

### الخاتمة العامة

بعد كل هذا العرض الذي تم من خلاله إعطاء صورة عن الأزمات المالية وسبل إدارتها والوقاية منها مع التركيز على أزمة الرهون العقارية الأمريكية، قد يجدر في الأخير وضع حصيلة لهذا البحث. هذا، وقد تم التطرق خلال فصول هذا البحث إلى جملة من المفاهيم لاسيما الأزمات المالية العولمة المالية، النظام النقدي الدولي، كذلك فقد تم اللجوء خلال هذا البحث إلى تقييم نظام الإنذار المبكر كآلية للوقاية من الأزمات المالية، وأخيرا تحليل الأزمة المالية العالمية الراهنة واحتمالات وصول تأثيراتها إلى الاقتصاديات العربية كما الاقتصاد الجزائري. هذه الأخيرة وصل مداها جميع اقتصاديات العالم، حيث يخوض الاقتصاد الدولي أسوأ أزمة مالية منذ أزمة الكساد الكبير عام 1929. بدأ الأمر لأول مرة وكأنه شرخ في سوق الائتمان العقاري بالولايات المتحدة الأمريكية خلال صيف 2007، بدأ في الاتساع خلال عام 2008 محدثا تصدعات أعمق على مدى الساحة المالية الدولية مؤديا في النهاية إلى انهيار مؤسسات مصرفية رئيسية وإلى تراكم انهيار أسواق المال على المستوى الدولي وتجمد الائتمان. فجرت الصدمات المالية الناتجة أزمة اقتصادية كاملة مع دخول أغلب الاقتصاديات المتقدمة في حالة ركود فعلي وتوقع تدهور الاقتصاديات الناشئة والنامية الأخرى بمعدلات متسارعة، حتى مع الوضع في الاعتبار سجلها الاقتصادي الحديث الذي اتسم بالقوة.

إن تراجع الإقراض الذي شهده الاقتصاد العالمي في خريف 2008 ما كان ليحدث لولا الاجتماع النادر للعديد من أوجه القصور السوقي والعوامل المسببة التي عكس بعضها اختلالات أساسية في الاقتصاد العالمي وكان بعضها الآخر سمة خاصة من سمات سير عمل الأسواق المالية المعقدة.

ومن بين أهم هذه العوامل النظامية رفع كل الضوابط التنظيمية عن الأسواق المالية وزيادة تعقد تقنيات المضاربة والهندسة المالية. ومن العوامل الأخرى التي كان لها دور أيضا عدم الاتساق النظامي بين النظم التجارية والمالية والنقدية الدولية، فضلا عن عدم إصلاح الهيكل المالي العالمي. وزادت حدة عدم الاتساق هذا مؤخرا مع ظهور عناصر فاعلة جديدة وقوية في الاقتصاد، وخاصة من البلدان النامية، دون أن يصحبها الإصلاح اللازم للإطار المنظم للاقتصاد العالمي. وتدل الأزمة المالية الراهنة المتسمة بطابع عالمي ونظمي معاً، على مدى صحة النداء الذي ما برح العديد من الاقتصاديين وصانعي السياسات يوجهونه منذ أمد بعيد لتدعيم الحوكمة النقدية والمالية الدولية.

أمام تكرار الأزمات المالية، وقف صندوق النقد الدولي في كثير من الحالات عاجزا عن التصدي لها فهو الجهة المسؤولة عن سلامة النظام المالي والنقدي، وهذا على الرغم من بذلها مجهودات معتبرة في هذا الصدد، حيث قام الصندوق بوضع نماذج تعتمد على الاقتصاد القياسي، مثل

نظم الإنذار المبكر "SAP"، و كذلك في إطار التعاون مع البنك الدولي وضع برنامج تقييم القطاع المالي "PESF" سنة 1999 والذي يعمل على تقييم الأنظمة المالية للدول الأعضاء، كذلك يهتم بوضع مكيانيزم إعادة هيكلة الديون السيادية " MRDS " .

