

تنسيق السياسات المالية والنقدية زمن الأزمات المالية والاقتصادية

"دراسة تحليلية لبعض الأزمات المالية والاقتصادية للفترة 1929 - 2008"

Financial and monetary policy coordination in the time of financial and economic crises

"Analytical study of some of the financial and economic crises in the period 1929 - 2008"

عصام جوادي	لطفى مخزومي	عقبة عبد اللاوي
جامعة محمد الشريف مساعديّة ، سوق أهراس، الجزائر issam0djouadi@gmail.com	جامعة الشهيد حمّة لخضر، الوادي، الجزائر lotfimekhzoumi39@gmail.com	جامعة الشهيد حمّة لخضر، الوادي، الجزائر okbabde@gmail.com

ملخص :

تُبين هذه الدراسة العلاقة التبادلية بين الأزمات الاقتصادية والمالية، ودور آثار كل صيغة من الصيغ (سواء المالية أو النقدية) على المتغيرات الاقتصادية الكلية ببعديها المالي والنقدي. وارتكازا على العلاقة التبادلية السابقة والعلاقة السببية بين كثير من المتغيرات الكلية المالية والنقدية، تبرز بجلاء أهمية المزج بين السياستين المالية والنقدية في ضبط الأزمات على اختلاف صيغها.

سُحاول من خلال هذه الدراسة تسليط الضوء على السياسات الاقتصادية المنتهجة زمن الأزمات من خلال التطرق لبعض الأزمات المالية والاقتصادية بدء بأزمة الخميس الأسود 1929، وأزمة فقاعة الإنترنت مطلع الألفية الثالثة، مروراً بالأزمة الآسيوية 1997 مركزين في تحليلنا على أهم الجوانب المتعلقة بأدوات السياسة النقدية سواء ما تعلق بضخ السيولة أو تغييرات أسعار الفائدة، أو توليفات أدوات السياسة المالية. ختاماً بأزمة الرهون العقارية الأمريكية ضمن أهم حلولها المرتكزة في عمقها على التنسيق بين السياستين المالية والنقدية من خلال تغييرات الإنفاق الحكومي وضخ السيولة، وانتهاج سياسة فح السيولة الكينزية.

الكلمات المفتاحية: الأزمة، السياسة المالية، السياسة النقدية، معدلات الفائدة، مصيدة السيولة الكينزية

Abstract:

This study shows the correlation between the economic and financial crises, and the role of the effects of each of the formulas (whether financial or monetary) on the macro-economic variables, by the financial and monetary dimension. Based on the previous correlation and causality between many of the financial and monetary macroeconomic variables. Highlight clearly the importance of combining financial and monetary policies to control the crises with its different formulations.

We will try through this study, highlight the economic policies that used in the crises time, through addressing to some of the financial and economic crises, the start of the crisis Black Thursday in 1929, and the crisis of the Internet bubble at the beginning of the third millennium, through the Asian crisis in 1997. We focused our analysis on the most important aspects related to instruments of monetary policy both on inject liquidity or changes in interest rates, or combinations of fiscal policy tools. Finally, the crisis of American mortgages among the most important solutions based on the depth of coordination between financial and monetary policies through government spending and inject liquidity changes, and pursue a policy of Keynesian liquidity trap.

Key words: crisis, fiscal policy, monetary policy, interest rates, Keynesian liquidity trap.

تمهيد :

منذ بدايات الفكر الاقتصادي بشكل عام مرحلة التجاربيين وصولاً للفكر الكينزي مروراً بالكلاسيك برعيليه، وإشكالية الأزمة تنتمط تاريخياً باضطراب صنوا مع تطوره (الفكر الاقتصادي) حتى بلغت الذروة وأصبح الاقتصاد الوضعي يُوصم باقتصاد الأزمات.

على مستوى حقل التنظير للفكر الاقتصادي فُتح باب الجدل واسعا حول مدى صحة المرتكزات النظرية، وكفاءة الأدوات الاقتصادية المالية والنقدية التي ارتكزت عليها تلك الأنظمة، في معالجة، تجاوز، احتواء وتقليص أثر تلك الأزمات.

تاريخيا، المثبت على مستوى التنظير والتأصيل، التنظيم والتطبيق أن تلك الأدوات عجزت بشكل مزمن في معالجة الحد الأدنى من تلك الخلل الاقتصادي. بدءا بالفكر الأدمي الذي تباهى بألية السوق أو ما يُوصَل له بـ «اليد الخفية»، مرورا بقانون «المنافذ» لرائد المدرسة الكلاسيكية «جون باتيست ساي»، فانهارت أهم التأسيسات النظرية للفكر الكلاسيكي مع بيان ضعف الافتراضات المرتكز عليها، والتي أثبت خطأ كثير منها إثر الوقائع الاقتصادية لأزمة الكساد العظيم (أزمة الخميس الأسود 1929). فبرزت بذلك أفكار «جون ماينرد كينز»، لِيُشَيِّد تحليله الاقتصادي على أنقاض الافتراضات الكلاسيكية، مرتكزا على التحليل الاقتصادي الكلي المعتمد على توازنات الأسواق، والمُشيد بضرورة تدخل الدولة في الاقتصاد لضبط الاختلالات الاقتصادية الناشئة عن انحراف التوازن عن مستوياته المرغوبة اقتصاديا، وهو الأمر الذي أعطى للسياسات الاقتصادية، والمالية على وجه الخصوص منها دورا رئيسا في الحلولة دون دخول الاقتصاديات المتقدمة لعقود أو بشكل دائم، في حالة نمو بطيء، وارتفاع في مستوى البطالة، وطاقة فائضة أو ركود، وهو ما أكد عليه «ألفن هانسن» من خلال مؤلفه الموسوم بـ «انتعاش كامل أم ركود» الصادر عام 1938. مبيِّنا ضرورة هذه التدخلات لاستمرارية عملية التراكم الرأسمالية.

ومع عقود من النمو الاقتصادي المتواتر في الدول الصناعية في أوروبا وآسيا ساد الفكر الكينزي تنظيما وتطبيقا، واعتمدت تأسيساته آليات ميدانية لحل مشكلات الرأسمالية. وقد تمتع الاقتصاد العالمي خلال الستينيات بأفضل عشر سنوات من الاستقرار والنمو الاقتصادي منذ الحرب العالمية الثانية، وشهد الاقتصاد الأمريكي آن ذاك أطول فترة للنمو مُسجلة حتى الآن. لكن الأيام السعيدة لم تدم طويلاً، فمع بداية العقد السابع من القرن الماضي بدأت نُذر تراجع اقتصادي تُخيم على الأفق الملحوظ، وتهاوت معدلات النمو الاقتصادي التي غذت لعقود الاقتصاديات المتقدمة، ملقبة بظلالها على أغلب المؤشرات الاقتصادية ببعديها الجزئي والكلي، وبدأت ملامح دورات اقتصادية تلوح في الأفق القريب. وبدأت الشكوك تُثار حول استدامات النمو، ولم تدم حالات التعافي كثيرا. فبدخول عقد السبعينيات من القرن الماضي شهد الفكر الاقتصادي ظاهرة اقتصادية جديدة لم تطرح أصلا في الفكر الكلاسيكي، كما كانت مستبعدة تماما ضمن الافتراضات النظرية للتحليل الكينزي، اتسمت (أي الظاهرة) بزيادة حادة في معدلات البطالة تزامنا مع ارتفاع مضطرد لمعدلات التضخم. فيما بات يُعرف في تاريخ الوقائع الاقتصادية بأزمة الركود التضخمي. وبذلك برزت الأيديولوجية الجديدة للاقتصاديين المبشرين لاقتصاديات جانب العرض، وبدأت حملات التبشير بضرورة تبني سياسة رأسمالية بلا قيود أو حدود. وفي سياق نمطية الأزمات يجدر التأكيد أنه لا يكاد يخلو عقد من حدوث اضطراب واحد على الأقل، سواء في شكل «مشكل»، بصفة «خلل»، أو بسقف «أزمة». هذا ما أشار إليه «تشارلز كيندلبرغر» (Charles Kindelberger) ضمن مؤلفه (Manias, Panics and Crashes: A History of Financial Crises) وهو الأمر الذي حدا بالمنتدى الاقتصادي العالمي في تقريره لسنة 2008، القول أن «الأنظمة المالية المضطربة» تمثل عقبة وتحدياً كبيراً يعصف باستقرار الاقتصاد العالمي.

