

المؤتمر العلمي السنوي الثالث عشر

لكلية الحقوق – جامعة المنصورة



الجوانب القانونية والاقتصادية للأزمة المالية العالمية

في الفترة من ١ – ٢ إبريل ٢٠٠٩
بقاعة السنهورى بكلية الحقوق – جامعة المنصورة

بحث بعنوان

دور السياسة المالية فى ظل الأزمة الاقتصادية
العالمية مع الإشارة لمصر

إعداد

أ.د/ رمضان صديق

أستاذ التشريعات المالية والضريبية
وكيل كلية الحقوق للدراسات العليا والبحوث
جامعة حلوان

المقدمة

لم يعد خافياً على كافة بأن الأزمة المالية التي انطلقت شرارتها فى الولايات المتحدة ، سرت سريان النار فى الهشيم فى الدول الأوروبية الأكثر التصاقاً باقتصاد الولايات المتحدة ، ونعنى بها فرنسا وألمانيا ، وبقية دول الاتحاد الأوروبى . ثم ما لبث أن بدأت نيرانها تلسع اقتصاديات كافة الدول ، القاصية والدانية . ولم يعد من ريب أن الدول العربية كانت من بين الدول التى تلحق بها الأزمة المالية خسائر لم تتحدد بعد قيمتها ، وإن كانت بادرتها بدأت بالانخفاض الكبير فى أسعار البترول .

ولم يعد من مجال أمام صناع القرار الاقتصادى سوى البحث فى كيفية مواجهة هذه الأزمة ، والعمل على الحد من خسائرها ، أو بالأحرى الخروج منها بأقل الخسائر . وأخذت كل دولة تبحث فى القطاعات الاقتصادية الأقل تحصيناً ، أو تلك التى من المتوقع أن تنالها الأزمة بسهامها فتتداعى ، وتصبح خطراً على بقية القطاعات الأخرى التى تقع بوقوعها ، وفقاً لنظرية قطع الدومينو التى راجت لتفسير العدوى التى تصيب الاقتصاديات الأخرى بما أصاب اقتصاد دولة معينة قد لا تكون بينهما روابط مباشرة

ولقد شهد الاقتصاد العالمى تغيرات غير عادية فى التسعينات أثرت على الآفاق الاقتصادية من كل من البلدان المتقدمة والبلدان الأقل نمواً بنهاية هذا العقد^(١). حيث بلغ العجز فى الميزانية الأمريكية مدى غير مسبوق ، فى الوقت الذى عملت الشركات والأسر على الحصول على القروض بحرية كبيرة فى عهد الرئيس كلينتون فى ظل ازدهار اقتصادى غير مسبوق .

(¹) Padma Desai, *Financial Crisis, Contagion, and Containment: From Asia to Argentina*, pp.1-5.

وقد امتد هذا السلوك ليشمل الشركات والمؤسسات المالية اليابانية، التي استمرت على نحو غير حكيم فى المضاربة على الأراضى والعقارات ، وأثقل كاهل بنوكها بالديون . ولم تتخلف عن هذا الركب البلدان الأقل نمواً فى كل من شرق آسيا (اندونيسيا وماليزيا والفلبين وكوريا الجنوبية وتايلاند) حيث ركزت الشركات والبنوك المقترضة على الاستثمار قصير الأجل فى العملات الأجنبية ، وفى أصول محلية مشكوك فيها على المدى الطويل .

وتحملت الحكومات فى روسيا ، والبرازيل ، والأرجنتين ، وتركيا أعباء الديون المتراكمة التي زادت من حجم الديون الخارجية من دون قلق ، على أمل القدرة على تلبية تسديد التزاماتها من خلال عائدات التصدير .

وأعلنت السلطات الروسية يوم ١٧ أغسطس ١٩٩٨ ، من جانب واحد تخفيض الحكومة لعملة ديونها ، وحظرت على البنوك التجارية الأجنبية من تطهير الخصوم ، وخفضت قيمة الروبل فى الفترة من ٦ روبل للدولار إلى ٢٦ روبل . وذلك كرد على انسحاب من جانب المستثمرين الأجانب فى الأسابيع الأخيرة من عام ١٩٩٧ .

وقامت الحكومة البرازيلية بتقليص النفقات فى الميزانية بنسبة ٢,٥% فى من الناتج المحلى الإجمالى ، ورفع البنك المركزى سعر الإقراض الأساسى إلى ٢,١٤٣% ، ثم سمح بتعويم الحقيقية فى كانون الثانى / يناير ١٩٩٩ .

ومنذ أواخر عام ٢٠٠٧ ، وحتى الآن ، شهدت الولايات المتحدة أزمة مالية عنيفة انتقلت عدواها إلى الأسواق المالية لمختلف الدول وبات علاجها عسيراً ، ، فعلى إثر هبوط قيم الأسهم فى وول ستريت انخفض المؤشر العام للقيم بنسبة ٧,١% فى فرانكفورت و ٦,٨% فى باريس و ٥,٤% فى لندن و ٧,٥% فى مدريد و ٣,٨% فى طوكيو و ٥,١% فى شنغهاي و ٦% فى ساوباولو و ٩,٨% فى الرياض و ٩,٤% فى دبي و ٣% فى بيروت و

٤,٢% في القاهرة. بل هبط المؤشر العام حتى في الدول التي لا توجد فيها استثمارات أمريكية^(٢).

وكان تطورت الأزمة المالية الحالية بشكل مختلف عن ما سبقها من الأزمات الكبرى التي ضربت العالم النامي في العقود الأخيرة^(٣). فلم تضرب هذه الأزمة بلدان الأسواق المالية فقط، كما كان يحدث من قبل ، حيث يلعب القطاع المالي دورا كبيرا في نشاطها الاقتصادي ، ولكنها امتدت أيضا إلى البلدان الأخرى .

كما تأتي هذه الأزمة عقب صدمة عالمية ناتجة عن ارتفاع أسعار الوقود والمواد الغذائية التي فرضت عبئا اقتصاديا ثقيلا على العديد من البلدان ، مع زيادة كبيرة في معدلات الفقر والضعف. وولدت تحديات اقتصادية كبيرة واختيارات محدودة أمام صناع السياسة الاقتصادية في البلدان النامية. وفي المقابل فإن وقوع هذه الأزمة وما يمكن أن تؤدي إلى انخفاض أسعار السلع الأساسية في الأجل المتوسط ، قد يحد من الاستثمارات الجديدة في هذه القطاعات ، وبالتالي ترتفع الأعار على الدول المستوردة لها .

وهذه الآثار تصيب بقوة الدول النامية ، والتي يتوقع ، بسبب الأزمة المالية ، أن تشهد انخفاضا حاداً في الطلب على قوتها العاملة في الدول

(٢) د. صباح نعوش : تداعيات انهيار قيم العقارات المعالجة وحدودها انتقال العدوى للأزمة اقتصادية ، ، موقع الجزيرة: www.aljazeera.org

(٣) *GLOBAL FINANCIAL CRISIS AND IMPLICATIONS FOR DEVELOPING COUNTRIES ,G-20 Finance Ministers' Meeting ,São Paulo, Brazil ,November 8, 2008*

المتقدمة ، حيث يتمتع المهاجرون إليها بفرص العمل وخصوصاً في بعض القطاعات المرشحة للركود (وخاصة في مجالات البناء ، وتجارة التجزئة ، والمطاعم) ، مما يشكل ضغطاً على الدول المصدرة لهؤلاء العاملين يتمثل في تخفيض التحويلات النقدية الواردة إليها ، وفي زحف عدد من العاطلين إليها ليضاف إلى حجم البطالة المتزايد بين العاملين في الداخل..

ويزيد من هذه الأعباء الانخفاض المتوقع لعائدات النفط بدول الخليج ، والذي من شأنه ، أيضاً ، أن يؤدي إلى انخفاض في عائدات المهاجرين.

وهكذا تجد دول الشرق النامية في قلب أزمة مالية نبعت في الغرب وصدرت إليها دون رغبة منها ، أو أصابتها عدوى هذه الأزمة ، على الرغم من بعد المسافات ، بين دولة الإرسال ودول الاستقبال .

وتعرف هذه الحالة في الأدبيات الاقتصادية المعاصرة بالعدوى المالية *Financial Contagion* ، التي يختلف في تعريفها الباحثون ، ويجتهدون لتفسير أسبابها ، وسوف نحاول أن نلقى في هذه الورقة الضوء على هذه الحالة من خلال تعريف العدوى المالية ، والنظريات المفسرة لوجودها ، ووسائل العلاج منها ، ودور السياسة المالية للحد منها ، وذلك على النحو التالي :

أولاً: ماهية العدوى المالية

اهتم عدد من الاقتصاديين المتخصصين في الأسواق المالية بالانهيار أو الاضطراب التي شهدته الأسواق العاملة في الدول المختلفة بفعل صدمة أو أزمة وقعت في أحد الأسواق ، ولو كانت نائية عنه ، وقد أطلق على هذه الظاهرة مصطلح العدوى المالية *financial contagion* ، ويقصد به

صدمة تصيب سوقاً مالية تتسبب في تغيير الأسعار في سوق مالية أخرى. أو صدمة تصيب سوق دولة ما فتؤدي إلى تغيير أسعار الأصول في سوق مالية لدولة أو دول أخرى ، أو هي فقدان الثقة في الأصول المالية المحلية نتيجة لانهايار مالي خارجي" (٤).

وبذلك يشير مصطلح العدوى المالية إلى ظاهرة تحدث عندما يتأثر اقتصاد بلد ما تأثيراً سلبياً ناتجاً عن تغيرات في أسعار الأصول في أسواق مالية في بلد آخر.