إن حالة عدم الجدوى التي تبدو عليها وضعية مؤسسات بريتون وودز في السياق الحالي للأزمة الدولية تتبع من وضعية هياكلها المنحرفة في أنماط التصويت والإدارة، والتي تعكس أهمية الدول النامية في الاقتصاد الدولي اليوم. إن حالة عدم وجود آليات ذات مصداقية وتمثيل واسع لعملية تنسيق السياسات على المستوى الدولي تمثل ثغرة ملموسة تستوجب التعامل الفوري معها، وهو الأمر الذي يحد أيضا من إمكانية وجود أي رد فعل حازم وفعال للأزمة الحالية. وعليه بناء على الأهداف المتوخاة من هذه الدراسة ومحاولة للإجابة على الإشكالية " ما مدى فعالية نظام الإنذار المبكر في التنبؤ بالأزمات المالية؟ وما هي أهم إفرازات أزمة الرهون العقارية الأمريكية على الصعيد الدولي، الإقليمي والمحلي؟ " تم التوصل إلى النتائج الآتية:

- أول ما يستخلص من هذا البحث أن الأزمة المالية إنما هي ظاهرة تصيب النظام المالي وتؤدي إلى إضعاف قدرته على تخصيص رؤوس الأموال في الاقتصاد. هذا، و قد يرتبط هذا المفهوم بمفهوم آخر و هو خطر النظام. ويعكس هذا الأخير مختلف التفرعات والارتباطات الموجودة بين أقسام النظام المالي. ومن ثم، فخطر النظام قد يترجم احتمال انتقال العدوى في حالة ظهور الأزمة المالية.

- عادة ما تحدث الأزمات المالية بصورة مفاجئة نتيجة لأزمة ثقة في النظام المالي مسببها الرئيسي تدفق رؤوس أموال ضخمة للداخل يرافقها توسع مفرط وسريع في الإقراض دون التأكد من الملاءة الائتمانية للمقترضين. وعندها يحدث انخفاض في قيمة العملة مؤديا إلى حدوث موجات من التدفقات الرأسمالية إلى الخارج. هذا من جهة، وفي بعض الأحيان قد تحدث أزمات مفتعلة بفعل ما يسمى بالأعمال القذرة داخل البورصة كقيام احتكار وانقاقات أو تسرب معلومات خاطئة ناهيك عن المضاربات غير المشروعة.

- إن وجود الروابط بين مختلف الأنظمة المالية على المستوى الدولي يعتبر من بين الركائز الأساسية لظاهرة العولمة المالية. هذه الأخيرة تعبر عن تبلور نظام مالي عالمي يعمل على تخصيص رؤوس الأموال على المستوى الدولي. وبالتوازي مع هذا، فقد أصبح خطر النظام العالمي يشمل مختلف الأنظمة وأقسامها في مختلف البلدان، ومن ثم فقد ارتفع احتمال ظهور أزمات مالية دولية على غرار الأزمة التي تم التطرق إليها. على هذا الأساس، فظهور أزمة مالية في بلد ما سرعان ما يؤدي إلى ظهور الضغوطات المضاربية في بلدان أخرى قد تنتهي بانتشار الأزمة نحوها وذلك عبر أثر العدوى.

وقد صاحب ظهور العولمة المالية عدة عوامل من شأنها العمل على الرفع من احتمال ظهور الأزمات خاصة مع تطور الأسواق المالية، ارتفاع الميل للمضاربة (كإنشاء الصناديق المضاربة) وتراجع القيود التنظيمية الذي رفع من إمكانية المخاطرة.

- نظام الإنذار المبكر هو من ابتكار صندوق النقد الدولي حاول من خلاله توقع نشوب الأزمات قبل وقوعها، فيمكن لنظام الإنذار المبكر أن يترجم المعلومات إلى مقياس مركب لمدى الحساسية للتطورات المحيطة.

