الدول المتقدمة وعلى الأسواق المالية الأكثر تأثرا في العالم، وهو ما يتطلب إعطاء الصندوق صلاحيات ربما تتجاوز صلاحياته الحالية فيما يتعلق بقدرته على التقويم والرقابة على الأوضاع المالية للدول الأعضاء وعلى التزام هذه الدول التعاون معه لتحقيق أهدافه في هذا المجال، ومدى إمكانية إعلان نتائج هذا التقويم بالشفافية المطلوبة.

- **زيادة الموارد المالية والتسهيلات:** تعد الموارد المالية الحالية للصندوق محدودة نسبيا قياسا إلى حاجة الدول الأعضاء إلى الاقتراض وبصفة خاصة في الظروف غير الاعتيادية مثل الأزمات المالية، وقد أثبتت الأزمات الأخيرة مدى قصور موارد الصندوق عن تلبية احتياجات الاستقرارين المالي والاقتصادي في العالم، ويعمل الصندوق حاليا على تنفيذ برنامج مكثف لبيع جانب من مخزون الذهب الذي يملكه، كما يفترض أن تنطوي مراجعة حصص الدول الأعضاء المقبلة على زيادة جوهرية في إجمالي موارده بما يدعم قدرته على تأمين جانب أكبر من الاحتياجات المالية للدول الأعضاء في الأجل الطويل وبما يساعد على تحقيق الأهداف الأساسية له كمقدم للمساعدات.

- **إصلاح نظام الحصص:** تمثل حصة الدولة في الصندوق مساهمتها في رأس مال الصندوق، وكانت مجموعة العشرين قد اقترحت إجراء إصلاح في نظام الحصص الحالي من خلال إعادة هيكلة هذه الحصص، بحيث يسحب جزء من حصص الدول ذات التمثيل المرتفع في الصندوق إلى الدول الناشئة والنامية بنحو 5% إلى 7% على الأقل ووفقا لهذه الإصلاحات يفترض أن تحصل 54 دولة على زيادات في حصصها، غير أن المراجعات السابقة لم تسفر عن تعديل جوهري في خفض حصص الدول المهيمنة.

- **تعزيز الحوكمة والشفافية:** كثيرا ما توجه إلى صندوق النقد الدولي بعض الانتقادات المرتبطة بدرجاتي الحوكمة والشفافية اللتين يتمتع بهما، وعلى سبيل المثال هناك نقص في الشفافية في اختيار

قادة الصندوق ولتعزيز مستويات الشفافية لا بد من أن يُختار مدير الصندوق والموظفون المهمون فيه على أساس من المنافسة والكفاءة وليس على أساس الجنسية أو حجم حصة الدولة العضو التي ينتسب إليها المرشح، كذلك تجرى محاولات حاليا لرفع درجة الشفافية في البيانات التي ينشرها والمعلومات المتعلقة بعمله. كذلك فإن تعزيز الحوكمة يتطلب تعديل نظام الحصص الحالي على النحو الذي سبقت الإشارة إليه.

- تقديم ما يلزم من مساعدات فنية: يتطلب تحول جوهرى في مهام الصندوق من مجرد مقدم للمساعدة المالية عند الحاجة إلى الاهتمام بالمساعدات الفنية التي يمكن أن يقدمها للدول الأعضاء كدعم مكافحة غسل الأموال، وتمويل الإرهاب، وإعانة الدول الفقيرة على استيعاب المساعدات من الدول المانحة والدول الأخرى مقدمة المساعدات، وإدارة الدين العام للدولة وغيرها من المساعدات الفنية.

