

الأزمة المالية العالمية  
وتداعياتها على الاقتصادات  
العربية

صندوق النقد العربي

ديسمبر 2008

## الأزمة المالية العالمية وتداعياتها على الاقتصاديات العربية

### تمهيد

واجه العالم منذ صيف 2008 أزمة مالية عاتية أودت بأكبر البيوتات المالية في أكبر اقتصاديات العالم (الولايات المتحدة الأمريكية)، ولم يلبث أن تردد صداها في مختلف الأسواق المالية، حيث فقدت معظم بورصات العالم ما يتراوح بين ثلث ونصف قيمتها مما اضطر الحكومة الأمريكية، ومن ورائها عدد من الدول الصناعية الكبرى، إلى التدخل بحزمة من الإجراءات وتخصيص مئات المليارات من الدولارات لتثبيت الأسواق وإعادة الثقة إليها. وبطبيعة الأحوال، فإن هذه الأزمة لم تترك المنطقة العربية دون تأثير، وبوجه أخص فإن تداعياتها لا بد وأن تطال هذه المنطقة مما يتطلب ضرورة التحوط واتخاذ التدابير المناسبة لتخفيف حدة الآثار السلبية وتحسين الاقتصاديات العربية إزائها مع وضع بعض التصورات للسياسات والاستراتيجيات المستقبلية.

وبذلك تتناول هذه الورقة ثلاث قضايا هي على التوالي، تشخيص الأزمة المالية الحالية وفهم أسبابها العميقة، ثم استعراض أهم التداعيات والآثار المترتبة عليها في المنطقة العربية، وأخيراً وضع بعض الأسس للتعامل مع نتائج الأزمة في ضوء الدروس المستفادة. وعلى ذلك تنقسم هذه الدراسة إلى ثلاثة أجزاء، هي على التوالي:

أولاً - في تشخيص الأزمة الحالية وأسبابها المباشرة

ثانياً - في آثار الأزمة الحالية على المنطقة العربية

ثالثاً - في التعامل مع نتائج الأزمة

## أولاً: تشخيص الأزمة الحالية وأسبابها المباشرة

ترجع بذور الأزمة المالية الحالية إلى الاختلال في نمو الأصول المالية – وخاصة أدوات الدين - بما يجاوز حاجة الاقتصاد العيني، حيث ساعدت التطورات التكنولوجية المعاصرة في ثورة المعلومات والاتصالات على بزوغ ثورة مالية أو ما عبر عنه البعض "بالانفجار المالي" ساعدت على انتشارها على نطاق العالم في مجموعه بانتقالها بسرعة البرق من مكان إلى آخر على اتساع المعمورة عبر شبكات الاتصال العالمية في شكل ومضات إلكترونية أو نبضات كهربائية. وقد ساعدت هذه الإمكانيات التكنولوجية المعاصرة على فتح فرص الاستثمار أمام المدخرين على اتساع العالم من ناحية، وفي نفس الوقت الذي زادت فيه المخاطر المرتبطة بها نتيجة للتداخل والترابط بين مختلف المؤسسات من ناحية أخرى. وفي هذه المعادلة الجديدة بين الفرص والمخاطر مالت الكفة إلى ترجيح كفة المخاطر نتيجة ثلاثة عوامل تكافتت على إبراز وتعميق هذه المخاطر، وهي على التوالي:

- أ- المبالغة في إصدار أصول المديونية.
- ب- أزمة الرهون العقارية.
- ج- نقص الرقابة والإشراف على سلوك المؤسسات المالية في إصدارها للأصول المالية.

### أ- زيادة أحجام المديونية

يرجع السبب الأول والأساسي للأزمة المالية الحالية إلى تضخم حجم الأصول المالية للمديونية وخاصة لدى المؤسسات المالية. فقد عمدت هذه المؤسسات المالية إلى المبالغة في حجم أصول المديونية بالمقارنة بما تملكه من أصول ملكية وهو ما يعرف باسم الرافعة المالية Leverage.

وكما هو معروف هناك، بشكل عام، نوعان من الأصول المالية، أصول تمثل الملكية وأصول تمثل مديونية. أما الأصول التي تمثل الملكية فهي أساساً ملكية الموارد العينية من أراضي ومصانع وشركات وهي تأخذ عادة شكل أسهم. وهذه الأصول تكاد تندمج في الأصول العينية وتتطابق معها ووجودها مرتبط بوجود هذه الأصول العينية. وبالنسبة لهذا الشكل من الأصول المالية فهناك - عادةً - حدود لما يمكن إصداره منها. حقاً إنه يمكن المبالغة بإصدار أسهم بقيم مالية

مبالغ فيها تزيد عن القيمة الحقيقية للأصول التي تمثلها، ولكن يظل الأمر محدوداً لأنه يرتبط بوجود هذه الأصول العينية. أما بالنسبة للشكل الآخر للأصول المالية وهو "المديونية"، فيكاد لا توجد حدود على التوسع فيها. وهنا أصل المشكلة، فقد بالغت المؤسسات المالية في التوسع في هذه الأصول للمديونية. وهي ليست مجرد مديونيات شخصية وإنما تأخذ عادةً شكل مديونيات قابلة للتداول في الأسواق المالية، وبالتالي فهي أشبه بالمديونيات العامة، تمثل جزءاً من الثروة المالية المتداولة.

وكانت التجارب التاريخية السابقة قد تطلبت ضرورة وضع الحدود على هذا التوسع في الإقراض. ومن هنا استقرت المبادئ السليمة للمحاسبة المالية على ربط حدود التوسع في الإقراض بتوافر حد أدنى من الأصول المملوكة. فالمدِين يجب أن يملك حداً أدنى من الثروة حتى يستدين خاصة من المؤسسات المالية، وأن يتوقف حجم استدانته على حجم ملكيته للأصول العينية. وتطبق نفس المبادئ على المؤسسات المالية وخاصة البنوك. لذلك حددت اتفاقية بازل للرقابة على البنوك حدود التوسع المصرفي في الإقراض للبنوك التجارية بألا تتجاوز نسبة من رأس المال المملوك لها. فالبنك لا يستطيع أن يقرض أكثر من نسبة محددة لما يملكه من رأس مال واحتياطي، وهذا هو ما يعرف بالرافعة المالية كما أشرنا.

كذلك يمكن ملاحظة نفس النتيجة بمقارنة نمو قروض المصارف بالمقارنة بالودائع بها. فالودائع هي المصدر الرئيسي لتمويل البنوك، والتوسع في الإقراض بما يجاوز هذه الودائع يعني زيادة كبيرة في دائنية البنوك. وهذه الزيادة الكبيرة في الإقراض تعني مزيداً من المخاطر إذا تعرض بعض المدينين لمشكلة في السداد كما حدث بالنسبة للأزمة العقارية. وتظهر البيانات في هذا الصدد، النمو الكبير في الأصول والقروض للمصارف الأمريكية وكذلك المصارف في منطقة اليورو مقارنةً بالنمو المتحقق في الودائع المصرفية خلال الفترة الأخيرة. فقد ازدادت الأصول المصرفية للمصارف الأمريكية بمقدار 1915 مليار دولار خلال الفترة يناير 2007 إلى نهاية سبتمبر 2008، مقابل زيادة بلغت فقط 785 مليار دولار في الودائع المصرفية. أما في منطقة اليورو، فقد ازدادت الأصول للمصارف الأوروبية خلال الفترة نفسها بمقدار 4639 مليار يورو مقابل زيادة فقط 2426 مليار يورو لودائع هذه المصارف خلال الفترة نفسها. وتعكس هذه الأرقام بطبيعة الحال التوسع الكبير في الإقراض لهذه المصارف.

