

الأزمات المالية: المظاهر والنتائج والأسباب^(*)

د. أحمد بلوافي**

المقدمة.

فرضت الشدة والآثار التي خلفتها أزمة الرهن العقاري التي أصابت أمريكا ثم انتقلت إلى الدول الأخرى أمر الاهتمام "بأدبيات" و"فقه" الأزمات المالية، وخاصة من قبل المهتمين والمختصين في الاقتصاد الإسلامي بغرض الإجابة على أسئلة جوهرية من قبيل: ما معنى الأزمة؟ وما هي أشكالها؟ ما الأسباب الرئيسة التي تقف خلف الحدوث المتكرر وبوقوع أشد للأزمات المالية؟ ما هي أهم النتائج والمظاهر لهذه الأزمات؟، بعد هذه التجارب الممتدة هل يمكن التوصل إلى علاج ناجع يضع حداً لها؟ وهل بالإمكان تطوير نظم إنذار مبكر تستطيع التقاط التوترات في مراحلها الأولى؟ أسئلة ذات أهمية بالغة لما لها من انعكاسات على كيفية التعامل مع حالة "الاستقرار" التي طغت على عمليات النظم النقدية والمالية ثم انعكست على مؤشرات وأداء القطاع الحقيقي، إلا أنه يصعب الإجابة عليها في بحث واحد ومن قبل باحث بمفرده، ومن ثم فإن هذه المقالة تحاول رصد بعض المظاهر والنتائج والأسباب

(*) مادة هذا المقال مستخلصة من ورقة "الأزمة المالية العالمية: الأسباب - الحلول - النتائج" التي قدمت للندوة التي نظمتها كلية الاقتصاد والإدارة بالتعاون مع مركز أبحاث الاقتصاد الإسلامي بجامعة الملك عبد العزيز، تحت عنوان: "الأزمة المالية العالمية .. ماذا بعد؟"، وذلك يوم الأربعاء ٢١ ذو القعدة ١٤٢٩ هـ الموافق ١٩ نوفمبر ٢٠٠٨ م، وقد نقحت وتم إضافة وتحديث بعض المعطيات فيها.

** مركز أبحاث الاقتصاد الإسلامي جامعة الملك عبد العزيز - جدة

كخطوط عريضة من خلال مخلفات هذه الأزمات ومن خلال الأدبيات الاقتصادية التقليدية والإسلامية لتستخلص بعض الملاحظات الأولية بشأن هذه الأسئلة الهامة، وقد قسمت المقالة إلى فقرات ثلاث: الأولى تتناول بعض المظاهر والتائج، والثانية تتناول تفسير أسباب حدوث الأزمات في الأدبيات الاقتصادية التقليدية والإسلامية مع تسليط الضوء على الأسباب التي ذكرت بشأن الأزمة الأخيرة -أزمة الرهن العقاري-، أما الفقرة الأخيرة فقد حوت أهم النتائج والتوصيات.

١ - المظاهر والتائج:

يتسم العصر الذي نعيش فيه بكثرة وقوع الأزمات والاضطرابات المالية وهو ما أهله لأن يوصف بعصر الاضطراب^١، فلا يكاد يخلو عقد دون وقوع اضطراب واحد على الأقل^٢، ومن مظاهر ونتائج ذلك ما يلي^٣:

- الاضطرابات المالية تقف على رأس المخاطر التي تهدد استقرار الاقتصاد العالمي. فقد أشار تقرير منتدى الاقتصاد العالمي الذي

^١ اختار آلن غرينسبان (Alan Greenspan)، الذي شغل منصب رئيس الاحتياط الفيدرالي (البنك المركزي)

الأمريكي لمدة ١٩ عاماً هذه العبارة عنواناً لمذكراته التي نشرها في عام ٢٠٠٧ م: Greenspan, Alan (2007),

The Age of Turbulence Adventures in a New World.

^٢ ذكر المدير العام لصندوق النقد الدولي، دومينيك سترأوس -كان (Dominique Strauss-Kahn) أن الصندوق

تعامل مع ١٢٢ أزمة مصرفية خلال العقود الأخيرة:

IMF Survey Magazine, (2009), Global Economic Crisis: Need to Fix Banking Sector for Stimulus to Work, IMF Survey online, January 26, 2009.

^٣ بلوافي، أحمد، (٢٠٠٨)، البنوك الإسلامية والاستقرار المالي: مناقشة ورقة عمل صادرة عن صندوق النقد الدولي،

المجلد ٢١، العدد ٢، مجلة جامعة الملك عبد العزيز: الاقتصاد الإسلامي، ص: ٧٧-٧٧.

صدر في يناير ٢٠٠٨م وحمل عنوان "المخاطر العالمية ٢٠٠٨م" أن النظم المالية المضطربة، وخاصة أزمة الرهن العقاري التي تفاقمت في أمريكا في منتصف وأواخر عام ٢٠٠٧م، تمثل تحدياً كبيراً يؤثر على استقرار الاقتصاد العالمي. لهذا فقد طالب التقرير بزيادة التدخل في أسواق المال لتقليل حدة المخاطر وتحسين حوكمة النظام المالي العالمي من خلال شبكة مسئولين لإدارة المخاطر. وأكد التقرير على أن التركيز المتزايد على الأسواق المالية المضطربة والتوترات السياسية المتفاقمة قد يدفعان الحكومات والشركات إلى تجاهل المخاطر الأقل إلحاحاً مثل التغيرات المناخية، وهذا من شأنه أن يزيد في صعوبة التعامل مستقبلاً مع هذه القضايا الحرجة بعيدة المدى. وبعد مضي -ثمانية شهور (أغسطس ٢٠٠٨م) على صدور التقرير تفاقم وضع أزمة الرهن العقاري وتحول إلى أزمة ائتمان عالمية كبرى حاولت أمريكا ودول الاتحاد الأوروبي احتواءها من خلال عمليات إمداد البنوك بمزيد من السيولة، إلا أنها لم تفلح، فتلاحقت فصول الأزمة بإعلان بنك ليهان برذارز (Lehman Brothers) إفلاسه في شهر سبتمبر عام ٢٠٠٨م، ثم ازداد الوضع سوءاً مع مرور الأيام إلى أن دخل العديد من الدول في

¹ World Economic Forum, (2008), *Global Risks 2008 a Global Risk Network Report*, www.weforum.org.

² Bank of International Settlement (2008), *78th Annual Report*, p.3

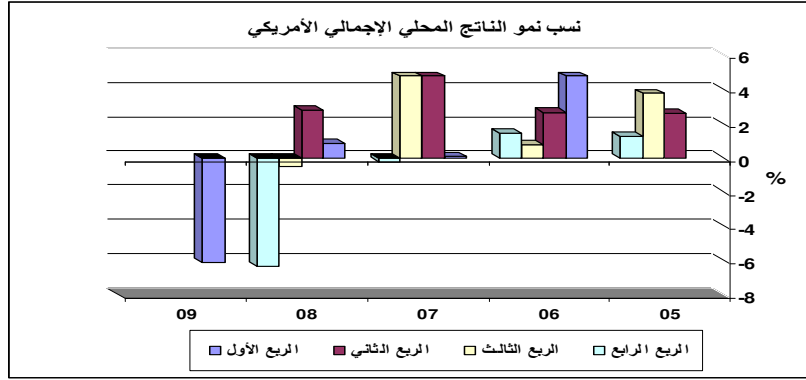
مرحلة الركود الاقتصادي، وانتقل أثر الأزمة إلى القطاع الحقيقي على نطاق عالمي واسع وبدرجات متفاوتة.

- غياب الاستقرار المالي يؤثر على النمو الاقتصادي. ففي ظل تداعيات أزمة الرهن العقاري أعاد صندوق النقد الدولي النظر في توقعاته بشأن نمو الاقتصاد العالمي العديد من المرات، كان آخرها أبريل ٢٠٠٩م، حيث ذكر الصندوق في تقريره نصف السنوي عن الاستقرار المالي العالمي الصادر يوم ٢١ أبريل ٢٠٠٩م: "أنه يترجح أن تمر فترة طويلة قبل أن يتعافى الاقتصاد"، لأن الاقتصادات المتقدمة سجلت تراجعاً بنسبة ٧١٤٪ في إجمالي الناتج المحلي الحقيقي خلال الربع الأخير من عام ٢٠٠٨م، وكان مدير الصندوق دومينيك سترأوس - كان قد صرح في ١٦ أبريل بأن الاقتصاد العالمي قد يشهد انكماشاً حاداً بتحقيق معدل نمو سالب هذا العام^١ وهذا الذي توصل إليه الصندوق يتماشى مع الأوضاع التي آلت إليها اقتصادات بعض الدول المتأثرة كثيراً بالأزمة مثل أمريكا، فالبيانات الرسمية الأمريكية تشير إلى أن الاقتصاد الأمريكي شهد انكماشاً كبيراً في الربع الأخير من عام ٢٠٠٨م، وكذا الربع الأول من العام الحالي، الرسم البياني (١)

^١ صندوق النقد الدولي، (٢٠٠٩)، آفاق الاقتصاد العالمي: ملخص واف، ص. ١.

^٢ وقد كانت توقعات الصندوق قبل نحو ثلاثة أشهر فقط من هذا التاريخ تشير إلى أن الاقتصاد العالمي سينمو بواقع نصف نقطة (٠.٥٪):

يوضح ذلك، وهذا يدل على مدى عمق هذه الأزمة، وانتشار أثرها مع عدم وصول آثارها للحد النهائي بعد.



الرسم البياني (١) نسب نمو الناتج المحلي الإجمالي الأمريكي الحقيقي من الربع الثاني ٢٠٠٥م إلى الربع الأول ٢٠٠٩م.

المصدر: U.S. Bureau of Economic Analysis, April 29, 2009

- انتشار الاضطرابات المالية يبين مدى هشاشة النظام المالي القائم، فقد ذكر صندوق النقد الدولي في تعليقه على أزمة الرهن العقاري الأمريكية على إثر نشره للتقرير الدوري عن الاستقرار المالي في عام ٢٠٠٨م أن أحداث الأشهر الستة الممتدة من أكتوبر ٢٠٠٧م إلى إبريل ٢٠٠٨م، برهنت على الهشاشة التي يتسم بها النظام المالي العالمي والتي أثارت تساؤلات جوهرية حول مدى فعالية الاستجابة التي أصدرتها مؤسسات القطاعين الخاص والعام.

^١ صندوق النقد الدولي (٢٠٠٨)، تقرير الاستقرار المالي العالمي (GFSR)، إبريل ٢٠٠٨م.

^٢ صندوق النقد الدولي (٢٠٠٨)، تقرير صندوق النقد الدولي: ملخص واف، ص. ١٠.

- التسعينيات عصر المراهنة والمجازفة (Speculation) على العملات وأسواق المال بدءاً بأزمة الجنيه الإسترليني والليرة الإيطالية (١٩٩٢/١٩٩٣ م)^١، وانتهاءً بأزمة دول جنوب شرق آسيا (١٩٩٧/١٩٩٨ م) التي تحول الحديث في ظلها من المعجزة الآسيوية (The Asian Miracle) إلى الانفلونزا الآسيوية (The Asian Flu)، وحدا بالرئيس الأندونيسي في ذلك الوقت إلى القول: "إننا خسرننا في ليلة واحدة ما بنيناها في عشرات السنين"^٢، ومروراً بالمكسيك وروسيا وغيرهما.
- المبادرات الكثيرة والجهود المكثفة لتحقيق الاستقرار المالي: نتيجة لما سبق ذكره من أوضاع مضطربة، فقد أصبح الاستقرار المالي يحتل مركز الصدارة ضمن الاهتمامات الرئيسة التي تشغل أعمال واجتماعات الجهات المعنية من أفراد ومؤسسات على المستوى العالمي، ومنها المرصد الدولي للأزمات. فلا يكاد يخلو اجتماع مهم لقادة الدول الثمان أو غيرها إلا ويضع ضمن برنامج أعماله الحديث عن الأمر

^١ وقد حقق جورج سوروس في هذه الأزمة أكثر من ١٠٠ مليار دولار، حين كان دخله يقدر بـ ٤٠٠٠ دولار

في الدقيقة:

Rabkin, Job (1998), *George Soros: The Maverick Marketeer*, the Financial Times, September 23.

^٢ بلوافي، أحمد (١٩٩٨ م)، يمحق الله الربا، مجلة السنة، العدد ٧٢، ص. ٩.

والحث على ضرورة تكاتف الجهود للحد من النزيف الذي تحدثه هذه الاضطرابات، ومن المبادرات التي يمكن ذكرها ما يلي:

١. إنشاء معهد خاص بالاستقرار المالي من قبل بنك التسويات الدولية (BIS) ولجنة بازل عام ١٩٩٩م على إثر أزمة دول جنوب شرق آسيا بهدف مساعدة هيئات الرقابة المالية على مستوى العالم على تقوية وتمتين أنظمتها المالية.
٢. إنشاء منتدى خاص بالاستقرار المالي في أبريل عام ١٩٩٩م من قبل ست وعشرين سلطة مالية محلية وعالمية من دول متقدمة بغرض المساهمة في الاستقرار المالي العالمي من خلال تبادل المعلومات والتعاون في مجالي الإشراف والمراقبة من قبل الجهات المختصة. وقد درج المنتدى على إصدار تقارير دورية للتجمعات الدولية المهمة مثل التجمع السنوي لوزراء مالية الدول السبع.

٣. استحداث خارطة الاستقرار المالي (Financial Stability Map) من قبل صندوق النقد الدولي يحاول من خلالها رصد وتقويم التوترات المالية القائمة وتأثيرها على تطورات

^١ حول هذا المنتدى (Financial Stability Forum(FSF)) إلى مجلس (Financial Stability Board (FSB)) في اجتماع لندن لمجموعة العشرين، وربما يشير هذا التحول إلى أن تفعيل عمل هذا المجلس بشكل أكبر بات وشيكاً لأنه ترقى بأربع درجات من "F" إلى "B":

المخاطر والاستقرار المالي العالمية في المستقبل^١، كما أن الصندوق أصبح يصدر تقريراً دورياً مرتين في السنة (في أبريل وأكتوبر) يتضمن أهم ما توصل له خبراءه بشأن ذلك الرصد والتقويم لاحتواء الاضطرابات المالية والحد من انتشارها.

