

تحول المُسلّماة في النظام المالي الدولي على ضوء الأزمة المالية العالمية 2007-

2009

الدكتور لطرش الطاهر(*)
المدرسة العليا للتجارة – الجزائر

ملخص:

ساهمت الأزمة المالية الدولية الأخيرة في تحول العديد من المفاهيم على مستوى الفكر والسياسة الاقتصادية. ولعل من أهم ما حصل في هذا المجال هو سقوط إجماع واشنطن باعتباره ترجمة للفكر النيوليبرالي في ميدان السياسات العملية، حيث تمت مراجعة عميقة لعملية تفكيك الطابع التنظيمي للاقتصادي، بما في ذلك المجال المالي، التي تشكل جوهر هذا الإجماع. وعلى إثر ذلك، تشكل توافق متزايد حول ضرورة إصلاح النظام المالي الدولي في سبيل ضمان استقراره بتجنبيه التعرض إلى المخاطر المؤسسية. وقد أخذ التفكير في هذا الإصلاح مسارات مختلفة تعكس تباين المصالح بين الدول. إلا أن إصلاح نظام الحكم في المؤسسات المالية الدولية ووضع نظام لضبط النظام المالي الدولي برزا كركنين أساسيين يتعين التعامل معهما بأولوية. وبالرغم من الجهود غير المسبوقة في هذا المجال، فإن الإصلاحات المقترحة تبقى دون ما كان منتظرا مقارنة مع التحديات التي أفرزتها الأزمة المالية الدولية، لأنها تبقى إصلاحات داخل النظام القائم وليست إصلاح النظام في حد ذاته.

(*) متحصل على دكتوراه دولة في علوم التسيير من المدرسة العليا للتجارة بالجزائر العاصمة، أين يشتغل أستاذا محاضرا. مارس وظائف سامية في قطاعات مختلفة، من بينها مديرا للنمذجة، ثم مديرا للتحليل الاقتصادي فمديرا للعلاقات مع الهيئات الرسمية ومتعددة الأطراف بينك الجزائر. ألف كتابين ونشر مقالات عديدة، كما شارك في ملتقيات عديدة وطنية ودولية.

الكلمات المفتاحية: العولمة المالية، الأزمة المالية الدولية، أزمة القروض الرهنية عالية المخاطرة، إجماع واشنطن، إصلاح نظام الحكم في صندوق النقد الدولي، ضبط النظام المالي الدولي.

Résumé :

La dernière crise financière internationale a contribué au changement de plusieurs notions au niveau de la pensée et la politique économique. La chute du consensus de Washington, en tant qu'expression de la pensée néolibérale dans le domaine de la politique économique, symbolise cette mutation. En effet, le processus des déréglementations dans l'économie, y compris dans la sphère financière, qui constitue la substance même de ce consensus, est profondément mis en cause. Ainsi, un consensus grandissant relatif à la nécessité de réformer le système financier international ne cesse de prendre de l'ampleur ; l'objectif de cette réforme étant d'assurer la stabilité de ce système en lui faisant éviter l'exposition aux risques systémiques. Le contenu des réformes diffère entre pays en fonction de leurs intérêts divergents. Néanmoins, la réforme de gouvernance au sein des institutions financières internationales et la mise en place d'un dispositif de régulation du système financier international émergent en tant que principaux piliers d'une priorité absolue. Mais en dépit des efforts sans précédent en la matière, les réformes proposées restent, vu les challenges créés par la crise financière internationale, en deçà des attentes puisqu'elles n'ambitionnent pas de changer le système en place. **Mots clés :** Globalisation financière, crise financière internationale, crise des subprimes, consensus de Washington, réforme de la gouvernance au sein du Fonds Monétaire International, régulation du système financier international.

مقدمة

أدت الأزمة المالية الدولية الأخيرة (2007-2009)، التي اندلعت في الولايات المتحدة ثم عمت بقية دول العالم، إلى تحول العديد من المسلمات في النظام المالي. نلمس هذا التحول على مستويين:

- على المستوى النظري، حيث انطلقت مراجعة هامة للعديد من المفاهيم سوف يكون لها في المستقبل بالغ الأثر على الفكر الاقتصادي وكيفية مقاربتة للمسائل الاقتصادية النظرية؛
 - على المستوى العملي، حيث نشهد مراجعة شاملة للمنظومة المالية العالمية (التنظيم، الأداء، الرقابة،...) والمقاربات التي يتعين تطويرها لضمان استقرار النظام المالي بشكل يخدم مواصلة النمو العالمي بوتيرة قوية ومستمرة.
- ليست الأزمة المالية الدولية الأخيرة ناتجة عن سياق معزول في أداء النظام المالي، ولكنها نتاج منطق هذا النظام وعمله. لقد عمل انفتاح الأسواق على تعزيز اندماج النظام المالي العالمي الذي كرس صيرورة تاريخية أنتجت ما يسمى بعولمة الأسواق المالية، أو العولمة المالية. وقد عكست هذه الأخيرة مجمل الآليات التي تحكم أداء الأسواق المالية والسلوكيات الصادرة عن المشاركين فيها. لقد حددت هذه العولمة المالية أطر تدفقات رأس المال وشروطها. وبقدر ما خلقت فرصا غير مسبوقة في زيادة عوائد رأس المال وتحقيق الاستخدام الأمثل له، فإنها زادت من هشاشة الأسواق المالية أمام الأزمات.

ومتلما شكلت العولمة المالية نسفا عالميا من المفاهيم والمسلّمات الجديدة التي شكلت أساس نظام العولمة، فإن الأزمات المالية المتكررة منذ مجيء العولمة وحدة هذه الأزمات وشموليتها قد غذت تيارا معاكسا وشكلت رافدا عمليا لمراجعة هذه المسلّمات في اتجاه إعادة التلازم بين أداء النظام المالي وأداء الاقتصاد الحقيقي، على أساس أن العولمة شكلت ظرفا تاريخيا انفصلت فيه التطورات في عالمي الاقتصاد المالي والاقتصاد الحقيقي.

إن عمق الأثر الذي مس عمل النظام المالي وأداء الاقتصاد العالمي برمته نتيجة الأزمة المالية الدولية قد وُد توافقا واسعا، وبشكل قلما يحدث أمام تشعب المصالح وتباينها بين الأمم، حول العيوب التي ميزت النظام المالي القائم، وأدى إلى خلق حالة استقطاب غير مسبوقة بين المستويين النظري (الفكري) والمستوى العملي (السياسي) على ضرورة مراجعة نسق النظام المالي وآليات عمله. حيث تُشكل حالة الاستقطاب هذه نقطة الانطلاق باتجاه تصميم النسق الجديد للنظام المالي، والذي يمر عبر مراجعة المفاهيم والمسلّمات القائمة لفائدة أخرى تكون أكثر توافقا مع نظام أكثر استقرارا.