من خلال هذه الدراسة سنحاول الإجابة عن الإشكالية الآتية: هل يُعتبر التنسيق بين السياسات المالية والنقدية شرطا ضروريا للتعافي من الآثار السلبية للأزمات المالية والاقتصادية ؟

وللإجابة على التساؤل السابق فإننا سنُبين العلاقة التبادلية بين الأزمات الاقتصادية والمالية، ودور آثار كل صيغة من الصيغ (سواء المالية أو النقدية) على المتغيرات الاقتصادية الكلية ببعديها المالي والنقدي. وارتكازا على العلاقة التبادلية السابقة والعلاقة السببية بين كثير من المتغيرات الكلية المالية والنقدية، تبرز بجلاء أهمية المزج بين السياستين المالية والنقدية في ضبط الأزمات على اختلاف صيغها.

2.1 تحول الأزمة الاقتصادية إلى صيغة مالية: في المقابل فإنّ الأزمة الاقتصادية قد تولّد أزمة مالية وذلك من خلال التوصيف الآتي:

بداية يجدر التأشير أنّ هناك علاقة عضوية وطيدة بين «رأس المال المالي» و«رأس المال الإنتاجي»، فمالك المصنع مثلاً يحتاج إلى الاقتراض من البنك حتى يتمكن من شراء أدوات الإنتاج وقوة العمل حتى تتم العملية الإنتاجية، ومن ثمّ يتم بيع السلع المنتجة في السوق، وتحقيق الربح، وبالمقابل فإنّ البنك لن يتمكن من تحقيق الفائدة، وهي السبب الوحيد لتقديم الائتمان، إلاّ إذا أُسْتُثِمَ ذلك الائتمان بشكل مُنتج، وحقّق الأرباح التي سيدفع منها المستثمر قيمة ما اقترضه، بالإضافة إلى القيمة المقابلة لمعدل الفائدة. ولكن مع توسع وتطور النظام الرأسمالي أصبحت العلاقة بين رأس المال المالي ورأس المال الإنتاجي أكثر تعقيداً، فالبنوك على سبيل المثال، لا تستثمر أموالها فقط في إقراض الرأسمالي المنتج، بل تضخ الأموال في إقراض الأفراد (الرهن العقاري، وبطاقات الائتمان...)، وفي شراء الأسهم والسندات في أسواق الأوراق المالية (البورصات). وبذلك تُصبح الشركات الرأسمالية الصناعية الكبرى، مع ازدياد حجمها، وتوسّع إنتاجها وأسواقها على مستوى العالم، لاعبا أساسياً في قطاع رأس المال المالي، فتخلق لنفسها أذرعاً تمويلية، ويتم تداول أسهم شركاتها كأوراق مالية في البورصات، وتستثمر جزءاً متزايداً من فوائدها في أسواق المال، ولكن يظل أساس النظام هو الإنتاج الرأسمالي للسلع، فمنه تأتي الأرباح، التي يتم تداولها في أسواق المال، ومن هنا تأتي الأجرور والدخول الحقيقية التي يتم بها شراء السلع والخدمات التي تنتجها الرأسمالية⁵.

من جهة ثانية؛ عندما يكون الاقتصاد في فترات الانتعاش وتكون الأرباح مرتفعة، يلجأ العديد من رجال الأعمال للرفع من استثماراتهم لتوسيع الإنتاج، ومع ذلك فإنّ تصاعد الاستثمارات بلا تخطيط يُؤدي إلى زيادة التكاليف حيث أسعار السلع الإضافية الناتجة عن الاستثمارات الجديدة تتخفّف، ويبدأ اختلال التوازن بين العرض والطلب، ومع زيادة المعروض من السلع تتخفّف الأرباح ممّا قد يُؤدي إلى إفلاس بعض الشركات وتخفيض الإنفاق الاستثماري، واللجوء إلى سياسة تسريح العمال. وفجأة يظهر ما يُصطلح عليه بـ«فائض الإنتاج»، بحيث تتراكم البضائع في المخازن تزامناً مع انخفاض القدرة الشرائية، وترابطاً مع عمليات تسريح العمال، ما يعني أنّ استهلاك قطاعي الأعمال والعائلي ينخفض، وتزيد أكثر فأكثر كمية فائض الإنتاج في النظام ككل⁶.

وترابطاً مع ما سبق، وارتكازاً على العلاقة العكسية* التي تربط أسعار الفائدة بمعدل الربح، فإنّ انخفاض معدلات الربح يدع الشركات التي ترغب في الاستثمار بلا خيار إلاّ زيادة الاقتراض، وبالتالي يتزايد الطلب على السيولة في الوقت الذي ينخفض فيه العرض بما يدفع أسعار الفائدة لأنّ تتزايد أكثر. وكمحصلة لذلك ينخفض الاستثمار، والدخول في دائرة مفرغة من الانخفاضات على المستوى الجزئي والكلّي، مؤثرة (أي الانخفاضات) على أهم متغيرات الطلب الكلي (استهلاك القطاع العائلي، والإنفاق الاستثماري)، ومن ثمّ حدوث حالات الانكماش والركود لترتفع حتى سقف الكساد، مسببة في ظهور الأزمة الاقتصادية.

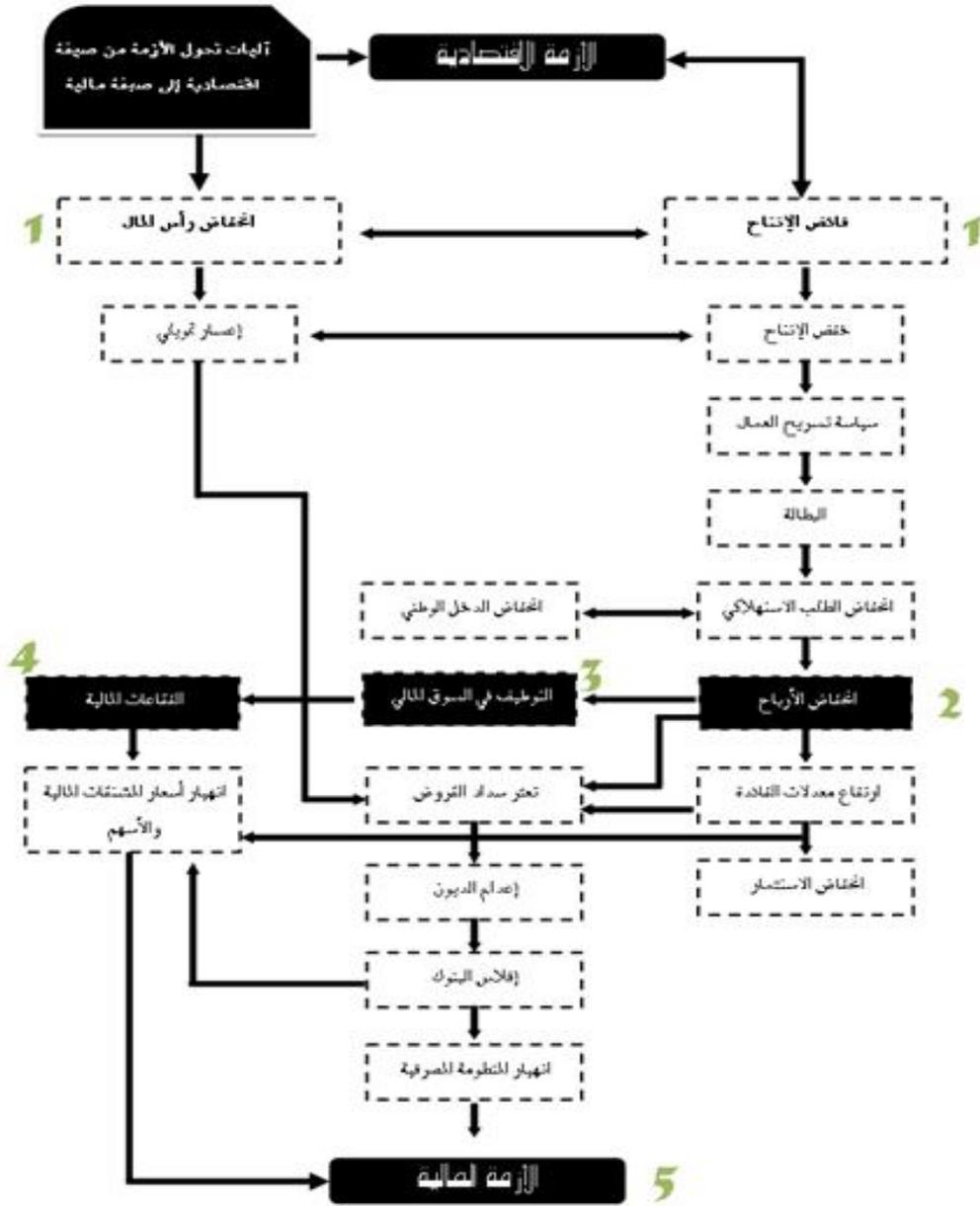
ونتيجة للترابط المالي والاقتصادي يُمكننا القول أنّ الأزمة تنتقل من صيغتها الاقتصادية إلى صيغة مالية من خلال الأبعاد الآتية:

* كلما كانت معدلات الربح في القطاع الإنتاجي ضعيفة، تهرب الاستثمارات من مجال التوسع الإنتاجي، من مصانع وبنية تحتية... وتتراكم في القطاع المالي الافتراضي، وكلما تضخم هذا القطاع، كلما ابتعدت القيمة الافتراضية الورقية عن القيمة الحقيقية، أي عن قيمة الشركات بأدوات إنتاجها ومنشأتها وأرباحها الإنتاجية، وبذلك يُصبح النظام عرضة للأزمة المالية؛

* ولانخفاض الأرباح في القطاع الإنتاجي كذلك تأثير على الدورة المالية لرأس المال، والتي بدورها تجعل الأزمة العامة أعنف وأشدّ، فعندما تتم عمليات تمويل فائض الإنتاج من خلال الإقراض، على أساس أنّ المستفيد سيكون قادراً على رد القرض مع الفائدة خلال فترة محددة، وعندما لا تتحقق الأرباح المتوقعة على القروض التي قدمتها

البنوك تعجز الشركات عن الدفع وتصبح قروض البنوك قروضاً معدومة، وفي أسوأ الأحوال يُمكن للبنك المطالبة ببرد القروض، وبسبب تعثر الشركة عن السداد، تُعتبر مُفلسة ويتم عرض أصول الشركة للبيع بأسعار منخفضة لاستعادة أموال المودعين، ويزيد ذلك من حجم الأزمة وعمقها تماماً كما ساهم النظام المصرفي في توسيع وزيادة حجم الرخاء؛

الشكل 3: آليات تحول الأزمة من صيغة اقتصادية إلى صيغة مالية



المصدر: عفة عبداللوي، مرجع سبق ذكره ص 93.

3. المبررات الاقتصادية لتنسيق السياسات: ارتكاز على التحليل السابق الميُبين للعلاقة التبادلية بين الأزمات الاقتصادية والمالية، ودور آثار كل صيغة من الصيغ (سواء المالية أو النقدية) على المتغيرات الاقتصادية الكلية ببعديها المالي والنقدي، وارتكازا على العلاقة السببية بين كثير من المتغيرات الكلية المالية والنقدية، تبرز بجلاء أهمية المزج بين السياستين المالية والنقدية في ضبط الأزمات على اختلاف صيغها. ومما سبق يمكننا تكثيف الآتي:

***العلاقة السببية بين المتغيرات المالية والنقدية:** والتي تُظهر أحدهما متغيراً تابعاً أحياناً، ومستقلاً أحياناً أخرى، وتابعا ومستقلاً في آن واحد.

***تحقيق الأهداف المتزامنة أو الأهداف غير المتوافقة زمن الأزمات:** وفقا للتحليل الاقتصادي لتوازن الأسواق، فإن علاج آثار الأزمات الاقتصادية عبر أدوات السياسة المالية (وما يترتب عليه من آثار على التوازن في سوق السلع والخدمات) يكون له الأثر العكسي على المتغيرات النقدية الكلية السوق النقدي (التوازن في سوق النقد) وكذا السوق المالي (توازن ميزان المدفوعات) وهو الأمر الذي قد يؤدي إلى اختلال التوازنات الآتية بين الأسواق الثلاث (IS-LM-BP)، وقد يؤدي إلى انتقال الأزمة أو تحولها إلى سقفاها المالي، ما يُحتم تنسيق السياسات الاقتصادية وعلى وجه الخصوص السياسة المالية والسياسة النقدية، وقد يتطلب الأمر في كثير من الأحيان سياسة تجارية داعمة.

***في حالة الأزمات المالية أو الاقتصادية:** غالبا ما تستند السياسة المالية أو النقدية فاعليتها في التأثير على متغيرات الاقتصاد الكلي عند وقوعها في المجالات المتطرفة، الحالة الكينزية (مصيدة السيولة) بالنسبة للسياسة النقدية و(المجال الكلاسيكي) في حالة تطبيق السياسة المالية، الأمر الذي يُفقد أحد السياسات المطبقة فاعليتها في تحقيق الأهداف الاقتصادية اللازمة، وهو الأمر الذي يستدعي تطبيق سياسة داعمة، خاصة أن كلا من السياستين المالية والنقدية تكون تامة المرونة في حالة انعدام مرونة الأخرى.

***الركود والسياسة النقدية وتوالد الفقاعات المالية:** في حالات كثيرة يتم استهداف علاج الانكماش والركود باستهداف خفض معدلات الفائدة سواء عبر سياسات نقدية توسعية من خلال زيادة العرض النقدي، أو عبر التأثير المباشر على معدلات فائدة الاقراض والاقتراض بمرئجي تنشيط قوى الطلب الاستثماري، إلا أن هذه السياسات المنتهجة زمن الأزمات وخاصة الأزمات المالية منها (الناجمة عن انفجار فقاعة) قد تؤدي إلى ظهور الفقاعات المالية (نتيجة العلاقة العكسية بين معدلات الفائدة وأسعار السندات والمشتقات المالية) التي يستمر ارتفاعها نتيجة الخفض المتتالي لمعدلات الفائدة وبدعم من أثر قانون العرض والطلب، وهي أحد أهم السياسات الجديدة والمبتكرة ضمن آليات الأسواق المالية، تركز على خلق فقاعة جديدة عند نذر انفجار فقاعة قديمة تلافيا للارتدادات السلبية للفقاعة القديمة، وهو ما يُمكن أن نصلح عليه بـ«تمازج الفقاعات»، فبرغم الانهيار الضخم في سوق الأسهم الذي حدث عام 2000، وبدت نذره بانحدار اقتصادي حاد، إلا أن الخسائر التجارية تمّ الحدّ منها، والاضطرابات الاقتصادية تمّ تقليصها وامتصاصها من قبل فقاعة العقار السكني، ممّا أدى إلى كساد طفيف العام 2001. وقد أطلقت المحللة المالية «ستيفني بوموي» *Stephanie Pomboy* عليها اسم «تحول الفقاعة الكبيرة»⁷ التي تم فيها التعويض عن انفجار فقاعة سوق الأسهم «الدوت كوم *dot.com*» بفقاعة المضاربة في أسواق الرهن العقاري السكني. وقام مجلس الاحتياطي الفدرالي بتخفيض سعر الفائدة وتغيير في نسبة الاحتياطي النقدي القانوني المطلوب في البنوك ممّا سهل الوفرة المالية، وحينها تدفق رأس المال المحلي والأجنبي بشكل كبير في سوق الإسكان، وارتفع معدل الإقراض للرهن العقاري ارتفاع هائلا وارتفعت أسعار المنازل السكنية بصورة جنونية، وبدأت المضاربة المفرطة. وعلى ذلك فإن السياسة النقدية المطبقة والمستهدفة تنشيط الطلب الاستثماري كانت تستلزم تطبيق سياسة مالية داعمة تؤثر في رفع الطلب الكلي وتعديل في مستويات أسعار الفائدة ارتفاعا بما يثبت الفقاعة عند مرحلة الحماسة الفياضة أو الإفراط في التداول*. وعدم ارتفاعها إلى مرحلة الجنون أو الفقاعة أو المراحل المتقدمة الأخرى.

***أنظمة أسعار الصرف وحالة حركة رؤوس الأموال:** غالبا ما تؤثر أنظمة سعر الصرف وكذا حركة رؤوس الأموال على فاعلية السياسة المالية والنقدية، فمثلا في حالة سعر صرف الثابت وحرية تامة لرؤوس الأموال، فإن انتهاج سياسة مالية توسيعية يُغيّر من مستوى سعر الصرف عن السعر المستهدف قبل انتهاج السياسة المالية، بسبب الحركة القوية لرؤوس الأموال الأجنبية إلى الداخل نتيجة لارتفاع معدل الفائدة التوازني، ويترتب على ذلك ضرورة تدخّل البنك المركزي عبر أدوات السياسة النقدية التوسعية للمحافظة على نفس سعر الصرف

الثابت. كما أن فاعلية كل من السياسة المالية والنقدية تتراوح بين تامة الفاعلية وفاعلة وعتدمة الفاعلية بحسب التوليفات الآتية: (سعر صرف ثابت، حرية تامة لرؤوس الأموال)، (سعر صرف ثابت، حرية غير تامة لرؤوس الأموال)، (سعر صرف مرن، حرية تامة لرؤوس الأموال)، (سعر صرف مرن، حرية غير تامة لرؤوس الأموال) وهو الأمر الذي يتطلب في كثير من الأحيان تنسيق بين السياستين.