٤. لا يكاد يخلو بنك مركزي من البنوك العالمية الكبرى إلا وبه وحدة خاصة ينصب عملها على دراسة الاستقرار المالي بإصدار التقارير والدراسات وتوجيه التحذيرات والتنبيهات عن الاضطرابات والتوترات التي تلتقط في النظام المالي للبلد أو غيره.

أما نتائج^٢ الاضطرابات المالية فإنها كارثية وعميقة على جميع الأصعدة؛ الاقتصادية، والسياسية، والاجتماعية^٣، والصحية، والأمنية وممتدة لسنوات بعد حدوثها، وما الأزمة الآسيوية أو أزمة مصارف اليابان في نهاية الثمانينيات

^١ The IMF, (2008), *Global Financial Stability Report: Containing Systemic Risks and Restoring Financial Soundness*, pp. 1-2.

^٢ بلوافي، أحمد (٢٠٠٨)، البنوك الإسلامية والاستقرار المالي: تحليل تجريبي - مناقشة نتائج ورقة عمل صادرة عن صندوق النقد الدولي -، مجلة جامعة الملك عبد العزيز: الاقتصاد الإسلامي، م ٢٠١٤، ص ٧٥ -

^٣ مثال ذلك انتحار ٣٠.٠٠٠ (٣٠ ألف) ياباني في الأزمة التي عرفت بالبلاد في تسعينيات القرن الماضي:

Flac News (2008), *Global Credit Crisis: How to Protect Households at Risk*, p. 11
^٤ Stuckler, David; Meissner Christopher M; and King Lawrence P, (2008), *Can a bank crisis break your heart? Globalization and Health*, www.globalizationandhealth.com.

ومطلع التسعينيات، ثم الأزمة المالية التي أصابت تركيا عامي ٢٠٠١م و ٢٠٠٢م، والتي أدت إلى تعثر بيت إخلاص للتمويل الإسلامي وعشرة (١٠) مصارف تقليدية من بينها ثمانية مملوكة للدولة، وخسارة إجمالية قدرت بـ ٣٠.٥٪ من حجم الناتج المحلي الإجمالي^١، ثم أزمة الرهن العقاري التي يعيش الاقتصاد العالمي تبعاتها وآثارها والتي قد تتجاوز تكاليفها الـ ٨ تريليون دولار (٨٠٠٠ مليار دولار)، وقد تصل خسارة أسواق المال فيها أكثر من ٣٠ تريليون دولار (٣٠ ألف مليار) إلا نماذج من أمثلة كثيرة ممتدة عبر تاريخ طويل لم تتعد فيه دورة حدوثها الواحدة تلو الأخرى أكثر من عشر سنوات كما يذكر تشارلز كيندلبرجر^٢ وغيره، وللتدليل على ذلك يمكن ذكر بعض ما خلفته أزمة الكساد الكبير (١٩٢٩-١٩٣٣م):^٣

- انتشار البطالة بعشرات الملايين.
- انهيار البنوك بالآلاف، وبالتالي فقدان الملايين من الناس لودائعهم ومدخراتهم التي بذلوا الكثير في سبيل جمعها؛ ففي الولايات المتحدة لوحدها انهار أو اضطر للاندماج مع غيره حوالي ١١ ألف مصرفاً، أي ما يعادل ٤٠٪ من إجمالي البنوك البالغ عددها آنذاك ٢٥ ألف بنك.^٤

¹ Ali, Salman Syed, (2007), "Financial Distress and Bank Failure: Lessons from Closure of Ihtas Finans in Turkey", Islamic Economic Studies, p..

² Kindelberger, Charles (1996), *Manias, Panics and Crashes: A History of Financial Crises*, p.11.

³ Driscoll, David D. (1996), *What Is The IMF?* The International Monetary Fund.

⁴ www.cftech.com, accessed on 28/06/2009.

- انهيار أسعار المنتجات الزراعية إلى ما دون كلفة الإنتاج، وكذلك الأراضي والمصانع وغيرها من السلع والمنتجات.
 - النقود الورقية فقدت قيمتها نتيجة تحلي الدول عن قاعدة الذهب، وقد أدى هذا إلى تقلبات أسعار صرف العملات الوطنية، واختلالات مستمرة في موازين مدفوعات هذه الدول.
 - ما بين عامي ١٩٢٩ م و ١٩٣٢ م انخفضت أسعار السلع بنسبة ٤٨٪ وانخفض حجم التجارة العالمية بمستوى ٦٣٪.
- أما الأزمة الأخيرة فيكفي أن من أهم مخلفاتها علاوة على ما أشرنا إليه سابقاً ما يلي^١:

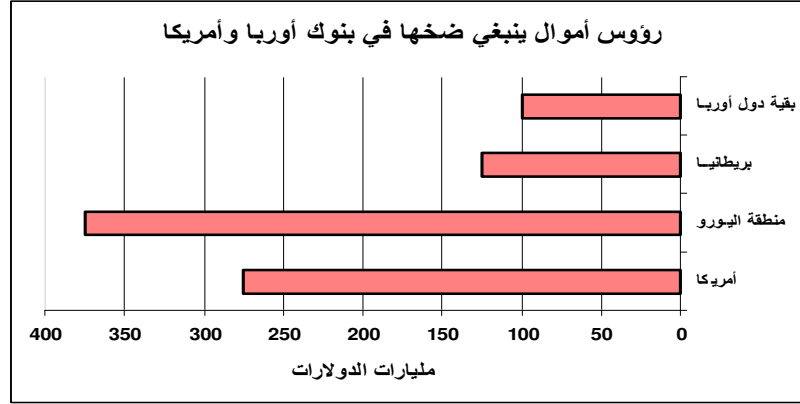
١. إصابة صناديق التقاعد بأضرار بالغة.
٢. تحقيق الاستقرار في الأسواق المالية سيستغرق وقتاً أطول مما كان متصوراً.
٣. عجز العديد من الشركات في الحصول على تمويل لرأس المال العامل، وبعضها يجد صعوبة بالغة في الحصول على تمويل طويل الأجل.
٤. تقلص حجم الاستثمارات الأجنبية وخاصة تلك الموجهة للأسواق الصاعدة.

^١ صندوق النقد الدولي (٢٠٠٩)، تقرير الاستقرار المالي العالمي: ملخص واف، إبريل ٢٠٠٩ ص. ١؛ آفاق الاقتصاد العالمي: ملخص واف، ص ٢.

٥. تراجع قيمة الأصول المنشأة لدى المؤسسات المالية تراجعاً كبيراً في الولايات المتحدة قد تصل قيمته إلى ٤ تريليون دولار منذ اندلاع الأزمة وحتى عام ٢٠١٠م، وكانت تقديرات الصندوق في يناير ٢٠٠٩م تقدر ذلك التراجع بـ ٢.٧ تريليون دولار، وهذا ما يدل على ازدياد سوء السيناريو الأساسي المتوقع للنمو الاقتصادي هذا من جهة، ومن جهة أخرى فإن التطورات لا يزال يحكمها كثير من عدم اليقين كما يشير الصندوق في تقريره الحالي. وهذا الوضع سيفرض ضخ مزيد من رؤوس الأموال في هذه المؤسسات قد تصل قيمتها إلى ما يقارب ١ تريليون دولار في أمريكا وأوروبا لوحدها، الرسم البياني (٢) يوضح ذلك حسب آخر الإحصائيات الصادرة عن صندوق النقد الدولي^١. ويلاحظ من الرسم البياني أن بنوك منطقة اليورو متأثرة أكثر من غيرها وذلك بسبب ارتباط البنوك الكبيرة فيها بقطاع الرهن العقاري من خلال الاستثمار في الأدوات المالية المعقدة التي استخدمت في هذا القطاع وتمويلات قصيرة الأجل^٢.

^١ المرجع السابق، ص ٤.

^٢ سيرد مزيد تفصيل حول هذه النقطة في الفقرة المتعلقة بأسباب الأزمة الحالية.



الرسم البياني (٢) - رؤوس أموال يرى صندوق النقد الدولي ضخها في بنوك أوروبا وأمريكا
المصدر: صندوق النقد الدولي، تقرير الاستقرار المالي العالمي، أبريل ٢٠٠٩ م.

ومن جهة أخرى فإن حجم الأموال التي وعدت الدول بضخها في اجتماع قمة العشرين في لندن قد تصل قيمتها إلى ٥ تريليون دولار بحلول عام ٢٠١٠م وهذا ما سيؤدي إلى زيادة حجم الديون للحكومات في الأعوام القادمة مما سيؤثر على عجز الميزانيات ومن ثم النفقات العامة على التعليم والصحة وغيرهما؛ وقد دلت التجربة اليابانية على ذلك فيما يتعلق بزيادة الدين العام للحكومة، الرسم البياني (٣) يوضح الأمر حيث يبين كيف تحولت الحكومة اليابانية من مقرض في مطلع التسعينيات إلى مقترض بعد ذلك التاريخ وإلى الآن وذلك بسبب برامج التحفيز المالية الكبرى التي قامت بها لاحتواء مخلفات الأزمة المصرفية التي تفاقمت على إثر انفجار "فقاعة" قيم الأصول العقارية في الثمانينيات، ومما يجب الانتباه إليه أن وضع اليابان كان أقوى

^١ صندوق النقد الدولي (٢٠٠٩)، تقرير الاستقرار المالي العالمي: ملخص واف، إبريل ٢٠٠٩ ص. ٢.

وأفضل مما عليه أوضاع الدول اليوم وخاصة أمريكا، وبريطانيا؛ حيث أنها يعانيان من عجز في موازينهما التجارية، ومن ارتفاع لمستويات المديونية للحكومات والأفراد، كما أن نسب الادخار فيها متدنية.



الرسم البياني (٣) - نسب الإقراض والاقتراض من قبل الحكومة اليابانية ١٩٩٠ - ٢٠٠٧ م.

المصدر: OECD, Factbook 2009

يوضح الرسم أعلاه أن السنوات الثلاث الأولى من ٩٠ إلى ٩٢ كان لدى الحكومة فائضاً في ميزانيتها مما جعلها تقرض غيرها أو تستثمر ذلك الفائض في مجالات مختلفة كسندات الحكومة الأمريكية، أما السنوات التي تلت ذلك فقد تحولت إلى مقترض لتمويل العجز الذي عرفته الميزانية، وقد بلغت الذروة في ذلك عام ١٩٩٨ م بسبب أزمة دول جنوب شرق آسيا للصلوات التجارية القوية بينها وبين اليابان.

هذه الجهود والمبادرات وتلك المظاهر والنتائج الكبيرة والعميقة تشير إلى مدى التكاليف والعناء الذي أصبحت تتكبده اقتصادات ومؤسسات الدول إزاء تكرار حدوث هذه الأزمات من غير التوصل لحل ناجع يأتي على هذه الأزمات

والاضطرابات من أسسها وقواعدها، وهو ما يتطلب دراسات متأنية ومستفيضة للوقوف على الأسباب الجذرية لتحديد طرق العلاج المناسبة والفعالة.

٢- الأدبيات الاقتصادية وتفسير أسباب حدوث الأزمات المالية.

في هذه الفقرة سنتناول التوجهات العامة لأسباب حدوث الأزمات من وجهة نظر الاقتصاديين التقليديين والإسلاميين ثم نحاول ربط ذلك بالأزمة الأخيرة بتناول أهم الأسباب التي ذكرت أنها تقف خلفها.

٢-١- الأدبيات الاقتصادية التقليدية.

هناك عدة طروحات قدمها الاقتصاديون لتفسير هذا الحدوث المتكرر للتقلبات والاضطرابات المالية يمكن إجمالها في الآتي:

١. أن النظام الرأسمالي بطبيعته غير مستقر، ومن ثم يجب التعامل معه على هذا الأساس، ومن الذين اشتهروا بهذا التفسير فيما يخص الأزمات المالية

١ ما قصدت من خلال هذا الإجمال تقصي كل ما قيل من قبل الاقتصاديين ومن المدارس الفكرية المختلفة بقدر ما حاولت تحديد اتجاهات عامة تعين على إدراج عدد من المدارس أو الاقتصاديين في إطارها. مثال ذلك السبب الأول وهو طبيعة النظام الرأسمالي غير المستقرة ركز الماركسيون عليها ومن مدخل الإفراط في الإنتاج لتعظيم الربح في حين أن الاقتصاديين الرأسماليين الذين أقروا بذلك ركزوا على جوانب أخرى؛ كالجانب النقدي والمالي الذي اعتبره بعض الماركسيين أمراً طارئاً:

فلامان، موريس؛ سنجر-كركل، جاك، الأزمات والانحسارات الاقتصادية، ترجمة ناجي نعمان، سلسلة ماذا أعرف (٥٠)، المنشورات العربية، ص. ٦.

الاقتصادي الأمريكي هيمن منسكي (Hyman Minsky) (١٩١٩-١٩٩٦م)، الذي كرس جل أعماله لدراسة وفهم الأزمات المالية، وقد امتد ذلك العمل قرابة الأربعين عاماً بظهور أول إصدار له عام ١٩٥٧م وحمل عنوان "البنوك المركزية وتغيرات سوق المال (Central Banking and Money Market Changes)"، وانتهاءً بأطروحة عام ١٩٩٤م بعنوان "التقلبات التجارية في الاقتصادات الرأسمالية (Business Cycles in Capitalist Economies)"، ومروراً بفرضيته الشهيرة حول عدم الاستقرار المالي (Financial Instability Hypothesis) عام ١٩٩٣م، ثم الكتاب الذي نشره عام ١٩٨٦م بعنوان "إحداث استقرار في اقتصاد غير مستقر (Stabilizing an Unstable Economy)". وقد ذكر مينسكي أن سبب عدم الاستقرار الداخلي للنظام يعود إلى الإفراط في المديونية؛ ففي أوقات الرخاء الاقتصادي يقبل الأعوان الاقتصاديون على الاقتراض إلى الحد الذي يجعل الكثير منهم عاجزاً عن دفع الديون المترتبة عليه، ومع مرور الوقت يتحول هذا إلى أزمة مالية تحجم البنوك والمؤسسات المقرضة الأخرى في ظلها عن الإقراض للمؤسسات التي تستطيع

١ على الرغم من إقرار كينز بتعرض النظام الرأسمالي لهزات عنيفة إلا أنه لا يذهب إلى الحد بوصفه بعدم الاستقرار كصفة ملازمة له:

"It is an outstanding characteristics of the economic system in which we live that, whilst it is subject to severe fluctuations in respect to output and employment, it is not violently unstable."