لا شك أن هذا التحول سوف يؤدي إلى تغيير طبيعة النظام المالي على مستوييه الدولي والوطني بشكل يؤدي إلى تغيير طبيعة العلاقات المتحكمة بالتمويل على المستوى

الشامل، كما ينعكس أيضا على طبيعة العلاقة الجديدة بين هذا النسق الجديد للنظام المالي وإشكالية تمويل الاقتصاديات الناشئة والنامية. في هذا الإطار، نحاول عبر هذه المداخلة تحديد طبيعة التحول في النظام المالي وحدوده وانعكاسات ذلك على آليات عمله. كما نحاول تقييم مسار إصلاح النظام المالي في ظل تباين أهداف مختلف الأطراف وموقع الدول الناشئة والنامية في هذا المسار.

1. عرض وجيز لتطور العولمة المالية

يمكن مقارنة العولمة المالية من زاوية مؤسسية عبر أربعة تطورات أساسية (Cordellier & Doutaut, 1997) في النظام المالي:

أ. تفكيك الطابع التنظيمي للأسواق المالية

يجسد تفكيك الطابع التنظيمي للأسواق المالية عملية إلغاء التنظيمات ورفع العوائق التي تحد من حركة رأس المال بين الدول، والتي تعكس عملية التحرير المالي على الصعيد العالمي قصد الاستفادة من المزايا المفترضة التي يتيحها هذا التحرير. وأخذ هذا التفكيك طابع إزالة العوائق والتنظيمات المفروضة على عمليات الصرف، بشكل يسهل انتقال رأس المال بين الدول المنخرطة في هذه العملية. ونتج عن ذلك تراجع العوائق التنظيمية والجغرافية بشكل تجاوزت فيه حركة رأس المال الحدود السياسية للدول. وفي هذا الإطار الجديد، تراجعت سلطة الحكومات لصالح اتساع سلطة المستثمرين بشكل عزز من دور المالية الخاصة بطريقة لم يسبق لها مثيل.

إن إلغاء الطابع التنظيمي للأسواق هو عملية حديثة العهد بدأت أولا في الولايات المتحدة في السبعينات من القرن العشرين بداية بقطاع النقل الجوي تلتها قطاعات النشاط الاقتصادي الأخرى بما في ذلك القطاع المالي الذي كانت وتيرة التحرير فيه أسرع من أي قطاع اقتصادي آخر. وقد أخذ تفكيك الطابع التنظيمي للأسواق منحى تصاعديا في الدول الرأسمالية الصناعية منذ سنوات 1980. بينما تعتبر سنة 1989 تاريخا فارقا في مجال التحرير المالي في الدول الناشئة، وخاصة دول أمريكا اللاتينية، بعد صدور الوثيقة الشهيرة التي أصبحت تعرف لاحقا تحت اسم إجماع واشنطن¹ (Williamson,

¹ Consensus de Washington.

(2000 & 1990). حيث تلا هذا البيان الشهير من أجل التحرير المالي موجة واسعة من تفكيك الطابع التنظيمي للنشاط الاقتصادي بشكل عام والنظام المالي بشكل خاص في دول أمريكا اللاتينية وبقية الدول الناشئة والدول النامية.

ب. إلغاء الحدود بين أسواق رأس المال

ترافق إلغاء الطابع التنظيمي لحركة رأس المال بظاهرة مالية أخرى تتمثل في إلغاء الحدود بين الأسواق. حيث تلاشت الحدود والموانع بين الأسواق المالية والنقدية في داخل البلد الواحد وكذلك بين الأسواق المالية والنقدية على المستوى الدولي بشكل سهل انتقال المستثمرين من سوق إلى أخرى. وهكذا يكون إلغاء الحدود بين الأسواق داخليا وانفتاح الأسواق الوطنية على المستوى الدولي قد ساعدا على تكوين سوق مالية عالمية مندمجة تعتمد على الدور الذي تلعبه المراكز المالية الدولية الكبرى.

ج. تراجع دور الوساطة المالية

يعكس تراجع دور الوساطة المالية تزايد دور الأسواق المالية في تمويل الأعوان الاقتصاديين بشكل مباشر والتقلص النسبي لدور التمويل عبر المؤسسات البنكية (المالية غير المباشرة). وهكذا عمل تراجع دور الوساطة المالية على تقليص الروابط التمويلية بين الأعوان الاقتصاديين (خاصة المؤسسات الكبرى) والمؤسسات البنكية (الوساطة المالية). سمح هذا التطور للأسواق المالية (المالية المباشرة) بتعزيز دورها في النظام المالي. فقد أصبح بإمكان المؤسسات، خاصة الكبرى منها، الباحثنة عن التمويل اللجوء إلى إصدار أرو-سندات في المركز المالي في لندن أو نيويورك عوض اللجوء إلى التمويل البنكي وطنيا أو دوليا، وهو ما أضفى طابعا شاملا على عمل الأسواق المالية.

د. دور الابتكارات المالية

تم استعمال عبارة إجماع واشنطن لأول مرة في 1990 من طرف جون ويليامسون John Williamson لوصف السياسات النيوليبرالية المقترحة في 1989 لإصلاح اقتصاديات دول أمريكا اللاتينية (التي تتكون من عشر مقترحات بما فيها مقترح يخص النظام المالي).