3.3. إصلاح عمل وكالات التصنيف الائتماني:

تم تحميل وكالات التصنيف جزءا كبيرا من المسؤولية عن حدوث الأزمات الأخيرة من طرف العديد من الجهات التي بحثت في أسباب هذه الأزمات، حيث ساهم هذا التصنيف غير الدقيق في عدم تمكين البنوك من التقدير السليم لحجم المخاطر التي تتعرض لها من جراء حيازتها لتلك السندات،²⁹ حيث أنه ونتيجة لانتشار الفساد والرشوة في كثير من هذه الوكالات في الولايات المتحدة وبعض الدول الأوروبية أصبح التقييم لا يعبر عن حقيقة الجدارة الائتمانية للبنوك (استثمارية وتجارية)، وشركات التأمين، وشركات إعادة التأمين، وشركات التمويل العقاري أي القطاع المالي بأكمله.³⁰

لا يُعتقد أنه سوف يتم توقيف هذه الوكالات عن القيام بعملية التصنيف الائتماني لاسيما دورها الفعال في تشكيل البنية التحتية السليمة للأسواق المالية وفي رفع الكفاءة وفي دعم ومساندة عمل الأجهزة الرقابية للدولة، فالهمم في الوقت الحالي سن إصلاحات فعالة لتقويم عمل هذه الوكالات لجعلها وسيلة لمنع الأزمات والتنبؤ بها بدل أن تكون طرفا فاعلا في نشوئها،³¹ وقد تم وضع جملة من الاقتراحات** لإصلاح عمل وكالات التصنيف الائتماني وأهمها:

- الطلب من وكالات التصنيف بأن تتحلى بالشفافية في نماذجها ومناهجها؛

- يفرض على وكالات التصنيف بأن تضيف في تقييماتها (إلى جانب مخاطر القرض) مخاطر السيولة والمخاطر الإجرائية. وهذا قد يتجلى بإعطاء نقطة مكملة التي هي موجودة أو باستخدام سلم تصنيف مغاير عندما يتعلق الأمر بمنتجات مهيكلية؛
- وضع آليات تسعى إلى تقليل نزاعات المصدرين ووكالات التصنيف، وبشكل خاص إعادة النظر في نظام الرسوم وإعطاء الأولوية لصيغة الاشتراك: كل زبون لوكالة تصنيف يدفع اشتراكا سنويا يغطي جزءا واسعا للمخصصات، ويمكن أن تضاف إليه تكاليف أخرى (تعتمد أكثر على طبيعة العمليات المعنية من مبلغ العمليات نفسها)؛
- تعزيز قانون سلوك "المنظمة الدولية لهيئات سوق المال OICV" لحث وكالات التصنيف على التفريق بصفة أوضح بين نشاطاتها التصنيفية ونشاطاتها الاستشارية؛
- إنشاء علامة أوروبية لوكالات التصنيف على غرار العلامة الأمريكية NRSRO، ويمكن أن تمنح هذه العلامة من قبل الهيئة الأوروبية لتقنين الأسواق المالية CESR؛
- إعادة النظر في تصنيف المنتجات المالية المقترحة للمستثمرين وذلك بإدخال مخاطرة السيولة كمعيار؛
- اشتراط أن شبكات الواصفين (مصارف، شركات التأمين...) تستند إلى ترتيب "جهاز توظيف مشترك في قيم منقولة" OPCVM^{***} من قبل المقنن المالي.³²
- قيام السلطات المحلية بالتشجيع على إنشاء المزيد من وكالات التصنيف الائتماني من خلال تخفيض القيود المفروضة عليها للارتقاء بصناعة التصنيف الائتماني وزيادة مستوى المنافسة ومنع الاحتكار في هذه الصناعة؛
- مجانبة تضارب المصالح بإصدار قواعد السلوك المهني، حيث قامت المنظمة الدولية للجان الأوراق المالية "I.O.S.C.O" بإصدار تلك القواعد تُلزم من خلالها وكالات التصنيف الائتماني بألا تتأثر بالعلاقة القائمة أو المحتملة مع الشركات أو أي طرف آخر في إصدار درجات التصنيف الائتماني؛
- زيادة شفافية المنهج والإجراءات المتبعة في إصدار درجات التصنيف، ومن أجل ذلك طالبت المنظمة الدولية للجان الأوراق المالية وكالات التصنيف الائتماني أن تنشر المنهجيات التي تستخدمها في عملية التصنيف الائتماني وأن تفصح عن قواعد السلوك المهني المتعلقة بها في إطار

