مؤتمر الأمم المتحدة للتجارة والتنمية

حظر
يحظر اقتباس محتويات هذا التقرير أو تلخيصها
في وسائط الإعلام المطبوعة أو المسموعة
أو المرئية أو الإلكترونية
قبل يوم 19 آذار/مارس 2009
الساعة 17/00 بتوقيت غرينتش

الأزمة الاقتصادية العالمية:
أوجه القصور النظُمية والتدابير العلاجية المتعددة الأطراف

موجز تنفيذي

الأمم المتحدة

مؤتمر الأمم المتحدة للتجارة والتنمية

الأزمة الاقتصادية العالمية: أوجه القصور النظُمية والتدابير العلاجية المتعددة الأطراف

تقرير فرقة عمل أمانة الأونكتاد المعنية
بالقضايا النظُمية والتعاون الاقتصادي

موجز تنفيذي

الأمم المتحدة

نيويورك وجنيف، 2009

ملاحظات

تتألف رموز وثائق الأمم المتحدة من حروف وأرقام. ويعني إيراد أحد هذه الرموز الإحالة إلى إحدى وثائق الأمم المتحدة.

ليس في التسميات المستخدمة في هذا المنشور، ولا في طريقة عرض مادته، ما يتضمن التعبير عن أي رأي كان للأمانة العامة للأمم المتحدة بشأن المركز القانوني لأي بلد أو إقليم أو مدينة أو منطقة، أو لسلطات أي منها، أو بشأن تعيين تخومها أو حدودها.

يمكن اقتباس المادة الواردة في هذا المنشور أو إعادة طبعها دون استئذان، ولكن المرجو التنويه بذلك، مع الإشارة إلى رقم الوثيقة. كما ينبغي إيداع أمانة الأونكتاد نسخة من المنشور الذي يتضمن النص المقتبس أو المعاد طبعه.

منشورات الأمم المتحدة
UNCTAD/GDS/2009/1

حقوق التأليف والنشر للأمم المتحدة، 2009 جميع الحقوق محفوظة

الأفكار الرئيسية

تدل الأزمة الراهنة، المتسمة بطابع عالمي ونظمي معاً، على مدى صحة النداء الذي ما برح الأونكتاد يوجهه منذ أمد بعيد لتدعيم الحَوكمة النقدية والمالية الدولية. وتعكس دينامية الأزمة أوجه القصور التي ينطوي عليها رفع الضوابط المالية على الصعيدين الوطني والدولي، واستمرار الاختلالات العالمية، وعدم وجود نظام نقدي دولي، وعمق أوجه عدم الاتساق بين السياسات التجارية والمالية والنقدية العالمية.

التدابير العلاجية على الصعيدين الوطني والمتعدد الأطراف

- **أثبتت "الحرية الاقتصادية المطلقة" التي تغنى 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 بتضخم الدين الحكومي:**
  - *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.*
- **خلق الإيمان الأعمى بكفاءة الأسواق المالية المحررة من الضوابط التنظيمية وعدم وجود نظام مالي ونقدي تعاوني اعتقاداً واهماً بإمكانية تحقيق أرباح دون مجازفة وأطلق يد الإسراف في الأنشطة المالية المضاربية في مجالات عديدة:**

- *لا سبيل إلى معالجة هذا القصور النظُمي إلا بعملية إصلاح وإعادة تنظيم شاملة تضطلع فيها الحكومات، يداً بيد، بدور نشط. وخلافاً لما تذهب إليه الآراء التقليدية، تشغل الحكومات موقعاً جيداً للحكم على تقلبات الأسعار في الأسواق التي تنشط فيها المضاربة المالية، ولا ينبغي أن تتوانى عن التدخل متى لاحت في الأفق اختلالات هامة.*

- **أدى الدور والوزن المتعاظمان لكبار المستثمرين الماليين في أسواق العقود السلعية الآجلة إلى التأثير في أسعار السلع الأساسية وتقلبها. وظهرت فقاعات مضاربية فيما يخص بعض السلع الأساسية أثناء فترة الازدهار وانفجرت بعد صدمة الرهون العقارية العالية المخاطر:**

- *ينبغي أن تتاح لهيئات التنظيم إمكانية الاطلاع 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 حالياً من الضوابط التنظيمية إلى "مضاربة مفرطة".*