ولكن التوسع في الإقراض بصورة عامة لا يرجع فقط إلى تجاهل اعتبارات الحدود المعقولة للرافعة المالية لكل مؤسسة على حدة، بل أن النظام المالي في الدول الصناعية كان قد اكتشف وسيلة جديدة لزيادة حجم الإقراض عن طريق اختراع جديد اسمه **المشتقات المالية** (Financial Derivatives)، وهو اختراع يمكن عن طريقة توليد موجات متتالية من الأصول المالية بناءً على أصل واحد كما سيتضح من المثال الذي سنعرضه عند مناقشة للسبب الثاني للأزمة المالية الحالية وهو أزمة الرهون العقارية.

وقد ترتب على زيادة أحجام أصول المديونية وتوسع البنوك في الإقراض أن ظهر نمط جديد للسلوك الاقتصادي للجزء الأكبر من المستهلكين وهو نقص معدلات الادخار الفردي. فبالنظر إلى ما أتاحة النظام المالي المعاصر من زيادة فرص الاقتراض للمستهلكين، زادت معدلات استهلاكهم - اعتماداً على هذه القروض - وبالتالي تناقصت مدخراتهم الخاصة. وقد ظهر هذا النمط بشكل واضح في الاقتصاد الأمريكي مما أدى إلى انخفاض معدلات الادخار المحلي في الولايات المتحدة الأمريكية بشكل كبير.

## ب- أزمة الرهون العقارية

رغم أن الدرس الأول للتعامل مع المخاطر هو ضرورة توزيع وتنويع التوظيفات بين مختلف القطاعات، فالملاحظ أن الأزمة المالية الأخيرة بدأت في قطاع محدد، وهو قطاع العقارات. فقد توسعت البنوك في الإقراض العقاري دون التأكد من توافر ضمانات كافية ومستقرة اعتماداً على رواج السوق العقارية. وقد ولدت الأزمة الأخيرة نتيجة لما أطلق عليه أزمة **الرهون العقارية**. فالعقارات في أمريكا هي من أهم مصادر الإقراض والاقتراض. فالحلم الأمريكي لكل مواطن هو أن يملك بيته، ولذلك فهو يشتري عقاره بالدين من البنك مقابل رهن هذا العقار. والأزمة بدأت فيما عرف بالرهون العقارية الأقل جودة (subprime). وبطبيعة الأحوال فإن سلامة هذه القروض تتوقف إلى حد بعيد على استمرار ارتفاع أسعار العقارات، وبالتالي فإنها تكون معرضة أكثر للمخاطر إذا انخفضت قيمة العقارات، أو ارتفعت أسعار الفائدة.

ولكن البنوك لم تكتفي بالتوسع في هذه القروض الأقل جودة بل استخدمت "المشتقات المالية" لتوليد مصادر جديدة للتمويل وبالتالي للتوسع في الإقراض. كيف؟

عندما يتجمع لدى البنك محفظة كبيرة من الرهونات العقارية، فإنها تلجأ إلى استخدام هذه "المحفظة من الرهونات العقارية" لإصدار أوراق مالية جديدة تقترض بها من المؤسسات المالية الأخرى بضمان هذه المحفظة. وهو ما يطلق التوريق (Securitization). فكلما البنك لم يكتف بالاقراض الأول بضمان هذه العقارات، بل أصدر موجة ثانية من الأصول المالية بضمان محفظة هذه الرهون العقارية. فالبنك يقدم محفظته من الرهونات العقارية كضمان للاقتراض الجديد من السوق من المؤسسات المالية المختلفة عن طريق إصدار سندات أو أوراق مالية مضمونة بالمحفظة العقارية. وهكذا فإن العقار الواحد يعطي مالكة الحق في الاقتراض من البنك، ولكن البنك يعيد استخدام نفس العقار ضمن محفظة أكبر، للاقتراض بموجبها من جديد من المؤسسات المالية الأخرى. وتستمر العملية في موجة بعد موجة، بحيث يولد العقار طبقات متتابعة من الإقراض واحدة بعد الأخرى بأسماء المؤسسات المالية.

وينبغي التنويه بأن "المشتقات" المالية لا تقتصر على هذه الصورة المتقدمة من "التوريق" وذلك بإصدار موجات من الأصول المالية بناءً على أصل عيني واحد، بل أنها تأخذ صوراً أخرى وخاصة فيما يتعلق بالتعامل مع المستقبل. فالتعامل المالي لا يقتصر على التعامل في أصول عينية موجودة بالفعل في الحاضر، بل قد ينصرف إلى أصول محتملة سوف توجد في المستقبل. فهناك التصرفات الآجلة (Forward)، فضلاً عما يعرف "بالمستقبليات" (Futures)، وقد لا يقتصر الأمر على مجرد بيع وشراء حقوق لسلع مستقبلية بل وتشمل أيضاً على خيارات (Options) تستخدم، أو لا تستخدم، وفقاً لرغبة أحد الطرفين. وهكذا ازدحمت الأسواق المالية بأدوات مالية متعددة ومتنوعة و مترابطة، وبعضها بالغ التعقيد متضمناً سلسلة من المخاطر المتداخلة.

وأياً كان الأمر فقد أدت المبالغة في الإقراض العقاري وخاصة الأدنى جودة إلى زيادة المخاطر، وساعدت الأدوات المالية الجديدة (المشتقات) على تفاقم هذا الخطر بين مختلف المؤسسات المالية بزيادة أحجام الإقراض موجة تلو الموجة.

وبذلك أدت أزمة الرهون العقارية الأقل جودة وخاصة التوسع التراكمي فيها عن طريق التوريق إلى زيادة حجم المخاطر التي تعرضت لها المؤسسات المالية عند تدهور أسعار العقارات في الولايات المتحدة مما أدى إلى سلسلة متتابعة من الخسائر لدى المؤسسات المالية المستثمرة في أية مرحلة من مراحل التمويل المتتالي لهذه الرهون العقارية. وتعكس البيانات المتاحة هذا التطور، فبينما كان إجمالي قيمة الرهون العقارية من الدرجة الثانية يمثل حوالي 1.2 تريليون دولار في نهاية عام 2001 أي حوالي نصف إجمالي الرهون العقارية الجيدة أو الأصلية، أصبح الأمر في نهاية عام 2006 أن وصلت الرهون العقارية من الدرجة الثانية إلى أكثر من 4 تريليون دولار مقابل نحو 3 تريليون دولار للرهن العقاري الجيدة أو الأصلية.

### ج- نقص أو انعدام الرقابة والإشراف على المؤسسات والأدوات المالية

في مواجهة هذا التوسع المحموم للأصول المالية، فإن المؤسسات المالية التي تصدر أو تتعامل في هذه الأصول خضعت لقليل من الرقابة والإشراف وأحياناً دون أي إشراف من السلطات العامة. ونظراً لأن معظم هذه المؤسسات المالية تتمتع - إزاء الجمهور - بدرجة عالية من الثقة باعتبارها مؤسسات مالية صلبة تستند إلى دعائم مالية قوية وكافية، لذلك لم يكن غريباً أن يجذب جمهور المستثمرين والمقرضين بل والعديد من المؤسسات المالية للتعامل فيما يصدر عنها من أدوات مالية متعددة ومتنوعة، وبعضها بالغ التعقيد والتركيب بما يصعب على المستثمر العادي، وأحياناً على الخبير المتخصص، فهم أبعاد المخاطر التي تشوب هذه الأدوات. وقد استند الإقبال على هذه الأدوات، إلى حد كبير، إلى الأسماء الكبيرة للمؤسسات المصدرة لهذه الأدوات.