القواعد التي وضعتها لها وذلك من أجل الإرتقاء بالشفافية في صناعة التصنيف الائتماني والتي يشوبها الكثير من الغموض؛

- إلتزام وكالات التصنيف الائتماني بالمسؤولية في إصدار درجات تصنيف إئتماني دقيقة وزيادة قدرة المتعاملين في السوق على الحكم على جودة التصنيفات الائتمانية التي تقدمها وبالتالي زيادة الثقة بوكالات التصنيف الائتماني.³³

4.3. إعادة تنظيم أسواق المشتقات المالية:

عرفت الأسواق الخاصة بالمشتقات المالية تطورا كبيرا جعلها مصدرا لأغلبية المبتكرات المالية منذ عام 1990، وحتى انفجار الأزمة المالية العالمية 2007 لم يكن الكثير من الناس على وعي بهذه المشتقات رغم أن هذا النوع من الأدوات المالية يشكل السوق المالية الأكبر في العالم. ولتفادي هذا الإنزلاق الخطير تبنت الولايات المتحدة الأمريكية اقتراحا يقضي بإعادة تنظيم أسواق المشتقات واتخاذ التدابير الضرورية من أجل تحويل معظم الصفقات من الأسواق غير المنظمة نحو الأسواق المنظمة، أما ما تبقى من تعاملات في الأسواق غير المنظمة فيجب إخضاعه لرقابة صارمة لتفادي التراكم العشوائي للمخاطر لدى طرف واحد يكون سبب في بروز النظام، وذلك لانعدام الشفافية في تلك الصفقات والتي تشجع البعض على المبالغة في تحمل المخاطر وتعريض النظام المالي للاختيار دون أن تتمكن السلطة الرقابية من التدخل لمنع ذلك كون الصفقات ثنائية غير مسجلة.³⁴

كما أن إصلاح تنظيم أسواق المشتقات الذي يهدف إلى زيادة شفافيتها يمكن أن يحسن عملية تسعير مخاطر المشتقات ويخفف بعض مخاطر الطرف المقابل.³⁵

5.3. إدارة أفضل للصناديق السيادية:

لعبت صناديق الثروة السيادية دورا كبيرا في استقرار الاقتصاد العالمي عقب الأزمة المالية في الولايات المتحدة الأمريكية من خلال ضخ سيولة كبيرة في البنوك الأمريكية والأوروبية التي عانت من خسائر فادحة بسبب الأزمة، كما أن استعداد هذه الصناديق لتقديم الأموال إلى بنوك الاستثمار والبنوك التجارية التي تعاني من ضائقة مالية علامة على الدور الإيجابي الذي يمكن أن تلعبه هذه المؤسسات في تحقيق الاستقرار المالي العالمي، إذ بدون هذه الجيوب كان من الصعب على "ميريل لينش" و"مورغان ستانلي" و"سي تي غروب" وغيرها أن تجدد خزائنها وربما تكون الأزمة أعمق.³⁶