- **كان من شأن عدم وجود نظام دولي تعاوني لإدارة تقلبات أسعار الصرف تيسير تفشي المضاربة على العملات وزيادة الاختلالات العالمية. وكما حدث في آسيا قبل عشر سنوات، دفعت المضاربة على العملات وأزمة أسواق الصرف بعدد من البلدان إلى حافة الإعسار وزادت من حدة الأزمة:**

- *لا ينبغي إخضاع البلدان النامية لتقدير "معدلات الأزمة" فيها من جانب الأسواق المالية ذاتها التي تسببت في متاعبها. ويجب الإسراع في وضع ترتيبات متعددة الأطراف أو حتى عالمية لأسعار الصرف للحفاظ على الاستقرار العالمي، وتلافي انهيار النظام التجاري الدولي، وتجنب اعتماد سياسات مسايرة للاتجاهات الدورية في البلدان المتأثرة بالأزمة.*

اتخاذ القرارات الاقتصادية على الصعيد العالمي

- أظهرت هذه الأزمة بجلاء أن عولمة الأنشطة التجارية والمالية تستدعي تعاوناً وتنظيماً عالميين. إلا أن الآثار المترتبة على حل هـذه الأزمـة وتلافي تكرارها تتجاوز نطاق التنظيم المصرفي والمالي وتطرح السؤال حول كيفية إحياء تعددية الأطراف وتوسيع نطاقها في عـالم مـاض في العولمة.
- يجب أن تؤدي الأمم المتحدة دوراً مركزياً في توجيه عملية الإصلاح هذه. ذلك أنها المؤسسة الوحيدة الـتي تكفـل عالميـة عـضويتها ومصداقيتها شرعية وصلاحية نظام الحَوكمة بعد إصلاحه. كما أنها أثبتت قدرتها على توفير تحليل نزيه والتوصية بسياسات عمليـة في هذا المجال.

تصدير الأمين العام للأونكتاد

ما كان تراجع الإقراض الذي شهده الاقتصاد العالمي في منتصف عام 2007 وتسارعت وتيرته في خريف عام 2008 ليحدث لولا الاجتماع النادر لعدد 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 "النظُمية" رفع كل الضوابط التنظيمية عن الأسواق المالية وزيادة تعقيد تقنيات المضاربة والهندسة المالية. ومن العوامل الأخرى التي كان لها دور أيضاً عدم الاتساق النظُمي بين النظم التجارية والمالية والنقدية الدولية، فضلاً عن عدم إصلاح الهيكل المالي العالمي. وزادت حدة عدم الاتساق هذا مؤخراً مع ظهور عناصر فاعلة جديدة وقوية في الاقتصاد، وخاصة من البلدان الناميـة، دون أن يصحبها الإصلاح اللازم للإطار الناظم للاقتصاد العالمي.

وقد شدد الأونكتاد على مدى سنوات عديدة، حتى عندما كانت الآفاق الاقتصادية العالمية إيجابية أكثر بكثير مما هي عليه اليوم، على الحاجة إلى الاتساق النظُمي. ودأب الأونكتاد على تسليط الضوء على عيوب النظام الاقتصادي الدولي متحدياً النظرية الاقتصادية السائدة في تبريرها للتحرير المالي دون وجود إطار تنظيمي عالمي واضح. ووجه الأونكتاد الانتباه إلى أن الاقتصاد العالمي تهدده اختلالات تجارية خطيرة وتساءل عن كيفية تصحيحها دون المساس بالتنمية. وحذرنا من أن التدابير التصحيحية قد تتخذ شكل تباطؤ مفاجئ وانتكاس حاد، إذا لم يكن هناك تنسيق دولي لسياسات الاقتصاد الكلي. وفي السنوات الأخيرة، أشرنا إلى تزايد احتمالات وقوع الاقتصاد الحقيقي رهينة نزوات الأسواق المالية وتقلباتها. وفي هذا الإطار، دعا الأونكتاد دائماً إلى تعزيز الحوكمة النقدية والمالية الدولية.