Keynes, J. M. (1973), *The General Theory of Employment, Interest and Money*, p. 249.

٢ وهو من الكينزيين الجدد وقد ألف كتاباً عام ١٩٧٥م بعنوان "John Maynard Keynes".

تحمل ذلك وهذا ما ينعكس سلباً على الوضع الاقتصادي^١. وإلى عهد قريب كان ينظر لمينسكي على أنه الاقتصادي المتشائم، إلا أن الأزمة الحالية أعادت للواجهة طروحاته، مما أدى إلى إعادة طباعة كتابه الصادر عام ١٩٨٦م، في العام الماضي. ومنهم كذلك الاقتصادي الأمريكي ليستر ثورو (Lester Thurow) في مؤلفه الذي ظهر عام ١٩٩٦م بعنوان "مستقبل الأسهم"، والذي شبه وضع التقلبات التجارية (Business Cycles) بالنسبة للنظام الرأسمالي بوضع الزلازل بالنسبة للأرض. وفي عام ٢٠٠٤م أكد على نفس القناعة فيما يخص الأزمات المالية، ففي زيارة له للصين للمشاركة في "مؤتمر الصين العالمي عن التمويل لعام ٢٠٠٤م" أحاط به عدد من المسؤولين الصينيين وأخبروه عن الجهود الكبيرة التي قطعوها للحيلولة دون وقوع الأزمات المالية، فكان رده عليهم: "إن مسألة وقوع الأزمات المالية أمر لا مفر منه، كما هو الحال فيما يخص وقوع الزلازل في مدينة سان فرانسيسكو، يمكن أن تقع غداً، أو بعد مائة عام، الأمر المؤكد هو أنها ستقع". بناء على هذه القناعة نصح ثورو الصينيين بالاستعداد للأمر والترتيب لعملية "تطهير" الآثار التي ستخلفها تلك الأزمات كما هو شأن الزلازل، لأن وقوع الأزمة وتأثيرها قد يكون خارجياً وليس بالضرورة محلياً. ولتقريب الصورة لأذهانهم ذكر لهم أمر العجز في ميزانية الولايات المتحدة والذي يقدر في ذلك

^١ ليس الغرض هنا شرح نموذج مينسكي بالتفصيل بقدر ما هو الحديث عن السبب الرئيس الذي يعتقد مينسكي أنه مصدر عدم الاستقرار الداخلي للنظام الاقتصادي الرأسمالي.

الحين بـ ٥٠٠ مليار دولار (نصف تريليون، أما اليوم فإنه يقارب التريليون وهو مرشح للزيادة) وهو ممول في أغلبه بأموال خارجية منها أموال صينية، فإذا حصل أمر ما وعجزت الولايات المتحدة عن الوفاء بالتزاماتها فإن ذلك يعني خسارة الصين ١٠٠ مليار دولار، وخسارة العالم ٢٥ مليون وظيفة عمل أغلبها في الصين^١.

٢. هناك خلل ما في النظام المالي ومن الذين تحدثوا عن هذا الأمر روبرت هولند (Robert Holland) في المؤتمر الذي نظمه بنك الاحتياط الفيدرالي لسان فرانسيسكو عام ١٩٨٥م، و هولند قضى أزيد من ٢٥ سنة في بنك الاحتياط الفيدرالي متقلداً عدداً من المناصب المختلفة، وإن كان هولند لم يحدد سبب هذا الخلل فإن موريس آليه^٢ أرجعه إلى الزيادة المفرطة في الائتمان وعود الدفع وتنفيذها، وإلى المراهنة والمجازفة (Speculation) على ذلك، مما أدى كما يقول آليه إلى انفصام بين معطيات الاقتصاد الحقيقي والأسعار الاسمية التي تحدد المراهنة. ومنهم كذلك الاقتصادي الأمريكي جون كينيث جالبرايث (Galbraith)، ومن المتأخرين الذي أكدوا على وجود خلل ما في النظام المالي العالمي الاقتصادي جوزيف ستيغليتز (Stiglitz, 2003).

¹ China Herald, (2008), *Economy - Waiting for the Unavoidable Financial Crisis*, www.chinaherald.net.

² Federal Reserve Bank of San Francisco (1985), *The Search for Financial Stability: The Past Fifty Years*, p.1

^٣ آليه، موريس (١٩٩٣)، الشروط النقدية، ص. ١٤.

٣. خلل في تطبيق السياسات النقدية والمالية الكلية (Macro-Economic Policies) الملائمة كسعر الفائدة، وسعر الصرف وغيرها، وقد يرافق ذلك انعدام الشفافية والفساد والتلاعب في البيانات والقوائم المالية في إدارة المنشآت أو المؤسسات التي تكون المبعث الأولي للاضطراب. جل الكتابات والتحليل تركز على هذا الجانب.

٤. ما دام أن تسيير النشاط الاقتصادي والمالي مرتبط بالإنسان فلا مفر من وقوع هذه الأزمات، ومن الذين استخدموا هذا الطرح للتنبؤ بزمن وقوع الأزمة القادمة عقب أزمة الرهن العقاري محافظ بنك إنجلترا مرفين كينغ (Mervyn King)، حيث توقع أن تحدث في غضون السنوات الخمس (٢٠١٣م) أو العشر (٢٠١٨م) القادمة^١.

٥. أن هذه الأزمات تعزز النظام الرأسمالي على المدى البعيد، ولن تؤدي إلى انهياره، ومن الذين أشاروا إلى هذا الأمر في خضم الأزمة المالية الحالية إبراهيم عويس أستاذ الاقتصاد في جامعة جورج تاون الأمريكية^٢، وهناك رأي قريب من هذا ومفاده أن للرأسمالية كنموذج "ناجح" ثمن لا يمكن التهرب من دفعه عقب فترة ازدهار ورخاء تستمر لسنوات^٣. وهناك من أشار إلى دراسات تعضد هذا فيما يتعلق بمقارنة الدول النامية التي تعرضت للأزمات

¹ The Wall Street Journal, *Market Crises-all too Human*, May 1, 2008, p.20.

^٢ أشقر، طارق (٢٠٠٨م)، إبراهيم عويس يحذر الصناديق الخليجية من التوجه للخارج، الجزيرة نت، ١

نوفمبر ٢٠٠٨م.

³ Barbera, Robert J. (2009), *The Cost of Capitalism: Understanding Market Mayhem and Stabilizing our Economic Future*, p. xiv-xv.

المالية وتلك التي لم تتعرض لها، فوجد أن تلك التي تعرضت للأزمات بين الفينة والأخرى حققت معدلات نمو أكبر، بينما تلك التي لم تتعرض للأزمات حققت معدلات نمو متدنية أو لم تتقدم بالمرّة، وذكر كمثال على ذلك حالة كل من مينمار (Myanmar) وكوريا^١. والرسالة التي تريد هذه الطروحات إيصالها تتمثل في أن للأشياء الجيدة ثمن، وفلسفة حرية السوق باعتبارها النموذج "الأوحد" و"الأنجح" الذي استمر في العطاء في العقود الأخيرة من خلال مساهمته في تحقيق معدلات نمو اقتصادي معتبرة لا تخرج عن هذه القاعدة.

من خلال ما سبق من أدبيات يلاحظ مدى التباين بين هذه الطروحات التي تنم على مدى الحيرة والاضطراب كما وصف آليه "إنها بالتأكيد لفضيحة فكرية وسياسية كبيرة أن مجتمعاتنا الديمقراطية، بعد تكرار الأزمات الكبرى منذ قرنين على الأقل، لم يظهر أنها قادرة على تحديد المؤسسات الاقتصادية التي إن لم تؤد إلى إلغاء التقلبات الاقتصادية، فعلى الأقل إلى التخفيف من حدتها بصورة جوهرية. من التحليلات العديدة التي قدمت خلال السنوات الأخيرة يمكن استخلاص نتيجة واحدة بكل يقين؛ هي الخلاف الكبير بين الخبراء بل الحيرة... إن ما يدعو للدهشة هو غياب أي تشخيص مقبول على وجه العموم، وكذلك غياب أي تنبؤ للمستقبل القريب مقبول عموماً".^١

^١ Krueger, Anne, (2009), *New Ideas in Development after the Financial Crisis*, p.9.

^٢ آليه، موريس (١٩٩٣)، الشروط النقدية لاقتصاد السوق من دروس الأزمات إلى إصلاحات الغد، ص ١٦.

و على الرغم مما سبق ذكره فقد بدأ يتبلور في السنين الأخيرة تيار من كبار الاقتصاديين والمحللين وبعض رجال الأعمال والساسة يركز على عوامل ومؤسّسات محددة بعينها يعتبرها مكمناً للخلل ومصدراً لزيادة تفاقمها، ويمكن إجمال تلك العوامل فيما يلي:

١ - الزيادة المفرطة في منح الائتمان^١ وخلق النقود مع استحداث وسائل كثيرة للائتمان والدفع زاحمت النقود القانونية، بل طردتها مثل بطاقات الائتمان، مما ساهم في ازدياد الفجوة بين الجانب المالي والقطاع الحقيقي في الاقتصاد، مما جعل القطاع المالي هو المهيمن والمتحكم بل المسير كما هو الشأن في تكرار هذه الأزمات.

٢ - طغيان عمليات المجازفة أو المراهنة والقمار (Speculation) في المعاملات التي تجري في أسواق المال والعملات والسلع كذلك مما حدا بالبعض إلى تشبيه هذا الوضع بكازينو كبير، "أن تصبح المصافق (البورصات) ملاهي (كازينوهات) حقيقية، تمارس فيها ألعاب بوكر هائلة لا يكاد يشكل أهمية تذكر، لأن البعض يربح ما يخسره

^١ بعد أن كتبت هذا وقعت على كلام غاية في الأهمية والدقة للاقتصادي الفرنسي- بول لروا- بوليو (Paul Leroy-Beaulieu) [١٨٤٣-١٩١٦م] الذي نقل كتابه "الموجز في علم الاقتصاد" للعربية عام ١٩١٣م (١٣٣١هـ) الكاتبان حافظ إبراهيم و خليل مطران وفي الفصل السابع من الكتاب يتكلم عن الأزمات التجارية فيميز بين ما هو طبيعي ملازم للنشاط الاقتصادي مثل كساد السلع لدى التجار والصناع أو كساد المحصولات لدى الفلاحين، وهذه في الغالب حسب تعبير الكاتب جزئية وموضعية وبين ما هو عام ومؤثر على الأنشطة الأخرى؛ ويرجع سبب هذا الأخير إلى علتين؛ "التهادي في المصافقة (المضاربة)، والإفراط في الإنشاء (الائتمان)". وبهذا يتضح أن هذا السبب والذي بعده كانت معلومة لدى بعض الاقتصاديين. لورا بوليو، بول (١٩١٣م)، الموجز في علم الاقتصاد، ١-٣، ص ص: ٢١٩-٢٢٨.

البعض الآخر، غير أن هذه المصافق بما فيها من تقلبات عامة للأسعار إنما تولد موجات من التفاؤل والتشاؤم ذات أثر كبير على الاقتصاد الحقيقي. هنا يظهر الطابع غير العقلاني والضار للنطاق المؤسسي الحالي للمصافق (البورصات)^١. وهذا التشبيه لعمليات أسواق المال فيه فارق كبير للقياس، وذلك لأن صالات القمار تخضع للمراقبة، وأن المقامر يغامر بأمواله لا أموال الغير على عكس ما يحصل في أسواق المال حيث أن جل عملياتها التي تتم في السوق غير المنظمة (OTC) لا تخضع للمراقبة وأن "المقمارين" فيها يقامرون بأموال الغير وليس بأموالهم.

٣- البنوك سواء كانت تجارية أو استثمارية تقف على رأس المؤسسات المالية التي كانت على الدوام مؤثرة أو متأثرة في حدوث هذه الأزمات. يذكرنا بهذه الحقيقة المحرر الاقتصادي لصحيفة "الصنديا تيلغراف"، نيل بنيت^٢، في مقال له بعنوان: "البنوك من ورائها مرة أخرى!!"، فيقول: "إن للبنوك تقليداً راسخاً متمثلاً في خسارة مبالغ خيالية. ففي كل عقد تمر هذه المؤسسات بصعوبات مالية بالغة، وللأسف الشديد فإن هذه الأحداث تمر دون أن يتعلم القائمون عليها دروساً من ذلك، إنهم مثل الحب في الرحي [في كل مرة يتعرضون لنفس المصير لكن من غير إدراك].."، وأرجع الكاتب السبب في ذلك إلى طبيعة النظام، بقوله: "السبب الأساسي الذي يجعل [القائمين على] البنوك لا يتعلمون من الدروس [السابقة] يرجع إلى طبيعة النظام نفسه: وهو أن البنوك لا بد أن تقرض على أساس [الفائدة].. فالنقود تتدفق عليها من

^١ آليه، موريس (١٩٩٣)، الشروط النقدية لاقتصاد السوق من دروس الأزمات إلى إصلاحات الغد، ص ٣٥.

^٢ Benitt, Neil (1998), *Banking at It Again*, the Sunday Telegraph.

الحسابات الجارية والادخارية من ملايين الزبائن مما يجعلها في وضع أنه لا بد من البحث عن مقترضين.. "اهـ.