وليس المقصود من العدوى هنا تلك الصدمات العادية الحقيقية أو الاحتمالية التي ، حدثت ، وتحدث بصفة دورية ، تتم في مجرى النشاط المالي (٥)، بل المقصود بها (٦) تكاثر وامتداد هذه الصدمة وانتشارها على نحو مفاجئ وغير مسيطر عليه داخل وخارج الدولة التي تقع فيها الأزمة المالية.

ولا يعتبر انتقال الصدمات الاقتصادية من دولة إلى أخرى أمراً مستحدثاً أو غريباً في حد ذاته ، حيث وقع ذلك كثيراً ويقع بفعل الارتباط بين

(٤) Julia Lowell, C. Richard Neu, and Daochi: *Financial Crises and Contagion in Emerging Market Countries*, Neu, Daochi Tong, RAND/MR-962, 1998, p.62.

(٥) ولقد أشار أحد الكتاب إلى ذلك في مقال نشر له على الإنترنت جاء فيه : " أن " قد دلت الدراسات الاقتصادية على أن الأزمات هددت الحياة الاقتصادية في التواريخ الآتية: ١٨١٥ ، ١٨٢٥ ، ١٨٤٧ ، ١٨٥٧ ، ١٨٦٦ ، ١٨٧٣ ، ١٨٨٢ ، ١٨٩٠ ، ١٩٠٠ ، ١٩٠٧ ، ١٩١٣ ، ١٩٢٠ ، ١٩٥٩ . وهذا ما حدا بـ " الجارديان " أن تكتب وتحت عنوان إفلاس الاقتصاد السياسي عقب أزمة ١٩٢٩ : إننا نعرف سرعة حركة الكهرباء خيراً مما نعرف سرعة تداول النقد ونعرف عن دورة الأرض حول الشمس ودورة الشمس في الكون أكثر مما نعرف عن الدورة الصناعية .

(٦) Eduardo Fernandez – Arias , Ricardo Hausmann and Roberto Rigoben : *Financial Contagion in Emerging Markets* , American Development Bank, p. 1.

اقتصاديات الدول المخلفة ، ولكن الجديد والغريب هو ^(٧) أن تنتقل الصدمات من دولة إلى دول أخرى ليس بينها روابط اقتصادية مهمة ، وتفصل بينهما حدود جغرافية بعيدة ، مما يجعل انتشار العدوى مفاجئ أو غير متوقع . كما هو الحال بالنسبة للأزمة الروسية التي وقعت في أغسطس عام ١٩٩٨ وانتقلت آثارها إلى بلاد بعيدة كالمكسيك وباقي دول أمريكا اللاتينية . ويعتبر مصطلح العدوى حديثاً نسبياً ، حيث بدأ الاقتصاديون الاهتمام به منذ النصف الثاني من عقد التسعينيات من القرن الماضي ^(٨) ، حين انتشرت الأزمات المالية في الأسواق الناشئة لبعض الدول التي كانت تبدو اقتصادياتها في وضع صحي محصن ، كما هو الحال في دول شرق آسيا ^(٩) .

و هناك الكثير من الأسباب التي قد تسبب العدوى المالية إلى الحد الذي يبررها مناهضو الرأسمالية على أساس أنها قد تكون سبباً لشكل من أشكال الإمبريالية الاقتصادية . أو هي أثر لاختلال وقع في بلد ما أدى إلى تعرض دوال أخرى ارتبطت به إلى هذه العدوى دون أن يكون في إمكانها منع هذه العدوى .

^(٧) Sebastian Edwards : *Contagion* , Lecture delivered at University of Nottingham , Oct. 28th.1999, published at: National Bureau of National Research (NBER) , 2000

^(٨) Sebastian Edwards : *Contagion* , Lecture delivered at University of Nottingham , Oct. 28th.1999, published at: National Bureau of National Research (NBER) , 2000.

^(٩) لفت الانتباه إلى هذه العدوى وزير مالية المكسيك في عام ١٩٩٩ ، معلقاً على أثر أزمة العملة الروسية على بلاده ، قائلاً : "إن حوالي ٩٠% من المكسيكيين لم يسمعوا عن الدوما *Dumma* الروسية ولا عن أسعار الصرف أو معدلات الفائدة ، ومع ذلك فهم يعيشون يومياً تحت رحمة أزمة يقودها رجال أعمال في روسيا أمثال كريانكو ويريماكوف" . أنظر : J. A. Gurria : *Identifying the pending Agenda for stability* , *Global Emerging Markets*, No. 22, 1999, pp. 22-25.

وتأخذ العدوى شكلها النموذجي ^(١٠) من خلال أزمة السيولة التي يعاني منها القطاع المالى ، التي تؤدي إلى عرقلة هذا القطاع عن الانطلاق ، وتصيب النشاط المصرفى بالصدمة التي تنتقل من بلد إلى آخر ، بغية البحث عن السبيل إلى تخفيض المخاطر ، مما يؤدي فى النهاية إلى تقييد الائتمان ، وتقليص نشاط الاقتصاد العيى ، مما يؤدي فى النهاية إلى الدخول فى مرحلة انخفاض النمو ، ثم الركود.

ولشرح ذلك تفترض إحدى الدراسات التطبيقية ^(١١) أن البنوك تعمل فى إطار تنافسى يقوم على استغلال ما توافر لديها من سيولة ؛ حيث يستثمر البنك اموال المودعين لديه ، ويتنافس كل بنك فى تقديم العائد التنافسى الثابت للمودع فى تاريخ محدد ، مع توقع أن عدداً منهم سوف يقوم بسحب كل أو بعض ودائعه بقدر محسوب وبانتظام ، وعلى هذا الافتراض تقوم البنوك بالاستثمار فى نوعين من الأصول ، أولهما أصول قصيرة الأجل تدفع عائداً محدداً بعد فترة زمنية واحدة، والثانى الاستثمار فى أصول طويلة الأجل تدفع عائداً على فترتين أو أكثر .

ومن الطبيعى أن يكون العائد فى النوع الثانى أكبر من النوع الأول . فإذا تعرض البنك لأزمة فإن خطر تسييل الأصول التي يستثمرها فى النوع الثانى يكون عليه كبيراً ، حيث يحمله خسارة أو تكلفة عالية ، كما أن الذعر الناتج من هذه الأزمة ينتقل إلى البنوك الأخرى فيسرع المودعون بسحب ودائعهم فتزيد المخاطر بازدياد أثر العدوى.

^(١٠) Milton Friedman and Anna Schwartz : A monetary history of the United States , 1867- 1960, Princeton University Press, 1986.

^(١١) Franklin Allen & Douglas Gale : Financial Contagion , Financial Institution Center , presented at NBER, No. 98/31, May 1998.

ولقد كان متصوراً^(١٢) أن رؤوس أموال المؤسسات المالية قادرة على تحمل خسائر في هذا الحجم، بل كان يعتقد أن التوريق *securitization* يؤدي إلى توزيع المسؤوليات ، مما يقلل من تركيز المخاطر على شركات الوساطة المالية. وكان الرأي السائد أن انتشار الرهن العقاري عالي المخاطرة أضعف

ولكن هذا التصور ثبت خطؤه نتيجة المشكلات غير المألوفة التي أوقعها هذا النوع من المعاملات للنظام المالي، وأخذ ينتشر في صورة العدوى أو الوباء الذي يتفشى بين المؤسسات المالية داخل الدولة وخارجها.

ثانياً: النظريات المفسرة للعدوى المالية

لقد تساءل فريق من الباحثين^(١٣) لماذا تبدو بعض الأسواق المالية عرضة للعدوى دون البعض الآخر؟ ووضعوا للإجابة "أربعة نماذج لتفسير هذه العدوى"، لكل منها مجموعة المؤشرات وما يرتبط بها من سياسات الوقاية. ثم تم تطبيق هذه النماذج على الأزمات الأخيرة لإظهار كيفية المساعدة على درء الكوارث في المستقبل.

وللمساعدة في شرح ما يبدو من سلوك متقلب في الاقتصاديات الناشئة ، فقد وضع باحثو مؤسسة راند أربعة نماذج -- أو نظريات -- للعدوى ، ولكل منها مؤشرات الضعف الخاصة بها.

(12) صالح السلطان : لغز العدوى المالية ، جريدة الرياض ، ٢٩ / ١٠ / ٢٠٠٨ .

(13) Julia Lowell, C. Richard Neu, and Daochi: *Financial Crises and Contagion in Emerging Market Countries* Neu, Daochi Tong, RAND/MR-962, 1998, pp. 62.

النموذج الأول : يعرف بنموذج الروابط الاقتصادية economic linkages " حيث تنتقل الأزمة المالية التي تقع بلد الى البلدان الأخرى التي تكون بينها روابط تجارية واستثمارية قوية.

والنموذج الثاني : وهو نموذج زيادة الوعي heightened awareness و يشير إلى أنه في ظل وجود معلومات غير كاملة لدى المستثمرين قد يتوقعون أن تقع المشكلات التي تعرضت لها دولة في دول أخرى تماثلها في المؤشرات الاقتصادية "الأساسية" ، وهذا لاشتباه في الارتباط يدفع المستثمرين للفرار من الدول المشتبه فيها ، فرارهم من الدولة التي وقعت فيها المشكلة^(١٤).

وفي النموذج الثالث ، ويعرف بنموذج تعديل المحفظة المالية portfolio adjustment " ، يقوم مدراء المشاريع ، كاستجابة للأزمة في بلد ما ، ببيع الأصول ليس في هذا البلد فحسب ، وإنما أيضا في بلدان أخرى ، وهذه الأصول تكون مجمعة في نفس المحفظة الاستثمارية التي تتضمن الاستثمارات في البلد التي وقعت فيها الأزمة.