- أكدت أزمة الرهون العقارية الأمريكية مرة أخرى فساد منطق السياسات التي يدعو إليها صندوق النقد الدولي والبنك الدولي، وأكدت أيضا مدى هشاشة هاتين المؤسستين في التنبؤ بالأزمات أو العمل على تجنبها، بالإضافة إلى إدارتها بعد وقوعها.

- حدثت الأزمة المالية العالمية نتيجة خلل الرأسمالية القائم على الحرية وهذا من خلال ما تقتضيه العولمة من فك للقيود على حركة رؤوس الأموال والتحويل. هذا من جهة، وهي من جهة أخرى ليست نتيجة التدخل المفرط من قبل الدولة بل نتيجة تشوه الأسواق الذي نتج عن تدخل البنوك المحلية في الأسواق، وقيامها بتسويق سندات مضمونة بالعقارات محل الأزمة من خلال آلية التوريق. وعليه، فالأزمة هي أزمة الإبداع المالي المفرط الذي شجعتة الليبرالية الرأسمالية الأمريكية.

- أثبتت الحرية الاقتصادية المطلقة التي نادى بها أصوليو السوق على مدى السنوات العشرين الماضية فشلها الذريع، وأدى رفع الضوابط المالية إلى تراكم مراكز بالغة المجازفة دفعت الاقتصاد العالمي إلى انكماش مرتبط بالدين لا سبيل إلى مواجهته إلا بتضخيم الدين الحكومي. كما كشفت هذه الأزمة إعادة الاعتبار لدور الدولة وأهميته في ضبط آليات الحركة للنشاط الاقتصادي.

- أنشأ الإيمان المطلق بكفاءة الأسواق المالية المحررة من الضوابط التنظيمية وعدم وجود نظام مالي ونقدي تعاوني اعتقادا واهما بإمكانية تحقيق أرباح دون مجازفة وأطلق يد الإسراف في الأنشطة المالية المضاربة في مجالات عديدة.

- كشفت الأزمة المالية العالمية أنه كان هنالك خلل كبير بين النمو المالي والنمو الاقتصادي الفعلي في قطاعات إنتاج السلع والخدمات، والذي نجم عن تزايد حجم الاستثمارات الأجنبية البالغة نحو أربعين بالمئة من حجم الأموال المتداولة. كما أن أغلب الأموال المتدفقة إليها هي من نوع قصير الأجل، أو ما يعرف بالأموال الساخنة والتي تنتقل بغرض المضاربة حيث ساهمت هذه الأخيرة في إحداث الأزمة.

- أظهرت هذه الأزمة بجلاء أن عولمة الأنشطة التجارية والمالية تستدعي تعاوننا وتنظيما دوليا. إلا أن الآثار المترتبة عن حل هذه الأزمة وتلافي تكرارها تتجاوز نطاق التنظيم المصرفي والمالي، وتطرح السؤال حول كيفية إحياء تعددية الأطراف وتوسيع نطاقها في عالم ماض في العولمة.

- إن السلوك المتشابه الذي تسلكه العديد من العناصر المشاركة في الأسواق المالية وقلة المعلومات التي يمكن أن توجه هذا السلوك عاملان يبرران تدخلا حكوميا أكبر بكثير. وعلى عكس أسواق السلع والخدمات المتناثرة والكمية الضخمة من البيانات المستقلة التي تساهم في تشكيل الأسعار فإن معظم المعلومات التي تحدد سلوك المضاربيين والمستثمرين برؤوس أموال المخاطرة معلومات متاحة للعموم وفهمها يتبع أنماطا تفسيرية بسيطة نسبيا. ولا تستطيع العناصر المشاركة في الأسواق والحكومات معرفة أسعار التوازن في الأسواق المالية. ولكن هذا ليس عذرا مقبولا لعدم التدخل، فضلا عن أنها لا تعلم شيئا عن التوازن. والحكومات أيضا لا تعرف نقطة التوازن، ولكنها في وقت من الأوقات أفضل من يستطيع أن يحكم على السوق، هل اختل توازنها أم لا، خاصة إذا كانت الكفاءة التشغيلية هي المعيار الأساسي للتنظيم.