٤- أسواق المال كذلك أضحت بؤرة في قلب هذه الاضطرابات، وخاصة في تسعينيات القرن الماضي الذي وصف بعشرية المجازفة والقمار على أسواق المال والعملات. وقد شبه جون كاستي أستاذ الرياضيات البحتة البورصة بالدب الضخم الذي تمرد على صاحبه المخادع، " [لقد] تحولت البورصة إلى ما يشبه الدب الضخم الذي عوده صاحبه على أن النهم هو الطعام العادي، وعندما لم يجد له ما يعطيه أطعمه مأكولات فاسدة ليحشو بها بطنه، فتمرد الدب على صاحبه المخادع"^١.

٥- طغيان العمليات والمنتجات المركبة والمعقدة مثل المشتقات المالية^٢ التي لا تخضع للرقابة من قبل الأجهزة المختصة، مما جعل ممارسات كثيرة تتعثر وتسبب كوارث من غير أن تكون هناك نذر أو مؤشرات تساهم في التقاط شررها قبل تفاقم وضعها.

^١ أبو العينين، تامر (٢٠٠٨م)، عالم رياضيات يتوقع استمرار الأزمة المالية عقدا، الجزيرة نت، ٢٩ أكتوبر ٢٠٠٨م.

^٢ عبارة عن عقود فرعية تبنى أو تشتق من عقود أساسية لأدوات استثمارية (أوراق مالية، عملات أجنبية، سلع ٠٠٠ إلخ) لينشأ عن تلك العقود الفرعية أدوات استثمارية مشتقة [بغرض تبادل المخاطر المالية كخطر عدم السداد أو الائتمان (Default or Credit Risk) وإدارتها]، وذلك في نطاق ما اصطلح عليه بالهندسة المالية، [نقلًا عن موسوعة ويكيبيديا الالكترونية بتصرف].

٢-٢- الأسباب من وجهة نظر الاقتصاد الإسلامي.

أما من جانب الاقتصاد الإسلامي وتشخيصه للأمر فعلى الرغم من اهتمام المختصين فيه بالأزمات بشكل متأخر^١ إلا أنه يكاد يكون هناك شبه إجماع فيما اطلعت عليه من أدبيات على عوامل ثلاث وهي: الربا والميسر والغرر^٢ وهذا لا يعني التقليل من شأن التصرفات الخاطئة؛ مثل السياسات المالية والنقدية غير الصائبة أو عمليات التغيرير بالناس المرتبطة بالإنسان والتي لا يمكن إلصاقها بنظام بعينه وإن تفاوتت درجاتها، وقد كتبت في هذا الصدد جملة من المقالات^٣ في تسعينيات القرن الماضي تناولت فيها بعض الأزمات التي حدثت ووضحت الدور الكبير الذي تلعبه الفائدة، إحدى الصور البارزة للربا المجمع على تحريمه كعامل رئيس في حدوث هذه الكوارث والاضطرابات، ثم القمار وبقية العوامل الأخرى التي كثر الحديث حولها في السنين

^١ سجل ذلك عبد الرحمن يسري عام ١٩٩٩م، حين وجه أسئلة للاقتصاديين الإسلاميين بخصوصها "فماذا يقول العاملون في الاقتصاد الإسلامي في هذا الوضع [الأزمات الاقتصادية في شقها المالي وغير المالي]، هل يمكن في هذا الوقت أن يستخرجوا من هذه الآليات ويقدموا حلاً لهذه الأزمات والتي يحاول الاقتصاد الوضعي إيجاد حلول لها؟!". عمر، محمد عبد الحليم، (١٩٩٩م)، حوار حول الاقتصاد الإسلامي: وقائع حلقة نقاشية بين مجموعة من العلماء، ص. ٨٥.

^٢ يراجع كتاب "الأزمة المالية العالمية أسباب وحلول من منظور إسلامي"، إعداد مجموعة من الباحثين

(٢٠٠٩م)، مركز النشر العلمي بجامعة الملك عبدالعزيز بجدة و Chapra, M.U, (2008), *The Case*

Against Interest: Is It Compelling? Thunderbird International Business Review.

^٣ وهي قيد المراجعة والتنقيح لنشرها في كتاب إن شاء الله.

الأخيرة، ومن النتائج التي ذكرتها في أحد تلك الأبحاث^١:

١- إن الربا يلعب الدور الأساسي في حدوث المشكلات الاقتصادية التي تعاني منها الدول الغنية والفقيرة على السواء.

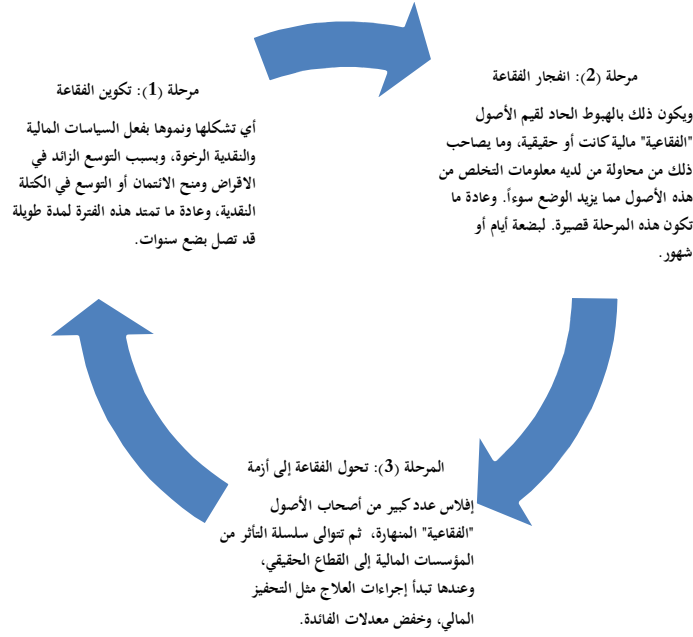
٢- إن ما شهدته اقتصاديات الدول الغربية في السنين الأخيرة مثل الاثنين الأسود ١٩ أكتوبر ١٩٨٧م، والاضطرابات التي شهدتها أسواق العملات، بالإضافة إلى حجم الديون المرعب كفيل بأن يعيد إلى الأذهان الانهيار الكبير الذي حصل في الثلاثينيات، وهذا ما حذرت منه دراسة صدرت في لندن يوم الاثنين ١٢/٧/١٩٩٢م.

٣- إن الوصفات أو العلاج الذي يقدمه الاقتصاديون للمشكلات الاقتصادية ينطبق عليه تمام الانطباق قول القائل: "وداوني بالتي كانت هي الداء"، وخاصة فيما يتعلق بضخ الأموال العامة وتخفيض أو رفع معدلات الفائدة.

ولإيضاح الدور الكبير الذي تلعبه هذه العوامل في حدوث وتفاقم الأزمات نستعين بمراحل تطور الفقاعات التي تتحول في الغالب إلى أزمات شديدة بعد "انفجارها"، كما حصل في اليابان في ثمانينيات وتسعينيات القرن الماضي، وكما حصل

^١ بلوافي، أحمد (١٩٩٣م)، الربا هو السبب .. محاولة لفهم ظاهرة الأزمات الاقتصادية (٣)، مجلة السنة،

في أزمة الرهن الأخيرة. فالفقاعات تمر بمراحل ثلاث يمكن تلخيصها في الشكل التالي^١:



الرسم البياني (٤) - مراحل تطور الفقاعات

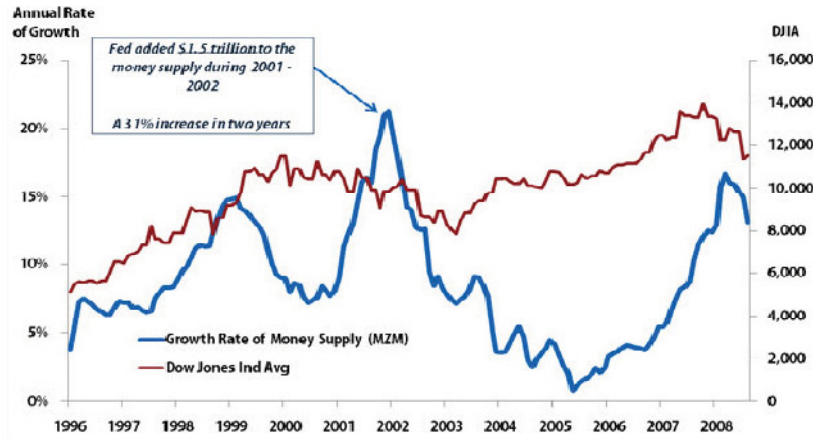
- ١ - المرحلة الأولى: مرحلة التكوين، وهي تمثل الأرضية التي تمهد السبيل لنشوء وتطور الفقاعة بسبب تبني الجهات المسؤولة عن السياسات النقدية والمالية سياسات نقدية ورقابية متساهلة (Easy Monetary & Fiscal

¹ Allen, Franklin; Gale, Douglas (2000), *Bubbles and Crises*, the Economic Journal, 110 (January), pp. 236-255.

(Policies) بغرض السماح للنشاط الاقتصادي بالتوسع في فترة الازدهار (Boom)، وهذا ما يؤدي إلى توسع في منح الائتمان يصل إلى حد الإفراط المصاحب لارتفاع قيم بعض الأصول مثل العقار أو الأسهم التي يمولها ذلك الائتمان. ويستمر هذا الوضع لفترة معينة قد تستغرق سنوات "تتفخ" فيها الفقاعة بمستويات قياسية غير مبررة اقتصادياً.

- ٢- المرحلة الثانية: انفجار الفقاعة وتعرض أسعار الأصول "الفقاعية" لانخفاض شديد وعادة ما تكون هذه المرحلة قصيرة لبضعة أيام أو أشهر.
- ٣- المرحلة الثالثة: تبدأ فيها آثار الفقاعة في الظهور والانتشار؛ مثل عدم قدرة المقترضين سداد ما عليهم من خدمة ديونهم وما يتبع ذلك من تأثير للمؤسسات المالية المانحة للقروض والمؤسسات والأفراد الحاملين لتلك القروض التي تم "توريقها" والشركات الضامنة لها، ثم يتوالى المسلسل إلى أن ينتقل الأثر إلى القطاع الحقيقي للاقتصاد، وفي هذه المرحلة تبدأ الحلول والعلاجات العادية والاستثنائية، والكثير منها في نظري يمهد الأرضية للفقاعة القادمة في ظل النظام المالي القائم، ولهذا تم تلخيص مراحل الفقاعة بالشكل المرسوم أعلاه، أي كحلقة يقود بعضها لبعض مع ما يتخلل ذلك من فترة للهدوء (بين المرحلتين الثالثة والأولى) قد تطول أو تقصر حسب تسارع نمو الفقاعة. ولقد أوضحت أزمة الرهن الأخيرة هذا الأمر، حيث أنها تطورت بعد انفجار فقاعة شركات تكنولوجيا المعلومات (الدوت كوم (Dot-com)) والتي استخدم لاحتواء آثارها

سياسات مختلفة من ذلك زيادة العرض النقدي، وقد ذكرت الدراسة التي أعدها معهد كيسي (Casey Research)^١ بشأن أسباب أزمة الرهن أن من العوامل التي ساهمت فيها السياسة النقدية التي انتهجها الاحتياطي الفدرالي والتي تمثلت في التوسع النقدي لتلافي النقص في السيولة، وقد توجه الكثير من فائض ذلك لقطاع الرهن العقاري، الرسم البياني (٥) يوضح ذلك:



الرسم البياني (٥) - تطور نمو عرض النقود ومؤشر الداو جونز للأسهم خلال الفترة ١٩٩٦-٢٠٠٨م

المصدر: Casey Research 2008: *The Crisis in Pictures*

يظهر الرسم أعلاه أن عرض النقود (Money Supply) (الخط الذي به تقلبات شديدة ومتباينة) نما بمعدل ٣.١٪ ما بين عامي ٢٠٠١ و٢٠٠٢م لمواجهة آثار "انفجار"

¹ Casey Research, (2008), *Exclusive Special Report: the Crisis in Pictures*, p.3.

فقاعة شركات "الدوت كوم" ليصل إجمالي ما ضخه الاحتياط الفدرالي لمستوى ١.٥ تريليون دولار، وقد كان لهذه السياسة كما يقول تقرير كيسي مع انخفاض معدلات الفوائد، والتراخي في شروط منح الائتمان مع العوائد المرتفعة التي شهدها قطاع العقار إلى إقدام الأفراد على المشاركة بشكل فعال في "الحفل الصاخب لشراء المنازل (Home-buying binge)".^١

من خلال ما سبق يتضح أن أهم مرحلة من مراحل تطور الفقاعات هي المرحلة الأولى؛ مرحلة التكوين وهي التي تتبدى فيها آثار السياسات النقدية والمالية غير الملائمة في هذا النمو غير الطبيعي لأسعار أصل من الأصول وفي قطاع معين كالعقار في أزمة الرهن، أو الأسهم في أسواق المال بسبب التوسع في الائتمان والمجازفات الكبيرة على ذلك، وهذان العنصران الذي يغذي كل منهما الفقاعة بطريقته الخاصة مرتبطان بأصلين أساسيين من أصول التحريم في الإسلام، وهما الربا، والقمار. فالتوسع في الاقتراض وبلوغه مستويات تخرج عن السيطرة لم يكن ليصل لذلك لو لم تكن آلية التمويل مبنية على الفائدة في ظل الغياب شبه التام لهيئات الاشراف المالية مع قيام المؤسسات المالية بإغراق الأعوان الاقتصادية بقروض كبيرة تفوق طاقاتهم وبشروط فيها كثير من المخالفة لأصول إدارة المخاطر، ومما يفاقم الأمر تخلص هذه المؤسسات من مسؤولية تحمل مخاطر تلك الأصول ببيعها لأطراف ثالثة من خلال منتجات مالية غاية في التعقيد عن طريق التوريق والمشتقات المالية كما حصل في الأزمة الأخيرة.