وأمام النمو المتزايد للصناديق السيادية وزيادة دورها على مستوى الأسواق المالية العالمية عمل صندوق النقد الدولي على إيجاد آليات تمكن من إدماج هذه الصناديق ضمن قواعد النظام المالي العالمي، وهكذا قامت اللجنة الدولية للشؤون النقدية والمالية بدعوة من الصندوق في أكتوبر 2007 إلى إقامة حوار مع البلدان الأعضاء قصد وضع مجموعة من القواعد التي تحكم الممارسات في مجال إدارة الصناديق السيادية، وعمل صندوق النقد الدولي في ذات الوقت بهذا الخصوص مع منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية.³⁷ كما قامت وزارة الخزانة الأمريكية أوائل عام 2008 بوضع معايير استرشادية لاستثمارات الصناديق السيادية والدول المستقبلية لها، وتم التوقيع على بروتوكول بين تلك الوزارة وهيئة أبوظبي للاستثمار وصندوق التقاعد الحكومي النرويجي وجاءت المعايير الاختيارية لمجموعة العمل الدولية المشار إليها مطابقة إلى حد كبير لما ورد فالبروتوكول. وقد حاول ترومان في دراسة شملت 46 صندوقا سياديا إيجاد مؤشر لأداء تلك الصناديق بالتركيز على أربعة معايير: الأول هو الهيكلية وتشمل درجة وضوح تمويل الصناديق واستخدامات أصولها وعوائدها وعلاقتها بالميزانية والاستراتيجية الاستثمارية ومدى انفصال تلك الصناديق عن الاحتياطات الخارجية للدولة، والمعيار الثاني يركز على الحوكمة ويشمل مدى وضوح دور الحكومة في استراتيجية الاستثمار للصناديق محل الدراسة، ودور مديري تلك الصناديق ومدى وجود مؤشرات تحكم نزاهة ومهنية القائمين على الاستثمار، أما المعيار الثالث فيركز على الشفافية والمساءلة ويشمل توفر المعلومات الفصلية والسنوية عن الاستثمارات وأدائها وحجم الصناديق وعوائدها وتوزيع الاستثمارات الجغرافي، وفي ما بين العملات والرقابة المالية الداخلية والخارجية على الصناديق، فيما يركز المعيار الرابع على سلوك الصناديق في الأسواق التي تستثمر فيها، وبناء على تلك المعايير تم تقييم أداء الصناديق السيادية لدول مجلس التعاون.³⁸

6.3. إصلاح القطاع المصرفي:

إن صيرفة القرن الواحد والعشرين يصاحبها العديد من المخاطر التي لا تقتصر على المخاطر الائتمانية التقليدية بل تمتد لتشمل العديد من المخاطر سواء المخاطر السوقية أو التشغيلية، وأنه كلما قدمت البنوك تشكيلة جديدة من المنتجات البنكية المستحدثة أو استخدمت أدوات غير تقليدية في تقديم تلك الخدمات كلما زادت وتنوعت المخاطر التي تتعرض لها البنوك، وأنه مع المتغيرات العالمية المعاصرة التي شهدتها الصناعة البنكية سواء بالنسبة للعمولة أو الابتكارات أو التحرر من القيود فقد بات على الجهات الرقابية أن تقوم بتطوير رقابتها على البنوك لتناسب مع

تلك المتغيرات بحيث تركز الرقابة أساسا على مفهوم جديد يطلق عليه (الرقابة بالمخاطر) وفي سبيل ذلك فإنه يجب على الجهات الرقابية أن تعمل على تطبيق المبادئ الرقابية الحصيفة التي صدرت عن لجنة بازل، والعمل على تهيئة الأجواء المناسبة لتطبيقه أخذا في الاعتبار البيئة التي تمارس فيها الجهات الرقابية نشاطها ودرجة التقدم في القطاع البنكي والمالي.³⁹

كما اتخذ المجتمع الدولي أيضا بعض الخطوات لخفض المخاطر على المستوى الدولي ولتدعيم النظام المالي الدولي من خلال استحداث قواعد مالية جديدة بما في ذلك الإطار الدولي المتفق عليه المعروف باسم بازل 3. وما زالت المناقشات جارية بشأن وضع قواعد منظمة لعمل المؤسسات الدولية ذات الأهمية والمؤثرة في عمل المنظومة الدولية إلا أن أغلب تلك الاجراءات يتم تفعيلها على فترة زمنية طويلة الأمد، ولم يكن لها أثر على الوضع الاقتصادي والمالي القائم حاليا، بالإضافة إلى ذلك فإنه من غير الواضح عما إذا كان العديد من تلك الإجراءات كافيا لاحتواء المخاطر القائمة.⁴⁰