وإذا كانت قواعد المحاسبة الحديثة قد ساعدت على تنميط عرض البيانات المالية وتوفير درجة من الشفافية في عرض المراكز المالية لمختلف المؤسسات المالية، فإن العديد من هذه القواعد قد تضمنت ثغرات مما ساعد أيضاً على إخفاء الكثير من الحقائق باستخدام الخبرات المحاسبية المتركمة للإفادة من هذه الثغرات أو حتى التحايل فيما عرف بأشكال المحاسبية الخلاقية (creative accounting) وهي في حقيقتها تحايل على الحقيقة باستغلال الثغرات وأحياناً الإفادة من الغموض في القوانين السائدة.

وإذا كان هناك نقص أو حتى انعدام في الرقابة والإشراف على المؤسسات والأدوات المالية، فإن الأمر كان متفاوتاً بين مختلف عناصر الاقتصاد المالي. فالبنوك التجارية عرفت تاريخاً طويلاً من الخضوع للرقابة والإشراف من جانب البنوك المركزية، حيث أدركت معظم السلطات العامة منذ وقت مبكر، الدور الحيوي الذي تلعبه البنوك التجارية في الحياة الاقتصادية وبوجه خاص دورها في خلق النقود وتوفير الائتمان للاقتصاد القومي، ومن ثم فإنها تقوم بنوع من النشاط العام الذي يتطلب ضرورة الخضوع للرقابة. وهكذا أصبحت الرقابة على البنوك التجارية ركناً هاماً من مظاهر الاقتصاد الحديث، وحيث تعتبر هذه الرقابة أحد أهم وظائف البنوك المركزية. ونتيجة للخبرة الطويلة للبنوك المركزية في الرقابة على البنوك التجارية فقد استقرت - في معظم الدول - مجموعة من القواعد والمبادئ للإدارة السليمة للمخاطر في هذه البنوك. ولم يقتصر الأمر على الجهود الوطنية لكل دولة للرقابة على بنوكها التجارية، بل اتجه المجتمع الدولي، منذ منتصف السبعينات من القرن الماضي، وأثر إفلاس أحد البنوك الألمانية وما ترتب عليه من آثار امتدت إلى معظم القارة الأوروبية، إلى وضع قواعد دولية للرقابة على البنوك من بنك التسويات الدولية (لجنة بازل للرقابة المصرفية). فصدر اتفاق بازل I لكفاية رأس المال، والمبادئ الأساسية للرقابة المصرفية الفعالة، ثم صدر اتفاق بازل II لكفاية رأس المال الذي طور مفاهيم التعامل مع المخاطر وتكلفتها. ولم تلبث أن أصبحت هذه المبادئ والقواعد أحد أهم أسس الرقابة على البنوك في مختلف الدول، ومنها توسعت فكرة المعايير الدولية للسلوك إلى مختلف المجالات الأخرى، في التأمين وفي أسواق الأوراق المالية وفي المحاسبة وغيرها.

وإذا كانت البنوك التجارية تخضع في معظم الدول لرقابة السلطات العامة (البنوك المركزية عادة)، فإن الأمر لم يتحقق بنفس الدرجة بالنسبة للمؤسسات المالية الأخرى، فضلاً عن أن تعدد هيئات الرقابة والإشراف وضعف أشكال التنسيق والتعاون فيما بينها ساعد على خلق العديد من الثغرات والمناطق الرمادية قليلة الوضوح. ففي الولايات المتحدة، فإن بنوك الاستثمار وهي المسؤولة عن إصدار معظم الأدوات المالية الجديدة (المشتقات)، لا تكاد تخضع لأية رقابة أو إشراف من السلطات العامة.

وإذا كان العديد من المؤسسات المالية لا يخضع لرقابة أو يخضع لرقابة غير كافية، فإن مشكلة الرقابة والإشراف تجاوزت الرقابة على "المؤسسات" إلى فهم طبيعة الأدوات المالية الجديدة"

والتي بدأت تظهر في الأسواق دون فهم كامل من جانب المتعاملين فيها - بما في ذلك المؤسسات المالية العريقة - لحجم أو طبيعة المخاطر التي تنطوي عليها هذه الأدوات. وقد سبق أن أشرنا إلى ظهور العديد من "المشتقات المالية" والتي تولد من العملية الأولية بصورة مشتقات متتالية من الأصول المالية التابعة والتي تتداول بناء على ذلك. كذلك لم يعد التعامل يقتصر على الموارد الحالية وإنما قامت المضاربات على وجودها في المستقبل، وأصبح إصدار هذه المشتقات نوعاً من "الهندسة المالية" (Financial engineering) لإصدار هجين من المنتجات المالية.

وبقدر ما كان وجود مؤسسات تقييم "الجدارة الائتمانية" مساعداً على زيادة كفاءة الأسواق المالية بما تقدمه من خبرة متخصصة في تحديد الجدارة الائتمانية لمختلف المؤسسات المالية، فإنها ساعدت أيضاً على مزيد من الاضطراب عندما بدأت تعتمد نفس أساليب تقدير الجدارة "للمؤسسات" وتطبيقها في نفس الوقت على "الأدوات" المالية الجديدة، دون أن يتوفر لها العمق الكافي للمعرفة بهذه الأدوات ومخاطرها. وبذلك ساعد وجود مؤسسات الجدارة الائتمانية على شيوع وانتشار الأدوات المالية الجديدة وإعطائها مصداقية أكثر مما تستحق. وفي كثير من الأحوال لم تكن المنهجيات المستخدمة من جانب هذه المؤسسات لتقدير الجدارة الائتمانية واضحة بل وكثيراً ما شابها الكثير من التعارض في المصالح بين حق جمهور المستثمرين في معرفة الحقيقة، وبين مصالح عميل هذه المؤسسات عند إصداره للأدوات المالية الجديدة. ولم تكن مؤسسات تقدير الجدارة الائتمانية خاضعة لرقابة وإشراف كافيين.

وهكذا تكاثفت العناصر الثلاثة المتعلقة في المبالغة في إصدار أصول المديونيات بما يجاوز قدرة الاقتصاد العيني، ومع المبالغة في الرهون العقارية الأدنى جودة، وفي ظل نقص من الرقابة والإشراف - تكاثفت هذه العناصر على زيادة حدة الأزمة المالية العامة. وساعدت طبيعة الاقتصاد المعاصر في العولمة وما ترتب عليها من الترابط بين مختلف عناصر الاقتصاد العالمي إلى توسع وانتشار آثار الأزمة وتعميقها مما هدد باهتزاز الثقة في الاقتصاد المالي العالمي.

#### د- العولمة والثقة

لم يعرف العالم ترابطاً وتداخلاً بين مختلف الاقتصاديات كما يعرف الآن. وقد ساعد التقدم في وسائل النقل والمواصلات وفتح الحدود وتخفيف أو إزالة العقبات على اندماج هذه الاقتصاديات.