^١ Casey Research, *Ibid.*

ومن ثم يمكن القول بأن أسباب تكرار حدوث الأزمات في النظام القائم تعود إلى طبيعته غير المستقرة المرتبطة بخلل رئيس يتمثل في الإفراط في تطبيق المخالفات الأساسية التي استبعتها الاقتصاد الإسلامي مثل الربا والغرر والمتاجرة في المخاطر والديون، ولم يكن لهذه المخالفات أن تنمو بشكل غير طبيعي يخرجها عن نطاق السيطرة لو لم توفر لها الأرضية المناسبة؛ مثل ضعف الرقابة والإشراف المالي مع السياسات المالية الرخوة (Easy Monetary Policy) وهي عوامل مرتبطة بصلب الفلسفة التي يقوم عليها النظام والآليات الناتجة عنها، وهذا ما يجعل من الصعوبة بمكان تحديد السياسات النقدية الملائمة التي عادة ما تكون عبارة عن ردة فعل لهذه التطورات أكثر مما هي سياسات متحكم في مقاديرها ونتائجها مكاناً وزماناً، ومن أمثلة ذلك سياسة الاحتياط الفدرالي التي لا يكاد يخلو تقرير أو بحث تعرض لمسببات الأزمة الحالية إلا ويشير لها^١. إضافة إلى ذلك أثبتت العديد من الدراسات التطبيقية عن تجارب أزمات المصارف المختلفة الطبيعة غير المستقرة

^١ سياسة خفض معدل الفائدة في السنوات التي سبقت أزمة الرهن الأخيرة لجأ إليها الاحتياط الفدرالي لمواجهة الركود الذي أعقب انفجار فقاعة شركات الدوت كوم (٢٠٠٠-٢٠٠١م) هذا من جهة، ومن جهة أخرى فإنه لم يستطع الاقتصاديون بلورة وتطوير نظرية تجمع عليها بشأن الفائدة ومعدلاتها، ومن ثم فإن الأمر متروك لراسمي السياسات المالية والنقدية الذين لا يتفقون في الغالب من خلال الهيئات الموجودة على مستوى البنوك المركزية على ذلك من حيث المقادير أو التوقيت، مما يعني أن الخلل قائم في الفلسفة التي بني عليها النظام وما الأخطاء التي تقع إلا نتيجة منطقية لذلك:

Baily, Martin Neil; Litan, Robert E., and Johnson, Matthew S., 2008, *The Origins of the Financial Crisis*, pp.36-37.

الملازمة لهذه المؤسسات (Inherent Instability of Banking)، وذلك يعود بشكل رئيس إلى آلية الفائدة ومساهمتها في استحداث علاجات، كوظيفة المقرض الأخير من قبل البنوك المركزية، وتطوير منتجات كالتوريق لمواجهة المخاطر المالية كالسيولة وعدم السداد، ومع ذلك نجد أن هذه المخاطر تزداد مع مرور الأيام ويتضح الدور الكبير الذي تلعبه في كل أزمة لأن فلسفة الفائدة في جوهرها تريد ضمان "اللامضمون" -استعادة الأموال كاملة مع فوائدها- بغض النظر عن نتيجة المشروع الممول، والإصرار على هذا والمضي فيه من شأنه أن يصل لطريق مسدود بالتعرض للهزات أو الانهيار وليس ثمة مخرج ثالث في نهاية المطاف لهذه الدوامة، لأن الأصول المالية ستنمو وتتطور بمعزل عن الأصول الحقيقية، وذلك من خلال طبيعة عمل البنوك بخلق النقود والمنح المفرط للائتمان حتى لغير المؤهلين لذلك كما حصل في الأزمة الأخيرة^١.

ولهذا فإنه في ظل نظام قائم على مبادئ وأصول الاقتصاد الإسلامي -من الناحية النظرية على الأقل - لا يمكن أن يحصل تطوراً للفقاعة بهذا الشكل، وذلك لأن الرقابة ستكون حاضرة في كل الأوقات، وإن حصل بعض التراخي فإن

^١ Noia, Carmine Di; Micossi, Stefano; Carmassi, Jacopo and Peirce, Fabrizia (2009), *Keep it simple: Policy Responses to the Financial Crisis*, p.15.

فعل الرغم من استحداث العديد من الآليات والمؤسسات؛ كجوب الحصول على رخصة خاصة لمزاولة النشاط المصرفي، وإنشاء المصارف المركزية كمسعف أخير لتوفير السيولة اللازمة، والتأمين على الودائع، وتطوير معايير بازل وغيرها مع مراقبة أنشطة هذه المؤسسات أكثر من غيرها، فإن هذه المؤسسات لا تزال مصدر عدم استقرار في النظام المالي:

Noia, Carmine Di; Micossi, Stefano; Carmassi, Jacopo and Peirce, Fabrizia (2009), *Keep it simple: Policy Responses to the Financial Crisis*, p.15.

غياب آلية الاقراض عن طريق الربا (الفائدة) سوف لن تسمح بالتوسع بمنح الائتمان كما هو حاصل في النظام القائم لأن منح الائتمان مرتبط بتمويل الأصول الحقيقية التي تتعرض للربح والخسارة مما يجعل المقرض يفكر كثيراً قبل تقديم الائتمان لمن شاء وبالحجم الذي يريد. بالإضافة إلى ذلك فإن عملية بيع الدين غير مسموح بها إلا وفق ضوابط ومعايير مشددة، مما يقطع السبيل أمام عملية انتشار الأصول المسمومة في الاقتصاد. ووجود آليات ومبادئ كهذه من شأنها أن تضبط عمل مكونات النظام المالي ليكون خادماً وتابعاً لتطور الاقتصاد الحقيقي وليس العكس كما هو حاصل في النظام القائم.

ومع الإقرار بما سبق فإن مما ينبغي التنبيه إليه هو أن إزالة الفائدة لا يعني اختفاء الأزمات المالية بشكل كامل، فعامل الغش وعدم الشفافية، والسياسات المالية والنقدية الخاطئة، وغيرها من الممارسات ستلازم تصرفات الناس ما لم يكن هناك تغيير كبير في واقع الأنفس التي طغى على تصرفاتها الأنانية والطمع مع الجشع وحب جمع المال بشتى الوسائل والطرق، علاوة على الالتزام بالرقابة الصارمة التي تسمح للسوق بالعمل وللأفراد بالإبداع والابتكار ولكن ضمن قواعد وضوابط من شأنها أن تحد من الاضطرابات في مهدها ومراحل تكوينها، كما أن الربا لا يمثل إلا عنصراً واحداً ضمن مجموعة متكاملة من المبادئ والأسس التي يقوم عليها الاقتصاد الإسلامي. ومن جهة أخرى فإن تقلب الظروف الاقتصادية بين الصعود والهبوط أمر ملازم للنشاط الاقتصادي لأن هذه الأنشطة عرضة لمخاطر لا يمكن إزالتها بالكلية؛ مثل الجفاف أو إصابة بعض المحاصيل بالتلف أو بوار السلع، وغيرها.

٢-٣- الأسباب الرئيسة للأزمة الحالية.

إن أزمة الرهن العقاري القائمة تمثل حالة الفقاعة "السعرية" و"المضاربية" الشديدة الأثر لأن أمرها لم يقتصر على القطاع الذي انطلقت منه ولا الدولة التي وقعت بها، بل تحولت إلى أزمة عالمية لم تنته فصول آثارها، ولا حتى الحديث عن مسبباتها ناهيك عن الحلول التي اقترحت لمواجهتها بعد، وذلك لأن وقعها كان شديداً جداً، وهذا ما حدا ببعض من تناولوها من المختصين إلى القول بأن الأبحاث وأوراق العمل المتعلقة بشأن الوقوف على الأسباب الحقيقية التي تقف خلفها بشكل دقيق وجلي ستستغرق مدة لا تقل عن خمس سنوات وقد تمتد إلى خمسين سنة القادمة^١. وهذا ما يعضد تعدد العوامل التي أحدثتها، وكذلك الغموض بشأن الكثير من الحقائق المرتبطة بها، غير أن هذا لم يمنع من الوقوف على عوامل كانت محل تناول وتحليل من قبل العديد من الجهات الأكاديمية والتطبيقية. ومن تلك العوامل يمكن ذكر العناصر التالية:

- فلسفة التحرير المالي (Deregulation) وما أنتجه من ضعف للرقابة والإشراف الماليين (Lax Financial Regulation)؛ لقد ساهمت فلسفة تحرير القطاع المالي التي تبنتها بعض الدول، كأمریکا وبريطانيا في ثمانينيات القرن الماضي في ضعف الرقابة عليه مما جعل أدوات وعمليات تنمو وتتطور دون أن تكون خاضعة للفحص الدقيق للوقوف على المخاطر التي يمكن أن تترتب عليها؛ ليس للأطراف المتعاملة بها فحسب بل للمجتمع ككل. وهكذا تطورت

^١ Krueger, Anne, (2009), *New Ideas in Development after the Financial Crisis*, p.7.

منتجات مالية من توريق ومشتقات مع استحداث المؤسسات التي تقوم "بإنتاجها" أو "تعلبيها" ثم تسويقها دون أن تكون تلك المؤسسات خاضعة للرقابة كما هو الشأن بالنسبة للمصارف (المنشئ الأولي) للمنتجات، ومن ثم استبعدت عملية المتابعة والمراقبة لتلك العمليات ليس على المستوى المباشر، بل غير المباشر من خلال إخراج تلك الأدوات من ميزانيات المصارف (-off balance sheet). وقد عزز هذه الفلسفة وبلغ مداها هذا المستوى التغيرات التي مست بعض القوانين التي اعتبرت "متشددة"^١ كقانون جلاس-ستيجل (Glass-Steagall Act)^٢ الذي طور في الثلاثينيات من القرن الماضي على إثر أزمة الكساد الكبير التي تعرضت فيها المصارف لانهايار شديد كما مر معنا في الفقرة الأولى من المقال. لقد ساهمت هذه التغيرات في السماح لتطور بنوك كبرى انهيارها يهز استقرار الاقتصاد العالمي وليس دول المنشأ فحسب، كما أن هذا "التحرر المفرط" أدى إلى عدم القدرة على التمييز بين أعمال المؤسسات

^١ لا يجب أن يفهم من هذا دعوة للعودة لتلك القوانين من غير تمحيص ومراجعة، بقدر ما أردت الإشارة إلى أن تلك القوانين حدثت، كما لا حظ البعض، إلى حد كبير من تطور الظواهر السلبية التي نراها في العقود التي تلت عهد "التحرير".

^٢ لقد كان من أهم ما سعى إليه هذا القانون هو عدم السماح للمصارف "بتكبير" أحجامها الذي ينتج عنه تبعاً مفهوم أكبر من أن ينهار (Too big to fail)، وكذلك الحد من عمليات المضاربة التي تقوم بها المصارف من خلال التوظيفات عالية المخاطر مما يعرض المصارف ومن ثم أموال المودعين للمخاطر، وكذلك التمييز بين عمليات البنوك التجارية والاستثمارية.

المالية مما ولد تداخلاً كبيراً على سبيل المثال بين أعمال البنوك التجارية والاستثمارية من جهة، وبين البنوك التجارية وشركات التأمين من جهة أخرى^١.

- الرفع المالي المفرط (Excessive Leverage) والتفاوت الكبير في الآجال (Maturity Mismatch)^٢ بين الأصول والخصوم لدى بعض بنوك الاستثمار الأمريكية، والكثير من البنوك الأوروبية التي تأثرت بالأزمة. فقد بلغت قيم الرفع المالي ٣٠ في المعدل لدى هذه المصارف^٣، وهو ما يشير إلى أن الجهات التنفيذية في هذه المؤسسات انتهجت سياسات عالية المخاطر في توظيف أموالها، مما يجعلها معرضة لمخاطر الانكشاف (Bank run) جراء تدافع الزبائن لسحب أموالهم لتخوفهم من عدم التمكن من استرداد الأموال التي لهم لدى البنك، الرسم البياني (٦) يوضح قيم الرفع المالي، ونسب الودائع والأموال قصيرة الأجل إلى إجمالي أصول تلك المصارف.

^١ ولهذا ظهرت دراسات وتقارير تدعو إلى العودة إلى المفهوم الضيق للمصارف (Narrow Banking)؛ الذي يفصل بين وظيفة قبول الودائع وعمليات الدفع عن أعمال الوساطة المالية الأخرى كمنح القروض، أي عدم استخدام التزامات قصيرة الأجل لتمويل عمليات ذات مخاطر عالية وآجال طويلة:

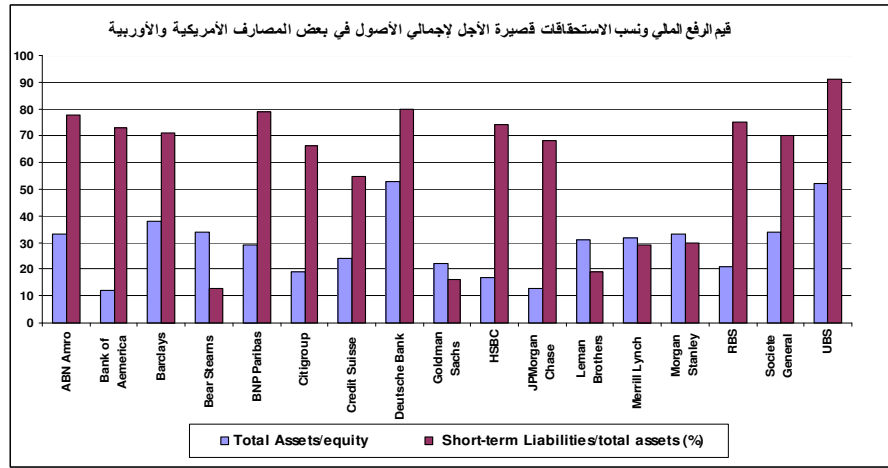
World Economic Forum (WEF), (2009), *The Future of the Global Financial System a Near-Term Outlook and Long-Term Scenarios*, a World Economic Forum Report in collaboration with Oliver Wyman, WEF.