*حالات المزاحمة غير الكاملة: في المجال الأوسط ضمن منحنى التوازن في سوق السلع ولخدمات (IS) يزاحم التوسع في الانفاق الحكومي الاستثمار وهو الأمر الذي يقلل من فاعلية السياسة المالية بحيث يجعل مستوى الدخل التوازني أقل من مستوى الدخل المخطط، ما يدعو إلى ضرورة انتهاج سياسة نقدية توسعية داعمة.

2. السياسات المالية والنقدية زمن الأزمات:

1.2 أزمة «الكساد الكبير» والتأصيل لتدخل الدولة عبر السياسة المالية:

المثبت تاريخياً أن أزمة الكساد الكبير (Great Depression) تعدّ أشهر الأزمات⁸ المالية التي شهدها الاقتصاد العالمي وأقواها أثراً⁹. وقد امتدت الأزمة عمودياً وأفقياً، وارتفع سقفها من حدة المالي (أزمة مالية مست أسواق المال الأمريكية) إلى السقف الاقتصادي، كما انتقلت من صبغتها الأمريكية إلى الصيغة العالمية عاصفة بغير قليل من اقتصاديات الدول المتقدمة.

فبقر ما كانت الأزمة مأزقاً للمدرسة الكلاسيكية تهافت بموجبها أهم مرتكزات التأصيل النظري الذي ساد الفكر الاقتصادي، مثلت كذلك -الأزمة- المعول الذي هدّ أهم فروض التحليل الكلاسيكي، فخلافاً لما يعتقد به الكلاسيك من أن رفع الكتلة النقدية¹⁰ (ضخ السيولة في الاقتصاد) يعتبر السبيل لرفع قيم الأسهم المنهارة من خلال قانون «العرض والطلب»، وهو في نفس الوقت الحل للسلع المكدسة التي أنتجتها مكينات الثورة الصناعية، وعلاجاً لمشكل الكساد الذي ساد اقتصاديات المختلفة. سارت الأمور على خلاف ما أراد الاقتصاديون الكلاسيك وتعمق مشكل الكساد، بحيث لم تتمكن عمليات ضخ السيولة من علاج الخلل الحاصل في نفس الوقت الذي كانت فيه معدلات الفائدة مرتفعة، وتوجه الأفراد إلى الادخار بغية الاستفادة من العائد المقابل لنسب الفائدة.

وبذلك برزت نظريات «اقتصاديات الطلب» مستوحية سندها الفكري من كتابات الاقتصادي البريطاني «جون

ماينرد كينز»، وخاصة ما ورد في كتابه الشهير «النظرية العامة للعمالة والفائدة والنقد»¹¹ لتصحيح النظرية الاقتصادية الكلاسيكية القائلة بـ «حرية عمل الأسواق» والداعية لـ «حيادية الدولة»، المؤدية حتماً وبشكل آلي إلى تأمين العمالة الكاملة لجميع الموارد بما في ذلك اليد العاملة.

وقد انبثقت نظريات «كينز» الاقتصادية عن أزمة خطيرة، وتحمل دروسها سمات شبيهة بأوقات التمزق الاقتصادي، كما هو الحال في وجود بطالة خطيرة أو تضخم مالي كبير، لقد ترافقت البطالة مع مستويات استهلاك منخفضة وزيادة هائلة في الإنتاج. ووفقاً لـ «كينز» فإن «يد سميث الخفية» وقانون «ساي للمنافذ» كانا يعانين من داء التهاب المفاصل. فقد فقدت السوق التوازن على المدى البعيد، فكان على الحكومة أن تحفز الطلب داخل الاقتصاد، وأن تلحق بالعجز على مستوى الاستهلاك، ولطالما ارتكزت عقيدة «كينز» الاقتصادية على أن الطلب يولد العرض، ومع

العرض تتدفق الوظائف التي تترافق مع ارتفاع مستويات الاستهلاك¹². وبذلك فقد بنا «كينز» أسس تحليله الاقتصادي على أنقاض أهم الفرضيات التقليدية المرتكزة على قانون المنافذ وآلية السوق الحرة، وقد أكد أن التوازن يحدث في عديد المستويات قد يكون أحدها مستوى التشغيل التام، وبذلك قد يشهد الاقتصاد توازناً يصحبه انكماش، أو يتزامن مع حالة تضخم، ما يستدعي تدخل الدولة عبر السياسات المالية أو النقدية لعلاج الاختلالات التي يشهدها الاقتصاد.

ومن هنا يُمكن أن يُنظر لأطروحات «كينز» على أنها تفسّر حالات الانكماش الاقتصادي الناتجة عن قصور الطلب الخاص، أي أنها جاءت لتسدّ الثغرة التي يكون فيها الطلب الخاص قاصراً أو غير كاف لتحقيق العمالة الكاملة، وتكون فيها الثقة بالمستقبل ضعيفة ومهتزة، في حين يصبح الطلب على السيولة النقدية غير محدود لأن الاقتصاد يكون قد وقع في فخ السيولة (Liquidity Trap)¹³. وبذلك فقد جاءت أطروحات «كينز» لتأصلّ لتدخل الدولة عبر أدوات السياسة المالية خاصة وأنّ هذه السياسة تكون فاعلة تماماً، وذلك وفقاً للإجراءات الثلاث الآتية¹⁴:

* إحياء الطلب الفعال حتى تزداد المنافذ وتوظف الأموال في الإنتاج؛

* تسهيل توظيف الأموال في الإنتاج بتخفيض سعر فائدة الأموال المُقترضة وبالتالي الانتباه إلى سوق العملة والنقود؛

* القيام بنفقات حكومية استثمارية تتعشّ الطلب بفضل ترجمتها في توزيع أجور ومدخيل إضافية، ومن ثمّ تنشيط الإنتاج مكان الأموال الخاصة المدخرة.

وفي هذا الصدد يشير «كينز» أنه من الواضح أن سيالة التوظيف الفعلية تميل إلى الازدياد ريثما لا يعود هناك أي زمرة من الرأسمال تفوق فعاليتها الحدية¹⁵ معدل الفائدة الجاري. وبتعبير آخر، يميل التوظيف إلى التوسع إلى أن تهبط الفاعلية الحدية على منحنى طلب رأس المال إلى مستوى معدل الفائدة في السوق¹⁶.

وهكذا أيضاً رأى غير قليل أن الرأسمالية استطاعت عبر أطروحات «كينز» وملاحظاته تجديد نفسها وتجاوز مآزقها الدورية التي أضحت إحدى سماتها المركزية خلال القرنين التاسع عشر والعشرين.

2.2 أزمة «شرق آسيا» والسياسات المالية والنقدية الانكماشية: ثلاث سنوات تفصل دخول العالم الألفية الثالثة، عكّرت الأجواء الآسيوية أزمة مالية شديدة بدأت بانتهاء عملة تايلاند عقب قرار تعويم العملة الذي اتخذته الحكومة والتي فشلت بعد ذلك محاولاتها في دعم عملتها في مواجهة موجة المضاربات القوية التي تعرضت لها. وقد مست الأزمة دولاً أخرى مثل الفلبين، اندونيسيا، كوريا الجنوبية وغيرها. وتفاقت بحيث تزايد حجم الدين الخارجي لأربعة من أكبر الدول الآسيوية إلى أن بلغ 180% من حجم إجمالي الناتج المحلي لها. وفتح الباب على مصرعيه أمام المؤسسات الدولية وبصفة خاصة صندوق النقد الدولي، فتم طرح حزمة سياسات لإنقاذ الوضع شريطة قيام تلك الدول بتنفيذ برامج معينة للإصلاح الاقتصادي والهيكلية كما حدث في اندونيسيا، كوريا الجنوبية ودول أخرى، فيما عدا ماليزيا التي رفضت وصفة الصندوق. وقد ارتكزت وصفة الصندوق على ما يلي¹⁷:

* **المطالبة بانتهاج سياسة مالية ونقدية انكماشية**¹⁹: وبذلك كان مرتكز الوصفة سلوك سياسة تقشفية في المجال المالي بتخفيض الإنفاق وزيادة الضرائب، وسياسة نقدية أكثر تقييداً. وقد قام الصندوق بعد ذلك بإجراء تعديل ملموس لهذا التضييق المالي عندما أصبح واضحاً أن الاقتصاديات تعاني من انكماش اقتصادي حاد، وعلى الرغم من ذلك، فإن التقيد المالي والنقدي الشديد في البداية أدى إلى أضرار، وأثار كثير من الشكوك حول مدى سلامة السياسات الاقتصادية الكلية التي نصحت البلاد المتضررة بإتباعها.