ولم تعد أية دولة - مهما تمتعت بموارد طبيعية أو بشرية - قادرة على الاكتفاء الذاتي. فالولايات المتحدة، وهي تكاد تعرف وفرة في معظم الموارد الطبيعية مع قدرات كبيرة في الموارد البشرية، فإنها تعتمد على علاقاتها الخارجية على نحو لا يقل عن دولة لاتكاد تتمتع بأي موارد طبيعية مثل اليابان، وقل مثل ذلك عن أوروبا الصين والهند والبرازيل وغيرها. وإذا كان الاندماج الاقتصادي العالمي قد بلغ هذه الدرجة من التكامل، فإن التكامل المالي بين مؤسسات التمويل لمختلف الدول يبدو أكثر عمقاً وأكثر رسوخاً، كما أن حركة الأموال بين مختلف الدول تزيد بعشرات إن لم يكن مئات المضاعفات بالمقارنة بحركة الاقتصاد العيني للسلع والخدمات. وقد أشرنا إلى أن الثروة التكنولوجية في المعلومات والاتصالات قد زادت من ترابط الاقتصاد المالي العالمي في وحدة متكاملة، على نحو انكمش معه الزمان والمكان، فيما يحدث من سوق مالي ما يلبث - في لحظات - يؤثر على الأسواق المالية الأخرى على اتساع المعمورة. فالاستثمارات الأمريكية تمولها - في الواقع - المدخرات لدول الفائض المالي في الصين واليابان ودول الخليج العربي، وأسهم مختلف الشركات في بورصات نيويورك أو سنغافورة أو طوكيو أو فرانكفورت متداخلة و مترابطة، وبالمثل تبادل العملات في كل لحظة ومن كل اتجاه. وهكذا فإن أي اختلال في الاقتصاد المالي في أية بقعة - فما بالننا إذا يقع في أكبر مركز مالي عالمي في نيويورك - لا بد وأن ينعكس مباشرة على بقية أجزاء المعمورة. وهكذا أدت عولمة الاقتصاد وخاصة عولمة الاقتصاد المالي إلى تعميق الأزمة وانتشارها على مستوى العالم.

ولم يتوقف الأمر على ما تقدم، بل أن وقوع الأزمة بهذا الحجم قد أدى إلى صدمة نفسية في فقدان الثقة في مختلف الأسواق مما ساعد على تعميق الأزمة. والأسواق المالية هي أكثر الأسواق ارتباطاً بالأحوال النفسية للتفاؤل والتشاؤم، وفقدان الثقة في هذه الأسواق أو في المستقبل يؤدي إلى إحجام المستثمرين عن الاستثمار وإيثار السلامة والبحث عن ملاذ لأموالهم واستثماراتهم المالية، ومن هنا يزداد تفضيل السيولة والاحتفاظ بها. ويؤدي هذا العامل إلى مزيد من تعميق حدة الأزمة والدخول فيما يعرف بالحلقة الجهنمية الخبيثة لمزيد من التشاؤم والهروب من الأسواق المالية.

## ثانياً - آثار الأزمة المالية على المنطقة العربية

سوف يكون من الادعاء الاعتقاد أننا نعرف كل أبعاد الأزمة المالية الحالية وكافة تداعياتها. فكل يوم يظهر جديد لم يكن معروفاً. فعندما بدأت الأزمة في عام 2007 كان الاعتقاد أنها قاصرة على قطاع الرهون العقارية الأقل جودة، ثم لم يلبث أن ظهر أن العديد من كبريات المؤسسات المالية العالمية حققت خسائر ببلايين الدولارات من وراء هذه الأزمة، ثم بدأت إفلاسات أو التهديد بإفلاس بنوك في إنجلترا ثم انهيار مؤسسات مالية عملاقة في الولايات المتحدة ثم العديد من المؤسسات المالية الأوروبية. ومازالت الصورة غير كاملة.

كذلك هناك تدخل الحكومات والمؤسسات الدولية وهو أمر يقدم كل يوم جديد، فبعد أن تركت الولايات المتحدة أحد أكبر بنوكها الاستثمارية للوقوع في الإفلاس، فإنها تدخلت بحزمة هائلة من التسهيلات لحماية بقية القطاع المالي كما أعلن العديد من الدول إجراءات مماثلة لحماية مؤسساتها المالية.

ولكل ذلك فإن الصورة الكاملة لا تبدو واضحة، لامن حيث حجم المشكلة ولا من حيث أشكال التدخل الحكومي، ومن ثم فإن الحديث عن آثار الأزمة المالية الحالية على المنطقة العربية هو، في أحسن الأحوال، تقدير مؤقت عن الصورة كما تبدو حالياً، ولا بد من مراجعتها في ضوء ما يحدث من تطورات على الأرض. ورغم ذلك، فيبدو أن هناك ثلاثة أمور شبه مؤكدة:

- هناك تراجع هائل في الأسواق المالية وانخفاض حاد في قيمة معظم الأصول المالية.
- مخاطر الكساد الاقتصادي المتوقع في العالم.
- تداعيات تغير الإطار المؤسسي للاقتصاد المالي العالمي بفرض مزيد من الضوابط على المؤسسات والأدوات المالية.

وكل من هذه الأمور لا بد وأن يلقى بظلاله على المنطقة العربية.

## أ- انهيار الأسواق المالية العالمية

بدأت الأزمة المالية بانهيار الأسواق المالية وتدهور الأوضاع المالية لعدد من كبريات المؤسسات المالية العالمية وعدم استقرار أسعار العملات. وقد انعكست هذه التطورات على الدول العربية من عدة جهات. فهناك التأثير المباشر على الدول العربية الحائزة على استثمارات مالية كبيرة في الأسواق المالية، وهناك انعكاس لهذه التطورات على بعض أسعار المواد الأولية التي تأثرت بانهيار الأسعار الآجلة والمستقبلية (Forward, Futures) مثل النفط والمعادن، وأخيراً هناك تجاوب أسواق الأوراق المالية ومعها بعض المؤسسات المالية العربية بالتبعية للأسواق المالية العالمية.

1. فهناك أولاً التأثير المباشر لانهيار الأسواق المالية العالمية على الدول العربية الحائزة لاستثمارات مالية موظفة في معظم الأسواق العالمية، وهو ما يتعلق بصفة رئيسية بدول النفط، والتي تملك حوافز مالية متنوعة من الاستثمارات المالية في الأسواق العالمية. ورغم أن الاحتياطات الرسمية لمعظم هذه الدول توظف عادة في استثمارات مأمونة من سندات وأذونات الخزنة، فإن معظم الصناديق الاستثمارية تستثمر في أشكال عديدة من الأدوات الاستثمارية، ومن الطبيعي أن تتأثر قيم هذه الاستثمارات نتيجة لما لحق الأسواق المالية من تدهور في الأسعار وما أصاب عدد من المؤسسات المالية العالمية من تدهور في قيمتها. وكان عدد من الدول العربية الخليجية قد تدخل في مرحلة سابقة عند بداية الأزمة للاستثمار في عدد من المؤسسات المالية (ميرلينش، سيتي جروب، يو. بي. إس مثلاً). وقد تأثرت القيمة الاستثمارية لهذه المساهمات نتيجة لاستمرار أزمة الأسواق المالية. وإذا كان من الطبيعي أن تبدأ هذه الأسواق المالية في استعادة توازنها بعد فترة، فليس من الواضح المدى الزمني المطلوب الذي تحتاجه هذه الأسواق لاستعادة هذا التوازن، كما أنه من غير المتيقن أن تسترجع هذه الأسواق قيمتها السابقة بالنظر إلى المبالغة في الأسعار السابقة. وغني عن البيان أن هذا الأثر يعني أن الدول المتأثرة بهذا الانخفاض في الأسواق المالية العالمية سوف تعاني من انخفاض في ثروتها المالية، وبالتالي فإن ما يعرف بأثر الثروة (Wealth effect) قد ينعكس على أشكال إنفاقها في المستقبل على ما سوف نشير إليه بعد ذلك.