ومن الضروري تحسين فهم الكيفية التي أدى بها انعدام التنظيم المالي السليم إلى عمليات مضاربة متزايدة المخاطر في أسواق السلع الأساسية وأسواق الصرف والكيفية التي أسهم بها رفع الضوابط المالية والتحرير العام إلى اختلالات عالمية. وقد يتيح ذلك تيسير إدراك أن السبيل الوحيد لمعالجة أوجه القصور النظُمية هذه وغيرها إنما يكون

بالإصلاح الجذري للنظامين النقدي والمالي الدوليين عن طريق عمليات وآليات تعاونية متعددة الأطراف وواسعة النطاق تعزز دور البلدان النامية في الحَوكمة العالمية.

وهذا ما دعاني في تشرين الأول/أكتوبر 2008 إلى إنشاء فرقة عمل مشتركة بين شعب الأونكتاد معنية بالقضايا النظمية والتعاون الاقتصادي، يكون على رأسـها مدير شعبة العولمة واستراتيجيات التنمية. وكُلفت هذه المجموعة من خبراء الأونكتـاد الاقتصاديين بدراسة الأبعاد النظُمية للأزمة وتقديم مقترحات لاتخاذ إجراءات سياساتية على الصعيدين الوطني والمتعدد الأطراف. وغني عن البيان أن البعد الإنمـائي وتقـديم الإجابات الملائمة هما أهم شواغل الأونكتاد وأن المسائل التي يتناولهـا هـذا التقريـر حددت من هذا المنظور.

وليس من شك في أن المشاكل التي يواجهها الاقتصاد العالمي حالياً تـستدعي حلولاً عالمية، إلى جانب الحاجة إلى تعزيز التنظيم المالي على الصعيد الوطني. ويجب أن تؤدي الأمم المتحدة دوراً مركزياً في عملية الإصلاح هذه، ليس فقط لأنهـا المؤسـسة الوحيدة التي تتسم بعالمية العضوية والمصداقية لضمان شرعية وصلاحية نظام الحَوكمة بعد إصلاحه، بل لأنها أثبتت أيضاً قدرتها على توفير تحليل نزيه والتوصية بـسياسات عملية في هذا المجال.

سوباتشاي بانيتشباكدي

الأمين العام للأونكتاد

موجز تنفيذي

لم تبلغ الأزمة الاقتصادية العالمية الحضيض بعد. فالاقتصادات الصناعية الكبرى تعاني انتكاساً عميقاً، بينما يتباطأ النمو في العالم النامي بشدة. ولا يمكن استبعاد احتمال وقوع عدد كبير من الاقتصادات الكبيرة في شرك الانكماش. ولا يزال الشغل الشاغل اليوم هو إطفاء الحريق، ولكن لا يقل عن ذلك استعجالاً الوقوف على جذور الأزمة والشروع في عملية إصلاح عميق لنظام الحَوكمة الاقتصادية العالمي.

ومن المؤكد أن مسببات هذه الأزمة أكثر تعقيداً مما توحي به الشروح التبسيطية التي توجه إصبع الاتهام إلى التقصير الحكومي. إذ لا يمكن تفسير الانهيار شبه الكامل للنظام المالي لا بـ "السيولة المفرطة" نتيجة "السياسة النقدية التوسعية في الولايات المتحدة" ولا بـ "وفرة المدخرات العالمية"، ولا حتى بسوء سلوك فردي. ومما لا شك فيه أنه لولا جشع عدد كبير من العناصر الفاعلة التي حاولت تحقيق عوائد ثنائية الرقم من نظام اقتصادي ينمو نمواً لا يتجاوز النطاق الأدنى من الأرقام الفردية لما انفجرت الأزمة بهذه الحدة. لكن السياسات الجيدة كان ينبغي أن تأخذ في الاعتبار جشع الإنسان وقصر نظره. وكان انفجار فقاعة أسعار العقارات في الولايات المتحدة هو السبب وراء الانكشاف المفاجئ للمراكز المضاربية في جميع قطاعات السوق المالية تقريباً، ولكن جميع هذه الفقاعات ما كان لها أن تدوم أصلاً، بل كانت ستنفجر عاجلاً أم آجلاً. أما أن يأتي اليوم واضعو السياسة، الذين يفترض فيهم حسن التبصر في الأمور، ليؤكدوا أن الجشع ما عاد يضبطه ضابط أو أن هيئات التنظيم "غافلها النوم وهي ممسكة بدفة القيادة" فأمر غير جدير بالتصديق.