* **إصلاحات النظام المصرفي**: إجراء آخر أدى إلى نتائج عكسية، حين لامست الوصفة النظام المصرفي بالتسرع في إغلاق مجموعة من البنوك والمؤسسات المالية كوسيلة تُظهر بها الحكومات عزمها على القيام بإجراءات إصلاح قوية²⁰.

* **سعر الفائدة**: ولقد ارتكزت برامج الصندوق في شرق آسيا بشكل أساسي وبشدة على سياسة سعر الفائدة، وكان المرتجى من هذه السياسة هو جذب رأس المال الأجنبي، وإيقاف الانخفاض في أسعار صرف العملات المحلية.

بمجمّل القول كانت النقاط آنفة الذكر أهم محتويات الوصفة، وفي ما يلي تحليل لبعض الآثار المترتبة عليها تركيزا وارتكازا على سياسة سعر الفائدة.

وجهة نظر الصندوق كانت تصب في اتجاه رفع معدلات الفائدة بغية الحد من تهاوي أسعار صرف العملات المحلية. ويجدر التأشير أن هذه العلاقة قد لا تؤدي إلى النتائج المتوقعة في كل الأحوال، فحين تسود توقعات قوية بانخفاض قريب في سعر الصرف، تلجّ الحاجة لأن يكون سعر الفائدة - المقابل لهذه التوقعات - شديد الارتفاع، ولكن هذه المستويات المرتفعة إذا استمرت لفترة يمكن أن تؤدي إلى كساد في الاقتصاد الحقيقي، إذ أن معدلات الفائدة المرتفعة تزيد من صعوبة خدمة الدين المقوم بالعملات المحلية بالنسبة للمؤسسات، وتقلل من التوسع في الإقراض المصرفي²¹، وكذلك تعمق الزيادة في حالات العسر واحتمالات عدم الوفاء بالديون، وتضعف المراكز المالية للبنوك. المخاوف التي يمكن أن تثيره هذه المخاطر والانعكاسات السلبية تكمن في أنها تؤدي إلى خفض وإنضاب التدفقات الرأسمالية الأجنبية بدلا من تشجيعها وزيادتها، صنوا مع زيادة الوضع الاقتصادي سواء وأسعار الصرف انخفاضا²².

أكاديميا، يثار سجال بين منافع ومضار هذه السياسة، بين المرتجى والمناخ منها، هذا السجال يطفوا من خلاله على السطح سؤال هل المزايا التي يمكن تحقيقها عن طريق فرض أسعار فائدة أعلى تفوق التكاليف والأعباء؟ السؤال أعلاه يجمع ضمن طياته أطروحتين، بدءا بوجهة نظر الصندوق القائلة بأن المزايا ستفوق حتما التكاليف، وأن هذا الخيار استراتيجي ولا مفر منه. والأطروحات المشككة في نتائج هذا النهج.

أكاديميا، ألقت بعض الدراسات كثيرا من الشك حول هذه الأطروحة²³. اعتمادا على ما تم تبينه سابقا أنه إذا كان تأثير أسعار الفائدة المرتفعة سلبى على الاقتصاد الحقيقي وسيؤدي إلى زيادة خانقة في مخاطر الإعسار والتوقف عن الوفاء بالديون، فإنه يمكن كذلك نظريا أن يلغى أثر الحافز الذي يقدمه سعر الفائدة المرتفع كعامل لجذب تدفقات رأس المال ويزيد الوضع تعقيدا. لقد أكدت الدراسة (Furman, Jason and Joseph Stiglitz, 1998) أن أسعار الفائدة الأكثر ارتفاعا ليست علاجا ناجحا في جميع الحالات، كما بينت أن هيكل الاقتصادات الآسيوية يجعل من المستبعد أن يكون حل الصندوق هو الإجراء المناسب في الحالة الآسيوية.

ميدانيا، بينت النتائج أن هناك علاقة واهية وضعيفة - في أحسن الأحوال - بين أسعار الفائدة الأكثر ارتفاعا وأسعار الصرف في الشهور الأولى من الأزمة المالية، وأن التكاليف بالنسبة للشركات والمؤسسات والبنوك كانت مرتفعة، وذلك يسند إلى درجة الاستدانة العالية لمؤسساتها، كما أن البنوك تتعامل على نطاق واسع مع قطاع العقارات ومقابل ضمانات قيمتها شديدة التأثير بسعر الفائدة²⁴.

ناقدو الصندوق يرون أن مستويات أقل لأسعار الفائدة كانت كفيلة بتفادي الضيق المالي، والتأثير العكسي على الوفاء بالديون، دون أن تؤدي إلى زيادة في انخفاض أسعار الصرف، ناهيك عن مساهمتها في تحقيق انتعاش أسرع للاقتصاد ومن ثمة استرجاع الثقة المهترئة.

3.2 أزمة «فقاعات الإنترنت» وخفض معدلات الفائدة

أواخر القرن العشرين تحديد مطلع الألفية الثالثة عرف العالم نوعاً جديداً من الأزمات المالية عرفت بأزمة «فقاعات شركات الإنترنت» بدأت حين أدرجت أسهم تلك الشركات في سوق الأوراق المالية في الولايات المتحدة والذي يعرف بمؤشر ناسداك (NASDAQ) حيث ارتفعت أسعار أسهم تلك الشركات في البداية بشكل كبير في وقت حقق فيه عدد قليل من تلك الشركات أرباحاً حقيقية مما أدى إلى انفجار تلك الفقاعة في عام 2000. وقد ترتب عن هذه الأزمة انخفاض أسعار تلك الأسهم بسرعة وبصورة ملحوظة. تزامن هذا الانخفاض مع حدوث هجمات سبتمبر 2001 والتي أدت إلى إغلاق أسواق المال الأمريكية بشكل مؤقت. واستمر الانخفاض لتهدب قيمة مؤشر التكنولوجيا المرجح لسنذاك بحوالي 78% في 2002.

وقد قام بنك الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي بخفض سعر الفائدة من 6.25% إلى 1%، كحل استعجالي لعلاج قيمة الأسهم المنهارة، ومنع الاقتصاد الأمريكي من الدخول ضمن دوامة الكساد والركود²⁵. في حين لم يتم دعم هذه السياسات النقدية بسياسة مالية مساندة الأمر الذي أدى إلى توسع الاقتصاد الافتراضي (الرمزي) والمساهمة في تكون فقاعة العقار السكني التي لم تكن نتاجا لتفاعلات قانون العرض والطلب ومستويات الأسعار وارتباطها بمعدلات الفائدة... فحسب، إنما هي صميم سياسة جديدة ومبتكرة ضمن آليات الأسواق المالية، تركز على خلق فقاعة جديدة عند نذر انفجار فقاعة قديمة تلافيا للارتدادات السلبية للفقاعة القديمة، وهو ما يُمكن أن نصلح عليه بـ«تمازج الفقاعات»، فبرغم الانهيار الضخم في سوق الأسهم الذي حدث عام 2000، وبدت نذره بانحدار اقتصادي حاد، إلا أن الخسائر التجارية تم الحد منها، والاضطرابات الاقتصادية تم تقليصها وامتصاصها من قبل فقاعة العقار السكني، مما أدى إلى كساد طفيف العام 2001.

وقد أطلقت المحللة المالية «ستيفني بمومبي» *Stephanie Pomboy* عليها اسم «تحول الفقاعة الكبيرة»²⁶ التي تم فيها التعويض عن انفجار فقاعة سوق الأسهم «الدوت كوم *dot.com*» بفقاعة المضاربة في أسواق الرهن العقاري السكني. وقام مجلس الاحتياطي الفيدرالي بتخفيض سعر الفائدة وتغيير في نسبة الاحتياطي النقدي القانوني المطلوب في البنوك مما سهل الوفرة المالية، وحينها تدفق رأس المال المحلي والأجنبي بشكل كبير في سوق الإسكان، وارتفع معدل الإقراض للرهن العقاري ارتفاع هائلا وارتفعت أسعار المنازل السكنية بصورة جنونية، وبدأت المضاربة المفرطة²⁷. وما حدث نهايات العام 2007 أعقب النمط الرئيس لفقاعات المضاربة عبر تاريخ الرأسمالية كما تم وصفه من قبل «تشارلز كيندلبرغر» *Charles P. Kindleberger* «ضمن كتاب «الهوس والذعر والانهيار»²⁸ حيث تناول التوسع الائتماني، والهوس المضاربي، والأزمات والانهيارات والذعر المتعلق بها، وهي المراحل المتسلسلة لنشوء الفقاعة حتى الانفجار وما يترتب عنه.