إن الابتكارات المالية، التي تزامن ظهورها تقريبا مع ظاهرة تفكيك الطابع التنظيمي للأسواق، هي عبارة عن عملية ينتج عنها ظهور تقنيات وطرق مالية، وأدوات وخدمات مالية جديدة إضافة إلى ظهور أشكال جديدة للتنظيم على مستوى أسواق بالغة التعقيد. وعلى هذا الأساس، فإن الابتكارات المالية تنتج نواقل (أدوات ناقلة) تسمح بحمل التدفقات المالية ونقلها بين الأسواق والمستثمرين. تعتبر ابتكارات مالية على سبيل المثال وليس التحديد بطاقات الدفع والائتمان، والأسواق الآجلة، والخيارات، وأسواق العقود المستقبلية (Futurs) وعمليات مبادلة العملات (Swaps). ويمكن أن نشير أخيرا، ولكن هذا ليس نهاية القائمة، إلى عملية التوريق (Titrisation) كابتكار مالي أساسي أحدث تحولا عميقا على مستوى الأسواق العقارية سمح بحدوث توسع هائل على مستوى هذه الأسواق. سمحت الابتكارات المالية بنقل المخاطر إلى الأسواق وبالتالي توزيعها على عدد كبير من المستثمرين، وساهمت في تعزيز الروابط المالية بين المستثمرين في مختلف المراكز المالية المنتشرة عبر العالم. وباعتبارها نواقل جد متطورة للقيم، فقد جاءت هذه الابتكارات المالية لتعزز حركة رأس المال سواء على مستوى الأسواق المحلية أو الدولية. وباعتبارها تمثل أدوات ربط بين الأسواق، فقد أصبحت هذه الابتكارات المالية تشكل قنوات لنقل المخاطر والأزمات المحتملة بسرعة غير مسبوقة.

2. عرض وجيز لظهور الأزمة المالية الدولية وتطورها

كانت الأزمة المالية الدولية في بداية الأمر أزمة أمريكية عرفت بأزمة القروض الرهنية عالية المخاطرة والتي اندلعت في شهر أوت 2007، ثم تطورت لاحقا لتتحول بسرعة إلى أزمة مالية دولية شاملة. بدأت هذه الأزمة كأزمة سيولة، عندما ظهرت اضطرابات حادة في الأسواق النقدية في الدول المتقدمة، تحولت بسرعة إلى أزمة ثقة بين البنوك الدولية لتفاقم بدورها أزمة السيولة، حيث توقف الإقراض بين البنوك بشكل شبه كلي في الأسواق النقدية الدولية. أدى عدم سيولة الأسواق إلى ارتفاع تكلفة التمويل في ظرف يتميز بنفوس متزايد من الأصول ذات المخاطرة. وقد ساعد على تطور هذه الأزمة بهذا الشكل اتساع نطاق العولمة المالية كما رأيناها سابقا.

يمكن إرجاع الأسباب العميقة لهذه الأزمة إلى عوامل اقتصادية كلية وأخرى جزئية. على المستوى الكلي، يمكن الإشارة إلى تفاقم الاختلالات الخارجية، لاسيما بين الدول الكبرى الصناعية من جهة وبين هذه الأخيرة (خاصة الولايات المتحدة) وكبرى الدول الناشئة (الصين خاصة)، إضافة إلى انخفاض معدلات الفائدة إلى مستويات متدنية شجع

مديونية الأسر بشكل فاق طاقتها وجعلها لاحقا عاجزة عن التسديد. كما يمكن أن نشير على المستوى الجزئي إلى نظام الحوافز في الأسواق المالية، حيث أن نظام الأجور المرتبط بتطور قيم الشركات في البورصة جعل كبار المديرين يفضلون أساسا العائد في المدى القصير على حساب المدى الطويل، كما أن سعيهم إلى إرضاء المساهمين جعلهم يلجئون إلى أثر الرافعة بشكل واسع على أساس أن ذلك يؤدي إلى ارتفاع مردودية الأموال الخاصة. كما خلق نظام الحوافز لدى جموع المستهلكين، الذين تَجَمَّع لديهم نقص في معرفة النظام المالي وشعور بالأمان ناجم عن وجود إطار للرقابة على النظام المالي، نوعا من الوهم جعلهم يندفعون نحو الاستثمار في أدوات ليست في واقع الأمر أكيدة من حيث الأمان. إضافة إلى نظام الحوافز، يمكن الإشارة إلى جملة أخرى من الأسباب الجزئية مثل ضعف تقنيات قياس المخاطر وتسييرها من طرف الهيئات الساهرة على ذلك فضلا عن ضعف النسق التنظيمي (BRI, 2009). إلى هذه الأسباب، يشير تقرير للأمم المتحدة (United Nations, 2009) إلى مسؤولية النظرية الاقتصادية القائمة التي قدمت المبررات للسياسات الاقتصادية والمالية التي أنتجت هذه الأزمة.

من حيث تجلياتها، برزت هذه الأزمة في بداية الأمر كأزمة توريق مالي (الابتكارات المالية). حيث تدهورت قيمة وسمعة القروض الرهنية عالية المخاطرة، التي تشكل جزءا أساسيا من أصول الضمان في إصدار سندات رهنية قابلة للتداول (عملية التوريق المالي). عمل العجز على سداد هذه القروض الرهنية عالية المخاطرة على تزايد حجم الديون غير الناجعة لدى البنوك. كما أن انهيار سمعة السندات الرهنية كأدوات استثمار أدى إلى المزيد من التدهور في قيمة محفظة الأصول التي تحوزها البنوك والتي أفضت إلى تآكل ملاءة الهيئات المالية، بما في ذلك كبريات بنوك الاستثمار التي تَجَمَّع لديها تركيز عالي لمخاطر القروض المورقة (Latreche, 2009).

جدول رقم 1. خسائر المحفظة للعديد من البنوك الدولية إلى غاية نهاية فيفري 2009

البنك	إجمالي الخسائر (10 ⁹ \$)	رفع رأس المال (10 ⁹ \$)	معدل التغطية (%)
Wachovia Corporation	97,9	11,0	11,24
Citigroup Inc.	85,4	109,3	127,99

مخبر تطوير أسواق رؤوس الأموال الجزائرية في ظل العولمة..... LEMAC

53,49	29,9	55,9	Merrill Lynch &Co.
66,05	32,1	48,6	UBS AG
26,54	12,1	45,6	Washington Mutual Inc.
195,27	78,5	40,2	Bank of America Corp.
14,80	4,9	33,1	HSBC Holdings & Co.
151,53	44,7	29,5	JPMorgan Chase & Co.
33,97	8,9	26,2	National City Corp.
114,42	24,6	21,5	Morgan Stanley
241,62	41,8	17,3	Wells Fargo & Company
85,80	13,9	16,2	Lehman Brothers Holdings Inc
37,34	5,9	15,8	Deutsche Bank AG*
338,51	50,1	14,8	Royal Bank of Scotland Group
187,76	27,6	14,7	Barclays Plc*
85,40	11,7	13,7	Credit Suisse Group AG

تحول المُسَلَّماة في النظام المالي الدولي على ضوء الأزمة المالية العالمية 2007-2009

82,09	11,0	13,4	IKB Deutsche Industriebank
154,47	19,0	12,3	ING Groep N. V.
149,81	319,1	213,0	Autres banques
104,92	855,7	815,6	Total

المصدر: Bloomberg.com

أدى الإعلان عن إفلاس بنك Lehman Brothers في منتصف سبتمبر 2008 إلى فقدان شامل للثقة، بالنظر إلى وزن هذا البنك في الأسواق المالية الدولية وطبيعة الرسالة التي بُعثت إلى الأسواق عبر هذا الحدث، حيث انتقل مفعول هذا الإعلان بشكل سريع إلى البورصات الدولية. وقد عكست تداعيات هذا الإفلاس إلى حد كبير الطبيعة العالمية للأزمة، كما تعكسه تطورات البورصات العالمية التي أعقبت هذا الانهيار.