فضلا على ذلك فإن نجاح الإصلاحات الحالية والمرتبقة يعتمد على تعزيز الرقابة ومنح حوافز للقطاع الخاص كي يلتزم بالإصلاحات ووجود الرغبة في تنفيذ القواعد التنظيمية وتوفير الموارد اللازمة لتنفيذ مهمة جعل النظام المالي أبسط وأكثر أمانا.⁴¹

كما أن الإصلاحات تواجه عقبتين رئيسيتين هما: الإحجام عن تنفيذ ما تم الاتفاق عليه بالفعل وعدم كفاية التنفيذ.⁴²

4. أهم الدروس المستفادة من أزمات القرن الواحد والعشرين:

من أهم الدروس التي يمكن الاستفادة منها بشأن احتواء الأضرار وتقليل المخاطر على مستوى الاقتصاد العالمي:

- الدرس الأول والأكثر أهمية الذي نتعلمه من كل كارثة مالية منذ الركود العظيم هو ضرورة التحرك مبكرا والعمل بإقدام والعمل بشكل شامل للتصدي إلى الضغوط المالية ويجب إعطاء الأولوية لاحتواء الأضرار حتى إذا كانت هناك إجراءات تقليدية مطلوبة فلن يتم تنفيذها إلا في سياق حدث نظامي.⁴³

- لخص Lawrence أبعاد منع الأزمات في بعدين أساسيين بُعد خاص بالسياسات المحلية والبُعد الآخر يتعلق بالجهود الدولية الخاصة بهذا الشأن، ويختلف محتوى الأزمة من دولة إلى أخرى ولكن توضح الخبرة السابقة في علاج الأزمات وجود بعض الدروس الهامة:⁴⁴

✓ توفير الثقة للسوق والمستثمرين بأن هناك طريقا صحيحا للخروج من الأزمة سوف يتم اتباعه؛

✓ يجب أن تقوم الدول بوضع سياسة مالية صحيحة لإرساء الثقة؛

✓ يجب أن يتم اتخاذ اجراء سريع للإبقاء على الاستقرار المالي؛

✓ يجب أن يتم تنفيذ إجراءات حماية اجتماعية قوية وفعالة.

- التفكير بمرص في كيفية التشجيع على استخدام منتجات أبسط وهياكل تنظيمية أبسط؛
- إحراز مزيد من التقدم في تحديد المؤسسات الكبرى التي تدخل في مشكلات مالية بما في ذلك تسوية الأوضاع عبر الحدود للمساعدة على ضمان تحقيق منافع العولة المالية.⁴⁵

- الحاجة إلى ضرورة اعتبار الصناديق السيادية مكونا أساسيا من مكونات النظام النقدي والمالي العالمي الجديد، ويمكن الرهان عليها في توفير السيولة وتحقيق الاستقرار المالي، فهي تدير أصولا يصل مجموعها إلى 50 تريليون دولار، وقد قامت بعمليات اندماج وشراء عبر الحدود وضح لرؤوس الأموال في بعض المؤسسات المتعثرة في البلدان الصناعية الكبرى، واستثمرت هذه الصناديق قرابة 75% من مجموع استثماراتها المباشرة في الدول المتقدمة؛

- الإحساس بخطورة الدور الذي يؤديه سعر الفائدة في الاقتصاد العالمي كونه المحرك الأساسي للنظام الرأسمالي وهو ما جعل التفكير يتجه إلى البحث عن بدائل تمويلية أخرى، من أبرزها الصيرفة الإسلامية التي ما فتئ دورها يتعاظم بحيث انتقل عدد المؤسسات المالية الإسلامية من مؤسسة واحدة سنة 1975 إلى 390 مؤسسة تعمل في أزيد من 75 بلدا بأصول تفوق 700 مليار دولار، وتتميز البنوك ليس فقط باستبعادها للفائدة وتحريم المضاربة في النقود، إنما أيضا بارتباط التمويل فيها بالاقتصاد العيني مما يؤدي إلى حساب دقيق لمخاطر الائتمان.⁴⁶