### التوصيات:

- انطلاقا من دراسة موضوع البحث، وبعد التطرق لنتائج المتوصل إليها يمكن في هذا المجال تقديم جملة من التوصيات والاقتراحات فيما يأتي:
- ضرورة ألا يتم تحرير الأسواق المالية إلا في وجود عدد من الضمانات وصمامات الأمان، لأن تحرير حساب رأس المال ليس بالأمر اليسير، حيث إن الآلية المتبعة لتحقيق هذا التحرير هي التي تحدد مدى النفع الذي يعود على الاقتصاد من جراء هذا التحرير المالي، كما أنه يجب أن يتم في اقتصاد يتميز بالقوة.
  - في الوقت الراهن، أهم ما يجب القيام به هو كسر حلقة هبوط أسعار الأصول وتراجع الطلب وإنعاش قدرة القطاع المالي على توفير الائتمان للاستثمار المنتج، وحفز النمو الاقتصادي وتلافي انكماش الأسعار. ويجب أن يكون الهدف الرئيسي للإصلاح التنظيمي هو استئصال الممارسات المالية المعقدة التي لا يمكن تحقيق عائد اجتماعي منها.
  - معالجة القصور النظمي للأسواق المالية من خلال عملية إصلاح وإعادة تنظيم شاملة تضطلع فيها الحكومات، يدا بيد، بدور نشط. وخلافا لما تذهب إليه الآراء التقليدية، تشغل الحكومات موقعا جيدا للحكم على تقلبات الأسعار في الأسواق التي تنشط فيها المضاربة المالية، ولا ينبغي أن تتوانى عن التدخل متى لاحت في الأفق اختلالات هامة.
  - ينبغي أن تتاح لهيئات التنظيم إمكانية الإطلاع على بيانات تجارية أشمل لتتمكن من فهم العوامل المحركة للأسعار والتدخل إذا ثارت مشاكل في بعض الأسواق. وينبغي في الوقت نفسه سد الثغرات

الرئيسية في القواعد التنظيمية لضمان ألا تؤدي المراكز المالية في أسواق التعامل خارج البورصة المتحررة حاليا من الضوابط التنظيمية إلى " مضاربة مفرطة".

- يجب أن تؤدي الأمم المتحدة دورا مركزيا في توجيه عملية الإصلاح هذه، ذلك أنها المؤسسة الوحيدة التي تكفل عالمية عضويتها ومصداقيتها شرعية وصلاحيه نظام الحوكمة بعد إصلاحه. كما أنها أثبتت قدرتها على توفير تحليل نزيه والتوصية بسياسات عملية في هذا المجال.

- إنشاء آلية فعالة وذات مصداقية لتنسيق السياسات على المستوى الدولي. يجب أن تتضمن تلك الآلية مشاركة أكثر تمثيلا لدى المؤسسات الدولية للإدارة الاقتصادية، وألا تكون المشاركة مقصورة على الدول المتقدمة والناشئة فقط. وبالتالي هناك حاجة ماسة إلى مراجعة أساسية لهيكل إدارة ووظائف كل من صندوق النقد الدولي والبنك الدولي.

- في ظل عدم وجود نظام مالي قائم على تعاون حقيقي، يمكن للبلدان النامية أن تعزز قدرتها على مواجهة الصدمات الخارجية بالحفاظ على سعر صرف تنافسي والحد من أوجه عدم الاتساق بين العمليات وأجال الاستحقاق في بيانات الأصول والخصوم الخاصة والعامة على حد سواء، وفي نهاية المطاف، يمكن الاستعانة بسياسات احتياطية مثل فرض تدابير رقابة على رؤوس الأموال تكون مسايرة للسوق، للحد من تراكم المخاطر في فترات الازدهار.