جدول رقم 2. أهم الانخفاضات في تعاملات البورصات خلال شهري سبتمبر وأكتوبر 2008 (بالنسبة المئوية)

التاريخ	D. Jones	Footsie	DAX 30	CAC 40	Nikkei	Hang Seng
2008/09/17	-4,06	-2,25	-1,75	-2,14	-	-3,63
2008/09/29	-4,34	-5,30	-4,23	-5,02	-	-
2008/10/06	-6,04	-7,85	-7,07	-9,04	-4,25	-4,97
2008/10/08	-2,21	-5,18	-5,88	-6,39	-9,38	-
2008/10/09	-7,32	-1,21	-2,53	-1,55	-	-
2008/10/10	-6,38	-8,85	-7,50	-7,73	-4,13	-7,19
2008/10/15	-7,87	-7,16	-6,49	-6,82	-	-
2008/10/16	-	-5,35	-4,91	-5,15	-11,41	-7,58
2008/10/22	-3,76	-4,46	-4,46	-5,10	-6,79	-5,20
2008/10/24	-	-9,00	-10,13	-8,82	-9,60	-8,30

المصدر: معطيات جمعت من طرف الكاتب انطلاقاً من إعلانات إقفال البورصات

مخبر تطوير أسواق رؤوس الأموال الجزائرية في ظل العولمة.....LEMAC

اعتباراً من نهاية أكتوبر 2008، تزايدت المخاوف بشأن انعكاسات الأزمة على الاقتصاد الحقيقي عندما ظهرت المؤشرات الأولى بدخوله في حالة الركود لاسيما وأن توقف الإقراض بين البنوك في الأسواق النقدية الدولية أدى إلى تراجع القروض للاقتصاد الحقيقي وارتفاع تكلفته خاصة بالنسبة للدول الناشئة والنامية. وقد أدى تأثير ميزانيات الأسر والمؤسسات إلى تفاقم مخاطر الركود بشكل متزايد بالنظر إلى دور استهلاك الأسر واستثمار المؤسسات في تحقيق النمو الاقتصادي في الدول المتقدمة. فقد فقدت الثروة الصافية للأسر الأمريكية حوالي 20% من قيمتها بين الثلاثي الثاني 2007 والثلاثي الرابع 2008.

بالتربط مع هذه التطورات، أصبح جد واضح، اعتباراً من أكتوبر 2008، انتقال آثار الأزمة المالية الدولية إلى الأنظمة البنكية والمالية للدول الناشئة والدول النامية، خاصة بسبب التعرض القوي لأنظمتها البنكية إلى الأسواق المالية الدولية. يمكن تلمس ذلك عبر التراجع الفجائي في دخول رؤوس الأموال بشكل خاص في ظل ظرف تميز بانتهاء أسعار المنتجات الأساسية. كما يمكن تلمسها من خلال تقلص التمويلات الخارجية سواء بسبب مشاكل السيولة التي تعيشها البنوك الدولية أو بسبب اشتداد شروط هذا التمويل الخارجي كنتيجة لهذه المشاكل. إضافة إلى ذلك، سبب تآكل الطلب على سلع الاستهلاك المعمرة في الدول المصنعة إلى هبوط صادرات الدول الناشئة بشكل جد حاد (بمعدل يتكون من رقمين).

يسمح لنا تشريح الأزمة المالية الدولية في الأخير باستنتاج بعض القضايا الأساسية المتصلة بها والتي كانت بشكل أو آخر سببا في اندلاع الأزمة وانتشارها بسرعة وكثافة على الصعيد الدولي (Latreche, 2009):

- كشفت هذه الأزمة عن أزمة أدوات الاستثمار بأشكالها المختلفة (ملكية، مديونية، مشتقة،...)
- كما كشفت عن مسؤولية وكالات التتقيط التي كان سلوكها من بين الأسباب التي جعلت الأزمة تندلع بمثل هذه القوة (التعامل مع ظهور الأزمة، تطبيق قواعد التتقيط الخاصة بالمؤسسات على الأدوات المالية دون تكييف يتلاءم مع طبيعة هذه الأدوات، تضارب المصالح بين حقوق المستثمرين والاعتبارات المرتبطة بزبائن هذه الوكالات من المؤسسات)؛

- كشفت الأزمة المالية الدولية أيضا عن ضعف كبير في تسيير المخاطر التي قبلتها المصارف الدولية وكذلك ضعف مستوى الإشراف والرقابة على الأنظمة المصرفية والمالية (مرحلة الإصدار، مرحلة التداول، مرحلة اشتقاق أدوات الاستثمار، ...) وهو ما ساعد على تفاقم حالة عدم تماثل المعلومات.

3. مراجعة بعض المسلمات الأساسية على ضوء الأزمة المالية الدولية

يغير الاقتصاد، كفكر وسياسة، وجهه على ضوء كل أزمة كبرى، حيث سمحت أزمة 1929 بظهور الفكر الاقتصادي الكينزي الذي أحدث ثورة في التحليل والسياسة الاقتصادية. كما ساعدت أزمة الكساد التضخمي، التي عرفت الاقتصاديات الصناعية خلال سنوات 1970، على ظهور الاقتصاد الكلاسيكي الجديد بجميع تياراته (النقدي والتوقعات الرشيدة) والذي يشكل الأساس الذي بني عليه النظام الاقتصادي العالمي الراهن. هل يشكل هذا التطور التاريخي والموضوعي أساسا جيدا للاعتقاد بأن الأزمة الراهنة تشكل إعلانا عن نهاية الفكر النيوليبرالي وتكون بداية لانطلاق مراجعات عميقة على مستوى الفكر والسياسة الاقتصاديين؟

أ. نهاية التاريخ لم تحن بعد

أعلن فرانسيس فوكوياما (Fukuyama, 1989) عن نهاية التاريخ بعد السقوط المدوي لجدار برلين والانتصار النهائي لنموذج الاقتصاد الحر الغربي (وربما انتصار النموذج الأمريكي بشكل أدق) الذي بني حول الأيديولوجية النيوليبرالية التي بدأت في الانتشار على نطاق واسع مع مجيء رونالد ريغان إلى السلطة في الولايات المتحدة ومارغريت تاتشر في بريطانيا العظمى.