وأدى رفع الضوابط المالية، جراء الإيمان الإيديولوجي بفضائل السوق، إلى "ابتكار" أدوات مالية لا تمت بصلة للأنشطة الإنتاجية في القطاع الحقيقي للاقتصاد. وتشجع هذه الأدوات أنشطة المضاربة التي تستند إلى معلومات مقنعة في ظاهرها، ولكن لا تعدو كونها في حقيقة الأمر استقراءً للاتجاهات وإسقاطها في المستقبل. وعلى هذا النحو، يمكن للمضاربة على عوائد مفرطة أن تدعم ذاتها بذاتها فترة من الزمن. وتعمد عناصر فاعلة كثيرة تتوافر بين أيديها مبالغ مالية كبيرة (مقترضة في كثير من الأحيان) إلى المراهنة على التطور "المعقول" نفسه (مثل الارتفاع المطرد لأسعار العقارات أو النفط أو الأسهم والسندات أو العملات). وما دامت وسائط الإعلام

والمحللون وواضعو السياسات المزعومون يؤكدون التوقعات فإن المراهنة على اسـتمرار ارتفاع الأسعار أمر يبدو خالياً من المجازفة والهوى.

وخلافاً للرأي السائد في مؤلفات التنظير الاقتصادي، لا يؤدي هذا النوع مـن المضاربة إلى تثبيت الأسعار بل إلى زعزعة استقرارها. ولما كان يستحيل معرفة الـسعر "الحقيقي" في عالم يتسم باللايقين الموضوعي فإن الشرط الأساسي لكي تؤدي المضاربة إلى تثبيت الأسعار غير متوافر. ولا مفر من أن تصطدم التوقعـات المتماثلـة، ولكـن الخاطئة، بشأن اتجاهات الأسعار في الأمد البعيد بجدار الواقع، لأن الأموال لم تـستثمر في القدرة الإنتاجية للاقتصاد الحقيقي، حيث كان يمكن أن تحدث زيـادة في الـدخل الحقيقي. وعندما يواجه حماس الأسواق المالية واقع الاقتصاد الحقيقي، البطيء النمـو نسبياً، يصبح تصحيح التوقعات المبالغ فيها للعناصر الفاعلة في الأسواق الماليـة أمـراً لا مفر منه.

وفي هذه الحالة، يتوقف أداء الاقتصاد الحقيقي إلى درجة بعيدة على مقدار الدين القائم: فكلما زاد عدد العناصر الاقتصادية الفاعلة المشاركة مباشرة في الأنشطة المضاربية الممولة بقروض زادت صعوبة خفض نسبة الاستدانة، أي تكييف مستوى الاقتراض مـع تراجع الإيرادات. وإذ يحاول المدينون تحسين وضعهم المالي ببيع الأصول وخفض الإنفاق فإنهم يساهمون في هبوط أسعار الأصول، الأمر الذي يستتبع تراجعـاً كـبيراً في أربـاح الشركات و"انكماشاً مرتبطاً بالدين" في قطاعات أخرى. وهذا من شأنه أن يـؤدي إلى انكماش أسعار السلع والخدمات لأنه يقيد القـدرة علـى الاسـتهلاك والاسـتثمار في الاقتصاد بأكمله. وهكذا، *فإن سعي بعض القطاعات الفاعلة إلى أداء خدمة ديونها يعوق قدرة عناصر أخرى على ذلك*. والسبيل الوحيد للخروج من هذا المـأزق هـو تـدخل الحكومات لتثبيت استقرار النظام عن طريق "تضخيم الدين الحكومي".