4.3 «الأزمة الرهون العقارية» و«مصيصة السيولة الكينزية»:

1.4.3 ضخ السيولة خطوة على طريق العلاج: قبل عشر سنوات وعلى إثر الأزمة المالية التي أصابت دول جنوب شرق آسيا وما أصاب قبله النظام المصرفي في اليابان في نهاية الثمانينات وبداية التسعينات من القرن الماضي، أُقترحت عدة حلول للتقليل من آثار الأزمة، والعمل على احتوائها، من ذلك ضخ أموال عامة كبيرة لإنقاذ النظام المصرفي المتعثر، وكذلك تقديم هبات للمواطنين فيما يتعلق بالحالة اليابانية، وذلك حتى يزول الهلع وتعود الثقة لماكينته الاستهلاك والإنفاق حتى لا تطول فترة الركود، وقد تندر بعض الاقتصاديين في ذلك الوقت على هذه الخطة، وذكر أنها تمثل تنفيذاً لفكرة الاقتصادي «ميلتن فريدمان» الذي أجاب مازحا ذات مرة عن السؤال حول أسرع طريقة لزيادة المعروض من النقود فقال: رمي الدولارات من الطائرة، وقد أدى هذا السلوك إلى التساؤل حول مصدر هذه الأموال، وما الأثر الذي ستحدثه على المدى الطويل وخاصة إذا كان السبيل للحصول عليه هو الاقتراض على أساس الفائدة²⁹.

وعلى إثر الأزمة المالية العالمية يُعيد التاريخ نفسه، حيث أنه ضمن أهم الحلول المطبقة ضخ أموال عامة، وتدخل كبير من قبل الحكومات في النظام المالي المصرفي، وقد كان هذا المقترح محل نقاش واعتراض من قبل العديد من الاقتصاديين الذين شككوا في جدواه، وتساءلوا عن من سيستفيد منه، وقد شبه الاقتصادي «جوزيف ستلغز» ضخ هذه الأموال بمسألة نقل الدم إلى شخص مصاب بنزيف، وأبدى قلقه عن مصير هذه الأموال حيث تساءل عن وضعية مليوني شخص أمريكي من الفقراء سيفقدون منازلهم جراء هذه الأزمة، من غير أن يقلل من بعض آثارها في المنظور القريب، كالتقليل من حالة الهلع وإعادة الثقة³⁰.

إضافة إلى الحل السابق هناك حلول أخرى منتهجة، منها فرض قيود على حركة رؤوس الأموال، وإنشاء

2.4.3 مصيدة السيولة الكينزية والسياسة المالية التوسعية كمرحلة ثانية لحل الأزمة: ضمن حزم السياسات المنتهجة من طرف الاحتياطي الفدرالي الأمريكي تطبيق سياسة مصيدة السيولة الكينزية، كأحد الحلول العملية لعلاج ما يمكن علاجه من إفرازات أزمة الرهون العقارية الأمريكية، وكآلية لها من الإمكانيات ما يمكن من خلاله تعطيل عمليات ارتفاع الأزمة من سقفها المالي الراهن، إلى حدود كارثة أزمة اقتصادية قد تعكّر مسارات نمو الاقتصاد الأمريكي والعالمي المتعثرين.

إذا ... وضمن حزمة الحلول الاستعجالية المنتهجة، كانت سياسة مصيدة السيولة الكينزية أحد الخيارات

32

المُطبقة وذلك بغرض التأثير المتغيرات الآتية: أسعار الأوراق المالية والطلب الكلي وذلك وفقا للتحليل الآتي :

* **ارتفاع أسعار الأوراق المالية:** عندما يكون الاقتصاد ضمن المجال الكينزي (فح السيولة) فإنّ أسعار الأوراق المالية ترتفع نتيجة لانخفاض معدلات الفائدة (بسبب العلاقة العكسية بين معدلات الفائدة وأسعار السندات)*، إضافة إلى تأثيرات قانون العرض والطلب.

فبانخفاض أسعار الفائدة يوجه الأفراد مدخراتهم للاستثمار في حافظة أوراق السوق المالية (سندات، أسهم .. مشتقات مالية) بمرتجى التربح من عائد أكبر من أسعار الفائدة في السوق النقدي، وبذلك يرتفع الطلب على الأوراق المالية، ممّا يؤدي إلى تعميق ارتفاع أسعارها. بفعل أثر قانون العرض والطلب، وبذلك يعتبر هذا الارتفاع حل مبدئي لإنعاش قيم أسهم وسندات الرهون العقارية المنهارة جرّاء الأزمة، والمتسببة في سلسلة حزمة الإفلاسات المعلنة خضم تلكم الأزمة.

* **الحيولة دون تعاضد حالة الركود:** تُعتبر سياسة مصيدة السيولة محاولة للحيولة دون وقوع الاقتصاديات المختلفة ضمن حالة من الركود، يكون لها انعكاسات سلبية في الأمد القصير وتتعدى إلى المدى الطويل، وتمس آثارها كل من :

- القطب الأمريكي؛

- مراكز الاقتصاد العالمي؛

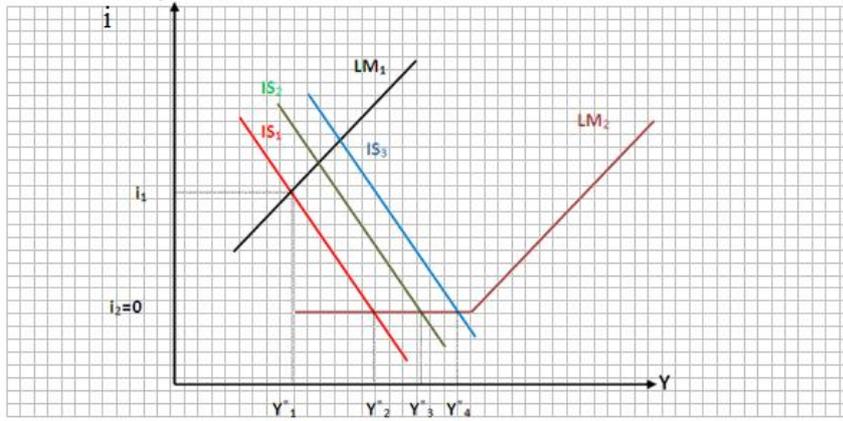
- أطراف الاقتصاد العالمي.

السياسة سالفة الذكر تعتبر محاولة لانتشال الاقتصاد الأمريكي من حالة الركود الذي قد تُسيطر عليه. هذه السياسة تهدف إلى ضخ السيولة في السوق، وبالتالي توسيع مديات الائتمان المصرفي بشكل أكبر، وبمعدلات فائدة إقراض منخفضة، كمنفذ للسيولة التي تم ضخها في الاقتصاد، ممّا يعزّز ويرفع من قيمة الاستثمار (بفعل العلاقة العكسية بين معدلات الفائدة والاستثمار). وهو ما يعظّم من حجم الطلب الكلي، وبالتالي ارتفاع الاستثمار يؤدي إلى ارتفاع الدخل التوازني، ومن ثمّ ارتفاع الاستهلاك وفقا للارتفاع الحاصل في الدخل، ويدخل الاقتصاد ضمن سلسلة من الارتفاعات المتتالية للدخل، وذلك وفقا للتحليل الآتي:

• **على مستوى القطب الأمريكي (عمق الاقتصاد العالمي):** تؤدي سياسة المصيدة إلى رفع الكتلة النقدية (توفير السيولة). ورفع حجم الاستثمار؛ فبانخفاض سعر الفائدة، وعندما يصل نسبة تقترّب أو تساوي 0%، يتم توسيع مديات الائتمان المصرفي بشكل أكبر، وبمعدلات فائدة إقراض منخفضة، ممّا يُعزّز ويرفع من قيمة الاستثمار (بفعل العلاقة العكسية بين معدلات الفائدة والاستثمار). وهو ما يُعظّم من حجم الطلب الكلي. على اعتبار أنّ الطلب الكلي يُكتب من الشكل :

$$) X - M (AD = C + I + G +$$

الشكل 4: السياسة النقدية التوسعية: أثر ضخ السيولة وانهاج مصيدة السيولة الكينزية على الاقتصاد الأمريكي



المصدر: من إعداد الباحثين ارتكازا على التحليل السابق.