وأخيرا ، نموذج "سلوك القطيع herd behavior" ، وهو النموذج الأكثر قبولا والأوسع انتشارا ، وبمقتضاه يتخلى المستثمرون عن استثماراتهم نتيجة لما يفكر به مستثمرون آخرون.

وتوفر النماذج الأربعة السابقة فرصاً للتنبؤ والوقاية من العدوى. ولكن انتشار الأزمات عن طريق الروابط الاقتصادية يمكن على الأرجح أن

(¹⁴) Franklin Allen & Douglas Gale : Financial Contagion , Financial Institution Center , presented at NBER, No. 98/31, May 1998, p. 5.

يكون لمرة واحدة وفى الدولة التي وقعت فيها المشكلة ، لأن أنماط التجارة معروفة ، وبطيئة تجاه التغيير نوعاً ما . ومع ذلك فإن تأثير هذا النوع من العدوى يكون قليلاً على الدول الأخرى ، التي يمكنها إتباع بعض الإجراءات التي تقلل من أثر العدوى عن طريق تخفيض تعاقداتها النقدية مع الدول التي وقعت فيها الأزمة ، أو تشديد الرقابة على مؤسساتها المالية أو على القروض المصرفية.

أما العدوى الناتجة عن المعلومات الناقصة فهي صعبة التنبؤ بها ، ويمكن التغلب عليها بنشر التقارير الصحيحة والأكثر دقة لمنع المتشككين من الذعر غير المبرر .

ووفقاً لنموذج تعديل المحفظة المالية فإنه يمكن توقع الأزمات عندما يكون مدراء الاستثمار فى مجموعة البلدان المرتبطة جغرافياً أو مالياً بالدولة التي وقعت فيها الأزمة باقين لفترة طويلة من الزمن ، كما يمكن الوقاية من هذه العدوى إلى حد ما عن طريق العمل على تنويع محافظ الاستثمار لمنع التوقع غير الرشيد من امتداد أو انتشار الأزمة بين البلدان التي تستثمر فيها هذه المحافظ.

وأخيراً ، فقد يكون من المستحيل التنبؤ فى ظل تبنى نموذج سلوك القطيع ، وخاصة بين مجموعة معقدة من المستثمرين ، ولعل العلاج الناجع لهذه الأزمة يمثل فى فرض رقابة على رأس المال لمنع تحركاته الكبيرة حجماً وغير المرغوبة.

و لتحديد القوة التنبؤية للنماذج ، قام الباحثون باختبارها على بعض الأزمات ، ومنها الأزمة الأرجنتينية عام ١٩٩٤ ، التى أدت إلى خفض قيمة

البيزو المكسيكي. وأزمة العملات في جنوب إفريقيا عام ١٩٩٦ ، والتي لم تنتشر إلى بلدان أخرى، والاضطرابات التي اجتاحت دول جنوب شرق آسيا بعد عام ١٩٩٧ نتيجة تخفيض قيمة البات التايلندي.

ولقد لوحظ أنه لم يطبق نموذج "الروابط الاقتصادية" في حالة الأرجنتين بينما طبقت النماذج الثلاثة نماذج الأخرى على ظاهرة العدوى ، وتبين أن الأزمة في المكسيك ركزت الاهتمام على المشاكل المالية في الأرجنتين ، وخاصة على النظام المصرفي غير الصحي ، وربما عانت الأرجنتين من كونها تقع في مجموعة المكسيك في المحفظة الاستثمارية ، وقبل عام ١٩٩٣ ، جذبت الأرجنتين العديد من صغار المستثمرين الذين قد ألقوا بأصولهم الأرجنتينية في أول بادرة من المتاعب في أي مكان من أمريكا اللاتينية.

وفي المقابل ، كانت جنوب إفريقيا عام ١٩٩٦ قطراً منعزلاً عن العالم بفعل موقعها الجغرافي أو سياساته المنبوذة حينئذ ، وكان من المفترض وفقاً لنماذج العدوى أن لا تنتقل أزمة عملتها إلى البلدان الأخرى دون أن تلقت انتباه المستثمرين لضعف روابطهم بها .

أما في جنوب شرق آسيا فقد كان الأمر أكثر مدعاة للقلق ، ذلك لأن العدوى انتشرت عبر المحيطات والأسواق على نطاق واسع ومستمر، مما كشف زيف المؤشرات الاقتصادية التقليدية ، والتي كانت تعبر عن قوة اقتصاديات هذه الدول ، و بدا واضحاً وجود النماذج الأربعة للعدوى في هذه البلدان ، معبراً عنها بضعف أداء الصادرات ، ووجود حصة كبيرة من القروض غير المسددة في مجال المصارف و العقارات ؛ والعضوية العامة أو المشتركة في المحافظ الاستثمارية الإقليمية ، واحتمالات أن يهجر المستثمرون المتقلبون هذه البلدان بسرعة.

وعلى هذا فإن المفتاح لفهم العدوى المالية لأحداث ٢٠٠٧ يكمن في تتبع ردود فعل المؤسسات المالية لأمرين: تغير الأسعار، وانتقال المخاطر المحسوبة.. ويرى فريق من الدارسين أن تدخل السلطات الأمريكية في السوق المالية بالضغط على مؤسسات تمويل عقاري لإعطاء قروض لأفراد لم يكونوا مؤهلون للحصول على هذا التمويل، وقد شارك هذا التدخل في صنع المشكلة .

وقد أرجع بعض الكتاب^(١٥) عدوى الأزمة الأخيرة إلى ثلاثة عوامل: العامل الأول والأساس هو ظهور بواذر الكساد الاقتصادي في الولايات المتحدة الأمر الذي ينعكس على صادرات البلدان الأخرى وعلى أسواقها المالية. فالولايات المتحدة أكبر مستورد في العالم حيث بلغت وارداتها السلعية ١٩١٩ مليار دولار أي ١٥,٥% من الواردات العالمية (إحصاءات التجارة الخارجية لعام ٢٠٠٦ الصادرة عن منظمة التجارة العالمية).

أما العامل الثاني فهو تعويض الخسارة حيث اعتاد بعض أصحاب رؤوس الأموال الاستثمار في عدة أسواق مالية في آن واحد. فإذا تعرضت أسهمهم في دولة ما للخسارة فإن أسهمهم في دولة أخرى قد لا تصيبها خسارة.

وفي حالات معينة عندما تهبط أسهمهم في دولة ما فسوف يسحبون أموالهم المستثمرة في دولة أخرى لتعويض الخسارة أو لتفادي خسارة ثانية.

(١٥) د. صباح نعوش : تداعيات انهيار قيم العقارات المعالجة وحدودها انتقال العدوى للأزمة اقتصادية ، ، موقع الجزيرة: www.aljazeera.org

وتتم عمليات السحب الجماعي في الساعات الأولى من اليوم الأول لخسارتهم.

وفيما يتعلق بالعامل الثالث فيتمثل في الخوف من هبوط جديد وحاد لسعر صرف الدولار الأميركي مقابل العملات الرئيسية الأخرى. وهبطت قيم الأسهم بين مطلع عام ١٩٨٧ ومطلع عام ٢٠٠٨ في الولايات المتحدة سبع مرات بنسب عالية. ويسود تخوف أيضاً من هبوط أسعار القطاع العقاري بسبب انكماش السيولة في الأسواق المحلية وعدم قدرة البنوك على الإقراض لهذا القطاع، مما أدى إلى حدوث موجات بيع واسعة لأسهم الشركات المرتبطة بالقطاع العقاري بما في ذلك أسهم شركات التطوير العقاري والبناء والإنشاءات إلى جانب أسهم البنوك والشركات التي تمويل العقار.

وفي كل مرة يتراجع سعر صرف الدولار مقابل العملات الأوروبية بسبب لجوء البنك المركزي الأميركي إلى تخفيض أسعار الفائدة.

وهذا التراجع يعني خسارة نقدية للاستثمارات بالدولار سواء في الولايات المتحدة أم خارجها. وتحدث هذه الخسارة أيضاً وبنفس النسبة في البلدان التي تعتمد عملاتها المحلية على سعر صرف ثابت أمام الدولار كما هو حال غالبية أقطار مجلس التعاون الخليجي. وعلى هذا الأساس فأن أية أزمة مالية في الولايات المتحدة تقود إلى سحب استثمارات من هذه الأقطار لتتوطن في دول أخرى ذات عملات معومة كأوروبا وبلدان جنوب شرق آسيا.

ويرى آخرون أن التراجع الحاد الذي شهدته أسواق المنطقة جاء كنتيجة لعدة عوامل أنت متزامنة مع بعضها البعض، يأتي في مقدمتها العامل النفسي السلبي الذي خيم على مختلف الأسواق المالية العالمية مما أدى إلى العزوف عن أخذ المخاطر من قبل المستثمرين بشكل عام ودفعهم لتقليص استثماراتهم في الأسواق الناشئة ومن ضمنها أسواق الأسهم الخليجية وهذا تبعه خوف وبيع من قبل المستثمرين المحليين مما أدى إلى تراجع في الأسعار وضعف في أحجام التداول.

ولذلك تتأثر الدول العربية ، كغيرها من الدول النامية ، بالأزمات المالية القادمة أصلاً من الولايات المتحدة ، أو تتعرض لعدواها ، بسبب (١٦) كبر حجم الاقتصاد الأمريكي ونصيبه في الاقتصاد العالمي ، وإلى التشابك الشديد بينه وبين بقية اقتصاديات العالم في ظل سياسات التحرر الاقتصادي والعولمة ، مما يفسر انتقال الدوى المالية من ذلك المركز إلى بقية الأرجاء.

