أزمة الديون العالمية: الآليات التاريخية والتداعيات المعاصرة

د. سامي نافع الشيباني* أ. أحمد جمعة بن حليم**

تاريخ التقديم: ٢٠٢٥/١٠/٠٣ تاريخ القبول: ٢٠٢٥/١٠/٠٩ تاريخ النشر: ٢٠٢٥/١٢/٣١

المستخلص:

تستكشف هذه الدراسة التحولات العميقة في أزمات الديون العالمية عبر دراسة مقارنة بين ديناميكيات أزمة الثمانينيات والتحديات المعاصرة في بيئة ما بعد جائحة كوفيد-١٩ ومن خلال اتباع المنهج الوصفي التحليلي القائم على تحليل ومقارنة وثائق مرجعية أساسية، تسعى الدراسة إلى تشخيص التغيرات الهيكلية في طبيعة الدين ومصادره وتقييم مدى كفاءة أطر الحوكمة المالية الدولية الحالية وقد كشفت النتائج عن استمرارية الدورات التاريخية للأزمات ولكن بحجم مخاطر غير مسبوق، حيث تجاوز إجمالي الديون ١٠٠ تريليون دولار، بالإضافة الى تحول بؤرة الخطر من العلاقة المصرفية-السيادية إلى العلاقة السوقية-الشركاتية، حيث بلغت ديون الشركات وحدها ٣٥ تريليون دولار في ٢٠٢٤. كما أظهر التحليل وجود شكل جديد من "الديون الخفية" متمثل في ديون الشركات غير المنتجة، والذي يتجلى في فجوة تقدر بـ ٢١.٣ تريليون دولار بين الاقتراض المفرط ونقص الاستثمار ويتجلى قصور أطر الحوكمة العالمية الحالية بشكل صارخ في الفجوة التمويلية السنوية التي تبلغ ٢ تريليون دولار لمواجهة تحديات كبرى مثل التحول المناخي وعليه، تخلص الدراسة إلى أن التحول الجذري نحو نظام مالي قائم على الأسواق يتطلب إصلاحات جوهرية في الرقابة المالية والحوكمة الدولية لمواجهة المخاطر الجديدة والتحديات الهيكلية.

الكلمات المفتاحية:

الديون السيادية، الأزمات المالية، دورات الديون، الحوكمة المالية الدولية، الأسواق الناشئة.

Abstract:

This study explores the profound transformations in global debt crises through a comparative study of the dynamics of the 1980s crisis and the contemporary challenges of the post-COVID-19 era. Employing a descriptive-analytical methodology based on the analysis and comparison of key reference documents, the study aims to diagnose the structural shifts in the nature and sources of debt and to evaluate the efficacy of current international financial governance frameworks. The findings reveal that historical crisis cycles persist, but with an unprecedented scale of risk, as total global debt now exceeds $100 trillion. Furthermore, the locus of risk has shifted from the sovereign-bank nexus to a corporate-market nexus, where the corporate debt alone reached $35 trillion in 2024. The analysis also revealed a new form of "hidden debt" in the form of non-productive corporate debt, evidenced by a $21.3 trillion gap between excessive borrowing and underinvestment. The inadequacy of current global governance frameworks is starkly evident in the annual $2 trillion financing gap for addressing major challenges like the climate transition. Consequently, the study concludes that the fundamental shift towards a market-based financial system necessitates substantial reforms in financial supervision and international governance to address new vulnerabilities and structural challenges

Keywords:

Sovereign Debt, Financial Crises, Debt Cycles, International Financial Governance, Emerging Markets.

---

*د. سامي نافع الشيباني، عضو هيئة تدريس بالاكاديمية الليبية للدراسات العليا- مدرسة الدراسات الاستراتيجية والدولية- قسم العلاقات الاقتصادية الدولية، sami.shibani@academy.edu.ly

** أحمد جمعة بن حليم -طالب دكتوراه – الأكاديمية الليبية، benhalim.88@gmail.com

المقدمة:

لم تكن أزمات الديون يوماً ظاهرة جديدة في الاقتصاد العالمي، بل هي سمة متكررة وعابرة للقرون، تتجدد في كل مرة بأدوات ومسببات تبدو مختلفة، لكنها غالباً ما تكون متجذرة في سلوكيات اقتصادية وسياسات مالية متكررة فمنذ موجات التعثر عن السداد التي اجتاحت العالم في القرن التاسع عشر، مروراً بأزمة ديون أمريكا اللاتينية في الثمانينيات التي دفعت النظام المالي العالمي إلى حافة الهاوية ، وصولاً إلى البيئة المالية الحالية التي أعقبت جائحة كوفيد-١٩، يبدو أن التاريخ يعيد نفسه، وإن كان بأقنعة مختلفة فمتلازمة هذه المرة مختلفة والتي تقوم على الاعتقاد بأن الأسس الاقتصادية الراهنة أكثر صلابة من أي وقت مضى، و تظل السمة الفكرية السائدة التي تسبق معظم الانهيارات المالية و تشير المؤشرات المعاصرة إلى أن العالم يقف على أعتاب مرحلة حرجة جديدة ففي عام ٢٠٢٤، تجاوز إجمالي ديون السندات السيادية والشركات ١٠٠ تريليون دولار أمريكي على مستوى العالم ، وارتفعت نسبة الدين إلى الناتج المحلي الإجمالي في دول منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية (OECD) إلى ٨٤ .%وفي الوقت نفسه، يواجه العديد من الأسواق الناشئة والبلدان منخفضة الدخل مخاطر إعادة تمويل جسيمة، حيث من المقرر أن تستحق أكثر من نصف ديونها بحلول عام ٢٠٢٧ [1].وهذا التراكم الهائل للديون لم يعد يقتصر على الحكومات، بل امتد ليشمل قطاع الشركات الذي زاد من اقتراضه بشكل كبير منذ أزمة ٢٠٠٨، ليس بالضرورة لتمويل الاستثمار الإنتاجي، بل لتمويل عمليات مالية وإعادة شراء الأسهم . حيث إن هذه الديناميكيات المتغيرة تطرح تحديات هائلة، فبينما كانت أزمة الثمانينيات تتمحور حول القروض المصرفية المجمعة المقدمة للكيانات السيادية، يتسم المشهد الحالي بتشابك أكثر تعقيداً بين الديون السيادية وديون الشركات، وتغير في قاعدة الدائنين من البنوك التجارية إلى قاعدة مستثمرين أكثر تنوعاً وتشتتاً وحساسية للأسعار .وهذا التحول، مقترناً بالتحديات الهيكلية الجديدة مثل تمويل التحول المناخي في بيئة ديون مرتفعة ، يستدعي إعادة النظر في الأدوات التحليلية وأطر الحوكمة القائمة.