^٢ لقد أوضحت الأزمة أن أحد مسبباتها هذا العامل، حيث أن المؤسسات كانت تقترض أموالاً قصيرة

الأجل، وتوظفها لآجال طويلة:

Baily, Martin Neil; Litan, Robert E., and Johnson, Matthew S., 2008, *The Origins of the Financial Crisis*, p.37.

^٣ Noia, Carmine Di; Micossi, Stefano; Carmassi, Jacopo and Peirce, Fabrizia (2009), *Keep it simple: Policy Responses to the Financial Crisis*, pp.17-18.



الرسم البياني (٦) - قيم الرفع المالي ونسب التزامات قصيرة الأجل لإجمالي الأصول لدى بعض المصارف الأمريكية والأوروبية، عام ٢٠٠٧م.

المصدر: Keep it simple: Policy Responses to the Financial Crisis, p.18

إن الرسم البياني أعلاه يبين عدداً من الحقائق بشأن وضعية هذه المؤسسات:

١. أن قيم الرفع المالي، ونسب الالتزامات القصيرة الأجل لإجمالي الأصول لدى المصارف الأوروبية كانت أعلى من المصارف الأمريكية؛ فمعدل قيم الرفع المالي لدى المصارف الأوروبية بلغت ٣٣ في مقابل ١٤ لدى المصارف الأمريكية، هذا إذا أخذنا جميع المصارف الأمريكية في الحسبان، أما إذا اقتصر الأمر على مصارف الاستثمار لوحدها فإن قيم الرفع المالي فيها كانت قريبة من الأوروبية، حيث بلغت ٣٠. أما معدل نسب الالتزامات المالية القصيرة الأجل لدى المجموعتين الأوروبية (٦٩٪) والأمريكية (٧٥٪) فقد كانت متقاربة^١.

^١Noia, Carmine Di; Micossi, Stefano; Carmassi, Jacopo and Peirce, Fabrizia (2009), *Keep it Simple: Policy Responses to the Financial Crisis*, p.18.

٢. أن المصارف الأوروبية التي تضررت كثيراً في الأزمة مثل مصرف يوبي إس (UBS) السويسري فقد كانت قيم العاملين مرتفعة بشكل كبير فيه؛ حيث بلغت قيمة الرفع المالي ٥٢، في حين أن نسبة الأموال قصيرة الأجل إلى إجمالي الأصول فقد بلغت ٩١٪. وقريب من ذلك وضع مصرف الدويتش الألماني (Deutsche Bank).

٣. يلاحظ بالنسبة لمصارف الاستثمار الأمريكية أن مصرف ليمان براذرز لم يكن وضعه سيئاً جداً بالنسبة لهذين العاملين، ومع ذلك تعرض للإفلاس وهو ما قد يفسر بمسألة الارتباك وعدم الإدارة الجيدة الذي طبع تصرفات الحكومة الأمريكية مع تفاقم الأزمة منذ صيف عام ٢٠٠٧م وإلى غاية إفلاس المصرف في ١٥ سبتمبر ٢٠٠٨م.

- ضعف الحوكمة والشفافية في العمليات الداخلية للمؤسسات المالية مما انعكس على عمليات التقييم للمخاطر وإدارتها بشكل دقيق ومستمر، وقد تجلّى ذلك في غياب رقابة ومتابعة الإدارة العليا في المؤسسات المالية التي قامت بتوظيف أموالها في قطاع الرهن العقاري، وخاصة التوظيفات المتعلقة بالمشتقات التي تسببت في تفاقم الأزمة واستفحال أمرها.

¹ Baily, Martin Neil; Litan, Robert E., and Johnson, Matthew S., 2008, *The Origins of the Financial Crisis*, p.42.

• التعثر، أي تعثر المدينين غير المؤهلين أصلاً لمنح الائتمان^١ وفق القواعد المتعارف عليها عن الوفاء بما عليهم من ديون بسبب التوسع الزائد في منح الائتمان أو خروج المديونية عن السيطرة (القروض الممنوحة لتمويل المساكن)، والتي بلغت مستويات لم يعد بمقدورهم الاستمرار في دفعها، وخاصة بعد بلوغ أسعار المنازل الذروة عام ٢٠٠٦م ثم ما أعقب ذلك من انخفاض شديد في أسعارها وأسعار المنتجات المالية الائتمانية التي كانت مرتبطة بها في أواخر ٢٠٠٦م إلى صيف عام ٢٠٠٧م، وهو ما عرض المقترضين لظاهرة تجاوز الديون قيم المنازل المرهونة (Negative Equity)، وكذا بلوغ الديون مستويات فاقت الدخول المتاحة للأفراد، مما ألجأ الأفراد إلى تمويل الدين بمزيد من الدين إما بالاقراض المباشر أو عن طريق بطاقات الائتمان وهو ما زاد الأوضاع تردياً لأن فوائد وتكاليف هذا النوع من الإقراض مرتفعة جداً. وبما أن الأوراق المالية المتداولة في قطاع الرهن كانت مضمونة بالقيم "الفقاعية" للمنازل، فما إن تهاوت أسعارها إلا وبدأ التخلص من تلك الأوراق بشكل سريع، كما أن وتيرة الاستحواذ على المنازل زادت مما عرض قيمها لمزيد من الانخفاض. لقد كانت هذه العملية هي بداية المسلسل الذي توالى بعده

^١ وهم فئة "البراييم" (Sub prime)، لأن الفئة الأولى "البراييم" (Prime) منح لهم الائتمان وفق الشروط المعروفة؛ مثل الملاءة المالية والتاريخ الائتماني الجيد.

^٢ Financial Services Authority, 2009, *The Turner Review a Regulatory Response to the Global Banking Crisis*, p.27.

التطورات الأخرى والذي انكشفت "بفضله" مدى المخاطر والتعقيدات التي كان يقف عليها النظام المالي بمؤسساته وأسواقه.

وقد كان البعض مثل مجلة الإكونوميست الأسبوعية البريطانية يتوقع حدوث اضطراب مرتبط باستفحال أمر الديون. ففي ٢٢ / ١ / ٢٠٠٠م كتبت المجلة في مقال لها بعنوان "الدَّين في أمريكا واليابان"، ابتدأته بقولها: "إن تجربة السنوات العشر السابقة أفرزت قاعدة في غاية الأهمية بالنسبة للتنبؤ ببؤرة المشاكل الاقتصادية القادمة، إنها باختصار "فتش عن الدَّين Follow the debt". وواصلت المجلة تحليلها قائلة: "فالاقتراض الزائد أو المفرط من قبل الشركات والأشخاص والحكومات كان السبب الرئيس وراء الأزمات الاقتصادية التي حلت بكل من المكسيك ودول شرق آسيا وروسيا والبرازيل، السؤال الذي يطرح نفسه بناء على تاريخ هذه الأزمات المتلاحقة: على من سيكون الدور؟ أهى بعض الاقتصادات في طور الصعود مثل الصين التي لا يزال وضعها يسبب بعض الإزعاج؟!، هذا وارد، ولكن الحقيقة المرة تتمثل في أن أزمة الدَّين القادمة يمكن أن تحدث ليس في الدول النامية بل قد تطال أكبر اقتصادين عالميين؛ اليابان وأمريكا. ففي السنوات الخمس الأخيرة لجأ المقترضون الخواص في الولايات المتحدة إلى زيادة معدلات الديون وهو ما قد يساهم في زيادة احتمال رسو هذا الوضع على أزمة دَّين قاتلة. أما في اليابان فإن ديون الحكومة (الدين الإجمالي العام) لا تزال تشكل خطراً وحجر عثرة في سبيل إنقاذ الاقتصاد الياباني من الوضع الذي يتخبط فيه". هذا الذي ذكرته المجلة يفسر جزءاً كبيراً من الذي حدث في أمريكا،

¹ The Economist (2000), *Debt in America and Japan*, 22 January 2000.

فالعالم برمته اليوم غنيه وفقيره يقف على جبال من الديون المترتبة على الحكومات والأفراد والشركات، ولا يبدو أن وضعها سيعرف حداً أو حلاً في القريب العاجل، اللهم إلا بحدوث هذه الكوارث وتبخر البلايين التي تراكمت عبر السنين في بضعة أسابيع، بل في ساعات في كثير من الأحيان.

- التطور الكبير للأصول المالية بمعزل عن الاقتصاد الحقيقي: المشتقات المالية وخروج أمرها عن السيطرة. هذه المشتقات التي أريد منها تقليل المخاطر أصبحت عبئاً زاد من حدة المخاطر وانتشارها أمرها بدل تقليلها أو توزيعها بكفاءة وعدل؛ لأن نموها تطور بمعزل عن نمو وتطور الاقتصاد الحقيقي، فخلال السنوات من ١٩٩٨م إلى ٢٠٠٥م، تضاعف حجم هذه المشتقات أكثر من ثلاث مرات من واقع ١٠٠ تريليون دولار إلى ٣٣٠ تريليون دولار، وها هي سرعة التضاعف تزيد مع الأيام حيث بلغت قيمتها (٦٠٠ تريليون) أكثر من عشرة أضعاف الإنتاج العالمي^٢ عام ٢٠٠٨م. علاوة على ذلك التطور اللافئ والمعقد لتلك الأدوات فقد تطورت قيم بعض الأصول المالية والحقيقية الأخرى بشكل بعيد عن الأسس الاقتصادية (Economic Fundamentals)،

^١ السويلم، سامي، (٢٠٠٧)، "التحوظ في التمويل الإسلامي"، ص. ٤٠.

^٢ حسب تقرير رقم ٧٨ الصادر في ٣٠ يونيو ٢٠٠٨م، لبنك التسويات الدولية، أما الآن فإن قيمتها تتعدى ذلك:

Bank of International Settlement, (2008), *BIS 78th Annual Report*, 30 June 2008; Jones-Bateman, Richard (2008), *Derivative Hydrogen Bombs Set To Explode*, www.naughtforyourcomfort.com

خلال العقود الثلاثة الماضية؛ ففي ديسمبر عام ١٩٩٩م بلغ مؤشر الداو جونز (Dow Jones) للأسهم في أمريكا مستوى عائد مساو لـ ٤٤ مرة معدل عوائد السنوات التي سبقته، وهو ما تجاوز المستويات العالية التي بلغها المؤشر عند حد الذروة عام ١٩٢٩م.^١

- التحيز الضريبي الذي شجع الأفراد والشركات على الاعتماد على آلية التمويل القائم على الدَّين (الفائدة) بدل آلية المشاركة في الربح والخسارة لتلبية احتياجاتهم التمويلية، وقد تناولت دراسة صادرة مؤخراً عن صندوق النقد الدولي هذا الموضوع بالتفصيل فبينت أن النظم الضريبية "المتحيزة" للتمويل القائم على الدَّين ساهمت في زيادة قيم الرفع المالي ومشاكل السوق الأخرى التي عانت منها المؤسسات المالية، وذكرت كمثال على ذلك تطور واستخدام الكثير من الأدوات المالية المعقدة كان بسبب المعاملات الضريبية التفضيلية التي كانت تخضع لها عوائد هذه المنتجات.^٢

- "أزمة إدارة للأزمة"؛ تشير العديد من الدراسات والتحليل إلى أن تعامل الحكومة الأمريكية في بدايات الأزمة ساهم في تعقيد الوضع وتفاقمه. ومن أمثلة ذلك ترك بنك ليمان براذرز للتعرض للإفلاس والذي حول الأمر كما تقول إحدى تلك الدراسات من أزمة "وول ستريت" إلى أزمة مصرفية شاملة

¹ Noia, Carmine Di; Micossi, Stefano; Carmassi, Jacopo and Peirce, Fabrizia (2009), *Keep it Simple: Policy Responses to the Financial Crisis*, p.4.

² Noia, Carmine Di; Micossi, Stefano; Carmassi, Jacopo and Peirce, Fabrizia, *Ibid*, p.4.

³ The IMF, 2009, *Debt Bias and Other Distortions: Crisis-Related Issues in Tax Policy*, p. 1.

وذلك في ١٥ سبتمبر ٢٠٠٨م. وبعد هذه الحادثة تدخلت الحكومات على مستوى أمريكا وأوروبا وغيرهما بشكل منسق وكبير بضخ رؤوس أموال في البنوك، وبتأميم بعضها حتى لا تنهار المنظومة المصرفية العالمية.

- التغييرات الكبيرة التي شهدتها قطاع الرهن العقاري منذ عام ١٩٣٨م مع ما رافق ذلك من انتهاج سياسات الليبرالية "المتطرفة"، و"أصولية السوق" الجارفة كما أوضحنا في العامل الأول من مسببات الأزمة. يمكن تلخيص تلك المراحل التي مر بها القطاع كما يلي^٢:

١. ما قبل ١٩٣٨م، كانت القروض في هذا القطاع تقدم وتدار بالطريقة المعهودة وهي العلاقة المباشرة بين المقرض الذي يريد شراء المنزل وبين مؤسسات الودائع الخاضعة للرقابة كالبنوك وجمعيات القروض والادخار.

٢. ما بعد ١٩٣٨م في عهد الرئيس روزفلت وبغرض توفير سيولة أكبر ورأس مال أكبر لهذا القطاع تم استحداث الجمعية الفدرالية الوطنية للرهن العقاري والتي أطلق عليها اسم "فاني ماي" (Fannie Mae)، وقد كانت هذه الجمعية مملوكة بالكلية للدولة.

٣. في عام ١٩٦٨م أي في عهد الرئيس جونسون حصل تغيير وإعادة ترتيب لهذا الوضع حيث استحدثت مؤسسة أخرى عرفت باسم

¹ Noia Carmine Di; and Micossi Stefano; Carmassi Jacopo; and Peirce Fabrizia, (2009), *Keep it simple: Policy Responses to the Financial Crisis*, p.25.

² Dodd, Randall, 2007, *Subprime: Tentacles of a Crisis*, Finance & Development Magazine, pp.15-19.