ومع ظهور بؤابر انكماش اقتصادي في الدول الصناعية يجاريه تراجع في النمو للدول النامية، سيكون هناك دون شك تأثير على معدلات الطلب العالمي على النفط والبتروكيماويات وتراجع في أسعارها.

وقد اتهم بعض الكتاب (١٧) سياسات الصندوق ، تساندها الولايات المتحدة والدول المتقدمة نحو دفع العديد من اقتصاديات الأسواق الناشئة نحو حرية تدفق رأس المال فأصابها الاضطرابات الاقتصادية في عام ١٩٩٧ ، بدءاً من أزمة شرق آسيا . وعمل واضعو السياسات في هذه الأسواق الناشئة

(١٦) د. سلطان أبو على : الأزمة التمويلية وانعكاساتها على مصر ، المركز المصري للدراسات الاقتصادية ، ورقة عمل رقم ١٤٢ ، ديسمبر ٢٠٠٨ ، القاهرة ، ص ٥ .
(١٧) Padma Desai, *Financial Crisis, Contagion, and Containment: From Asia to Argentina*, pp.1-5.

(مع استثناءات قليلة) في الصين والهند) في بيئة تتعرض لضغوط شديدة لصالح التدفقات المالية ، أدى إلى زعزعة الاستقرار الاقتصادي والسياسي في هذه الاقتصادات في التسعينات ، وربطتها بمشكلات تفرض من الخارج ، متأثرة بالمشاكل الاقتصادية الحادة والتحديات التي واجهت الولايات المتحدة ومنطقة اليورو ، واليابان الذاتية.

وقد ثبت عدم صحة النظرية القائلة بعدم ارتباط أسواق المنطقة مع السوق العالمية ، حيث يتجسد هذا الترابط في وجود مستثمرين أجانب في أسواق الأسهم المحلية بالإضافة إلى استثمار العديد من الأطراف المحلية من أفراد ومؤسسات وصناديق ثروة سيادته في الأسواق العالمية، إلى جانب ارتباط القطاع المصرفي المحلي مع المصارف العالمية من خلال عمليات الاقتراض التي تقوم بها البنوك والمؤسسات المحلية من المصارف الأجنبية.

وأن الأزمات التي تشهدها الأسواق المالية العالمية تنعكس على جميع المتعاملين فيها بما في ذلك المستثمرين الأجانب والمحليين، وتنعكس سلباً على توجهاتهم ويتقلص إقبالهم على المخاطر الاستثمارية، مما يدفعهم للخروج من الأسواق بغض النظر عن أداء الاقتصاد لتلك الدول. ومثال ذلك سوق المال الصينية ، إذ تراجعت أسعار أسهم الشركات الصينية خلال الأشهر القليلة الماضية بما يزيد عن ٥٠%، رغم أن الاقتصاد الصيني لم يتأثر بشكل مباشر بالأزمة الأخيرة، ويلفت إلى أن المستثمرين قاموا مؤخراً بالتوجه إلى قنوات استثمارية أقل مخاطرة وأكثر استقراراً مثل الودائع البنكية و السندات الحكومية إذ تراجع العائد على سندات الحكومة الأمريكية إلى أقل مستوى له منذ الحرب العالمية الثانية بسبب ارتفاع الطلب عليه.

ثالثاً : دور السياسة المالية للحد من الأزمة

يذهب بعض الكتاب إلى أهمية الدور الذى تقوم به السياسة المالية فى مواجهة الأزمات الاقتصادية من خلال استخدام الأدوات الضريبية وسياسات الإنفاق العام بصورة متوازنة لمواجهة التقلبات فى النشاط الاقتصادى الناتج عن الاختلال فى الأسواق . بينما يرى آخرون أن تدابير السياسة المالية فى هذه الظروف لن يزيد الحال إلا سوءاً ، لأن هذه السياسات بطبيعتها عامة غير تمييزية ، ومن ثم فهى تعمل على تحقيق التشوهات الاقتصادية وتزيد بالتالى من اختلال الأسواق فتتفاقم الخسارة فى الاقتصاد، ويفضلون بدلاً عنها اتباع أدوات السياسة النقدية لما تتصف به من تخصيص حكيم وترشيد يتوجه لتحقيق الغرض المقصود بأقل تشوه أو اختلال اقتصادى ممكن^(١٨).

وفى رأينا أن للسياسة المالية فى فترات الركود والانكماش ميزة كبرى قد تفوق أدوات السياسة النقدية ، وهى ميزة توفير الدفعة التنشيطية اللازمة لانطلاق الاقتصاد من خموده، وقد تكون بمثابة القوة الرافعة أو قبلة الحياة التى يحتاجها القلب الخامل قبل أن يتوقف تماماً ، فتدخل الدول بالإنفاق العام يعمل على تنشيط السوق بزيادة الطلب، كما يوفر فرصاً عاجلة وفعالة لتوفير العمل وتقليل حجم البطالة، كما تعمل الضرائب الاستثنائية على إعادة التوزيع العادل للدخل لكى يدفع المستفيدون بالأزمة حصة عادلة من أرباحهم الإضافية لتعويض الخاسرين الذين خرجوا اضطراراً من السوق بسبب الأزمة.

(١٨) راجع فى هذا الشأن تفصيلاً: تقرير صندوق النقد الدولى بعنوان : آفاق الاقتصاد العالمى : الضغط المالى والهبوط الاقتصادى والتعافى، الصادر فى أكتوبر ٢٠٠٨، وعلى الأخص الفصل رقم ٥ منه بعنوان : سياسات المالية العامة كأداة مضادة للاتجاهات الدورية ، الطبعة العربية ، واشنطن، ٢٠٠٨.

ولقد واجه صندوق النقد الدولي الصدمات التقليدية التي كانت بسبب (١٩) أزمة العملة الناتجة عن اتباع سياسات مالية ونقدية توسعية فى بعض الدول ، أدت إلى زيادة كبيرة فى الطلب وارتفاع فى أسعار لصرف اكبر من القيمة الحقيقية للعملة المحلية ، صاحبها عجز مستمر فى الحساب الجارى لميزان المدفوعات وانخفاض الاحتياطي النقدى ، وقد واجه الصندوق هذه المشكلات بالعمل على إعادة التوازن المالى والنقدى للحد من التجاوزات ، وذلك عن طريق تقديمه العون المالى لهذه البلاد ، خشية أن يؤدى التضيق الاقتصادى الكلى إلى الركود أو زيادة حدته. وعلى إثر قيام أزمة شرق آسيا طالب الصندوق باتباع سياسات مالية تقشفية عن طريق تخفيض الإنفاق العام وزيادة الضرائب واتباع سياسة نقدية مقيدة للقروض حتى يمكن أن تعاد الثقة فى الاقتصاديات المتضررة من هذه الأزمة ، اعتقاداً بأن الزيادة فى الادخار الحكومى تؤدى إلى تحسن الحساب الجارى لميزان المدفوعات ، مما يضمن تحقيق التوازن الخارجى .

بيد أن هذه الخطة تجاهلت الأوضاع الخاصة باقتصاديات دول شرق آسيا ، التي اعتمدت على أسواق مالية ناشئة ، لذلك فشلت الخطة ولم تنجح فى تحقيق الاستقرار المنشود ، بل زادت شدة اهيار العملات ، وحدث هبوط اقتصادى حاد واستثنائى ، وقد زادت البالة وانخفض معدل الأجور ، ولم تخرج الدول من هذه الأزمة إلا باتباع سياسات مالية ونقدية مغايرة.

(١٩) د. محمد الغنيش : البلاد النامية والأزمات المالية العالمية : حول استراتيجيات منع الأزمة وإدارتها، سلسلة محاضرات العلماء الزائرين ، من إصدارات البنك الإسلامى للتنمية والمعهد الإسلامى للبحوث والتنمية ، رقم ١٧ ، الطبعة الأولى ١٤٢١ هـ / ٢٠٠٠ ، صفحات ١٥ ، ٢٦ ، ٢٧ ، ٣٤ .

وتوفر الأزمة الآسيوية خلفية للنظر في السياسة الضريبية من خلال تطويرين متصلين^(٢٠)، أحدهما العولمة التي قدمت تخفيضات ضريبية لرأس المال المنقول ، وثانيهما التغيرات التكنولوجية التي جعلت من الصعوبة فرض الضريبة على رأس المال المنقول. ويمكن أن يساهم الإصلاح الضريبي في تحقيق الانتعاش المستديم من خلال إزالة التشوهات في القطاع المالي وتيسير عملية إعادة تأهيل الشركات ، ولو أن السياسات الضريبية لم تفلح في الاستفادة من الأزمة الآسيوية التي بينت أن الإدارة الضريبية تحتاج إلى التقوية عندما تتحرر حسابات رأس المال ، مع الحاجة إلى تعاون دولي لتطبيق المبادئ الضريبية المتعارف عليها .