وقد جاء فوكوياما (2008) ذاته لينتقد، في مقال نشره في مجلة نيوزويك، إعلانه السابق ويعترف بالتالي بأن نهاية التاريخ لم تحن بعد. فقد أشار إلى أن الريغانية (التي ترادف النيوليبرالية) لم تكن سوى سياسة وضعت لعصرها مما يعني محدوديتها من الناحية التاريخية، ولا تشكل بأي حال من الأحوال وضعا نهائيا للتاريخ الإنساني. ويذكرنا في إطار فكره الجديد أن الريغانية تكون قد بدأت في التآكل اعتبارا من اللحظة التي تحولت فيها إلى إيديولوجية غير قابلة للنقد عوض أن تكون إجابة عملية عن تجاوزات الدولة المانحة للأرزاق.

على مستوى وسائل النيوليبرالية، أعلن فوكوياما (2008) مراجعته النقدية لنظريته حول العنصر الرئيسي لهذه الأيديولوجية والمتمثل في تفكيك الطابع التنظيمي للاقتصاد (déréglementations)، حيث اعترف بأن هناك إجماعاً متزايداً حول ضرورة استعادة الضبط في الكثير من قطاعات الاقتصاد بما في ذلك القطاع المالي. لهذا الغرض، يؤكد ضرورة القيام بثورة فكرية مضادة تسمح بالتحرك من الأفكار المبسطة (camisole) التي أسست للعصر الريغاني في مجال الضرائب والضبط. حيث يعتبر اليوم أن الثورة الريغانية قد كسرت الهيمنة الليبرالية والديمقراطية للحياة السياسية الأمريكية التي استمرت منذ نصف قرن، بمعنى تلك الهيمنة التي سيطرت على الحياة قبل إعلانها نهاية التاريخ.

ب. سقوط العقيدة الليبرالية المتطرفة وإجماع واشنطن

سمحت الأزمة المالية الأخيرة بمراجعة الكثير من المعتقدات التي رُقِّيت إلى مصف الفكر العلمي. لقد سجلت السقوط المدوي لإجماع واشنطن الذي يدعو إلى تحرير متزايد للاقتصاد وإلغاء كل العوائق أمام انتقال رؤوس الأموال والسلع. تجدر الإشارة في هذا المجال إلى صدور تقرير عن البنك العالمي (2008)، تم إعداده من طرف شخصيات مرموقة من بينها فائزون بجائزة نوبل للاقتصاد، شكك في الأسس التي بني عليها إجماع واشنطن باعترافه بوجود خصائص تميز كل دولة والتي تتطلب معالجة تتكيف وهذه الخصائص.

تؤسس الأزمة الدولية الأخيرة إلى نهاية مسار تفكيك الطابع التنظيمي للاقتصاد لاسيما في القطاع المالي، الذي يشكل أساساً جوهر إجماع واشنطن. بالفعل، لقد أدى تفكيك الطابع التنظيمي للأسواق المالية إلى إحداث فجوة كبيرة على مستوى وتأثير تطور النشاط في القطاعين المالي والحقيقي لصالح الأول. عملت وتيرة التطور القوية في القطاع المالي، والتي تتجاوز بكثير وتيرة التطور في القطاع الحقيقي، على تضخيم المداخل المحققة في هذا القطاع بشكل افتراضي والذي أحدث عملياً انفصلاً في مجال خلق القيم في قطاعي الاقتصاد.

إن تدفقات رؤوس الأموال على الصعيد العالمي، التي لم تعد تخدم بشكل صحيح تطور القطاع الحقيقي، والتي تؤدي فضلاً عن ذلك، وخلال لحظة زمنية من تطور الرأسمالية المالية، إلى حدوث أزمات كبيرة تشكل تهديدات حقيقية على الاقتصاد، يجب أن تخضع

إلى تنظيم مناسب ومكيف تقوم به الدولة والمؤسسات متعددة الأطراف، وذلك على المستويين الوطني والدولي. يكمن هذا التنظيم في وضع القواعد التي تضمن تطورا منتظما لهذه التدفقات في اتساق مع تطور باقي قطاعات الاقتصاد.

ج. كينز (Keynes) مقابل فريدمان (Friedman) ولوكاس (Lucas)

ميز اللجوء الواسع إلى التدخلات "المفيدة" للدولة أثناء الأزمة المالية الأخيرة نهاية مرحلة سيطرت خلالها العقيدة النيوليبرالية. يكشف هذا الانهيار في الأطروحات النيوليبرالية، في الواقع، عن حدود النظرية الاقتصادية المهيمنة التي تستعمل كأداة نظرية لتبرير هذه الأطروحات، والتي تتمثل في نظرية التوقعات الرشيدة. إن فرضية كفاءة الأسواق المالية، التي تعبر عن نقل نظرية التوقعات الرشيدة وتطبيقها على الأسواق المالية، تستبعد عمليا فرضية الأزمات الكبيرة المرتبطة بعمل النظام، لأنها تعتمد على توافر كامل للمعلومات بالنسبة لجميع المتعاملين في هذه الأسواق المالية.

على ما يبدو، يخص مضمون توافر هذه المعلومات فقط تلك المعلومات التي يكون مصدرها السلطات العمومية؛ حيث لا تشكل المعلومات بين المتعاملين الاقتصاديين مقطعا هاما يضمن السير الجيد للنظرية. من هذه الزاوية، لا تشكل نظرية التوقعات الرشيدة سوى حجة لتبرير استبعاد الدولة من الحقل الاقتصادي.

على العكس من ذلك، اكتشف الاقتصاد العالمي، خلال أيام قليلة من أزمة ذات حجم كبير، إلى أي مدى هو في حاجة إلى كينز. تُذكر كل التدخلات الحكومية بالترتيبات الكينزية. تقع التدخلات الحكومية هذه على مستويين: البرامج الكثيفة لإنقاذ البنوك، بما في ذلك التأميم الجزئي أو الكامل للبنوك والمؤسسات المالية الأخرى، من جهة، وتلك البرامج الموجهة لإنعاش الاقتصاد، الذي دخل في حالة الركود، من جهة أخرى. وهو ما يعبر عن إعادة اكتشاف فضائل خطط الإنعاش ذات الطابع الكينزي بالنسبة للاقتصاد الرأسمالي.