- كشفت الأزمة الأمريكية عن أهمية الإنذار المبكر في المجال الاقتصادي لتوقع الأزمات لضمان الاستقرار الاقتصادي، وعدم فاعلية وجدوى النظم الموضوعية في هذا المجال حتى الآن.⁴⁷

الخلاصة:

يُعد الاقتصاد الأمريكي والاقتصاد الأوروبي أكبر اقتصادين على المستوى الدولي، كما أنهما مرتبطان ببعضهما بشكل كبير وبالتالي يمكن للمشاكل التي تواجههما أن يغذي بعضها البعض وأن تؤدي إلى حالة ركود في الاقتصاد العالمي، وقد كان للأزمة المالية العالمية لسنة 2007 الأثر الكبير في حدوث أزمة الديون السيادية الأوروبية وذلك بسبب ارتباط الاقتصاديين ببعضهما مما

نتج على إثر هذين الأزمين آثار كبيرة تطلبت إعادة النظر في طبيعة عمل أغلب المنظمات المالية الدولية والتنظيمات والأطر المالية الدولية وذلك من أجل الحد من تتابع وتكرار حدوث مثل هذه الأزمات.

وبناء على ما سبق فقد تم التوصل إلى النتائج الآتية:

- من أجل إعادة النظام المالي لعافيته وبناء نظام مالي قوي يجب وضع خطط إنقاذ لمعالجة الأزمة تعالج المرض وليس أعراضه فقط تعمل على معالجة هذه الأزمات في الأجل المتوسط والطويل حتى لا يتعرض الاقتصاد إلى أزمات مستقبلية أشد وأقوى.
- استغلال العولمة وليس إلغاؤها وذلك من خلال تعزيز وتطوير عولمة ايجابية تعمل على تقوية وتعزيز المؤسسات المالية العالمية وتطوير النظم المالية والنقدية، فإذا طبقت العولمة بحكمة يمكن أن تحقق نتائجها الايجابية أما تطبيقها بشكل خاطئ سيقود إلى حالة من الانهيار؛
- إن نظام الإنذار المبكر بالرغم من أنه أظهر نتائج مختلفة من حيث درجة دقة التنبؤ بحدوث الأزمات المالية، ولكنه قام بتوفير منهج منظم وموضوعي للتنبؤ بالأزمات، وبالتالي فإن نظم الإنذار المبكر يجب استخدامها وليس استغلالها، ويعني هذا أن الاستخدام الأساسي لهذه النظم يجب أن يقتصر على كونها مجرد أداة واحدة من بين كثير من أدوات تحليل المخاطر الخارجية.

الهوامش:

- * الاحصائيات من مجلة التمويل والتنمية، صندوق النقد الدولي، المجلد 51، العدد 03.
1. حمد فواز الدليمي وأحمد يوسف دودين، إدارة الأزمات الدولية المالية والاقتصادية، دار جليس الزمان، الطبعة الأولى، الأردن، 2014، ص: 88.
 2. موسلي أمينة، "عدوى الأزمات المالية"، المجلة الجزائرية للعملة والسياسات الاقتصادية، العدد 5، 2014، ص ص: 186، 187.
 3. نفس المرجع السابق، ص ص: 188، 189.
 4. لقمان معزوز وشريف بودري، "المنافسة بين الدولار والأورو في ظل لا استقرار النظام النقدي الدولي"، مجلة الباحث، العدد 09، 2011، ص: 83.
 5. خالد الحريري، المشروع الأوروبي، مقال متاح على الموقع: <http://www.islamdaily.org/ar/general/12030.article.htm>
 6. عبد القادر بلطاس، تداعيات الأزمات المالية العالمية أزمة Sub-prime، دار النشر Légende، الجزائر، 2009، ص: 15.
 7. منير الحمش، "السياسات الاقتصادية الكلية في ظل الأزمة العالمية الراهنة"، بحوث اقتصادية عربية، العدد 47، صيف 2009، ص ص: 17، 18.
 8. محمد يوسف القريوتي وآخرون، الأزمة المالية العالمية والآفاق المستقبلية، الجزء الثاني، مكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، 2011، ص: 54.
 9. حمدي الطباع، "أثر أزمة الديون السيادية لمنطقة اليورو على قطاع الأعمال العربي - المشكلة والحلول المقترحة -"، منتدى أزمة الديون السيادية في منطقة اليورو: الأبعاد والتداعيات والعبر المستخلصة للاقتصاد العربي، بيروت، 29 مارس 2012، ص: 2.
 10. التقرير الاقتصادي العربي الموحد، التطورات الاقتصادية الدولية، صندوق النقد العربي، 2012، ص: 2.
 11. رضا فتححي علي المنسي، "إشكاليات العلاقة بين الاقتصاد المالي والاقتصاد العيني ودورها في امتصاص الثاني لأزمة الأول الراهنة"، المؤتمر العلمي الثالث حول: الأزمة المالية العالمية وانعكاساتها على اقتصاديات الدول، جامعة الإسراء الخاصة، الأردن، 29/28 أبريل 2009، ص: 20.

12. رضا فتحي علي المنسي، مرجع سابق، ص: 20.
13. موسلي أمينة، مرجع سابق، ص: 192.
14. تمويل التنمية، القضايا المنهجية الدولية: حالات الاختلال والإصلاح، منشورات الأمم المتحدة، نوفمبر 2008، ص: 2، متاح على الموقع: www.un.org/esa/ffd/doha/press/arabic/Backgrounder_Systemic_AR.pdf
15. كافي مصطفى يوسف، الأزمة المالية الاقتصادية العالمية وحوكمة الشركات، مكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع، الأردن، 2013، ص: 185.
16. محمد توفيق عبد المجيد، العولمة والتكتلات الاقتصادية، دار الفكر الجامعي، الاسكندرية، 2013، ص: 462، 463.
17. صلاح حسن، تحليل وإدارة وحوكمة المخاطر المصرفية الالكترونية، دار الكتاب الحديث، الطبعة الأولى، القاهرة، 2010، ص: 249، 250.
18. نادية العقون، العولمة الاقتصادية والأزمات المالية: الوقاية والعلاج "دراسة لأزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية"، مذكرة دكتوراه علوم، قسم العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاد التنمية، جامعة الحاج لخضر باتنة، 2012/2013، ص: 272.
19. اندروبيرج وكاترين باتيللو، "تحدي التنبؤ بالأزمات الاقتصادية"، قضايا اقتصادية، صندوق النقد الدولي، واشنطن، يوليو 2000، ص: 10.
20. رنا محمد البطرني، الترتيبات الإقليمية والدولية لإدارة الأزمات المالية المعاصرة في الدول النامية، مذكرة ماجستير، كلية التجارة، قسم الاقتصاد، غير منشورة، جامعة عين شمس، مصر، 2002، ص: 121.
21. سامر مظهر قنطقجي، "إدارة أزمات الصرف إدارة أزمة في الدول المتقدمة وإدارة بالأزمة في الدول النامية واستقرار في الاقتصاد الإسلامي"، مجلة الاقتصاد الإسلامي، العدد 50، يوليو 2016، ص: 17.
22. كريستين لاغارد، "كلام صريح: التركيز والمرونة والخدمة"، مجلة التمويل والتنمية، المجلد 51، العدد 3، سبتمبر 2014، ص: 26.