أدت الأزمة المالية لعام ١٩٩٧ إلى إعادة تقييم دور كل من القطاع العام الكورية والسياسات الإدارية^(٢١). ولقد كان القطاع العام في إطار الإصلاحات كيم داى جونغ (١٩٩٨-٢٠٠٣) جزءا من برنامج أوسع نطاقا التحرك نحو اقتصاد أكثر توجها نحو السوق ، وانخفاض الدين الحكومي. وكان احد البرامج الأساسية للإصلاح القطاع العام الكورية هو إعادة هيكلة الميزانية والشؤون المالية ونظم الإدارة. هذا المقال يدل على أن الإدارة المالية وشؤون الميزانية والإصلاحات خلال كيم داى جونغ تقتصر في معظمها على التشديد على تحسين الكفاءة التقنية في تقديم الخدمات العامة من

⁽²⁰⁾ David C. L. Nellor , *Tax Policy and the Asian Crisis*, INTERNATIONAL MONETARY FUND, PDP/99/2, February 1999

⁽²¹⁾ **Yeon-Seob Ha** : *Budgetary and Financial Management Reforms in Korea: Financial Crisis, New Public Management, and Fiscal Administration* , Department of Public Administration, College of Social Sciences, Yonsei University, Seoul, Korea

خلال اعتماد آليات السوق والعديد من التحسينات الطفيفة في ترتيبات إدارة مالية مرنة .

ويرى البروفسور ستيجليتز Stiglitz أن حل الأزمات المالية التي عانت منها بلدان الأسواق الناشئة في السنوات الأخيرة ، ومن بينها بلدان شرق آسيا ، وروسيا ، والارجنتين هي زيادة الإنفاق الحكومي والعجز وطباعة المزيد من النقود ^(٢٢) . ويدعي أن الاستجابة "الكينزية" *Keynesian" response alternative* على عكس ما يسميه الصندوق "نظرية بديلة *theory* ، والتي يفترض أن تتفاقم بل وتتسبب الانكماش في الإنتاج.

ويواجه الممولون في بريطانيا زيادة بواقع خمس بنسات على كل جنيه ضرائب بسبب مشكلة الائتمان التي سببتها البنوك . وتوقع الاقتصاديون بعد أسبوع من الاضطراب المالي العالمي أن الحكومة البريطانية سوف تقترض نتيجة تهاوى الإيرادات الضريبية.

السياسات الحكومية لمعالجة الأزمة

البرنامج الأمريكي للإنقاذ :

(²²) *The Role of Fiscal Policy in Crisis Situations, (Response to Point de vue de Joseph E. Stiglitz, "L'actualité de Keynes," Les Echos, June 3, 2002), By Flemming Larsen, Director, IMF Office in Europe , Les Echos June 17, 2002*

تضمن برنامج الإنقاذ الأمريكي للأزمة الأخيرة عدداً من الضمانات لممولي الضريبة (٢٣) ، منها:

- تطبيق خطة الإنقاذ على مراحل بإعطاء الخزينة إمكانية شراء أصول هالكة بقيمة تصل إلى ٢٥٠ مليار دولار في مرحلة أولى، مع احتمال رفع هذا المبلغ إلى ٣٥٠ مليار بطلب من الرئيس. ويملك أعضاء الكونغرس حق الفيتو على عمليات الشراء التي تتعدى هذا المبلغ مع تحديد سقفه في ٧٠٠ مليار دولار.
- تساهم الدولة في رؤوس أموال وأرباح الشركات المستفيدة من هذه الخطة، مما يسمح بتحقيق أرباح إذا تحسنت ظروف الأسواق.
- يكلف وزير الخزانة التنسيق مع السلطات والمصارف المركزية لدول أخرى لوضع خطط مماثلة.

- رفع سقف الضمانات للمودعين من ١٠٠ إلى ٢٥٠ ألف دولار لمدة عام واحد.

- إعفاءات ضريبية تبلغ قيمتها حوالي ١٠٠ مليار دولار للطبقة الوسطى والشركات.

سياسات الدول الأخرى

من المؤسف أن نقرر أن معظم الاقتصاد العربي يقوم على الدخل الريعية ، أى التى ترد من مصادر خارجية ، ليس للإنتاج المحلى دور كبير فى تحقيقها ، فالبتروىل وهو مصدر أساسى لمعظم إيرادات الدول الخليجية ، والجزائر وليبيا والعراق ، يتحدد إيراده بحجم الاستهلاك الخارجى له ، وتلعب قوى الطلب فيه دوراً رئيساً ، كما أن دولة كمصر تحقق معظم

(23) د. سامى مظهر قنطجى : ضوابط الاقتصاد الإسلامى فى معالجة الأزمات المالية ، الطبعة الأولى ، دار النهضة للطباعة والنشر والتوزيع، دمشق، ٢٠٠٨، ص ٨٨.

إيراداتها من الأنشطة الريفية متمثلة فى قطاعات البترول والسياحة والنقل عبر قناة السويس.

ومن الملاحظ أن القطاعات الريفية هى القلاع غير الحصينة التى تصيبها عدوى الأزمة المالية قبل غيرها من القلاع ، فينخفض إيرادات البترول ، والنقل ، والسياحة بانخفاض النشاط الاقتصادى فى الدول التى تعرضت للأزمة المالية ، وما تتأثر به من انخفاض فى الإنتاج وتسريح للعمل ، وتقليص فى المرتبات ، الأمر الذى ينعكس سلباً على موازنة الدول العربية المتأثرة بهذه الإيرادات.

كما أن انهيار الأسواق المالية فى دول الأزمة ، وما تؤدى إليه من خروج عدد كبير من المستثمرين الأجانب من البورصات الناشئة يفسر الخل الذى تتعرض له بورصات الدول العربية ، وما يترتب عليه سلوك القطيع من خروج متوال للمضاربين ، وتذبذب فى المؤشرات ، مع تدهور فى الثقة بين المتعاملين بالبورصات .

وهكذا تصيب الأزمة المالية أول من تصيب صغار المدخرين فى البورصات ، وأصحاب الدخول الثابتة من العمال ، حيث من المتوقع أن تخسر الطائفة الأولى بعض أوكل إيراداتها ، كما تخسر الطائفة الثانية وظائفها بفعل تزايد معدلات البطالة .

أما المنتجون والتجار فإن تأثرهم بالأزمة يأتى تالياً ، ذلك لأن هذه الفئة لديها مخزون من الإنتاج يمكنهم من التصرف فيه على نحو يحقق لهم بعض الفائدة فى أول الأمر إما لانخفاض الواردات المنافسة لهم ، أو لعدم وجود رقابة سعرية تضطربهم إلى تخفيض الأثمان ، فضلاً عما فى يد هذه الفئة من سلاح تشهره أمام السلطات المالية الآ وهو التهديد بتخفيض العمالة التى لديهم ، وذلك بغية الحصول على مزايا أو حوافز إضافية من الحكومات تقلل من خسارتهم من الأزمة ، وقد تحول بعضهم إلى خاسرين.

إن المتأمل في نتائج وقوع الأزمة يلاحظ أن ذوى الدخول الثابتة من الموظفين وأرباب المعاشات والعمال هم أول الفئات المتضررة بها .وليس صحيحاً أن هذه الفئة يمكنها الاستفادة من الأزمة مؤقتاً بسبب تخفيض الأسعار المصاحب للركود الاقتصادي الذي تخلفه الأزمة ، لأن هذا القول يكون صحيحاً في الدول التي تتمتع بجهاز قوى لحماية المستهلك ومنع الاحتكار ، وهو ما تفتقده معظم الدول النامية .

وإذا كانت حكومات البلدان الصناعية الكبرى قد اضطرت إلى تقديم ضمانات للمودعين في المصارف والدائنين) ، ولبعض المؤسسات المالية غير المصرفية مثل صناديق الاستثمار المشترك. بغية أن تحقق هذه الضمانات قدراً من الحفاظ على الاستقرار المالي ، واستئناف تدفق الائتمان على أساس مستدام ، وقد يستغرق ذلك عدة سنوات في بعض الحالات^(٢٤). فإن على الدول الناشئة أن تضمن الودائع في البنوك الخاصة كما تضمن ودائع بنوكها الحكومية لمنع تدفق رأس المال و / أو تحويل الودائع الى البنوك المملوكة للدولة ، والتي ينظر إليها على أنها الأكثر أماناً. ولكن قبل أن تتحرك في هذا الاتجاه ، على واضعي السياسات التأكد من أن الدولة تكفل دعم هذه الترتيبات بمصداقية ، وهو ما يتطلب النظر في الدولة عموماً و حجم المديونية في الجهاز المصرفي. ويتطلب علاج هذه الأزمة التفكير في بعض المبادئ الأساسية لوضع السياسات في القطاع المالي ، مثل الحاجة إلى وجود بنية تحتية مالية متينة ، مع إعادة النظر في جوانب عديدة من القطاع المالي والأطر التنظيمية ، والإشراف. لكي يضمن

(24) C.Fred Bergsten and Arvind Subramanian , Globalizing the Crisis, Response, Peterson Institute for International Economics, , Op-ed in the Washington Post, October 8, 2008 .

المنظمون مثلاً أن الابتكارات المالية لا تزعزع استقرار الأسواق المالية ، وزيادة التركيز على المخاطر التي تهدد النظام المصرفي) .

ولدى الحكومات النامية مجموعة من الأدوات التي تستخدمها للتخفيف من ضربة الصدمة (٢٥) ، ومنها تصميم بعض الحوافز الضريبية الجيدة لتوليد الطلب المحلي تعويضاً لانخفاض الطلب الخارجي المتوقع على السلع والخدمات ، كما يمكن للحكومة أن تلبي الاحتياجات الأساسية من خلال الاستثمارات العامة ، وخاصة في مجال البنية التحتية ، وخاصة في الريف لتخفيف الفجوة بينها وبين البنية التحتية في الحضر .