فضلا عن ذلك، يبدو الضبط الحكومي، الذي يتم اللجوء إليه بشكل متكرر، ضروريا للحفاظ على استقرار دائم للاقتصاد. ويشكل هذا الأمر، في واقع الحال، اعترافا بعجز السوق في استعادة توازنه الخاص، على الأقل في أوقات الأزمات الكبرى.

مع ذلك، لا يشكل هذا الانقلاب في الوضع على المستوى العقائدي بكل تأكيد نجاحا لعقيدة تشجع الملكية الحكومية. حيث تشكل عمليات التأميم الراهنة، لاسيما في المجال

البنكي، مرحلة مؤقتة فقط. تستهدف الحكومات في الدول المتقدمة، عبر تأميمها لجزء من البنوك والمؤسسات المالية أو كلها، إلى استبعاد الخطر المؤسسي الذي نجم عن الصدمة العظيمة التي أحدثتها أزمة الثقة وسيولة الأسواق.

4. مقاربات إصلاح النظام المالي على ضوء هذه المراجعات

إن عمق الأزمة وخطورتها أظهرها للعيان مبكرا أن القضية تعني النظام السائد بمنظومته الفكرية والمؤسسية والسياسية. وقد أدى ذلك بشكل سريع إلى ظهور إجماع متزايد على ضرورة السير بسرعة نحو إدخال الإصلاحات الضرورية على النظام المالي العالمي. تقود هذه الإصلاحات مجموعة العشرين (G20)، حيث يشكل ذلك مفارقة أولى. بالفعل، إذا كان نظام بريتون وودز قد تم وضعه بحضور 45 دولة، فإن دراسة إصلاح النظام الجديد ضمن إطار مجموعة العشرين (G20)، وإن كانت تمثل الحصة الكبرى من الناتج العالمي، تمثل ليس تراجعا في المشاركة الديمقراطية فحسب، وإنما تعمل على استغلال ميزان القوى الاقتصادي الحالي على المستوى العالمي لإرساء نظام سيطرة جديد يعمل لعقود عديدة قادمة.

تتم هذه الإصلاحات أساسا على مستويين: إصلاح نظام الحكم في المؤسسات المالية الدولية ولاسيما صندوق النقد الدولي، ووضع نظام للرقابة والإشراف على النظام المالي الدولي برمته، بما في ذلك الأسواق المالية وأدوات الاستثمار المشتقة.

أ. إصلاح نظام الحكم في صندوق النقد الدولي

أظهر النظام المالي الدولي الذي يركز على مؤسسات بريتون وودز مقدرة محدودة في مجال التنبؤ بالأزمات والوقاية منها وذلك في كل مرة تظهر فيها أزمة حادة تربك الاقتصاد الدولي في مختلف فضاءاته الجهوية والشاملة. يحدث هذا بالرغم من أن المهمة الرئيسية لصندوق النقد الدولي تتمثل على وجه التحديد في السهر على ضمان استقرار النظام المالي الدولي. يمكن فهم عجز صندوق النقد الدولي على التنبؤ بالأزمات، لا سيما الكبيرة منها، من خلال بنائه الشامل. حيث أن الوسائل التي يتوافر عليها قد تم تصميمها لمعالجة أزمات جزئية في الغالب (ميزان المدفوعات، نظام الصرف، ...). وبالتالي فإن هذه الوسائل ليست مُعدّة للاستجابة إلى حاجيات التنبؤ بالأزمات الكبيرة والوقاية منها.

يعود هذا الأمر إلى أن مهام صندوق النقد الدولي صممت أساساً على فرضية ضمنية مفادها أن التهديدات المحتملة على استقرار النظام المالي الدولي لا يمكن أن تأتي إلا من الدول الناشئة والدول النامية بسبب الخلل الهيكلي الذي يميز أداء اقتصاديات هذه الدول وعلى أساس أن التعديلات الذاتية للنظام الرأسمالي تسمح للدول المصنعة الرأسمالية بضمن استقرار أنظمتها المالية. وقد رافق هذا المفهوم توزيع خاص للسلطة على مستوى الصندوق. حيث كان الجزء الأكبر من أدوات القيادة والقرار بحوزة الدول المتقدمة لأخذ قرارات تعني، إلى حد بعيد، الدول الناشئة والدول النامية. وقد سمح هذا الاحتكار للسلطة فعلاً بتوجيه السياسات المقترحة من طرف صندوق النقد الدولي (وحتى البنك العالمي) لإصلاح الاقتصاديات الناشئة والنامية في اتجاه يخدم بشكل أكبر المصالح الحيوية لهذه الدول المصنعة.

لم تقم الأزمة المالية الدولية الأخيرة بإثبات العكس فحسب بل وبينت عجز صندوق النقد الدولي بتوقع قدوم الأزمة في الوقت المناسب لأنه كان يعتقد أن الخطر المحتمل لحدوث مثل هذه الأزمات يوجد في مكان آخر.

وعليه فقد بينت الأزمة المالية الأخيرة ضرورة إصلاح النظام المالي الدولي، وفي مقدمتها مؤسسات بريتون وودز. حيث يستهدف الإصلاح المرغوب إعادة التوازن في مجال توزيع السلطة على مستوى صندوق النقد الدولي، أخذاً في الاعتبار تحولات الاقتصاد العالمي وبروز قوى اقتصادية جديدة. وهو ما يعني السير بالنظام المالي الدولي إلى نظام متعدد الأقطاب.

لا تعني تعددية الأقطاب إعادة توزيع سلطة القرار داخل صندوق النقد الدولي والبنك العالمي لفائدة القوى الاقتصادية الجديدة (الدول الناشئة) عن طريق مراجعة حقوق التصويت فحسب، بل تتطلب، وهذا أمر أساسي، مراجعة دور الدولار كعملة دفع واحتياط رئيسية في النظام المالي الدولي (كما أسس له نظام بريتون وودز) عن طريق إعادة تحديد الدور الذي يتعين أن يلعبه في النظام المالي الجديد إلى جانب العملات الدولية الأخرى.

انطلاقاً من ذلك، يبدو أن إصلاح النظام المالي الجديد يسير بوتائر متباينة تعكس إلى حد كبير طبيعة الاختلاف في المصالح بين الدول الكبرى فيما بينها وبين هذه الدول وبعض الدول الناشئة (المنضوية في مجموعة العشرين).