2. وإذا كان الأثر المباشر لانهييار الأسواق المالية العالمية هو انخفاض في قيمة جزء من الثروة المالية لدول الفائض، فإن هناك أثراً مكماً لانهييار الأسواق المالية وهو الانخفاض الكبير في الأسواق الآجلة والمستقبلية وبالتالي في الأسعار للمواد الأولية والتي كان يحركها في الماضي، إلى حد بعيد، هذه الأسواق الآجلة والمستقبلية. ومن أظهر هذه الآثار انخفاض أسعار النفط، وهو السلعة الرئيسية، للدول العربية المنتجة للنفط، حيث أن الانخفاض السريع والمفاجئ لأسعار النفط لا يرجع فقط إلى الكساد الاقتصادي المتوقع وإمكانية انخفاض الطلب، بقدر ما يرجع إلى انهيار الأسعار الآجلة والمستقبلية للنفط والتي كانت تشكل عنصراً رئيسياً في تحديد أسعار النفط. وبطبيعة الأحوال، فإن هذه الأسعار المنخفضة لا يتوقع لها الارتفاع بسرعة نتيجة لما يتوقع من كساد اقتصادي على ما سنشير إليه. كذلك، فإن انخفاض أسعار النفط بهذا الشكل سوف يؤثر سلباً على الأوضاع المالية للدول المصدرة للنفط، وبالعكس فإن انخفاض أسعار المواد الأولية الأخرى من معادن و سلع زراعية يمكن أن تترتب عليه آثار إيجابية في خفض معدلات التضخم في معظم الدول العربية المستوردة لهذه المواد الأولية.

3. ولا يقتصر أثر انهيار الأسواق المالية العالمية على التأثير على الاستثمارات المالية للدول العربية، أو التأثير على أسعار النفط والسلع الأولية نتيجة تدهور الأسواق الآجلة والمستقبلية، بل أن الأسواق المالية العربية قد تجاوزت بالانخفاض الشديد في أثر انهيار الأسواق المالية العالمية لعدة أسباب. فهناك من ناحية خروج العديد من الاستثمارات المالية الأجنبية من الأسواق المالية العربية نتيجة لما أصابها من خسائر في الدول الأم. ولكن هناك من ناحية ثانية الأثر النفسي لفقدان الثقة في الأسواق المالية بشكل عام والذي أصبح تأثير واضحاً على جميع الأسواق في ظل عولمة الاقتصاد وخاصة الاقتصاد المالي. كذلك هناك العديد من المؤسسات المالية العربية - خاصة البنوك وشركات الاستثمار - والتي منيت بخسائر في استثماراتها المالية في الأسواق المالية العالمية، وبالتالي تأثرت أوضاعها المالية بذلك، مما انعكس بدوره على الأسواق المالية المحلية. ومن هنا فقد انخفض المؤشر المركب لصندوق النقد العربي والذي يقيس أداء الأسواق المالية العربية مجتمعة، من 345 نقطة منذ بداية العام الجاري 2008 إلى حوالي 188 نقطة فقط في نهاية شهر أكتوبر 2008، ليعكس بذلك الانخفاض الكبير الذي شهدته الأسواق العربية.

وهكذا أدى انهيار الأسواق المالية العالمية إلى سلسلة من التأثيرات المباشرة على الاقتصاديات العربية سواء بانخفاض في قيمة ثرواتها المالية في الأسواق العالمية أو المحلية، أو بانخفاض أسعار السلع الرئيسية للتصدير في عدد من الدول (النفط) وبالتالي التأثير على الدخل المتوقع لها. وربما الأثر الإيجابي الوحيد هو انخفاض أسعار المواد الأولية، والذي يمكن أن يتعمق مع الكساد - على ما سنرى - وبما يساعد على كبح جماح التضخم في الدول العربية.

## ب- الكساد الاقتصادي العالمي

رغم أننا أشرنا إلى أن الأزمة الحالية بدأت في القطاع المالي، فإنه يصعب أن تنتهي عند ذلك القطاع وحده، بل لابد وأن تمتد إلى بقية القطاعات الاقتصادية العينية. ومن هنا فإن الأزمة بدأت تنتقل إلى الاقتصاد العيني، حيث يتوقع جميع المراقبين أن يبدأ الاقتصاد العالمي لمرحلة من الكساد الاقتصادي. وقد سجل الاقتصاد الأمريكي وكذا البريطاني بداية مظاهر الركود حسبما تظهره العديد من المؤشرات. وقد بدأت هذه الموجة مع مشاكل القطاع المالي وما صاحبها من الضيق الائتماني (Credit Crunch)، نتيجة لما عانته البنوك من أزمة سيولة في أول الأمر ثم مع تراجع الثقة في المؤسسات المالية بعد ذلك.

وإذا كان النمو الاقتصادي لكل دولة يتحقق لاعتبارات ذاتية فإنه يتأثر بدرجة كبيرة بأوضاع الاقتصاد العالمي حيث تقوده قاطرة في أحد المراكز الاقتصادية الرئيسية. وكانت الولايات المتحدة الأمريكية هي، إلى حد بعيد، قاطرة النمو منذ نهاية الحرب العالمية الثانية وإن بدت مزاحمتها بعض الشيء من مراكز أخرى في أوروبا واليابان، وأخيراً وبدرجة أقل في بعض الاقتصاديات الناشئة في الصين والبرازيل والهند. ومع ذلك فما زال تأثير الولايات المتحدة الأمريكية هو الأوضح ليس فقط من حيث دورها الاقتصادي كأكبر اقتصاد في العالم وإنما أيضاً من حيث دورها النقدي والمالي باعتبارها دولة عملة الاحتياط الأساسية في المعاملات الدولية، فضلاً عما تتمتع به من سوق مالية ضخمة وعميقة ومتنوعة. ولاشك أن الأزمة المالية الحالية قد أصابت الاقتصاد الأمريكي بصدمة شديدة كما لم تفلت منها أوروبا التي تعاني من مشاكل مماثلة، إن لم يكن أكبر. ولذلك فإن بؤادر الكساد قد بدأت تظهر في كل من الولايات المتحدة وأوروبا. وحتى بالنسبة

لكل من اليابان والصين فقد بدأت تلوح بوادر المشاكل فيهما، وهما وحدهما - على أي الأحوال - غير قادرين على دفع عملية النمو الاقتصادي العالمي، بل أن انتعاش هاتين الدولتين يتوقف إلى حد كبير على السوق الأمريكية لتصريف صادراتهما إليها. ولذلك فإنه من المتوقع أن يدخل العالم في مرحلة من الركود الاقتصادي. ومن شأن هذا الركود المتوقع أن يؤثر على الاقتصاديات العربية من عدة نواحي:

1- لعل أهم وأخطر نتائج الركود الاقتصادي العالمي وتراجع معدلات الطلب العالمي على معظم السلع هو تناقص الطلب على النفط وبالتالي استمرار معدلات الأسعار المنخفضة للنفط. وقد رأينا بالفعل أن أسعار النفط قد بدأت بالهبوط رغم أن مظاهر الكساد لم تكذب، وربما بسبب ما لحق الأسواق المالية بين انهيار وبالتالي تراجع أهمية الأسواق الآجلة والمستقبلية للنفط ونقص دور المضاربات. أما مع الكساد فمن المتوقع أن يتأثر الطلب الفعلي على النفط. وقد رجحت دول الأوبك هذا الاحتمال فبدأت بتخفيض الإنتاج لمواجهة النقص المتوقع في الطلب. ومع نقص الطلب وبالتالي عدم ارتفاع أسعار النفط فإن الدول العربية المنتجة للنفط سوف ترى دخولها من تصدير النفط تتضاءل، وبما ينعكس على مختلف مظاهر حياتها الاقتصادية، من نقص في الإنفاق الحكومي إلى تراجع عام في النشاط الاقتصادي.