كما يجب على الحكومات النامية أن تخصص جزءاً من استثماراتها العامة لتوفير الحماية الاجتماعية والتنمية البشرية ، وذلك لضمان أن الصدمة المؤقتة ليست دائمة ولمواجهة الانخفاض الحاد في رعاية أسر الفقراء . وقد ظهر العديد من البرامج التي تخفف من وطأة الأزمات ، من أمثلتها برامج تحويل الأموال المشروطة لإبقاء الأطفال المحرومين في المدارس ، كما هو الحال في برنامج اندونيسيا خلال أزمة ١٩٩٧-٩٨ (وبرنامج الكاميرون ٢٠٠٢) ، وبرنامج الأشغال العامة والعمالة (أو العمل في الهند لضمان العمالة) ، وبرنامج إعانات استهلاك السلع الدنيا (أي تلك التي لا يستهلكها غير الفقراء) . وبرنامج مناسبة للبلدان لتوفير الضمانات الصحية ، الفائض أو العجز الصغيرة ، وتوفير سياسات مالية قوية. كما هو الحال بالنسبة للصين ، حيث أدت سياستها إلى ارتفاع الطلب المحلي ويمكن أيضاً أن تساعد في تخفيف الأزمة على الشركاء التجاريين في البلدان الأخرى .

(25) Justin Yifu Lin, *The Impact of the Financial Crisis on Developing Countries*, Korea Development Institute, Seoul , October 31, 2008.

ومن الحكمة أن تتبّع الدول النامية سياسة مواجهة التقلبات الدورية ، والاعتماد على عوامل الاستقرار التلقائية ، وشبكات الأمان الاجتماعي ، والاستثمارات في البنى التحتية لمعالجة الاختناقات التي أصبحت القيود على النمو المستدام طويل الأجل. وفي ظل الظروف الراهنة التي تتعرض فيها الاقتصاديات إلى مخاطر جسيمة ، ونفور المستثمرين وسهولة الهيجان ، فإن صناع القرار بحاجة إلى اتخاذ الحذر وخصوصا عند بلوغ الديون مستويات مفرطة ، أو كانت الظروف مهيئة لإجراء التضخم. ويتطلب ذلك أن تستمر الحكومات في سياسات تحسين مناخ الاستثمار الخاص ، لزيادة مرونة القطاع الخاص على التكيف مع ظروف السوق المتغيرة (الدخل والخروج من سوق العمل) ، وعلى توليد فرص عمل جديدة وتوفير إيرادات ضريبية. ومن أهم الجوانب التي يمكن للموازنة العامة أن تقوم بها في هذا الصدد العمل على تنشيط الطلب الفعال ، من خلال زيادة الإنفاق العام ، وذلك بزيادة النفقات لصالح الاستخدامات الاستثمارية (٢٦) وعلى الإنفاق الجارى فى بعض المجالات الحيوية .

ومن المفيد أن نناقش أهم عناصر السياسة المالية للحد من الأزمة المالية ، ونعنى بهما الإنفاق العام ، والدعم والضرائب:

أ- : الإنفاق العام

إن تدخل الدول بالإنفاق ، أو زيادة حجم النفقات العامة ، يتطلب توجيه جزء كبير منه لتعويض هذه الفئات من خلال زيادة الدخل ، وتوسيع شبكات الضمان الاجتماعي. ويمكن للحكومة أن تعوض العجز الناجم عن زيادة نفقاتها في صورة ضريبة استثنائية على الفئات المستفيدة بالأزمة دون

(٢٦) راجع :عيد الفتاح الجبالي: الأزمة المالية العالمية ، وانعكاساتها على الاقتصاد المصرى ، سلسلة كراسات استراتيجية الصادرة عن مركز الدراسات الاستراتيجية بمؤسسة الأهرام، العدد ١٩٣، السنة ١٨، القاهرة، نوفمبر ٢٠٠٨، ص ٤٨.

أن تبذل جهداً كالمحتكرين ، كما فعلت الدول إبان الحروب ، حين كانت تقرر هذه الضريبة على أغنياء الحرب.

ويرفض خبراء الصندوق ^(٢٧)، في معرض دراستهم لأزمة المكسيك، زيادة الحكومة لنفقاتها إذا كان تمويل هذه النفقات يأتي من زيادة من الضرائب سوف تزيد من تكلفة الإنتاج والخدمات التي يقوم بها القطاع الخاص ، لأن زيادة النفقات الحكومية سوف تضغط على تكاليف مدخلات الإنتاج من عمال وطاقة واتصالات ونقل ، كما أن زيادة الضرائب سوف تزيد من تكلفة الإنتاج . ومع ذلك فإن زيادة هذه التكاليف سوف تكون لها تأثيرات مختلفة على قطاعات سلع المتاجرة *traded goods* والسلع الأخرى (غير المتاجرة *non traded goods*) . إذ أن الزيادة في النفقات الحكومية الممولة من زيادة الضرائب لا يمكن أن يمر بسهولة دون تأثير سلبي على أسعار مخرجات سلع المتاجرة في ظل اقتصاد مفتوح حيث تنخفض أسعارها بسبب مرونتها العالية، بخلاف الحال في السلع الأخرى التي لا تواجه ، في ظل اقتصاد تنافسي نقصاً ، في الطلب لأنها أقل مرونة . وبمضي الوقت يؤدي انخفاض أسعار سلع المتاجرة عبر تزايد العمليات الحكومية إلى التأثير السلبي على سلع غير المتاجرة يعادل في أثره الاستهلاك الحادث في أسعار الصرف.

(²⁷) *Eliot Kalter and Aramabdo Ribas: the 1994 Mexican Economic Crisis : The role of the Government expenditure and relative prices , International Monetary Fund(IMF) Working Paper No. 99/160, Washington D.C., December 1999.*

ولعل كل هذه التداعيات تبرر أهمية التصدى لها بالسياسات المالية والنقدية الملائمة . ومن ثم كان دور الموازنة العامة للدولة مهماً في معالجة بعض الآثار السلبية^(٢٨).

ولقد تقدمت الحكومة المصرية أخيراً إلى البرلمان بمشروع قانون بفتح اعتماد إضافي بالموازنة العامة للدولة للسنة المالية ٢٠٠٨ / ٢٠٠٩ ، وذلك في إطار خطة الحكومة لمواجهة تداعيات الأزمة المالية العالمية ، والتي سيكون لها تأثيرات مباشرة و غير مباشرة على الاقتصاد المصرى ، منها الانخفاض المتوقع فى إيرادات السياحة وقناة السويس ، وتحولات العاملين المصريين فى الخارج، وانخفاض حجم الصادرات المصرية إلى الأسواق الرئيسية فى أوروبا والولايات المتحدة . بجانب ما قد يتعرض له الاقتصاد الداخلى من ركود وانكماش ، يؤثر على حجم التوظيف والتشغيل.

وفقاً للمادة الأولى من مشروع القانون المقترح ، يبين الجدول التالي مبلغ الدعم المطلوب ومجالات إنفاقه:

(٢٨) تقرير لجنة الشؤون المالية والاقتصادية بمجلس الشورى المصرى هذا المشروع ، القاهرة، ٢٠٠٩ (غير منشور).

القيمة بالمليون جنيه

الغرض من الدعم الإضافي	المبلغ المطلوب	نسبته فى إجمالى الدعم الإضافي المطلوب (%)
أولاً: متطلبات الاستخدامات الاستثمارية	١٠٥٣٢	٧٨,٩٩
أ- أجهزة الموازنة العامة للدولة	٩٩٣٢	٩٤,٣
* لمشروعات مياه الشرب والصرف الصحى	٧٢٠٠	٦٨,٤
* لمشروعات الطرق والكبارى	١٠٠٠	٩,٥
* المشروعات التنموية الصحية بالمحافظات المختلفة	٨٠٠	٧,٦
* لبناء الوحدات الصحية الأساسية	٤٠٠	٣,٨
* لبناء المدارس	١٥٠	١,٤
* لتطوير صرف السلع والخدمات	١٨٢	١,٧
* لرفع كفاءة أجهزة الإطفاء	٢٠٠	١,٩
ب- للهيئات الاقتصادية	٦٠٠	٥,٧
لرفع كفاءة خطوط السكك الحديدية	٤٠٠	٣,٨
لتنفيذ البنية التحتية لتطوير ميناء شرق بورسعيد	٥٠	٠,٤٧
زيادة الطاقة التشغيلية لموانى البحر الأحمر	١٥٠	١,٤
ثانياً متطلبات الإتفاق الجارى	٢٨٠٠	٢١,١
لدعم الصادرات المصرية وزيادة قدرتها التنافسية	٢٢٠٠	٧٨,٦
لدعم المناطق الصناعية بالدلتا	٤٠٠	١٤,٣
لدعم البنية الأساسية للتجارة الداخلية الإجمالى	٢٠٠	٧,١
	١٣٣٣٢	١٠٠

ومما سبق يتبين أن الاستخدامات الاستثمارية تستحوذ على أغلب مبلغ الدعم الإضافى المطلوب ، بما يبلغ حوالى ٧٨,٩٩ % من إجمالى هذا المبلغ ، يؤول أكثر من ٩٤ % من تلك النسبة إلى أجهزة الموازنة العامة للدولة موزعة على مشروعات البنية الأساسية من مياه شرب وصرف صحى وطرق وكبارى وللوحدات الصحية والتنمية المحلية وغيرها .

وقد جاء توزيع الإنفاق المتوقع لمبلغ الدعم الإضافى المطلوب لهذه المشروعات متبايناً فعلى حين جاءت مشروعات مياه الشرب والصرف الصحى على قمة المشروعات التي يوجه لها الجزء الأكبر من الإنفاق العام (٦٨,٤ %) ، وذلك لأهمية هذه المشروعات فى توفير وتحسين خدمات توصيل المياه والصرف الصحى إلى جموع المواطنين ، وهو الأمر الذى ينعكس إيجاباً على تحسين التنمية البشرية ، ويساعد فى تحسين ظروف العمل والتشغيل .