- ينبغي لهيئات التنظيم في مختلف البلدان أن تتقاسم المعلومات وتعكف على وضع معايير متماثلة وتتلافى التنافس على الحد الأدنى من التنظيم المالي.

- إن أيا من الانضباط السوقي والإشراف الحكومي لا يكفي لإجراء تقييم كفاء لتراكم المخاطر النظامية واحتوائها، فإن تحقيق مستوى أفضل من التنظيم والرقابة الماليين يمثل عنصرا جوهريا في منع الأزمات المستقبلية. وينبغي أن يكون التركيز على كيفية رصد المخاطر النظامية وتخفيف حدتها من خلال تحسين العمل التنظيمي. في الوقت ذاته، يساعد وضع إطار للسلامة الاحترازية الكلية على تخفيف المخاطر التي يتعرض لها النظام.

- ينبغي تقوية قواعد المحاسبة وممارسات التقييم حتى تعكس طائفة أوسع من المعلومات المتاحة عن تطور المخاطر على مدار الدورة الاقتصادية. وعلى واضعي المعايير المحاسبية والسلطات الاحترازية أن تتعاون لتحقيق هذه الأهداف مع التركيز بوجه خاص على زيادة مخصصات خسائر القروض خلال فترات التوسع الائتماني السريع، وتقييم المناهج المتاحة للتعامل مع احتياطات التقييم أو تعديلات التقييم عندما يكون عدم اليقين مرتفعا بشأن تقييم الأصول المدرجة في حافظة التداول، وبحث سبل بديلة لتخفيف الديناميكية المناوئة التي يمكن أن تصاحب محاسبة القيمة العادلة.

- هناك حاجة لتحسين المعلومات المتاحة عن الانكشافات خارج الميزانية العمومية والمنتجات المهيكلة المركبة، الأدوات المشتقة والرفع المالي، والانكشافات عبر الحدود وإزاء الطرف المقابل، لتكميل المجموعة الحالية من المؤشرات المستخدمة في أطر الإنذار المبكر. وينبغي تعزيز ممارسات الإفصاح المتبعة في المؤسسات المؤثرة على النظام، ويشمل هذا منهجيات التقييم وممارسات إدارة المخاطر ومجموعة محسنة من مؤشرات السلامة المالية، وتقييمات أكثر فعالية للمخاطر النظامية يجريها صانعو السياسات، بحيث سوف يكون توافر قدر أكبر من المعلومات العامة الموثوقة عاملا مساعدا للمستثمرين على استيفاء إجراءات العناية الواجبة التي كان التقصير في تنفيذها من أهم العوامل المساهمة في وقوع الأزمة.

و في الأخير لا يمكن الجزم أنه تم الإحاطة بكل جوانب الموضوع، والإمام بكل تفاصيله. ويرجع السبب الرئيسي إلى حداثة الأزمة واستمرار تطوراتها إلى حد الساعة. غير أن الأمل يكون في مساهمة الاقتراحات المقدمة قدر الإمكان في إدارة الأزمات المالية مستقبلا.

و كغيره من البحوث، يحتاج هذا البحث جهودا إضافية من قبل الباحثين، فإسهامه بسيط و يحتاج إلى المزيد من الجهود خاصة وأن العالم قد يعرف أشد من هذه الأزمات في عصر العولمة. ورغم ذلك، فإن هذا البحث يعتبر محاولة يمكن أن يستفيد منها طلبة السنوات المقبلة في بحوثهم ومذكراتهم. ولهذا، سيتم تقديم بعض الجوانب من هذا الموضوع التي يمكن أن تشكل مواضيع قابلة للبحث مستقبلا:

- دراسة قياسية لعدوى انتقال الأزمات المالية.
- تحرير رأس المال ودوره في انتشار الأزمات المالية.
- الأزمات المالية وإصلاح النظام المالي والنقدي الدولي.