23. مها رياض عمر عبد الله، "تقويم أداء صندوق النقد الدولي في الأزمة المالية العالمية"، المؤتمر العلمي الدولي حول: الأزمة المالية والاقتصادية العالمية المعاصرة من منظور اقتصادي إسلامي، عمان، 02/01 ديسمبر 2010، ص: 11.
24. أتيش ريكس غوش، "في مركز الصدارة"، مجلة التمويل والتنمية، المجلد 51، العدد 3، سبتمبر 2014، ص: 52.
25. مها رياض عمر عبد الله، مرجع سابق، ص: 10.
26. كريستين لاغارد، مرجع سابق، ص: 27.
27. محمد إبراهيم السقا، "آفاق تطوير صندوق النقد الدولي"، آفاق المستقبل، العدد 05، ماي 2010، الإمارات، ص: 41.
28. نفس المرجع السابق، ص: 42، 44.
29. عبد المطلب عبد الحميد، إدارة أزمات العولمة الاقتصادية، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2014، ص: 239.
30. علي لطفي، "الأزمة المالية العالمية الأسباب-التداعيات-المواجهة"، المؤتمر الدولي حول: تداعيات الأزمة المالية وأثرها على اقتصاديات الدول العربية، مصر، 05/04 أبريل 2009، ص: 10.
31. مداني أحمد، "دور وكالات التصنيف الائتماني في صناعة الأزمات في الأسواق المالية ومتطلبات إصلاحها"، الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية، العدد 10، جوان 2013، ص: 59.
- ** قام بكتابة البعض من هذه المقترحات كل من باتريك أرتوس مدير الأبحاث والدراسات بشركة نتاكسيس، وجون بول بتبيز، كبير الاقتصاديين بمصرف كريدي أغريكول، وكريستيان دي بواسيو الأستاذ بجامعة باريس بونتيون سوربون، وغنتر كبال بلنكار.
- *** جهاز توظيف مشترك في قيم منقولة: هو وحدة تشرف على إدارة المحافظ بحيث أن الأموال المستثمرة توظف في قيم منقولة.
32. إبراهيم أبو العلا وآخرون، الأزمة المالية العالمية أسباب وحلول من منظور إسلامي، مركز النشر العلمي، الطبعة الأولى، جدة، 2009، ص: 328، 329.
33. مداني أحمد، مرجع سابق، ص: 59.

34. نادية العقون، مرجع سابق، ص: 286.
35. نشرة صندوق النقد الدولي، تقرير الاستقرار المالي العالمي، صندوق النقد الدولي، 25 سبتمبر 2012، ص: 2.
36. نادية العقون، مرجع سابق، ص: 206.
37. عبد المجيد قدي، "الصناديق السيادية والأزمة المالية الراهنة"، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، العدد السادس، 2009، ص: 13.
38. ماجد عبد الله المنيف، "صناديق الثروة السيادية ودورها في إدارة الفوائض النفطية"، بحوث اقتصادية عربية، العدد 47، صيف 2009، ص: 69.
39. صلاح حسن، مرجع سابق، ص: 250.
40. الملخص التنفيذي، آفاق الاقتصاد الدولي خلال عامي 2012-2013، حالة وآفاق اقتصاد العالم، 2012، الأمم المتحدة، ص: 10، 11.
41. نشرة صندوق النقد الدولي، مرجع سابق، ص: 3.
42. لورا كودريس وأديتيا نارين، "إصلاح عيوب النظام"، مجلة التمويل والتنمية، المجلد 49، العدد 02، يونيو 2012، ص: 16.
43. تشارلز كوليز، "الأزمة في عيون التاريخ"، مجلة التمويل والتنمية، المجلد 45، العدد 04، ديسمبر 2008، ص: 20.
44. بدوي محمد إبراهيم، أثر العولمة ومنظمة التجارة العالمية على اقتصادات الدول النامية، دار الفكر العربي، القاهرة، 2011، ص: 274.
45. نشرة صندوق النقد الدولي، مرجع سابق، ص: 3.
46. عبد المجيد قدي، مرجع سابق، ص: 25، 27.
47. كافي مصطفى يوسف، مرجع سابق، ص: 196.