2- لكن آثار الركود الاقتصادي في الدول الصناعية لن تقتصر على نقص الطلب على الطاقة بصفة عامة، وإنما سوف تمتد إلى مختلف مظاهر النشاط الاقتصادي، وفي مقدمتها تناقص الطلب على الواردات من الخارج، مما قد يؤثر بشكل مباشر على صادرات كل من اليابان والصين وربما أوروبا فضلاً عن العديد من الاقتصاديات الناشئة التي تعتمد بشكل كبير على أسواقها في أمريكا وأوروبا. ومن المتوقع أن تعاني أسواق الصادرات من الدول العربية إلى معظم هذه الأسواق من ضعف في الطلب عليها.

3- كذلك سيكون هناك في الأغلب تناقص معدلات الاستثمار الأجنبي وحيث بدأت الاستثمارات الأجنبية الخاصة المباشرة والتي بدأت تلعب دوراً هاماً في بعض الاقتصاديات الناشئة من الدول العربية، بل وربما تتأثر أيضاً المساعدات والمعونات

الاقتصادية بحلول الأزمة والركود الاقتصادي. وقد يمتد هذا الأثر إلى صناعة السياحة من الدول الصناعية والتي تتوقف بدرجة كبيرة على الرواج الاقتصادي العام، وهي تكون غالباً أول مظاهر الإنفاق المعرضة للتخفيض في أحوال الركود الاقتصادي.

4- لن يقتصر الركود الاقتصادي العالمي ، غالباً، على علاقة الدول العربية بالعالم الخارجي، بل من المحتمل أن تتأثر أيضاً العلاقات البنينة فيما بين هذه الدول العربية. فالدول العربية النفطية والتي كانت، إلى حد بعيد، لاعباً رئيسياً في الرواج الاقتصادي العربي عن طريق التحويلات المالية للوافدين العرب من الدول النفطية يمكن أن تتأثر، كما يحتمل أن تتناقص أيضاً الاستثمارات المالية البنينة بين مختلف الدول العربية في البورصات العربية نتيجة لتناقص السيولة وفقد الكثير من الثروات في الأسواق المالية العالمية. أما الاستثمارات المباشرة العربية البنينة فليس من الواضح ما يمكن أن تتمخض الأزمة عنه. فهناك احتمال لتناقص الاستثمارات العربية البنينة كنتيجة لتناقص الثروة العربية والدخول النفطية بشكل عام، ولكن هناك احتمال آخر بأن تؤدي صدمة انهيار الأسواق المالية العالمية إلى تراجع الثقة لدى المستثمرين في دول الخليج في جدوى الاستثمار المالي في الأسواق المالية العالمية والاتجاه إلى مزيد من الاستثمار المباشر في الدول العربية الأخرى باعتباره نوعاً من الاستثمار العيني الإنتاجي. وكذلك الأمر فيما يتعلق بالسياحة العربية البنينة، فقد تتجه إلى التراجع مع تراجع الدخول في الدول النفطية، ولكنها قد تزيد باعتبار أن السياحة العربية أكثر قرباً وأقل إنفاقاً من السياحة العالمية بوجه عام.

### ج- التغييرات المؤسسية العالمية

فاجأت الأزمة المالية العالم وأحدثت به ارتباكاً شديداً، واضطرت معظم الحكومات إلى التدخل بشكل كبير في الحياة المالية والاقتصادية بضخ أموال هائلة في القطاع المالي حماية للاستقرار المالي وضماناً لحقوق المودعين في معظم المؤسسات المالية. وأدركت معظم الدول أن هناك حاجة إلى مزيد من التعاون الدولي والتنسيق فيما بين هذه الدول، وبدأ عقد الاجتماعات الدولية بين أكبر المتعاملين في الأسواق العالمية، فضلاً عن بدء المطالبات بإعادة النظر في المؤسسات المالية الدولية. وهناك شكل من الاتفاق العام على ضرورة إخضاع القطاع المالي لمزيد من الرقابة

والإشراف من السلطات، مما ينبئ بظهور مجموعة من المبادئ والمعايير والقواعد الواجبة الإلتباع في معظم المؤسسات المالية (صندوق النقد الدولي- بنك التسويات الدولية).

ومن هنا فإن الدول العربية ستجد نفسها - إزاء الأزمة المالية العالمية - في مواجهة بيئة مؤسسية عالمية مختلفة وعليها أن تتلاءم وتتعايش وفقاً لمقتضيات هذه البيئة الجديدة. وكما جاءت أحداث 11 سبتمبر وفرضت على معظم دول العالم إطاراً جديداً للتعايش مع عالم في حرب مع الإرهاب، فإن العالم الجديد بعد الأزمة المالية سيعيش ضمن إطار جديد لضمان ضبط الأسواق المالية. فأغلب الظن أن تصدر في الفترة القادمة ضوابط جديدة للرقابة على المؤسسات المالية وعلى ما تصدره من أدوات مالية مما يتطلب إتباعها وإجراء التعديلات اللازمة في التشريعات والأنظمة وفقاً لذلك.

ولا يتوقع أن تكون الحاجة إلى التلاؤم مع التغيرات المؤسسية الدولية موحدة بالنسبة للدول العربية، بل ستزداد هذه الحاجة بمقدار اندماج الدول العربية في الاقتصاد العالمي. ومن هنا فالغالب أن تتحمل الدول العربية النفطية نصيباً أكبر من المسؤولية في تطوير البيئة المؤسسية الدولية لما بعد الأزمة المالية العالمية. وربما لن يقتصر الدور المطلوب منها على بعض التغيرات التشريعية أو المؤسسية بل ربما يجاوز ذلك إلى طلب المساهمة أو المساعدة المالية في الترتيبات الجديدة للنظام المالي والنقدي العالمي. فقد ولدت الأزمة الحالية الحاجة إلى تخصيص مبالغ مالية هائلة لتصحيح أوضاع المؤسسات المالية وضمان عودة الاستقرار المالي، وتكاد تكون دول الفائض المالي في الصين واليابان ومنطقة الخليج هي أكثر الدول تمتعاً بالسيولة، ومن هنا فليس هناك ما يستبعد أن تبدأ المطالبة بمساهمتها على نحو أو آخر في إجراءات الإنقاذ المالي. وبالفعل بدأ المسؤولون في العواصم الكبرى، خاصة في واشنطن ولندن، الإشارة إلى دور دول الفوائض المالية في المساهمة في إعادة الاستقرار للأسواق المالية. وكل هذا سوف يتطلب من الدول العربية الاستعداد لتحمل مسؤوليات جديدة في النظام المالي والنقدي العالمي.