"جينى ماي" (Ginnie Mae) للإشراف على الرهون العقارية المضمونة من قبل الحكومة، وقامت في الوقت نفسه بخصخصة ما تبقى من مؤسسة "فاني ماي"، وبذلك انتقل جزء كبير من عمليات الإشراف في هذا القطاع من الحكومة الفدرالية إلى القطاع الخاص.

٤. وبعد هذا حصلت تطورات أخرى خاصة بعد اتهام مؤسستي "فريدي ماك" و"فاني ماي" من قبل الحكومة عام ٢٠٠٣م بعدم الالتزام بالمعايير المحاسبية الجديدة المتعلقة بضبط التعامل في المشتقات المالية، فاستغلت الفرصة بعض الشركات الكبرى في سوق المال الأمريكي (الوول ستريت)، كما يقول رونالد دود، كليمان براذرز (Lehman Brothers)، للدخول في سوق الرهن العقاري، فتوسعت العمليات بشكل كبير، وحصلت منافسات شديدة مما أثر على التخفيف من بعض القيود في منح القروض، مثل وصول نسبة المبلغ الذي يجب أن يكون بحوزة الراغب في الحصول على القرض لشراء المنزل الصفر، بعد أن كانت (٢٠٪)، ثم (١٠٪)، فخمسة، ثم ثلاثة، لأن البنك أو المؤسسات المالية الأخرى التي تمنح هذا النوع من القروض لا تمنح قرضاً يغطي كامل قيمة المنزل، علاوة على منح قروض لأفراد ليس لديهم القدرة على السداد.

وخلاصة هذه التطورات هو أن علاقة الدَّين التي كانت في أصلها علاقة مباشرة بين المؤسسات المانحة للقروض والأفراد انتقلت ملكيتها من

المؤسسات المانحة (Originators) إلى المستثمرين في مختلف بقاع العالم بفعل عملية التوريق، أي تحويل قيمة تلك الديون إلى أوراق مالية قابلة للتداول في أسواق المال، مما ساهم في ازدياد حجمها إلى أضعاف مضاعفة، بل خيالية، كما ساهم في انتشارها مما حولها لأزمة مالية عالمية في أبعادها وآثارها. وهذه العملية ساهمت بشكل كبير في أن المؤسسات المالية وخاصة بنوك الاستثمار في أمريكا وبعض البنوك الأوروبية الكبرى التي كانت على علاقة وثيقة بالرهون الأمريكية انتهجت سياسات استثمارية عالية المخاطر في توظيف أموالها كما مر معنا في النقطة الثانية في هذه الفقرة (الرفع المالي وتفاوت الآجال). ولهذا فإن الأزمة الحالية كلاسيكية؛ من حيث ضعف الرقابة، والإفراط في المديونية، ثم عجز الأعوان الاقتصاديين عن الوفاء بما عليهم من التزامات مالية في سبب حدوثها، معقدة ومركبة في تفاعل وانتشار أمرها بسبب المنتجات المالية التي طورت بغرض زيادة الكفاءة في توزيع المخاطر والتقليل منها، لكنها في نهاية المطاف تحولت إلى أدوات قمار كبرى للمتاجرة في المخاطر والديون ساهمت تلك المتاجرة في "انتفاخ" قيم تلك الأصول بشكل غير منطقي وغير منضبط و لا مراقب، كما ساهمت في زيادة المخاطر وتركزها بدل تقليلها وتوزيعها.

^١ وقد اعترفت كثير من الدراسات بتعقد هذه المنتجات مما صعب مهمة إدراك المخاطر والفوائد المترتبة كما اعترفت أيضاً بتعقد عمليات الإشراف المالي وخاصة في الولايات المتحدة، انظر على سبيل المثال:

Baily, Martin Neil; Litan, Robert E., and Johnson, Matthew S., (2008), *The Origins of the Financial Crisis*, p.40.

Baily, Martin Neil; Litan, Robert E., and Johnson, Matthew S., (2008), *The Origins of the Financial Crisis*, p.40.

ولكلا الجانبين الكلاسيكي و"المعقد-المركب" صلة بأصول التحريم في الإسلامي وهما الربا والغرر.

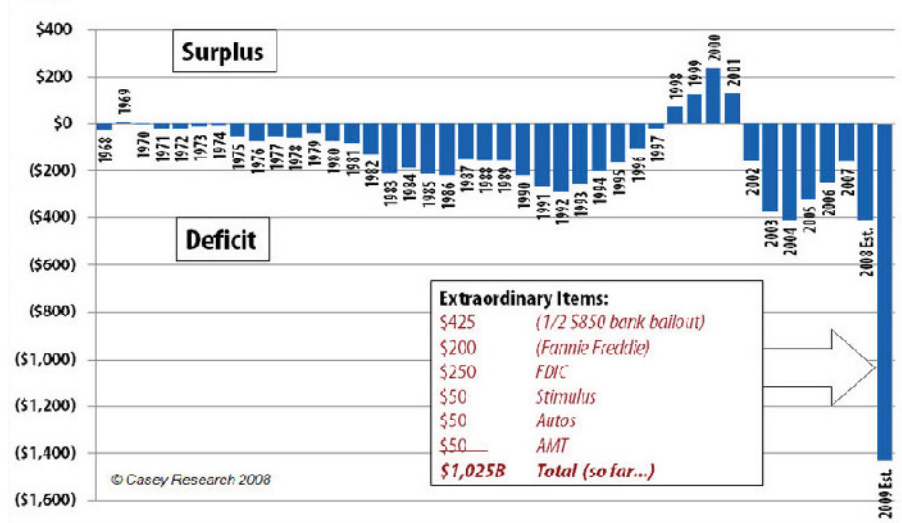
- الاختلالات الهيكلية الكبيرة^١ التي يقف عليها الاقتصاد العالمي^٢؛ ولتلك الاختلالات جوانب متعددة منها دول ذات فوائض مالية من خلال تجارتها الخارجية؛ مثل الصين واليابان والدول المصدرة للنفط، وأخرى ذات عجز مالي في ذلك كأمریکا وبريطانيا. إن الفوائض المالية لكثير من الدول عادة ما يعاد "استثمارها" في أمريكا بسبب أن الدولار عملة احتياط عالمية، وأن الأدوات المالية مثل السندات وأذونات الخزنة التي تصدرها الحكومة الأمريكية تصنف بأنها "عديمة" المخاطر، ولهذا نجد أن نفقات الحكومة والأفراد الأمريكيين مموله بأموال الأجانب بشكل كبير في العقود الأخيرة. وعادة ما ينعكس هذا الوضع المختل إذا استمر لمدة طويلة على مستويات الديون، وعجز في الميزانيات كما يوضح ذلك الوضع الأمريكي على سبيل المثال. فالعجز في الميزانية من المحتمل أن يتجاوز حاجز التريليون دولار،

^١ تؤثر هذه الاختلالات على السياسات المتعلقة بأسعار الصرف والفوائد؛ فالفائدة المنخفضة التي تتبعها دولة ما في فترة معينة تؤثر في ظل العولمة والترابط الشديد بين الدول على سلوك الأعوان الاقتصادية في الدول الأخرى، مثال ذلك الإقراض بالعملة المنخفضة الفائدة والتوظيف في عملة البلد عالي الفائدة. كما أن معدل الفائدة يؤثر على مستوى المديونية للدولة وعلى معاملات التجارة الخارجية، والتفصيل في هذا الموضوع ليس هنا مجاله.

^٢ أشار لهذا الأمر العديد من الدراسات انظر على سبيل المثال:

The Turner Review pp.11-14; Keep it Simple, p.2 & The Origins of the Crisis, p.37.

الرسم البياني التالي (٧) يوضح تطورات ذلك من عام ١٩٦٨ م وإلى تقديرات عام ٢٠٠٩ م:



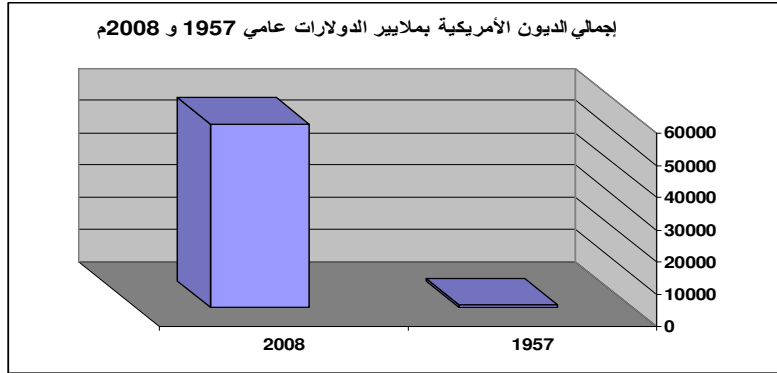
الرسم البياني (٧) - تطور قيم الفائض / العجز في الميزانية الأمريكية منذ عام ١٩٦٨ -
عام ٢٠٠٩ م.

المصدر: The Crisis in Pictures, Casey Research 2008

يلاحظ من الرسم أعلاه أن السنوات التي حققت فيها الحكومة الأمريكية فائضاً أو توازناً في ميزانيتها قليلة جداً، كما ويلاحظ أنه عقب وقوع اضطرابات مالية كما حصل في بداية التسعينيات، أو السنوات التي تلت انفجار فقاعة الدوت كوم، أو كما هو حاصل الآن أن العجز في الميزانية يزداد.

أما فيما يتعلق بالديون فإن أمرها أخذ في التفاقم بشكل قد يصعب السيطرة عليه والاستمرار فيه من غير رسم لسياسات واضحة ووضع أطر زمنية تضبط ذلك، الرسم

البياني التالي (٨) يوضح الوضع الذي وصل إليه مستوى المديونية في أمريكا مع نهاية ٢٠٠٨م مقارنة بـ ١٩٥٧م:



الرسم البياني (٨) - مجموع ديون الحكومة الفدرالية والحكومات المحلية والأفراد والشركات الأمريكية.

المصدر: Grandfather Economic Report series, April 2009

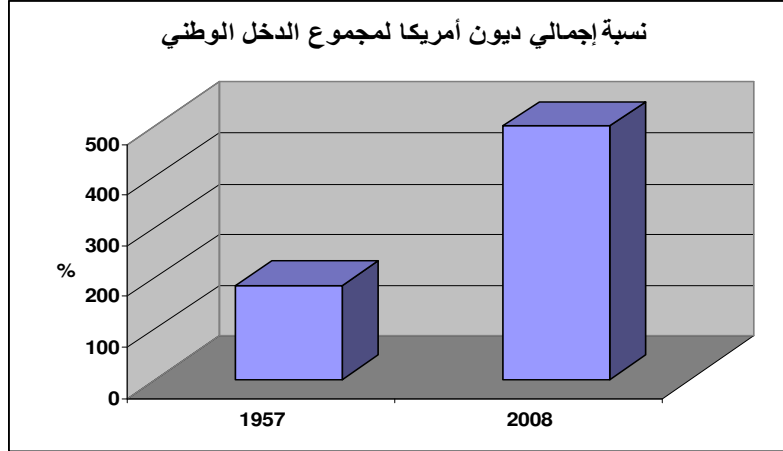
إن الرسم أعلاه يبرز جملة من الحقائق عن تطور مستويات الدين في الولايات المتحدة الأمريكية يمكن ذكرها كالتالي:

١. بلغ إجمالي الديون الأمريكية حوالي ٥٧ تريليون (٥٦.٩٣١ مليار) دولار في نهاية العام الماضي، وهو ما يعادل ٥٩ مرة حجم الديون لعام ١٩٥٧م (٩٦٣ مليار دولار)، وإذا وزع حجم الديون على عدد سكان أمريكا فإننا نصل إلى أن كل رجل أو امرأة أو طفل "له نصيب" مقداره ١٨٦.٧١٧ دولار في عام ٢٠٠٨م (بزيادة ٣٢.١٠٤ دولار عن عام ٢٠٠٧م) في مقابل ٤.٠٠٠ فقط في عام ١٩٥٧م.

¹ Hodges, Michael (2009), *Grandfather Economic Report Series*, April 2009.

٢. لقد زادت الديون من عام ٢٠٠٧م إلى عام ٢٠٠٨م بواقع ٣ تريليون دولار (منها ١.٢ تريليون ديون خارجية أي مملوكة لأجانب)، وهذه الزيادة تفوق ٥ مرات تطور حجم الناتج المحلي الإجمالي خلال نفس الفترة.

٣. ٧٩٪ من حجم الديون وهو ما يعادل ٤٥ تريليون دولار تراكم منذ عام ١٩٩٠م فقط، وهي الفترة التي تميزت بنمو الدين أكثر من الإنتاج بشكل لافت، وهذا أمر خطير جداً لأن الديون تنمو بمعزل عن الثروة مما يحول الأمر إلى الهرم المقلوب المتداول في الأدبيات الاقتصادية، والرسم التالي (٩) يوضح نسب الديون الإجمالية الأمريكية لإجمالي الدخل الوطني عامي ١٩٥٧ و٢٠٠٨م:



الرسم البياني (٩) - نسبة مجموع الديون الأمريكية لإجمالي الدخل الوطني عامي ١٩٥٧ و٢٠٠٨م.