بيد أن ذلك لا يقلل من أهمية الإنفاق على مشروعات بناء المدارس والوحدات الصحية الأساسية وفى تطوير صرف السلع والخدمات إلا أن هذه المشروعات يمكن تمويلها من خلال الموازنة العامة وبمساهمة القطاع الخاص طبقاً لنظام المشاركة بين القطاعين العام والخاص والمعروف *PPP* (*Public Private Partnership*) .

وقد اختصت الهيئات العامة الاقتصادية العاملة فى مجال النقل والمواصلات بباقي مبلغ الدعم الإضافى المطلوب للاستثمارات الاستثمارية ، حيث وزعت هذه المبالغ لرفع كفاءة خطوط السكك الحديدية وتطوير ميناء شرق بور سعيد وزيادة الطاقة الاستيعابية لموانئ البحر الأحمر .

ولارىب أن هذا الإنفاق يساهم فى تحسين بنية النقل البرى والبحرى للأفراد وللسلع ، مما يساهم فى تحقيق الرواج الاقتصادى المأمول لكسر حدة الانكماش وتقليل نفقة نقل السلع ، مع التنويه إلى ما سبق أن تقرر لتطوير

مرفق السكك الحديدية من مبالغ إثر تعرضه للحوادث الأخيرة ، الذى نأمل أن يشهد هذا القطاع ، وغيره من قطاعات النقل ، تحسناً ملموساً يشعر به المواطنون.

أما الزيادة فى الإنفاق المطلوبة فى مجال الإنفاق الجارى فقد بلغت حوالى ٢١,١% من إجمالى مبلغ الدعم الإضافى ، وقد وزعت لدعم الصادرات المصرية وزيادة قدرتها التنافسية ولدعم المناطق الصناعية بالدلتا ولدعم البنية الأساسية للتجارة الداخلية .

ب-الدعم

بين تقرير مجلس الشورى المصرى أن جملة الدعم الإضافى للصادرات المصرية ولزيادة قدرتها التنافسية قد استحوذ ، فى المشروع المقدم من الحكومة، على النسبة الأكبر من مبالغ الإنفاق الجارى المتوقع (حوالى ٢٨,٦%) ، مما يشير إلى ما توليه الحكومة من أهمية لجانب الصادرات فى المرحلة الحالية .

وإذا كان الدعم التصديرى الذى تمنحه الموازنة العامة سنوياً فى هذا الجانب قد انعكس إيجاباً فى زيادة حجم الصادرات فى السنوات الأخيرة ، إلا أنه من الضرورى أن يتركز هذا الدعم على الصادرات غير النمطية أو التى لاتعانى من مرونة شديدة فى الطلب الخارجى عليها كالبتروول والمنسوجات . ويجب أن يوجه هذا الدعم إلى قطاعات تصدير جديدة ، وللشركات التى تتجح فى فتح أسواق جديدة ، خاصة وأن من تداعيات الأزمة المالية المتوقعة تقليص حجم الصادرات المصرية فى الأسواق الأوروبية والأمريكية التقليدية ، لأنها المتضرر الأول بالأزمة والتى يمكن أن يقل طلبها على الواردات الخارجية.

ومع ذلك يقلل عدد من الباحثين ^(٢٩) من أهمية سياسة زيادة الإنفاق لدعم الصادرات في هذه الأزمة ، لأن الإجراء الذى تقوم به الدولة لدعم صاراتها ليس اختياراً حصرياً ، أو حكراً على هذه الدولة وحدها ، فهو اختيار متاح لجميع الدول ، مما يجعل هذا الدعم ذا أثر محدود أو منعدم عندما تتبع باقى الدول نفس الأسلوب من الدعم . ولكن ذلك فى رأينا لا يقلل من أهمية الدعم المقصود إذا استخدم لفتح أسواق جديدة أو عمل على إبقاء منشآت التصدير بالقوة التي لاتدفعها للخروج من السوق ، أو لتستعد لنهضة جديدة بعد انتهاء الأزمة.

ومن المفيد أن تعمل الحكومات على التأكيد على تحقيق الضمان الاجتماعى ومد مظلتها إلى الفئات المتضررة مباشرة من الأزمات المالية ^(٣٠)، وخاصة العمال المطرودين من أعمالهم ، وغيرهم ممن يفقدون فرص العمل ، أو يتعذر عليهم الحصول عليه بسبب الركود المصاحب للأزمة ، وذلك من خلال تخفيف الضريبة على الأفراد، ووضع حوافز ضريبية للمنشآت الصغيرة ومتناهية الصغر ، وتحسين نظام التأمينات الاجتماعية.

ج- الضرائب

يجب أن تعمل الدولة على توفير الإيرادات العامة اللازمة لتمويل الإنفاق العام المتزايد ، مع الحرص الشديد على عدم تفاقم العجز المالى ، ويكون ذلك أساساً بتوفير إيرادات حقيقية لتمويل النفقات المستهدفة بالزيادة ، وأفضل

⁽²⁹⁾ Antonio Spilimbergo and al.: *Fiscal Policy for the crisis*, IMF Staff position note , No. SPN/08/01, Dec. 2008, p.3.

⁽³⁰⁾ Sakiko Fukuda- Parr : *The Human impacts of the Financial Crisis on Poor and Disempowered people and Countries*, UN General Assembly : Interactive Panel on the Global Financial Crisis, Oct. 30, 2008.

السبل لذلك التمويل هو اللجوء إلى الضرائب لأنها تساهم في الحد من عجز الموازنة أو على الأقل عدم زيادته ، كما أنها تلعب دوراً مهماً في عدالة توزيع الأعباء من خلال العدالة في توزيع الدخل .

بيد أن اللجوء إلى الضرائب في تمويل الإنفاق العام في بداية الأزمة المالية قد لا يكون مستحباً ، خشية أن يزيد فرض الضرائب أو استحداث ضرائب جديدة في انكماش النشاط الاقتصادي ، والضغط على الاستثمارات الخاصة فيزيد الركود .

ويدعو بعض الكتاب ^(٣١) إلى فرض ضرائب على المكاسب الرأسمالية التي تحققها الأموال الساخنة ، أي التي تدخل للاستثمار في الأوراق المالية لتحقيق مكاسب سريعة ثم تخرج منها بسرعة ، بحيث تكون هذه الضرائب بمعدلات تتناسب عكسياً مع طول الفترة الزمنية التي تبقى خلالها في الدولة . خاصة وقد اتبع هذا النظام بعض الدول بما يعرف بضريبة توبين ^(٣٢) *Tobin Tax* ، ولا يجب الخوف من آثارها السلبية المباشرة على المدى القصير والمتمثلة في حدوث انخفاض لأسعار الأسهم نتيجة خروج بعض المتعاملين الأجانب من السوق أو عدم دخول بعضهم للسوق مجدداً بسبب هذه الضريبة ، لأن اثر الضريبة على المدى الطويل يكون أفضل ، إذ تخلص السوق من المغامرين غير الجادين الذين لايفيدون الأسواق فعلاً ، وتعمل على استقرار السوق وعدم تعرضه لهزات أو اضطرابات عنيفة بسبب أزمات مالية تعرضت لها دول أخرى .

لذا تلجأ الموازنة العامة إلى الاقتراض كسبيل لتوفير إيرادات حقيقية لتمويل الإنفاق العام خلال تلك الفترة بدلاً من التمويل بالعجز عن طريق

^(٣١) د. سلطان أبو على : الأزمة التمويلية وانعكاساتها على مصر ، المركز المصري للدراسات الاقتصادية ، ورقة عمل رقم ١٤٢ ، ديسمبر ٢٠٠٨ ، القاهرة ، ص ٢٢ ، ص ٢٣ .

^(٣٢) سميت بهذا الاسم نسبة للاقتصادي توبين الذي دعا إليها لأول مرة .

الإصدار النقدي والذي ثبت عدم ملاعته للدول النامية التي لا تتمتع بجهاز إنتاجى مرن.

ومع التحوط الشديد والحذر اللازم للجوء إلى القروض فى تمويل النفقات العامة ، إلا أن هذا التمويل قد يكون ضرورياً للتحصن من خطر تداعيات الأزمة المالية ، وذلك لتوفير مورد مالى سريع ومحدد لإنفاقه فى مجالات بعينها ، تساهم فى الحد من خطر هذه الأزمة .

تمويل الدعم الإضافى

تنص المادة الثانية من مشروع القانون المصرى على أن يزداد الباب الخامس (الاقتراض) بمبلغ ثلاثة عشر مليار وثلاثمائة وإثنان وثلاثون مليون جنيه ، ويتم تغطيته عن طريق إصدار الأوراق المالية ومن الأذون والسندات).

أى أن الحكومة فضلت تمويل الإنفاق العام المتقدم من موارد حقيقية ، ولم تلجأ إلى الإصدار النقدي ، وهو اتجاه محمود ، من حيث أن الإصدار النقدي له آثار تضخمية غير مستحبة بالنسبة لدولة كمصر ، وهى دولة نامية ، لا يتمتع جهازها الإنتاجى بالمرونة الكافية لاستيعاب الزيادة فى حجم النقد دون مقابلته بالزيادة الملائمة من السلع والخدمات .

ولكن الاتجاه إلى طريق الاقتراض لتمويل الدعم الإضافى ليس طريقاً مستحباً على أى حال ، ذلك لأن من شأن هذا الاقتراض أن يزيد من حجم الاقتراض الحكومى ، ويزيد بالتالى من عجز الموازنة .