تتأكد هذه الخلاصة الأخيرة من خلال القرار الذي تبناه مجلس المحافظين لصندوق النقد الدولي بتاريخ 28 أبريل 2008 (القرار رقم 63-2) والمتضمن إصلاح نظام الحصص والمركز التمثيلي.

إذا كان هدف الإصلاح الناتج عن هذا القرار يرمي إلى تحقيق تمثيل أفضل للاقتصاديات الناشئة، وكذلك إلى تحسين مشاركة وتمثيل الدول ذات الدخل المنخفض في هيئات القرار على مستوى صندوق النقد الدولي فإن الشكل النهائي للقرار لا يرقى إلى مستوى تغيير منطق وآليات أداء الصندوق.

لقد سمح اعتماد الصيغة الجديدة لحساب الحصص (بالاعتماد على متغيرات أربعة هي إجمالي الناتج الداخلي بنسبة 50%، درجة انفتاح الاقتصاد بنسبة 30%، مقياس لتغيرية المداخل الخارجية الجارية والتدفقات الصافية لرأس المال على فترة طويلة (30 سنة) بنسبة 15% وأخيرا مستوى احتياطات الصرف بنسبة 5%) بزيادة في حصص 54 دولة تعتبر دون تمثيلها الحقيقي حيث ترتب عن هذه الزيادة ارتفاع بنسبة 11,5% في العدد الكلي للحصص. نجد من بين الدول المستفيدة من هذا الارتفاع كل من الصين (انتقلت حصتها من 2,980% إلى 3,997% من العدد الكلي للحصص) والهند (انتقلت حصتها من 1,945% إلى 2,443%) وتركيا (انتقلت حصتها من 0,451% إلى 0,611%).

أدى الارتفاع في حصص هذه الدول، التي تعتبر دون تمثيلها الحقيقي، إلى انخفاض في حصص دول أخرى تعتبر فوق تمثيلها الحقيقي. حيث انتقلت حصة فرنسا، وكذا حصة بريطانيا العظمى، من 5,024% إلى 4,506%، وانتقلت حصة بلجيكا من 2,155% إلى 1,932%، وانتقلت حصة روسيا من 2,782% إلى 2,495% وانتقلت حصة المملكة العربية السعودية من 3,268% إلى 2,931%. وأخيرا انتقلت حصة الجزائر من 0,587% إلى 0,526%، وانتقلت حصة المغرب من 0,275% إلى 0,247%، فيما انتقلت حصة تونس من 0,134% إلى 0,120%.

ب. تعزيز عملية الإشراف على النظام المالي الدولي

بينت الأزمة المالية الدولية أن ضعف الإشراف على النظام المالي الدولي (المؤسسات، الأسواق وأدوات الاستثمار) كان عاملا مشجعا على اندلاع الأزمة وانتشارها. كما أظهرت حجم المخاطر المؤسسية على المستوى العالمي فضلا عن ضعف أنظمة

الضبط الموجودة أمام مثل هذه المخاطر. ونتيجة لذلك اتجه التفكير في العديد من الدول المتقدمة بسرعة نحو تحسين إطار الاستقرار المالى.

يتمثل هدف الضبط في التخفيف من المخاطر المؤسسية وحماية المستهلكين والمستثمرين بسبب عدم تماثل المعلومات بين المتعاملين في مجال الأدوات المالىة.

إن أي إطار متين للاستقرار المالى يتعين أن يشمل سياسات اقتصادية كلية قادرة على مقاومة "فورات" أسعار الأصول ودورات القرض إضافة إلى سياسات احترازية كلية تهدف إلى ضمان استقرار النظام البنكى في مجمله.

يتعين أن تمس عمليات الضبط والرقابة عناصر النظام التالىة:

- الأدوات، لاسيما القروض، والسندات، والأسهم والأدوات المشتقة؛
- الأسواق، على أساس أن الأزمة قد بينت انفلات الأسواق وتشجيعها للفورات وتعزيزها للعوامل المشجعة للدورة Pro-cyclicity؛
- المؤسسات بما في ذلك المصارف، صناديق الاستثمار، شركات التأمين وصناديق المعاشات.

فيما يتعلق بالأدوات المالىة، تشير الأزمة المالىة إلى أن التعقيد المتزايد في الكثير من الأدوات المالىة، لاسيما الأدوات المهيكلة (مثل توريق القروض الرهنية) تنطوي على الكثير من الغموض خاصة على مستوى المخاطر، حيث أن وجود أدوات معقدة يكون غالبا مصدرا لمخاطر مؤسسية. بالفعل، يعزز الابتكار المالى تقدم القطاع المالى، ولكن يتعين أن لا تكون هذه الأدوات الجديدة سببا في إضعاف النظام المالى في مجمله.

فيما يتعلق بالأسواق، بينت الأزمة المالىة أن الأسواق يمكن أن ينقصها الضبط الذاتي، وهو ما يعرض النظام المالى بكامله إلى مخاطر كبيرة. يتمثل الخطر الرئيسي المؤسسي للأسواق في عدم سيولتها، وهو ما أدى في الأزمة الأخيرة إلى الانهيار على المستوى الدولي في ظرف تميز بتزايد نشاط البيع وازمحلال نشاط الشراء. أمام هذا الوضع، يتعين مراجعة تنظيم الأسواق قصد تخفيض التعرض إلى حالة تشجيع الدورة Pro-cyclicity الذي يعرض الاستقرار المالى للخطر.

فيما يخص المؤسسات المالىة، من المعروف أن الإشراف الاحترازي الجزئي يتركز على مخاطر المؤسسات المالىة مأخوذة بشكل منفرد، وهو ما لا يغطي التعرض العام إلى العوامل المشجعة للدورة Pro-cyclicity. ولهذا السبب، فإن سياسات احترازية

كلية ملائمة للرقابة على المخاطر الكبيرة أصبحت حاجة ملحة بالنسبة لهيئات الإشراف كما دأب على تأكيد ذلك بنك التسويات الدولية. ويتم هذا الأمر بإثراء وتكييف مختلف الأدوات الاحترازية (المستوى الأدنى لرأس المال، نظام المؤونات، أثر الرافعة، ...) ذات الصلة بتحليل التعرض العام للمخاطر والمصاعب الجماعية. كما يتركز الأمر أيضا على إدماج التحليل الاقتصادي الكلي ضمن صيغ الإشراف قصد التمكن من تحديد العوامل المشجعة للدورة Pro-cyclicity من جهة وتحديد المصادر المحتملة للصدمات بالنسبة للنظام البنكي في مجمله من جهة أخرى.