* * *

ولعل من المفيد التذكير بنهاية نظام بريتون وودز الذي نعم العالم أثناءه بعقدين من الرخاء والاستقرار النقدي. ومنذ ذلك الحين، ما برحت الاخـتلالات والأزمـات المالية في الاقتصاد العالمي تزداد تواتراً وحجماً، حتى بلغت ذروتها في الأزمة الراهنـة. ولما كانت الاختلالات في الحساب الجاري تعكسها اختلالات في الحساب الرأسـمالي فإنها تؤدي إلى انتشار الأزمة المالية سريعاً عبر البلدان. فالبلدان التي تسجل فائـضاً في الحساب الجاري تضطر، بشكل أو بآخر، إلى سد الفارق بين إيراداتها من الـصادرات

وإنفاقها على الواردات بقروض تقدمها للبلدان التي تسجل عجزاً. والزيادة الشديدة في علاقات الإقراض والاقتراض بين البلدان تجد تعليلها أيضاً في سعي البلدان النامية الـتي خرجت لتوها من الأزمات المالية التي ألمت بها منذ منتصف التسعينات إلى توقي الرياح العاتية التي عصفت بأسواق رأس المال العالمية.

وتنعكس الخسائر المالية في بلدان العجز أو عدم القدرة على تسديد القـروض انعكاساً مباشراً في بلدان الفائض وتنذر بتقويض نظامها المالي. وطريقة العدوى هـذه شديدة في عالم اليوم الذي يفتقر بوضوح إلى حوكمة العلاقات النقدية والمالية الدولية. ومن الأسباب الهامة الأخرى لتعاظم الاختلالات حركة الأسعار النسبية للسلع التجارية نتيجة المضاربة في أسواق الصرف والأسواق المالية، الأمر الذي يـؤدي إلى انحرافـات كبيرة في أسعار الصرف. وأفضت المضاربة في أسواق الصرف بسبب الفوارق في أسعار الفائدة إلى إنفاق مفرط في البلدان المتلقية لرأس المال بدأ الآن يهدأ. ومع تدفق رؤوس الأموال الباحثة عن عائد عال ارتفعت عملات البلدان المتلقية لرأس المال (التي تتـسم بنسبة تضخم وأسعار فائدة أعلى) بالقيمة الاسمية والحقيقيـة، الأمـر الـذي أدى إلى تغيرات كبيرة في المزايا المطلقة أو في مستوى القدرة التنافسية الإجمالية لبعض البلـدان مقارنة ببلدان أخرى.

وكان انفكاك الترابط بصفة متزايدة بين تغـيرات أسـعار الـصرف الاسميـة و"الأساسيات الاقتصادية" (وبخاصة فارق التضخم بين البلدان) سبباً رئيسياً من أسباب الاختلالات العالمية المتعاظمة. وإذا أريد لزيادة الرفاهية الاقتصادية أن تستمر فلا بد من تعميمها دون المساس بالمراكز التنافسية النسبية للبلدان. واستحواذ الـشركات علـى حصص في السوق على حساب شركات أخرى هو عنصر أساسي من عناصر النظـام السوقي. ولكن عندما تكتسب دول حصصاً على حساب دول أخرى بسبب تفـوق مركزها التنافسي يصعب تجنب الوقوع في مأزق. فإذا لم تكن الدول "الفائزة" راغبة في السماح بإعادة توازن المراكز التنافسية بشكل كامل في الأمد البعيد فإنها لا تبقي أمام الدول "الخاسرة" خياراً سوى الإفلاس. وهذه الظاهرة أطلق عليها ج. م. كينز قبـل 80 سنة اسم "مشكلة التحويل"، وما زال أساسها المنطقي صالحاً اليوم.

وبالإضافة إلى كل هذه العوامل، أدى الارتفـاع المفـرط في أسـعار الـسلع الأساسية إلى ظهور فوائض في الحساب الجاري، كبيرة جداً في بعـض الأحيـان، في البلدان المصدرة لهذه السلع خلال السنوات الخمس الماضية. ولكن عندما أزفت ساعة

"التصحيح" سرعان ما تدهورت حالة العديد من منتجي السلع الأساسية في البلـدان النامية الأفقر والأصغر. وثمة أدلة متزايدة على أن طغيان الأصول الماليـة في أسـواق العقود السلعية الآجلة أدى دوراً مهماً في اتساع نطاق تقلب الأسواق واشتداد حدته. وقد تتصاعد الأسعار في كثير من الأسواق المادية لمجرد توقع الجميع ارتفاع الأسـعار، وهو توقع قد يكون هو نفسه ناجماً عن ارتفاع الأسعار الآجلة بسبب تحـول القـوة المضاربية بين الأسواق المالية وأسواق العقود السلعية الآجلة وأسواق الصرف.