وعليه فإن ارتفاع الاستثمار يؤدي إلى تحرك منحنى IS_1 نحو اليمين إلى IS_2 ، مما يؤدي إلى ارتفاع الدخل، مؤثرا على مجموعة من المتغيرات منها الاستهلاك. مما يؤدي إلى ارتفاع هذا الأخير، فيساهم مرة أخرى في نقل منحنى التوازن في سوق السلع والخدمات ثانياً إلى اليمين إلى IS_3 ويتم تعميق الزيادة في الدخل. والشكل السابق يبين أثر تغيير كل من الاستثمار والاستهلاك في سوق السلع والخدمات.

إلا أنّ هذه الارتفاعات تبقى تحت سقف المطلوب، مما يستوجب انتهاج سياسة مالية داعمة من خلال رفع الإنفاق، على اعتبار أنّ السياسة النقدية في الدولة قد تستنفد أو استنفدت إجراءات خفض الفائدة، وما على الدولة حالياً إلا الارتكاز على سياسة مالية توسعية من خلال رفع الإنفاق، لتعزيز النشاط الاقتصادي. ومن المعلوم أن السياسة المالية تكون أكثر فعالية في المجال الكينزي، بفعل معدلات الفائدة المنخفضة وبالتالي غياب أثر المزاخمة المقلل لأثر رفع الاستثمار.

وفي المجال الكينزي يكون المضاعف المالي $\theta = \frac{Ki}{[1+Ki \frac{\mu\alpha}{g}]}$ مساوياً للمضاعف البسيط Ki وهياكبر قيمة يُمكن أن يُمثلها المضاعف المالي، لأن الطلب على النقد ذو مرونة لا نهائية لمعدل الفائدة $\frac{1}{1-b+bt+m}$ $(g \rightarrow \infty)$.

في حين أن التغيير في معدل الفائدة معدوماً وفقاً لتحليل الآتي:

$$i = \theta \frac{\alpha}{g} A - \frac{1}{[\alpha Ki \mu + g]} M0$$

$$\Delta i = \theta \frac{\alpha}{g} A$$

$$\Delta i = \theta \frac{\alpha}{g} \Delta G0$$

وبما أن الطلب على النقد ذو مرونة لا نهائية لمعدل الفائدة (فإن $\theta \frac{\alpha}{g} \rightarrow 0$ وبالتالي $\Delta i = 0$). ومحصلة لذلك فإنه لن يكون هناك أثر لـ « ظاهرة المزاخمة » أي مزاخمة الإنفاق الحكومي للاستثمار، وستؤثر السياسة المالية المنتهجة على التوازن في سوق السلع والخدمات في المدى القصير عبر مدخلين: أثر « مضاعف الإنفاق الحكومي » الحالي وعبر أثر « مضاعف الاستثمار » بفجوة زمنية $(t+1)$ ، وبذلك يرتفع الدخل بمحصلة مجموع الأثرين مضروباً في تغييرات كل من الإنفاق الحكومي والتغيير في الاستثمار المستقل. في حين أنه وفي المدى المتوسط والطويل سيكون

لأثر « المعجل » دورا داعما في رفع الدخل التوازني مرات أخرى، ويزداد تعميق ارتفاع الدخل التوازني أيضا ارتباطا بتغير متغيرات الطلب الكلي ذات العلاقة الطردية مع مستوى الدخل.

• على مستوى المراكز الرأسمالية وأطراف الاقتصاد العالمي: الوصفة الأمريكية سالفة الشرح، وبكل ما تضمنته (مما يمكن اعتباره من أطروحات الاقتصاد الإسلامي)، عند أهم مستويات (الوصفة) القابلة للتدويل على مستويي المراكز الرأسمالية وأطراف السوق العالمية ... عبر قناتين:

* عبر تدويل الوصفة (اقتصاد دولي بلا سعر فائدة)؛

* التدويل بالأثر.

وارتكازا على غير قليل من المؤشرات :

* معدل التشابه المرتفع في البنية الاقتصادية تأثيرا وتأثرا، في ما ارتبط منه بالمراكز الرأسمالية؛

* معدل الارتباط المرتفع بينها وبين القطب الأمريكي فيما تعلق بالميزان التجاري ($X - M$) وميزان رأس المال؛

* معدل ارتباط الأطراف (الدول النامية) كمستودع للخامات.

الخلاصة:

ختاما لهذه الدراسة يمكن أن نشير أن المعالجات المختلفة والتي اعتمدها الدول أو المؤسسات الدولية، من سياسة نقدية أو مالية على حدى على الصعيدين الوطني والدولي لعلاج الأزمات المختلفة، ظلت قاصرة عما هو مطلوب للتصدي للأسباب الفعلية للأزمة، كون الإفرازات، الآثار، الانتشار وكذا النتائج تبقى تتوالد وتلقي بظلالها لفترات زمنية طويلة، ولجانبا من الاعتبار أن تنجح السياسات المنفردة المنتهجة في تقادي أزمة مصرفية لا يعني إطلاقا النجاح في تقادي انعكاسات الأزمة على الاقتصاد الحقيقي، أي على البطالة، الإنتاج، الاستهلاك، الاستثمار والحسابات الخارجية .. الخ الأمر الذي يُحتم شرطية التنسيق بين السياستين المالية والنقدية وتعزيد هذه السياسات بسياسة تجارية داعمة، تُمكن من تقليل الآثار والخسائر وتحقيق التعافي في أقرب الآماد.

الهوامش والمراجع :

1. Banque de France, **de la Crise Financière a la Crise Economique**, Documents et débats N° 3, JANVIER 2010, P5.

[https://www.banque-](https://www.banque-france.fr/fileadmin/user_upload/banque_de_france/publications/Documents_Economiques/documents-et-debats-numero-3-integral.pdf)

france.fr/fileadmin/user_upload/banque_de_france/publications/Documents_Economiques/documents-et-debats-numero-3-integral.pdf

2. Jean-Charles Bricongne, Jean-Marc Fournier, Vincent Lapègue et Olivier Monso, **De la crise financière à la crise économique L'impact des perturbations financières de 2007 et 2008 sur la croissance de sept pays industrialisés**, Institut National de la Statistique et des Études Économiques, Direction des Etudes et Synthèses Economiques, Document de travail G 2011 / 05, FÉVRIER 2011, P 11.

3. عبد الحكيم مصطفى الشراوي، **العولمة وإمكانية التحكم فيها**، الإسكندرية، دار الفكر الجامعي، 2003، ص 32.

4. عرفات تقني الحسني، **التمويل الدولي**، دار المجلاوي للنشر، عمان، 1999، ص 200.

5. سامح نجيب، **الأزمة الرأسمالية العالمية: الزلازل والتوابع**، مركز الدراسات الاشتراكية للنشر، مصر، 2008، ص 5.

6. كريس هارمان، **الاقتصاد المجنون "الرأسمالية والسوق اليوم"**، ترجمة مركز الدراسات الاشتراكية، مركز الدراسات الاشتراكية، ط1، مصر، 1999، ص 23.

* يرتفع أحد المتغيرين عندما ينخفض المتغير الآخر، وهذا يحدث على اعتبار أن مستوى أسعار الفائدة يعتمد على التداخل بين تدفق الأموال (السيولة) وعلى الطلب على القروض، فالبنوك المركزية تُدير أسعار الفائدة وتتحكم فيها داخل نطاق معين يعتمد على التداخل السابق، ومعظم تدفقات السيولة للبنوك، تتأتى من الأرباح التي يستخرجها القطاع الإنتاجي ويتم إيداعها في المؤسسات المصرفية، وبالتالي عندما تكون الأرباح مرتفعة فإن تدفق السيولة في القطاع المالي يتزايد ويتجاوز العرض الطلب

وهنا يحدث انخفاض في تكلفة الاقتراض أي سعر الفائدة، ومن ناحية أخرى عندما تنخفض معدلات الربح فإن تدفق السيولة في القطاع المالي ينخفض مؤثرا على العرض انخفاضاً، والطلب ارتفاعاً، ما يرفع من تكلفة الاقتراض.