ويرتبط بتغير الإطار المؤسسي نتيجة أخرى وهي أنه غير المستبعد أن تؤدي السياسات الاقتصادية الجديدة في الولايات المتحدة وغيرها من الدول الصناعية الرامية إلى التغيير في أنماط السلوك الفردي. فقد عرفت الولايات المتحدة - ومن ورائها الكثير من الدول الصناعية- خلال

العقود الأخيرة نمطاً خاصاً من الاستهلاك يقوم على الاعتماد المتزايد على الائتمان، وبحيث أدى ذلك إلى تدهور معدلات الادخار المحلي حتى أنه يقدر بأن الادخار العائلي في الولايات المتحدة انحدر إلى ما يقرب من الصفر. ونظراً لأن الولايات المتحدة - شأنها في ذلك شأن معظم الدول الصناعية - لا بد وأن تخصص نسبة من إنتاجها القومي للاستثمار المحلي، فإنها وجدت نفسها عاجزة عن توفير المدخرات المحلية لتمويل هذه الاستثمارات المحلية. وهكذا فإن العجز الجاري في أمريكا هو أمر مرتبط بنقص المدخرات المحلية وبالتالي ضرورة الاعتماد على مدخرات دول الفئاض (اليابان، والصين وألمانيا ودول الخليج) لتمويل هذه الفجوة في تمويل الاستثمارات المحلية. وإذا نجحت السياسات الجديدة في الدول الصناعية لتقليل المديونية في الاقتصاد، فقد يؤدي ذلك إلى زيادة المدخرات المحلية وبالتالي تراجع الحاجة إلى الفوائض المالية من الخارج. ولاشك أن هذا سوف يؤثر بالضرورة على أحجام الفوائض المالية الخارجية وأساليب استثمارها. فأحجام هذه الفوائض يعادلها بالضرورة عجوزات مقابلة، وإذا نقصت هذه العجوزات (أي الفجوة بين الإدخار المحلي والاستثمار المحلي) انخفضت أحجام الفوائض المقابلة.

### ثالثاً: التعامل مع نتائج الأزمة

بعد أن تناولنا أسباب الأزمة المالية الحالية وآثارها على المنطقة العربية، فمن الطبيعي ألا تقف الدول العربية مكتوفة الأيدي، وأن تبدأ في الإعداد لوضع الترتيبات المناسبة للتعامل مع هذه الأوضاع المستجدة.

وبطبيعة الأحوال فإن الدول العربية ليست كتلة صماء متجانسة، فلكل دولة ظروفها وأوضاعها التي تتطلب معالجات خاصة. ومع ذلك فإن هناك الكثير من القواسم المشتركة فضلاً عن أنه رغم اختلاف الظروف، فإنه يمكن جمعها على الأقل تحت مجموعتين أساسيتين؛ الدول العربية المنتجة للنفط، والدول العربية الأخرى، وحتى هاتين المجموعتين، ورغم اختلافهما، فهما أيضاً متكاملتان، حيث تتمتع إحداهما بوفرة كبيرة في المدخرات الباحثة عن فرص للاستثمار، في حين تعاني الأخرى من نقص في الإمكانيات التمويلية.

كذلك فإن وضع تصورات أو خطط تفصيلية يبدو أمراً غير ممكن قبل أن تتاح الفرصة لإجراء دراسات تفصيلية من ناحية، وقبل أن تستقر الأوضاع العالمية وتتضح معالم التطورات القادمة من

ناحية أخرى. ولذلك فإننا نكتفي بوضع بعض الاتجاهات العامة لمثل هذه الاستراتيجيات على أن تتم دراستها بمزيد من التفصيل والتمحيص فيما بعد، مع اقتراح عدد من المسارات الإجرائية والتي تسمح بتوفير المنابر أو المؤسسات القادرة على المتابعة المستمرة لما يجري على الأرض. لذلك فإن هذا الجزء سيقصر على بعض التوجهات العامة مع اقتراح بعض الترتيبات الإجرائية والتي تساعد على تقديم الحلول والمقترحات في ضوء تطورات الأوضاع الاقتصادية العالمية والعربية. ونبدأ بالتأكيد على أن القطاع المالي، ورغم أزمته، فإنه سيستمر، وأنه لاغنى للعالم عن قطاع مالي قوي وسليم، إن كان من الضروري أن يخضع لدرجة أكبر من الرقابة والإشراف وفقاً لقواعد أكثر وضوحاً.

### أ- الدول العربية والأزمة المالية

تكشفت الأزمة المالية العالمية عن مدى الخلل في أوضاع القطاع المالي، إما بنقص قاعدته الرأسمالية وتضخم الأصول المدينة، أو بزيادة الإقراض العقاري بضمانات غير كافية، أو بنقص الرقابة والإشراف على المؤسسات والأدوات المالية. وإذا كان هذا صحيحاً بالنسبة للدول المتقدمة، فإن شيئاً من ذلك يجد له مقابلاً في القطاعات المالية العربية. كذلك فإنه بالنظر إلى أن عدداً غير قليل من مؤسساتنا المالية قد تأثر بالفعل بالأزمة المالية العالمية، فقد كان من الضروري، وهو ما حدث بالفعل، أن تتدخل الحكومات لضمان استقرار أوضاع المؤسسات المالية بها. وقد قامت معظم الدول العربية بالفعل بتوفير التسهيلات اللازمة لاستمرار عمل القطاع المالي وتقديم الضمانات اللازمة لحقوق المودعين. وتشكل مشكلة السيولة في البنوك وتراجع الأسعار في البورصات مشاكل حالية في الأمد القصير لعدد غير قليل من الدول العربية. وتتطلب مسئولية الحكومات اتخاذ كل الأساليب المتاحة لتوفير السيولة لدى البنوك وتحفيزها على مواصلة توفير التسهيلات الائتمانية لمنع اختناق السوق والانزلاق في اتجاه انكماشى. وفي هذا الصدد يجب التوفيق بين أساليب السياسات النقدية والمالية في الإنفاق العام والضرائب. ويظل العنصر الرئيسي لاستعادة الحيوية في النشاط الاقتصادي رهناً بتوافر الثقة والاطمئنان في مساندة الحكومات للسوق بقوة وحزم.

ولا يكفي الاقتصاد على هذه التدابير الوقتية والتي اتخذت لضمان استقرار الأوضاع المالية، بل أن الأمر سوف يتطلب إعادة النظر الكاملة، في أوضاع القطاع المالي مع مزيد من الرقابة

والإشراف والتنسيق بين الأجهزة الرقابية المتعددة. ويجب على دول المنطقة أن تراقب بدقة ما يحدث على الساحة العالمية من تطوير للقطاع المالي وأن تشارك فيما يجري من مداولات، وأن تطبق ما تسفر عنه هذه الجهود من مبادئ وقواعد. وهكذا فإن المسؤولية الأولى للدول العربية، كل في دولته، هو تحقيق الاستقرار والانضباط في قطاعاتها المالية بإدخال التعديلات اللازمة على النظم القانونية، وتقديم الدعم المالي المناسب للمؤسسات المالية مع توفير الرقابة والإشراف الضروريين عليها.

وإذا كانت مسؤولية الدول العربية بعد الأزمة تجاه قطاعاتها المالية الوطنية تبدو واضحة نسبياً، فإن علاقة هذه الدول بالعالم الخارجي وفيما بينها في ظل ظروف الأزمة المالية تبدو أقل وضوحاً. ونظراً لأن الأزمة وقعت في المراكز المالية العالمية وخاصة في الولايات المتحدة، فإن علاقة هذه الدول، بهذه الأسواق المالية العالمية تكتسب أهمية خاصة كما لا تخلو من صعوبة. ووجه الصعوبة يرجع إلى ضرورة التوفيق بين المسؤولية الدولية لكل دولة في الاستقرار المالي من ناحية، وبين حماية المصالح الوطنية في عدم تعريض قيمة أصولها المالية الخارجية للخسارة أو الضياع من ناحية أخرى. فلا تستطيع الدول العربية أن تنسحب كلياً من تحمل المسؤولية بمقولة أنها تحمي قيمة أصولها المالية، فضلاً عن أن مثل هذا الانسحاب غير ممكن في إطار توازن القوى الحالي سياسياً واقتصادياً وعسكرياً. ولذلك فإن على الدول العربية التعاون لتوفير الاستقرار في النظام المالي العالمي مع العمل على ضمان أكبر قدر من قيمة أصولها المالية والإصرار على المشاركة الفعالة في أية ترتيبات والعمل على وضع الضمانات المستقبلية لحماية حقوقها.