بينت الأزمة المالية الأخيرة أن التعرض الشامل للمخاطر يمكن أن يأتي إما من امتلاك محافظ متماثلة أو من مخاطر الأطراف الأخرى Contreparties المترابطة فيما بينها. ومنه فإن مخاطر النظام المالي في مجموعه لا تقوم فقط على جمع مخاطر المؤسسات المالية منفردة ولكن أيضا على درجة الترابط الموجود عبر ميزانيات المؤسسات المالية. حيث كلما كان الترابط مرتفعا كلما كانت المخاطر المؤسسية كبيرة. وعلى هذا الأساس، فإن عدم السماح بإفلاس المؤسسات المالية الكبيرة (Too big to fail) التي تشكل مصدرا لمخاطر مؤسسية بسبب الروابط مع مؤسسات أخرى تزيد من تحديات المتابعة الاحترازية الكلية التي يتمثل هدفها في ضمان استقرار النظام المالي.

خاتمة

لقد ساهمت الأزمة المالية الدولية الأخيرة في تغيير الكثير من المفاهيم والمسلّمات في مجال النظام المالي. تتمثل أولى هذه المسلمات في تزايد الإجماع على المستوى الدولي، حتى بين أولئك الذين يؤمنون بمبادئ النيوليبرالية، بشأن عدم كمال الأسواق وعجزها على استعادة التوازن، خاصة عندما يتعلق الأمر بأزمات كبرى.

وقد أدى هذا الأمر إلى ظهور نوع من الإجماع حول ضرورة وضع أنظمة لضبط النظام المالي، بما في ذلك الأسواق المالية. وهو أمر يعبر عن تطور مهم وغير مسبوق منذ انهيار نظام بريتون وودز في مقاربة الشؤون المالية الدولية.

وعلى الرغم من هذا التطور على مستوى المقاربات النظرية والسياسية في النظر إلى النظام المالي على ضوء الأزمة المالية، فإن المقترحات المقدمة لإصلاح هذا النظام المالي، وإن كانت تتميز ببعض الأهمية من حيث شكلها والتعاطي الإعلامي معها، لا ترقى إلى مستوى الحلول الجذرية التي تستطيع أن تجنب النظام المالي مستقبلا التعرض

لأزمات مماثلة في حداثها أو تفوقها. يمكن النظر إلى هذا الخلل على مستوى الإصلاح المقترح على مستويين:

- المستوى الأول، يتبين أن هذه الإصلاحات قد وضعت على أساس نقاط الضعف التي ميزت النظام في المرحلة السابقة. وهذا يعني أن الإصلاحات تكون مفيدة في حالة محافظة النظام على هذه الخصائص. ونظرا للطبيعة الديناميكية لتطور النظام المالي، فإنه من المستحيل أن يحافظ على نفس الخصائص ما يعني أن هذه الإصلاحات تبقى قاصرة منظورا إليها من زاوية مستقبلية؛
- المستوى الثاني، تعتبر الإصلاحات المقترحة مجموعة من العمليات التجميلية التي تم إدخالها على النظام المالي دون المساس بقواعد هذا النظام الأساسية. على العكس من ذلك، دأبت مختلف القرارات التي خرجت بها اجتماعات القمة لمجموعة العشرين بالتأكيد على ضرورة الحفاظ على القواعد الأساسية التي تحكم سير النظام الاقتصادي والمالي الدولي القائم.

ربما يشير هذا الأمر إلى انتصار دعاة النيوليبرالية في المرحلة الراهنة في فرض أجندتها الخاصة بالإصلاح للحفاظ على المكاسب التي يتيحها استمرار النظام القائم. وهو الأمر الذي أدى إلى تجنب الوصول إلى مقترحات تعمل على السير في اتجاه تحول النظام. ويعني هذا في نهاية المطاف، أن النظام المالي الدولي ليس في منأى مستقبلا عن الوقوع في أزمات من نفس الحدة وربما تفوق الأزمة المالية الدولية الأخيرة في خطورتها.

المراجع:

- Artus, Patrick & Autres (2008): La crise des subprimes, Rapport du Conseil d'Analyse Economique sous l'égide du Gouvernement français, No. 78.
- Banque de règlements internationaux, BRI, (2009) : Rapport annuel No. 79, période 1^e Avril 2008 au 31 Mars 2009.
- Boyson, Nicole M. & al. (2008): Hedge fund contagion and liquidity, NBER working paper, No. 14068.
- Cecchetti, Stephen G. (2008): Crisis and responses: The Federal Reserve and financial crisis 2007-2008, NBER working paper, No. 14134.
- Cordellier, Serge & Doutaut, Fabienne (1997) : La mondialisation au-delà des mythes, Casbah éditions, Alger.

- Davanne, Olivier (1998): Instabilité du système financier international, Rapport du Conseil d'Analyse Economique sous l'égide du Gouvernement français, No. 14.
- Fukuyama, Francis (2008): The fall of America, Inc, Newsweek du 04.10.2008
- Fukuyama, Francis (1989): The end of History, *The National Interest*.
- Gorton, Gary B. (2008a): The panic of 2007, NBER working paper, No. 14358.
- ----- (2008b): The subprime panic, NBER working paper, No. 14398.
- Latreche, Tahar (2008): D'une crise de subprimes à une crise financière internationale, « autopsie d'une grave crise planétaire », Revue des Reformes Economiques et Intégration en Economie mondiale, No. 5.
- Mulligan, Casey & Threinen, Luke (2008): Market responses to the panic of 2008, NBER working paper, No. 14446.
- Stiglitz, E. Joseph (2003): The roaring nineties, W.W. Norton, New York (traduction française par Paul Chemla sous le titre quand le capitalisme perd la tête, Fayard, 2003).
- ----- (2002): Globalization and its discontents, W. W. Norton & Company.
- Tong, Hui & Wei, Shang-Jin (2008): Real effects of the subprime mortgage crisis: Is it a demand or a finance shock? NBER working paper, No. 14205.
- United Nations (2009) : Report of the commission of experts of the President of the United Nations General Assembly on reforms of the international monetary and financial system, presented to the United Nations conference on the world financial and economic crisis and its impact on development (24-26 June 2009).
- Williamson, John (1990): What Washington means by policy reform, In J. Williamson, ed., *Latin American Adjustment: How Much Has Happened?* (Washington: Institute for International Economics).
- World Bank, The commission on growth and Development (2008): The growth report, strategies for sustained growth and inclusive development, Conference edition.