ومن الملاحظ أن حجم الدين قد بلغ حوالى ٨١% من الناتج المحلى الإجمالى فى نهاية يونيه ٢٠٠٧ ، وأن العجز النقدي الظاهر قد بلغ فى موازنة العام الحالى ٢٠٠٨/٢٠٠٩ حوالى ٦,٤% من الناتج المحلى الإجمالى.

وإذا كانت الدراسات المختلفة التي توازن بين التمويل بالضرائب أو القروض تضع نصب عينها أن اللجوء إلى الضرائب لتمويل الزيادة المتوقعة في الإنفاق العام تكون في حال الرواج والانتعاش ، لا في حال الركود والكساد ، كما يحد من الاعتماد على الضرائب في التمويل الطاقة الضريبية للمجتمع والعبء الضريبي للممول ، وهي أمور تحكمها دراسات عميقة ، ولا تفضل أن تكون الضرائب هي العلاج الأول للحد من الأزمات المالية ، إلا بالقدر الذي تمتص فيه الدخل الطفيلية والأرباح الفجائية التي قد يحصل عليها بعض الرابحون من الأزمة لظروف خارجة عن جهدهم الخاص .

ولذا فإن اتجاه الحكومة إلى القروض في هذه المرحلة لدعم التمويل الإضافي له ما يبرره اقتصاديا واجتماعياً .

وقد وجهت اللجنة المذكورة الحكومة لبذل غاية جهدها لتحصيل متأخراتها الضريبية ، والتي تتجاوز ٦٢ مليار جنيه ، في بعض التقديرات ، فضلاً عن مستحققاتها الأخرى لدى المدينين لتقليل حجم القروض .

كما يجب على الحكومة أن تعمل على ضبط وترشيد نفقاتها الإدارية والاستهلاكية ، ومراعاة الأبعاد القانونية المرتبطة بالقروض ، وتنظيم إدارتها لتقليل أعبائها.

الختامة

مما سبق يتبين لنا أن العدوى المالية أو الصدمات التي تتعرض لها المؤسسات المالية والاقتصادية في دولة أو دول بعينها ثم تنتشر على شكل متوقع وبصورة سريعة إلى المؤسسات والقطاعات الاقتصادية الأخرى في البلاد الأخرى ، والتي قد لا ترتبط بها مباشرة مدعاة للبحث والتحليل ، خاصة وأن اتباع سياسات تحرير التجارة وظروف العولمة التي فرضت أمراً واقعاً على اقتصاديات الدول النامية ، وأصبحت أسواقها الناشئة أسرع تأثراً بما تتعرض الأسواق في الدول الصناعية ، جعلت التعرض للعدوى أمراً لا مفر منه ، وأنه من الرشادة أن نفكر في وسائل الوقاية والحد منها.

ولن تكون الوقاية من هذه الظاهرة ، بإغلاق الأسواق ، أو الانكفاء على الذات ، لأنه قد ولى زمن ذلك ، بعد أن اتسعت دائرة الاتصالات بسبب تطور التكنولوجيا والإنترنت ، كما أن أمر الوقاية من هذه العدوى لا تقوم به الدولة وحدها ، بل يجب أن يتم في إطار تنسيق عالمي عادل ، أو على الأقل من خلال تكتل اقتصادي بين الدول الأعضاء . وأوضح مثال له الدول العربية ، التي سيكون تعرضها لسلبات الأزمة واضحاً وملحوظاً.

كما أن انتهاج السياسة النقدية وحدها لن يحقق النجاعة المطلوبة في الحد من العدوى إلى أن تتفشى الأزمة ، إذ يجب أن تعضدها أيضاً السياسة المالية بعناصرها الثلاثة الرئيسية: وهي زيادة الإنفاق العام على المشروعات الاستثمارية العامة الكثيفة العاملة والخدمة لزيادة الإنتاج ، بجانب توفير الدعم للطبقات المتضررة اقتصادياً (دعم الصادرات والإنتاج) أو اجتماعياً (الضمان الاجتماعي) من هذه الأزمة ، مع عدم إغفال أهمية

الضرائب كأداة مهمة إعادة توزيع الدخل وتحقيق العدالة والاستقرار للأسواق من خلال الضريبة على الأرباح الاستثنائية أو على الأموال الساخنة بالبورصة .

ومن ناحية أخرى يمكن تخفيض الضرائب المفروضة على دخل العمل ، أو لاستخدام هذا التخفيض كحافز لزيادة الإنتاج أو الطلب على السلع والخدمات المنتجة محلياً .

أهم المراجع

أولاً باللغة العربية

- تقرير لجنة الشؤون المالية والاقتصادية بمجلس الشورى المصرى :
عن مشروع قانون بتوفير دعم إضافى لموازنة عام ٢٠٠٨/٢٠٠٩ ،
القاهرة، ٢٠٠٩ (غير منشور).
- د. سامى مظهر قنطجى : ضوابط الاقتصاد الإسلامى فى معالجة
الأزمات المالية ، الطبعة الأولى ، دار النهضة للطباعة والنشر والتوزيع ،
دمشق، ٢٠٠٨ ، ص ٨٨.
- د. سلطان أبو على : الأزمة التمويلية وانعكاساتها على مصر ،
المركز المصرى للدراسات الاقتصادية ، ورقة عمل رقم ١٤٢ ، ديسمبر
٢٠٠٨ ، القاهرة ،
- د. صباح نعوش : تداعيات انهيار قيم العقارات المعالجة وحدودها
انتقال العدوى للأزمة اقتصادية ، ، موقع الجزيرة: www.aljazeera.org
- صالح السلطان : لغز العدوى المالية ، جريدة الرياض ، ٢٩/١٠/
٢٠٠٨
- صندوق النقد الدولى : تقرير بعنوان : آفاق الاقتصاد العالمى :
الضغط المالى والهبوط الاقتصادى والتعافى، الصادر فى أكتوبر ٢٠٠٨ ،
وعلى الأخص الفصل رقم ٥ منه بعنوان : سياسات المالية العامة كأداة
مضادة للاتجاهات الدورية ، الطبعة العربية ، واشنطن، ٢٠٠٨.
- عبد الفتاح الجبالى: الأزمة المالية العالمية ، وانعكاساتها على الاقتصاد
المصرى ، سلسلة كراسات استراتيجية الصادرة عن مركز الدراسات
الاستراتيجية بمؤسسة الأهرام، العدد ١٩٣ ، السنة ١٨ ، القاهرة، نوفمبر
٢٠٠٨
- د. محمد الغنيش : البلاد النامية والأزمات المالية العالمية : حول
استراتيجيات منع الأزمة وإدارتها، سلسلة محاضرات العلماء الزائرين ، من
إصدارات البنك الإسلامى للتنمية والمعهد الإسلامى للبحوث والتنمية ، رقم
١٧ ، الطبعة الأولى ١٤٢١ هـ / ٢٠٠٠ ، صفحات ١٥ ، ٢٦ ، ٢٧ ، ٣٤.

- **Antonio Spilimbergo and al.:** Fiscal Policy for the crisis, IMF Staff position note , No. SPN/08/01, Dec. 2008
- **C.Fred Bergsten and Arvind Subramanian ,** Globalizing the Crisis, Response, Peterson Institute for International Economics, , Op-ed in the *Washington Post*, October 8, 2008 .
- **Eduardo Fernandez – Arias , Ricardo Hausmann and Roberto Rigoben :** *Financial Contagion in Emerging Markets , American Development Bank.*
- **Eliot Kalter and Aramabdo Ribas:** *the 1994 Mexican Economic Crisis : The role of the Government expenditure and relative prices , International Monetary Fund(IMF) Working Paper No. 99/160, Washington D.C., December 1999.*
- **David C. L. Nellor ,** *Tax Policy and the Asian Crisis,* , INTERNATIONAL MONETARY FUND, PDP/99/2, February 1999
- **Franklin Allen & Douglas Gale :** *Financial Contagion , Financial Institution Center , presented at NBER, No. 98/31, May 1998.*
- **GLOBAL FINANCIAL CRISIS AND IMPLICATIONS FOR DEVELOPING COUNTRIES ,**G-20 Finance Ministers' Meeting ,São Paulo, Brazil ,November 8, 2008.
- **J. A. Gurria :** *Identifying the pending Agenda for stability , Global Emerging Markets, No. 22, 1999, pp. 22-25.*
- **Julia Lowell, C. Richard Neu, and Daochi:** *Financial Crises and Contagion in Emerging Market Countries,* Neu, Daochi Tong, RAND/MR-962, 1998.

- **Justin Yifu Lin**, *The Impact of the Financial Crisis on Developing Countries*, Korea Development Institute, Seoul , October 31, 2008.
- **Milton Friedman and Anna Schwartz** : *A monetary history of the United States , 1867- 1960*, Princeton University Press, 1986
- **Padma Desai**, *Financial Crisis, Contagion, and Containment: From Asia to Argentina*.
- **Sakiko Fukuda-Parr** : *The Human impacts of the Financial Crisis on Poor and Disempowered people and Countries*, UN General Assembly : Interactive Panel on the Global Financial Crisis, Oct. 30, 2008
- **Sebastian Edwards** : *Contagion , Lecture delivered at University of Nottingham , Oct. 28th.1999*, published at: National Bureau of National Research (NBER) , 2000
- **Yeon-Seob Ha** : *Budgetary and Financial Management Reforms in Korea: Financial Crisis, New Public Management, and Fiscal Administration , Department of Public Administration, College of Social Sciences, Yonsei University, Seoul, Korea.*