وإذا كانت حرية الحركة للدول العربية لحماية أصولها المالية تبدو محدودة في المدة القصيرة حيث أنها محكومة بظروف الأزمة ووجود أصول كبيرة لها بالفعل في الخارج في ظل أوضاع الاقتصاد العالمي الحالي، فإنها، على العكس، يمكن أن تتمتع بحرية أكبر في المدة الطويلة ببدء التخطيط بعيد المدى لاستغلال مواردها الاقتصادية على نحو يحقق استقراراً أكبر للاستثمارات المالية ويجنبها التعرض لمثل هذه الأزمات المالية، وفي نفس الوقت يمكن أن يكون لذلك عائد كبير على تنمية وتكامل اقتصاد المنطقة العربية.

أشرنا فيما سبق إلى أن جوهر الأزمة الحالية هو الاختلال بين الأصول العينية والأصول المالية، بالإفراط في إصدار الأصول المالية وخاصة أصول المديونية. ولذلك فإن العلاج يكون بمزيد من الإضافة إلى الأصول العينية. والفارق بين الأمرين، هو أن الأصول المالية وخاصة الدائنية قابلة للزيادة في كل لحظة وبلا حدود تقريباً بمجرد التفاهم بين الدائن والمدين، أما الأصول العينية (الاستثمار) فإنها تتطلب وقتاً في إعادة تخصيص للموارد الحقيقية. وإذا كانت حماية فوائض الاستثمارات المالية للدول العربية تتطلب زيادة الاستثمار في الأصول العينية بالتوازي مع زيادة تدفق الموارد المالية. فإن هذه أمور لا تتم بين يوم وليلة، ولا بد من سياسة طويلة الأجل. ويمكن لدول الفائض أن تدعم هذا الاتجاه بالأخذ بسياسة أكثر تركيزاً على الاستثمار الإنتاجي وخاصة في دول الجوار.

وقد بدأت دول الخليج بالفعل في السنوات الأخيرة في التوسع في الاستثمار المباشر في عدد من الدول العربية والدول النامية. وقد يكون المطلوب هو التوسع في هذه السياسات في المستقبل. ومع ذلك فإن الدول المستقبلية لمثل هذه الاستثمارات ما تزال بعيدة عن توفير المناخ المناسب للاستثمار الإنتاجي. ورغم ما تحقق من تقدم ملحوظ في بعض هذه الجوانب، فلا تزال هناك جوانب كثيرة للقصور في الكفاءة الإنتاجية، وفي صعوبة الإجراءات وعدم وضوحها، وفي أشكال الفساد الإداري، وأحياناً عدم الاستقرار السياسي والاجتماعي. ولذلك فقد تكون هناك مصلحة عربية في عقد شراكة بين مجموعتي الدول العربية لمزيد من الاستثمار العيني (الإنتاجي) من دول الفائض في دول العجز، مع التزام هذه الأخيرة بتحقيق مزيد من تحسين مناخ الاستثمار المنتج وحماية رأس المال العربي، (عهد شراكة). ويمكن أن يكون هذا التوجه هو الخط الرئيسي لإستراتيجية عربية طويلة المدى.

## ب- الترتيبات المؤسسية

الإستراتيجيات لاتوضع مرة واحدة ثم تنطلق للتنفيذ، وإنما على العكس فإن التفكير الإستراتيجي هو عمل مستمر للمراقبة وإعادة التقدير ومتابعة الأحداث وجمع البيانات وتحليلها. ولذلك فإن العمل الإستراتيجي لا بد وأن يتمحور حول شكل مؤسسي، من خلال إجراءات محددة لطرح الأفكار والسياسات ومناقشتها وتطويرها ومتابعة تنفيذها. ومثل هذا الإطار المؤسسي وإن كان ينبغي له أن يكون مستقلاً عن العمل التنفيذي اليومي، فإنه لا يمكن أن يكون منفصلاً عنه تماماً.

وقد كانت هذه الفكرة المؤسسية هي بالضبط وراء إنشاء مؤسسات مؤتمر بریتون وودز قبل نهاية الحرب العالمية الثانية عند ظهور صندوق النقد والبنك الدوليين. فهذه مؤسسات أنشئت لضمان الاستقرار المالي والنقدي الدوليين، وحيث تمثل فيهما الدول ولكنهما يتمتعان بأجهزة فنية مستقلة للدراسة والتفكير والتنفيذ والمتابعة.

وعلى أساس هذه التجربة العالمية، أسست الدول العربية الصندوق العربي للإنماء الاقتصادي والاجتماعي وصندوق النقد العربي على غرار البنك الدولي وصندوق النقد الدولي على التوالي. وعلى حين يتخصص الصندوق العربي في تمويل المشروعات الإنمائية، فإن صندوق النقد العربي يعمل بشكل عام على حماية الاستقرار المالي والنقدي للدول الأعضاء. وإذا كانت معظم دول العالم تعرف أمثلة لمؤسسات إقليمية لتمويل المشروعات الإنمائية على نمط البنك الدولي (بنك التنمية الآسيوي، بنك التنمية الإفريقي، بنك التنمية للأمريكيتين)، فإن صندوق النقد العربي هو المثال الوحيد لنموذج صندوق النقد الدولي على النطاق الإقليمي.

كذلك فإنه مع الاعتراف بضرورة العمل المؤسسي، فإن المنطقة العربية تزخر بالعديد من المؤسسات المالية العربية، وهي ليست في حاجة إلى مزيد، وإن كانت تحقق فائدة كبرى من مزيد من استخدام الطاقات الموجودة وتطويرها بما يتلاءم مع الحاجات المستجدة.

وفي إثر قيام الأزمة المالية الحالية اجتمعت الدول الآسيوية للنظر في إمكانية تكوين صندوق نقد آسيوي على غرار صندوق النقد الدولي، أي الأخذ بتجربة مماثلة - إلى حد ما - لتجربة صندوق النقد العربي. وإذا كانت المنطقة العربية - من دون أقاليم العالم - تعرف صندوقاً إقليمياً للنقد، فإن الأوضاع الجديدة لا بد وأن تضع على عاتقه مسؤوليات جديدة للتعايش لفترة ما بعد الأزمة والإعداد لها.

ولذلك فإن في إطار هذه الأزمة فقد يكون صندوق النقد العربي هو الإطار المؤسسي المناسب لوضع ومتابعة إستراتيجية عربية للاستقرار المالي وحماية الأصول المالية العربية. وفي هذا الصدد، قد يكون مفيداً أن يجتمع وزراء المالية العرب بشكل دوري منتظم، في إطار الصندوق،

لتحديد هذه الإستراتيجية ومتابعتها، وعلى أن يقوم الصندوق بدور الأمانة الفنية لهذه الاجتماعات. علماً بأن الصندوق يقوم ومنذ أكثر من عشرين عاماً بدور الأمانة الفنية لمجلس محافظي البنوك المركزية العربية مما ساعد على التنسيق في السياسات النقدية والمصرفية في الدول العربية، وربما أن الأوان لاستكمال ذلك بالتنسيق بينهم في السياسات المالية والاستثمارية.