7. See: Stephanie Pomboy, **The Great Bubble Transfer**, Macro Mavens, 3 April 2002. www.macromavens.com/reports/the_great_bubble_transfer.pdf

* **مرحلة الحماسة الفياضة أو الإفراط في التداول**: تبدأ عملية التغذية الاسترجاعية التي تقود بواسطتها الأرباح المُتوقعة المُتصاعدة إلى زيادة سريعة في أسعار الأسهم، أما **مرحلة الجنون أو الفقاعة** ففيها يجتذب توقع الحصول على أرباح رأسمالية سهلة المستثمرين لأول مرة والمُحتالين الحريصين على سلبهم أموالهم. وتلي هذين المرحلتين المرحلتين الأتيتين: * **العُسر**: يعرف المُطلعون على بواطن الأمور أنّ الأرباح المُرتقبة لا تُبرر الأسعار المُبالغ فيها للأسهم ويبدوون ببيعها؛ * **الانسحاب أو فقدان الثقة**: عندما تبدأ الأسعار في الانخفاض، يتدافع الغريباء للخروج خارج السوق، الأمر الذي يؤدي إلى انفجار الفقاعة بكاملها.

8. يعني مصطلح « الأزمة » في المعجم الوسيط : الشدة والقحط . أما في المنجد فإن أصل الكلمة مشتق من : زأم زأماً زؤوماً أي مات سريعاً . أما من حيث دلالتها الدولية، فهناك مجموعة كبيرة من التعريفات التي وردت في هذا الشأن، فتريكسا Triksa يعتبرها « ذلك التكثيف الشديد لطاقت الاختلال وعدم الاستقرار داخل النظام الدولي » .

أنظر : إدريس لكريني، إدارة الأزمات الدولية في عالم متحول، **مجلة المستقبل العربي**، العدد 287 / جانفي 2003، ص 30 .
9. فقد هبطت أسعار الأسهم في سوق المال الأمريكية بنسبة 13 %، ثم توالى الانهيارات في أسواق المال على نحو ما لبت أن امتدت آثاره بشراسة على الجانب الحقيقي للاقتصاد الأمريكي وما تبعه من انهيار في حركة المعاملات الاقتصادية في الاقتصاد الأمريكي وانتشارها لأغلب الدول الصناعية تمثلت مظهره في :

* انخفاض شديد في الاستهلاك الكلي؛

* انخفاض الاستثمارات من جانب القطاع الإنتاجي؛

* ارتفاع معدلات البطالة لتصل إلى حوالي ثلث قوة العمل الأمريكية في عام 1932.

10. يفترض الكلاسيك أن النقود لا دور لها، ما عدا أنها تمثل وسيطاً للتبادل.

11. John Maynard Keynes, **The General Theory of Employment, Interest and Money**, New York: Harcourt, Brace, 1936.

12. كينيشي أوهمي، **الاقتصاد العالمي المرحلة التالية: تحديات وفرص في عالم بلا حدود**، ترجمة مركز التعريب والترجمة، الدار العربية للعلوم، ط1، بيروت، 2006، ص78.

13. إلياس سابا، الأزمة المالية العالمية : أسبابها وانعكاساتها، **مجلة المستقبل العربي**، العدد 360 / فيفري 2009، ص 11.

14. جون ماينرد كينز، **النظرية العامة في الاقتصاد**، ترجمة نهاد رضا، موفم للنشر، الجزائر، 1991، ص5.

15. الكفاءة الحدية لرأس المال وهو ما يطلق عليه «إرفينغ فيشر» في كتابه (Theory interest 1930) «معدل المردود بالنسبة إلى الكلفة» ويقدم تعريفاً مماثلاً لتعريف كينز حيث كتب يقول : (إن معدل المردود بالنسبة إلى الكلفة هو المعدل الذي إذا استعمل لحساب القيمة الحالية لكل الكلف والقيمة الحالية لكل المردودات، يجعل هاتين الكميتين متساويتين. ويبين فيشر أن توسع التوظيف في اتجاه ما مرتبط بالعلاقة القائمة بين معدل الفائدة ومعدل المردود بالنسبة للكلفة.

16. نفس المرجع، ص199.

17. رغم ما دوّنه الدكتور فؤاد مرسي ضمن سفره «الرأسمالية تجدد نفسها»، وما أشار إليه من مرونة الرأسمالية وقدرتها على تجديد نفسها وتجاوز مآزقها الدورية، إلا أنه يجدر التأشير أن هذه المرونة والديناميكية المشار إليها، والقدرة على التجديد ورغم أنه تاريخياً يُسجل، لكن حجة الواقع تثبت فشل الأفكار المتجددة في امتحانات لاحقة، كما أننا نتساءل في سياق ما يُطلق عليه الدكتور بـ : «الرأسمالية المتجددة»، بعد كم من التكاليف والخسائر والآثار... وأي الأزمات النمطية التي وصمة بها والقائلة بعبء تقيل.

أنظر : فؤاد مرسي، **الرأسمالية تجدد نفسها**، الكويت: المجلس الوطني للثقافة والفنون والآداب، سلسلة عالم المعرفة، العدد 147 / مارس 1990.

- 18 .محمد الفنيش، البلاد النامية والأزمات المالية العالمية: حول استراتيجيات منع الأزمات وإدارتها، سلسلة محاضرات العلماء الزائرين 17، البنك الإسلامي للتنمية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، جدة، 2000، ص26-27.
- 19 . هذه هي الوصفة المعتادة للصندوق، ويرى غير قليل أن المشورة السليمة كانت تقتضي عكس ذلك، وبذلك أضيفت إلى تكاليف الأزمة وأعبائها، تكاليف مشورة الصندوق الخاطئة.
- 20 . لقد ظهر خطأ في هذا الاتجاه بجلاء في أندونيسيا، حيث كان أول إجراء تم اتخاذه ضمن برنامج الصندوق في نوفمبر 1997 إغلاق ستة عشر بنكاً، وقد اعترف الصندوق بعد ذلك أن الإجراء زاد في تعميق الأزمة.
- 21 . يمكن أن تصنف « القروض » : وفق « مدة الاستحقاق » المتفق عليها إلى : طويلة الأجل، قصيرة ومتوسطة الأجل . وعلى أساس المبتغى منها، إلى : قرض استثماري، وآخر استهلاكي ... الخ . وبالنظر إلى « طبيعة الضمانات » المقدمة، إلى قرض عقاري مثلاً . أو من خلال « طبيعة المقرض والمقترض »، إلى : القروض الخاصة والعامة، الحكومية ... الخ.
- 22 .محمد الفنيش، مرجع سبق ذكره، ص29.
- 23 . Furman, Jason and Joseph Stiglitz. 1998, Economic Crises: Evidence and Insights from East Asia. Brookings Papers on Economic Activity
- نقلاً عن محمد الفنيش، مرجع سبق ذكره.
- 24 . عبد الله شحاتة، مرجع سبق ذكره، ص2.
- 25 .محمد الفنيش، مرجع سبق ذكره، ص29.
26. Stephanie Pomboy, **The Great Bubble Transfer**, Macro Mavens, 3 April 2002. www.macromavens.com/reports/the_great_bubble_transfer.pdf
27. جون بيلامي فوستر، فرد ماغدوف، الأزمة المالية العالمية وأزمة الأسهم، ترجمة عطية بن كريم الظفيري، ط1، مكتبة أفاق، الكويت، 2013، ص123.
- 28 . Charles P. Kindleberger, Robert Z. Aliber, **Manias, Panics, and Crashes A History of Financial Crises**, Fifth Edition, John Wiley & Sons, New Jersey, Canada, 2005.
- 29 . أحمد مهدي بلوافي، أزمة عقار أم أزمة نظام، مركز أبحاث الاقتصاد الإسلامي، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، المملكة العربية السعودية، 2008، ص11.
- http://islamiccenter.kau.edu.sa/arabic/Hewar_Arbeaa/abs/PDF-Hiwar4/Belwafi01.pdf
- 30 . نفس المرجع، ص 12.
- 31 . عقبة عبداللوي، فوزي محيريق، مصيدة السيولة الكينزية كأحد حلول الأزمة بين : وصمة من انتكاس رأسمالي ووصفة من طرح إسلامي، ملتقى دولي حول : الأزمة المالية والبدائل المالية والمصرفية ... النظام المصرفي الإسلامي نموذجاً، المركز الجامعي خميس مليانة، الجزائر، 5 – 6 ماي 2009، ص 11 .
- 32 . عقبة عبداللوي، فوزي محيريق، مرجع سبق ذكره، ص ص 11 - 12.
- * . تتناسب أسعار السندات تناسباً عكسياً مع سعر الفائدة. إذ يؤدي ارتفاع أسعار الفائدة إلى انخفاض أسعار السندات. ويعود السبب في العلاقة العكسية بين أسعار السندات وأسعار الفائدة إلى محدودية العائد السنوي المستحصل من السندات.