* * *

لقد ظهرت الأزمة المالية العالمية في وقت كان فيه المجتمع الدولي عـاجزاً عـن ضبط الاقتصاد المعولم بقواعد عالمية جديرة بالثقة، ولا سيما فيما يتعلـق بالعلاقـات المالية الدولية وسياسات الاقتصاد الكلي. وكان من الأسباب التي أسهمت في حدوث الفقاعات المضاربية، بدءاً بفقاعة أسعار العقارات في الولايات المتحدة، السياسة النشطة التي أريد بها رفع الضوابط التنظيمية عن الأسواق المالية في العالم أجمع، والـتي أقرتهـا الحكومات على نطاق واسع في مختلف أرجاء العالم. ومما ساعد على تعميم المخـاطر وفصلها - ونشر المعلومات المتعلقة بها - اللجوء إلى "طرح سندات الاقتراض" بوسائل منها السندات المدعومة برهون عقارية، وهي وسائل أرضت على مـا يبـدو تـوق المستثمرين إلى تحقيق أرباح ثنائية الرقم. وفي هذه المرحلة فقط بدأ الجشع والإسـراف يعملان عملهما. ولو وجدت قواعد تنظيمية أنسب لما أمكن توقع تحقيق عوائد ثنائية الرقم من أدوات مالية صرفة.

لقد كانت هذه التوقعات واهمة منذ البداية لأن النمو الاقتصادي الحقيقـي في معظم البلدان المتقدمة لم يكن يتجاوز 5 في المائة. وقد يكون من طبيعة الإنسان كبت إحباطات الماضي، بيد أن الخبراء ووكالات تقييم الجدارة الائتمانية وهيئات التنظـيم ومستشاري واضعي السياسات يعلمون أن الجميع لا يمكنه تحقيق أرباح فوق المتوسط وأن للاقتصاد الحقيقي قدرة محدودة جداً على استيعاب الإيرادات المتأتية من أسـعار العقارات والسلع الأساسية المبالغ فيها أو من انحرافات أسعار الصرف. وكان يجـدر الاتعاظ بتجربة طفرات أسواق الأوراق المالية في "الاقتصاد الجديد"، ولكن بدلاً مـن ذلك عمد عدد كبير من العناصر الفاعلة في الأسواق الماليـة إلى اسـتثمار أموالـه في صناديق استثمار رأس المال المخاطر وفي "أدوات مالية مبتكـرة". واضـطرت هـذه الصناديق لزيادة انكشافها للمخاطر من أجل تحقيق عوائد أكبر، مـستخدمةً نمـاذج

حاسوبية متطورة بحثاً عن أفضل المراهنات، الأمر الذي أدى في حقيقة الأمر إلى زيادة عدم الوضوح الذي يتسم به الكثير من الأدوات. والآن فقط، بعد تجربة هذه الأزمـة، أخذ العديد من العناصر الفاعلة وواضعي السياسة يدركون شيئاً فشيئاً أهميـة النمـو الاقتصادي الحقيقي وضرورة ارتباطه بالعائد الممكن لرأس المال.

لقد أظهرت هذه الأزمة بجلاء أن عولمة الأنشطة التجارية والماليـة تـستدعي تعاوناً وتنظيماً عالميين. إلا أن الآثار المترتبة على حل هذه الأزمة وتـلافي تكرارهـا تتجاوز نطاق التنظيم المصرفي والمالي وتطرح السؤال حول كيفيـة إحيـاء تعدديـة الأطراف وتوسيع نطاقها في عالم ماض في العولمة.