المصدر: Grandfather Economic Report series, April 2009

٤. إن تقرير الحكومة الفيدرالية عن الدين يغطي ديون الحكومة الاتحادية فقط والتي وصلت مستوى ١٠.٢ تريليون دولار في نهاية عام ٢٠٠٨م، ولا يغطي ديون الحكومات المحلية، ولا ديون الشركات والأفراد. إن الحقائق المذكورة أعلاه حولت أمريكا من أكبر منتج للسلع بعد الحرب العالمية الثانية، إلى أكبر منتج للديون مع مطلع القرن الواحد والعشرين، وهذا أمر له انعكاساته على بقية دول العالم، وعلى الأجيال القادمة في أمريكا. وهي من غير شك تساهم في تغذية الفقاعات التي تظهر بين الفينة والأخرى. الأسئلة الكبيرة التي تطرح نفسها بالنسبة لهذه التطورات تتمحور حول القضايا التالية:

١. هل يمكن لإنتاج الديون أن يحل محل إنتاج السلع والمدخرات؟
 ٢. هل يستطيع الأمريكيون تحقيق رخائهم الاقتصادي بواسطة الإقراض إلى الأبد؟
 ٣. وإلى متى يستطيع العالم؛ وخاصة الدول ذات الفائض التي تعيد استثمارها في أمريكا الاستمرار في هذا الوضع؟
- أسئلة ذات مرام بعيدة الأمد يترتب على الإجابة عليها بشكل علمي وموضوعي إعادة النظر في أساسات هذا الوضع القائم من حيث المؤسسات المالية والنقدية القائمة، ومن حيث الآليات كالإبقاء على الدولار عملة للاحتياط العالمي. إن هذه الأوضاع المضطربة والاختلالات الهيكلية تزيد الأوضاع سوءاً في حال حدوث خلل ما في قطاع معين وفي بلد له ثقله كأمریکا أو اليابان، وذلك لأن

السياسات النقدية والمالية التي تتبع لا يقتصر تأثيرها على الفاعلين الاقتصاديين في البلد بل على الأجانب من أفراد وحكومات وشركات في ظل العولمة والترابط الشديد بين الدول خاصة في الجانب المالي والنقدي. فأسعار الفوائد والصرف التي يحددها الاحتياط الفدرالي استجابة للتقليل من بعض آثار هذه الاختلالات على الاقتصاد الأمريكي في فترة ما لا يقتصر ذلك الأثر على الأمريكيين من أفراد وشركات وحكومة بل يتعداه إلى غيرها من الدول خاصة تلك التي تربطها صلات استثمارية وتجارية كبيرة بأمريكا.

٣- خلاصة واستنتاجات

من خلال ما سبق من عرض وتحليل يمكن استخلاص النتائج والتوصيات التالية:

١. للأزمات المالية مظاهر ونتائج متعددة وعميقة وهي لا تقتصر على الجوانب الاقتصادية فحسب بل تتعداها إلى غيرها من الجوانب؛ الاجتماعية، والسياسية، والصحية، كما أن أمرها لا يقتصر على الفترة الزمنية التي تحدث فيها بل تترك آثارها كذلك بما فيها الآثار الفكرية للأجيال اللاحقة. وهذا ما يبين أهمية العمل الجماعي الإنساني المشترك الجاد للتخفيف من هذه الآثار، وقبل ذلك تحديد الأسباب الرئيسة التي تقف خلف هذا الحدوث المتكرر.

٢. هناك تباين كبير في الأدبيات الاقتصادية التقليدية بشأن أسباب هذه الأزمات، وهو ما انعكس على الحلول والمعالجات التي تقدم والتي

تكون محل أخذ ورد كبير من قبل المدارس الاقتصادية والأحزاب السياسية المختلفة، والمنظمات غير الحكومية. ومن ثم يمكن القول أنه لا توجد نظرية متكاملة ومتناسقة استطاعت فرض نفسها في الوسط الأكاديمي والتطبيقي لتفسير هذا الحدوث المتكرر للأزمات، مما جعل الأبحاث والدراسات التطبيقية تتكاثر مع مرور الأيام مع زيادة الحيرة المعرفية في هذا الشأن، لكن يمكن القول أن هناك شبه "إجماع" في تلك الأدبيات على أن الأزمات المالية أمر لا يمكن الفكك عنه في ظل النظام الرأسمالي.

٣. للاقتصاد الإسلامي ما يقدمه من رؤية بشأن تحديد الأسباب وقد اتضح ذلك من خلال المساهمات التي قدمها بعض الاقتصاديين المسلمين خاصة في الأزمة الأخيرة، والأهم من ذلك أن هناك اتفاق إلى حد ما حول المسببات الرئيسة لهذه الأزمات والمرتبطة بالمخالفات الشرعية التي نهى عنها الإسلام؛ مثل الربا وما يترتب عيله من إفراط في "إنتاج" وبيع الديون، والغرر، وبيع الإنسان ما لا يملك، وهو ما يفسر في نظري الخلل الأساس الذي يساهم في عدم استقرار النظام القائم والأمر الآخر هو أن الآليات والمبادئ التي يقوم عليها نظام الاقتصادي الإسلامي مثل المشاركة في الربح والخسارة في تمويل عمليات الاستثمار والإنتاج من شأنها أن تعيد للنظام المالي انضباطه، ومن جهة أخرى فإن تدخل الدولة في ظل الاقتصاد الإسلامي من

حيث الأصل وليس الاستثناء يمثل دعامة أخرى من شأنها أن تضبط سلوك الأسواق والمتعاملين فيها بدل ترك الحرية الكاملة لها لتعمل وفق مبدأي المصلحة الخاصة و"اليد الخفية" لتوزيع الموارد والمخاطر وتخصيصها في فترة الازدهار، والتدخل بكل ثقل حال عجز تلك المنظومة في فترة الهبوط الحاد للنشاط الاقتصادي. ومع إقرار هذا فإن الطرح يحتاج إلى عمق أكبر بتطوير أدوات للتحليل يمكن أن تفرض نفسها في الأدبيات الاقتصادية السائدة.

٤. هناك حاجة ماسة لدراسات مستفيضة تتقصى عمليات التغيير الكبيرة التي حدثت لنظم وقوانين الإشراف المالي منذ أزمة الكساد الكبير على الأقل وإلى الآن بغرض الوقوف على حقيقة هل الخلل يتمثل في عدم كفاية القوانين والأنظمة؟، أم الأمر يعود إلى عدم العمل بها؟ وفي كلا الحالتين هناك استنتاجات ودروس مفيدة للقائمين على الأنظمة المالية وللأعوان الاقتصادية المتعاملة مع هذا النظام على المستوى المحلي والعالمي، الأمر الآخر الذي يحتاج إلى تتبع هو التحذيرات التي أطلقها البعض من أن كارثة قادمة بسبب تطور عمليات منح الائتمان وفق شروط فيها كثير من عدم الانضباط في شروط الإقراض لدى المؤسسات المالية مع الغياب شبه التام لجهات الإشراف المالي في أمريكا.
٥. هناك قدر مشترك فيما يخص بعض العوامل التي تسبب في حدوث الأزمات أو تفاقمها بين الاقتصادي التقليدي والإسلامي؛ عوامل من

قبيل السياسات المالية والنقدية الخاطئة، ومن ثم لا يمكن الجزم بخلو أي نظام من أزمات وتقلبات ما دام البشر يديرون ذلك. لكن هذا لا يمنع من تفاوت حدة تلك الأخطاء من نظام لآخر، بل وفي النظام الواحد من فترة لأخرى لأن الأمر يرتبط بمدى الكفاءة والانضباط المهني والأخلاقي للقائمين على الأجهزة المالية والنقدية في الفترة المعنية.

٦. إن تحقيق الاستقرار والعدالة في النظام النقدي والمالي القائم يتطلب إعادة النظر كلية، كما يقول موريس آليه في مبادئ النظام والأسس التي يقوم عليها وليس في طرق العلاج "والتجميلات" التي تحصل بين الفينة والأخرى فحسب.

٧. هناك حاجة ماسة لتقويم الجهود والمبادرات التي اتخذت لدعم الاستقرار النقدي والمالي للوقوف على مدى كفاءة وفاعلية هذه الجهود لأنها تكلف المجتمعات البشرية توجيه موارد مالية وبشرية معتبرة كان يمكن أن تستخدم لسد حاجة من الحاجات الملحة كالتقليل من فوارق توزيع الدخل، أو التقليل من مستويات البطالة، أو غير ذلك.

المراجع:

١. أبو العينين، تامر (٢٠٠٨م)، عالم رياضيات يتوقع استمرار الأزمة المالية عقداً، الجزيرة نت، ٢٩ أكتوبر ٢٠٠٨م.
٢. أشقر، طارق (٢٠٠٨م)، إبراهيم عويس يحذر الصناديق الخليجية من التوجه للخارج، الجزيرة نت، ١ نوفمبر ٢٠٠٨م.
٣. بلوافي، أحمد (١٩٩٣م)، الربا هو السبب .. محاولة لفهم ظاهرة الأزمات الاقتصادية (٣)، مجلة السنة، العدد ٣٢، شوال ١٤١٣ هـ (١٩٩٣م)، ص ص: ٩٠ - ٩٥.
٤. بلوافي، أحمد (١٩٩٨م)، يمحق الله الربا، مجلة السنة، العدد ٧٢، شعبان/ رمضان ١٤١٨ هـ (يناير ١٩٩٨م)، ص ص: ٩ - ٢١.
٥. بلوافي، أحمد، (٢٠٠٨)، البنوك الإسلامية والاستقرار المالي: مناقشة ورقة عمل صادرة عن صندوق النقد الدولي، المجلد ٢١، العدد ٢، مجلة جامعة الملك عبد العزيز: الاقتصاد الإسلامي، ص ص: ٧١-٩٦.
٦. السويلم، سامي، (٢٠٠٧)، "التحوط في التمويل الإسلامي"، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، البنك الإسلامي للتنمية، جدة، المملكة العربية السعودية.
٧. صندوق النقد الدولي (٢٠٠٨)، تقرير الاستقرار المالي العالمي: ملخص واف، إبريل ٢٠٠٨م.
٨. صندوق النقد الدولي (٢٠٠٩)، آفاق الاقتصاد العالمي: ملخص واف، إبريل ٢٠٠٩م.
٩. صندوق النقد الدولي (٢٠٠٩)، تقرير الاستقرار المالي العالمي: ملخص واف، إبريل ٢٠٠٩م.
١٠. عمر، محمد عبد الحليم (تحرير)، (١٩٩٩م)، حوار حول الاقتصاد الإسلامي: وقائع حلقة نقاشية بين مجموعة من العلماء، سلسلة الدراسات والبحوث رقم (١٧)، مركز صالح كامل للاقتصاد الإسلامي، القاهرة.
١١. فلانان، موريس؛ سنجر-كركل، جاك، الأزمات والانحسارات الاقتصادية، ترجمة ناجي نعمان، سلسلة ماذا أعرف (٥٠)، المنشورات العربية.
١٢. لورا بوليو، بول (١٩٣١م)، الموجز في علم الاقتصاد"، تعريب حافظ إبراهيم و خليل مطران، مطبعة المعارف، مصر.

13. Ali, Salman Syed, (2007), "Financial Distress and Bank Failure: Lessons from Closure of *Ihlas Finans* in Turkey", *Islamic Economic Studies*, Vol. 14, No. 1 & 2, Aug. 2006 & Jan. 2007, pp: 1-52.
 14. Allen, Franklin; Gale, Douglas (2000), Bubbles and Crises, *the Economic Journal*, 110 (January), pp. 236-255.
 15. Baily, Martin Neil; Litan, Robert E., and Johnson, Matthew S., (2008), *The Origins of the Financial Crisis, The Initiative On Business and Public Policy at Brookings, Fixing Finance Series – Paper 3*, November 2008.
 16. Bank of International Settlement, (2008), *BIS 78th Annual Report*, 30 June 2008.
 17. Barbera, Robert J. (2009), *the Cost of Capitalism: Understanding Market Mayhem and Stabilizing our Economic Future*, Mc Graw Hill, London, UK.
 18. Casey Research, (2008), *Exclusive Special Report: the Crisis in Pictures*, Casey's Charts Snapshot for Investment Success, USA.
 19. Chapra, M.U, (2008), "The Case Against Interest: Is It Compelling?" *Thunderbird International Business Review* Vol. 49 (2), March April 2007, pp.161-186.
 20. China Herald, (2008), *Economy - Waiting for the unavoidable financial crisis*, July 08, 2004. www.chinaherald.net
 21. Dodd, Randall, (2007), "Subprime: Tentacles of a Crisis", *Finance & Development*, A Quarterly Magazine IMF, December 2007, Volume 44, Number 4, pp.15-19.
 22. Federal Reserve Bank of San Francisco, (1985), "The Search for Financial Stability: The Past Fifty Years", *Conference Proceedings, Asilomar, California*, June 23-25, 1985.
 23. Financial Services Authority, (2009), *The Turner Review A regulatory response to the Global banking crisis*, March 2009, Financial Services Authority, UK.
 24. Flac News (2008), *Global Credit Crisis: How to Protect Households at Risk*, Vol.18, No.4, pp. 10-11.
 25. Greenspan, Allan (2007), *the Age of Turbulence Adventures in a New World*, the Penguin Press, New York, USA.
 26. Group of Twenty (G20), (2009), *London Summit-Leaders Statement*, 2 April 2009.
 27. Hodges, Michael (2009), *Grandfather Economic Report Series*, April 2009.
 28. Kindleberger, Charles, (1996), "Manias, Panics and Crashes: A History of Financial Crises", 3rd Ed., John Wiley & Sons, INC, Great Britain.
 29. Krueger, Anne, (2009), *New Ideas in Development after the Financial Crisis*, pp. 6-10.
 30. Noia, Carmine Di; Micossi, Stefano; Carmassi, Jacopo and Peirce, Fabrizio, (2009), *Keep it simple: Policy Responses to the Financial Crisis*, Centre for European Policy Studies, Brussels, Belgium.
 31. Stiglitz, Joseph (2003), *Dealing with Debt: How to Reform the Global Financial System*, *Harvard International Review*, pp. 54-59, hir.harvard.edu.
 32. The IMF, (2008), *Global Financial Stability Report: Containing Systemic Risks and Restoring Financial Soundness*, April 2008.
 33. The IMF, (2009), *Debt Bias and Other Distortions: Crisis-Related Issues in Tax Policy*, Fiscal Affairs Department, the IMF, June 12, 2009, Washington, USA.
 34. Thurow Lester C., (1996), "The Future of Capitalism: How Today's Economic Forces Shape Tomorrow's World", William Morrow and Company, Inc., New York.
 35. World Economic Forum, (2008), *Global Risks 2008 A Global Risk Network Report*, Geneva, Switzerland, January, 2008, www.weforum.org.
- World Economic Forum, (2009), *The Future of the Global Financial System: a Near-Term Outlook and Long-Term Scenarios*, World Scenarios Series, Geneva, Switzerland, Ja