* * *

إن السلوك المتشابه الذي يسلكه العديد من العناصر المشاركة في الأسواق المالية وقلة المعلومات التي يمكن أن توجه هذا السلوك عاملان يبرران تدخلاً حكومياً أكـبر بكثير. وعلى عكس أسواق السلع والخدمات المتناثرة والكمية الضخمة من البيانـات المستقلة التي تساهم في تشكيل الأسعار، فإن معظم المعلومـات الـتي تحـدد سـلوك المضاربين والمستثمرين برؤوس أموال المخاطرة معلومات متاحة للعموم وفهمها يتبـع أنماطاً تفسيرية بسيطة نسبياً. ولا تستطيع العناصر المشاركة في الأسواق ولا الحكومات معرفة أسعار التوازن في الأسواق المالية. ولكن هذا ليس عذراً مقبولاً لعدم التـدخل، بعدما صار معروفاً الآن أن العناصر المشاركة في الأسواق المالية، فضلاً عن أنها لا تعلم شيئاً عن التوازن، ينزع سلوكها بصفة منهجية إلى إبعاد أسعار الأسواق المالية عن نقطة التوازن. والحكومات أيضاً لا تعرف نقطة التوازن، ولكنها في وقت من الأوقات أفضل من يستطيع أن يحكم على السوق، هل اختل توازنها أم لا، خاصة إذا كانت الكفـاءة التشغيلية/الاجتماعية هي المعيار الأساسي للتنظيم.

وإذا كان فشل الأسواق المالية قد حطم الاعتقاد الساذج بأن التحريـر المـالي الجامح وامتناع الحكومات المقصود عن التدخل سيحققان درجة قصوى من الرفاهية، فإن الأزمة الراهنة تتيح فرصة لا ينبغي تفويتها. ويجب أن تضطلع الحكومات وهيئات الإشراف والمؤسسات الدولية بدور حيوي، بما يمكّن المجتمع برمته من جني الثمار التي يمكن أن يؤتيها نظام سوقي تتخذ القرارات فيه بصورة لا مركزية. ولـضمان كفـاءة عمل أسواق السلع والخدمات المتناثرة، لا بد من تدخل متسق وحـازم في الأسـواق المالية تقوم به المؤسسات العليمة بالمخاطر النظُمية التي تتطلب نظـرة مختلفـة تمامـاً

عما يتطلبه تقييم مخاطر المستثمرين الأفراد. وقد أثبتت "الحرية الاقتصادية المطلقة" التي تغنى بها أصوليو السوق على مدى السنوات العشرين الماضية فشلها الذريع. وللانطلاق من أسس سليمة في تنظيم الأسواق المالية مرة جديدة، لا بد من استيعاب الدروس التي أبرزتها الأزمة، مثل ما يلي:

- ينبغي تعريف الكفاءة المالية بأنها قدرة القطاع المالي على حفز النمو الاقتصادي الطويل الأجل وتوفير خدمات ميسرة للاستهلاك. وأحد الأهداف الرئيسية للإصلاح التنظيمي هو تهيئة نظام يسمح باستئصال الأدوات المالية التي لا تساهم في الكفاءة التشغيلية أو الاجتماعية؛
- لا يمكن تلافي المراجحة التنظيمية إلا إذا كانت هيئات التنظيم قادرة على تغطية كامل النظام المالي وضمان الإشراف على جميع المعاملات المالية على أساس المخاطر التي تنشئها؛
- يجب تكميل القواعد التنظيمية التحوطية على المستوى الجزئي بسياسات تحوطية على المستوى الكلي بهدف تكوين احتياطي في فترات الازدهار يسمح بتلافي استنفاد السيولة في أوقات الأزمات؛
- في ظل عدم وجود نظام مالي دولي 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 العملات وآجال 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 البلدان النامية أن تطور قطاعاتها المالية تدريجياً لتلافي دورات الازدهار والكساد؛
- ينبغي لهيئات التنظيم في مختلف البلدان أن تتقاسم المعلومات وتعكف على وضع معايير متماثلة وتتلافى التنافس على الحد الأدنى من التنظيم المالي.

وفيما يخص تزايد عدد المستثمرين الماليين في أسواق العقود الـسلعية الآجلـة، تستدعي عدة مجالات اتخاذ تدابير فورية لتحسين القواعد التنظيمية والتعاون العالمي:

- يلزم إبلاغ بيانات تجارية شاملة بغية رصد المعلومات بشأن الـصفقات الكبيرة في أشباه العقود التي يمكن أن تؤثر في الأسواق المنظمة، بحيـث تتمكن هيئات التنظيم من فهم العوامل التي تحرك الأسعار والتدخل إذا ثارت مشاكل في بعض المعاملات التجارية؛
- ينبغي أيضاً للإصلاح التنظيمي الفعال أن يسد ثغرة المتعاملين بالائتمان المتبادل لتمكين هيئات التنظيم من منع الآثار غير المرغوبة فيهـا الـتي تحدثها أسواق التعاملات خارج البورصـة علـى بورصـات الـسلع الأساسية. ولذلك، ينبغي أن تكون هيئات التنظيم قادرة على التدخل عندما تتجاوز مراكز المتعاملين بالائتمان المتبـادل حـدود المراكـز المضاربية بحيث تمثل "مضاربة مفرطة"؛
- يستتبع جانب تنظيمي رئيسي آخر توسيع نطـاق تغطيـة المنتجـات بتقارير المراكز المفصلة لبورصات السلع الأساسية في الولايات المتحدة والاشتراط على البورصات خارج الولايات المتحدة التي تتعامل بأشباه العقود أن تجمع بيانات مماثلة. وتوسيع سلطات هيئات التنظيم سيسمح لها بمنع السلوك التجاري المحدث للفقاعات من التأثير سلباً علـى أداء أسواق العقود السلعية الآجلة؛
- لا بد من بذل جهود متجددة لإنشاء ترتيب مؤسسي عالمي يحظى بدعم جميع الدول المعنية، ويتكون من احتياطي مـادي أدنى مـن الحبـوب (لتثبيت استقرار الأسواق والاستجابة لحالات الطـوارئ والأزمـات الإنسانية) وكذلك لإنشاء آلية تدخل. وينبغـي تـوخي التـدخل في الأسواق الآجلة عندما ترى مؤسسة عالمية مختصة أن أسـعار الـسوق تخرج كثيراً عن نطاق سعري متغير يقـدر بالاسـتناد إلى أساسـيات السوق. وينبغي أن تكون الآلية العالمية قادرة على المراهنة ضد مراكـز صناديق استثمار رأس المال المخاطر وغيرها مـن العناصـر الكـبيرة المشاركة في السوق، وبالتالي على تولي دور "صانع السوق".

وفي اقتصاد معولم، يتطلب التدخل في الأسواق المالية التعـاون والتنـسيق بـين المؤسسات الوطنية، ويستدعي وجود مؤسسات متخصصة تحظى بولاية متعددة الأطراف للإشراف على التدابير الوطنية. ويتسم هذا الأمر بأهمية أكبر في أوقات الأزمات منـه في الظروف العادية. ولا يبدو مناسباً أن تميل حكومات كثيرة إلى تكليف الأسواق المالية من جديد بدور القاضي أو المحلف في عملية الإصلاح - ما يعني في حقيقة الأمر ائتمان هذه الأسواق على مصير أمم كاملة. ومن الضروري تثبيت استقرار أسعار الصرف بتـدخل حكومي مباشر ومنسق، يدعمه إشراف متعدد الأطراف، بدلاً من ترك القـرار للـسوق ومحاولة "إقناع" العناصر المشاركة في الأسواق المالية "بمصداقية السياسات" في البلد الذي تنخفض قيمة عملته، الأمر الذي يعني عادةً اعتماد سياسات مسايرة للاتجاهات الدوريـة مثل خفض الإنفاق الحكومي أو رفع أسعار الفائدة.

ولا بد من معالجة مشاكل أنشطة المضاربة المالية المفرطة معالجـة متكاملـة. فالاقتصار مثلاً على تناول الجوانب الوطنية لإعادة التنظيم منعاً لحدوث فقاعات عقارية وإنشاء أصول متصلة بها قائمة على أدوات مالية محفوفة بالمخاطر ليس من شأنه سوى تكثيف المضاربة في مجالات أخرى مثل أسواق الأسهم. ومنع المضاربة على العمـلات بإنشاء نظام نقدي عالمي جديد تعدل فيه أسعار الصرف تلقائياً قد يؤدي إلى إعـادة توجيه المضاربة الباحثة عن أرباح سريعة نحو أسواق العقود السلعية الآجلـة وزيـادة تقلبها. ويصدق هذا أيضاً على النجاحات الإقليمية في مكافحة المضاربة التي من شأنها تحويل أنظار المضاربين إلى مناطق أخرى. والحل الدائم الوحيد هو إغلاق "الكـازينو الكبير"، وكل ما عدا ذلك مصيره الفشل.

- - - - -