الدراسات السابقة:

1- Lazonick, W. (2014). "Profits Without Prosperity". Harvard Business Review.

تعتبر هذه الدراسة من الأعمال التأسيسية التي انتقدت السلوك المعاصر للشركات و تجادل الدراسة بأن الشركات الكبرى، وخصوصاً في الولايات المتحدة، قد حولت تركيزها من الاستثمار في القدرات الإنتاجية (مثل تحديث المصانع وتدريب الموظفين) إلى استخدام أرباحها وتمويل الديون لتنفيذ عمليات إعادة شراء ضخمة لأسهمها، بهدف تعظيم قيمة السهم على المدى القصيرو ركز لازونيك على الآثار الاقتصادية والاجتماعية على المستوى الجزئي (مثل ركود الأجور وتراجع الابتكار)، و لكنه لم يأخذ هذا التحليل خطوة أبعد لتربطه مباشرة بالمخاطر النظامية على المستوى المالي الكلي حيث أن هذا النموذج من "الأرباح بدون ازدهار" لم يؤد فقط إلى مشاكل اجتماعية، بل خلق ضعفاً هيكلياً جديداً في بنية الديون العالمية.

2-Gennaioli, N., Shleifer, A., & Vishny, R. (2011). "Neglected risks, financial innovation, and financial fragility". Journal of Financial Economics.

[1]Financing Growth in a Challenging Debt Market Environment- Global Debt Report 2025 https://www.oecd.org/en/publications/global-debt-report-2025_8ee42b13-en.html

تقدم هذه الورقة العلمية إطاراً نظرياً مهماً يوضح كيف أن الابتكار المالي غالباً ما يؤدي إلى تراكم المخاطر الخفية و تجادل الدراسة بأن الأدوات المالية الجديدة تبدو آمنة في الأوقات العادية، مما يدفع المستثمرين إلى "إهمال المخاطر النادرة .(neglected tail risks) "وعندما تحدث صدمة غير متوقعة، تظهر هذه المخاطر فجأة، مما يؤدي إلى أزمة مالية حادة ولقد قدم جينايولي وزملاؤه الإطار النظري العام، و لكنهم لم يتطرقو الي "إهمال المخاطر" من خلال التحول من النظام المصرفي المركزي إلى قاعدة دائنين سوقية مجزأة وغير مصرفية. ولم يتم توضيح أن هذا "الابتكار" في هيكل الدائنين قد خلق نوعاً جديداً من المخاطر النادرة التي تم إهمالها، وهي صعوبة التنسيق وقت الأزمات، مما يجعل النظام المالي العالمي أكثر هشاشة.

3- Volz, U, et al. (2021). Debt Relief for a Green and Inclusive Recovery. SOAS University of London. : يقدم هذا التقرير الأكاديمي-السياساتي تحليلاً مباشراً للعلاقة المتوترة بين أعباء الديون في الدول النامية والحاجة الملحة لتمويل التحول المناخي و تجادل الدراسة بأن الحل يكمن في ربط عمليات تخفيف عبء الديون بشكل مباشر بالتزامات استثمارية خضراء وشاملة، وتقترح آليات لتنفيذ ذلك و لكن العائق الهيكلي الذي يمنع تطبيق هذه المقايضات المبتكرة على نطاق واسع هو أن بنية الدائنين المجزأة والحساسة للسعر تفتقر إلى الحوافز والقدرة على التنسيق اللازمين لتنفيذ مثل هذه الصفقات المعقدة و بعبارة أخرى، بينما تقدم دراسة فولز الحل السياسي، ولكنها لم تشرح "فجوة التنفيذ" الهيكلية في النظام المالي العالمي التي تجعل هذا الحل غير واقعي في ظل الظروف الحالية.

الإشكالية:

تتمحور إشكالية الدراسة حول فهم التفاعل المعقد بين الأنماط التاريخية المتكررة لأزمات الديون والديناميكيات المستجدة للنظام المالي العالمي فعلى الرغم من الدروس المستفادة من الأزمات السابقة، وخاصة أزمة الثمانينيات، يجد العالم نفسه مجدداً في مواجهة مستويات ديون قياسية ومخاطر نظامية متزايدة والإشكالية لا تكمن فقط في حجم الدين، بل في تحول طبيعته ومصادره ومخاطره فكيف يمكن تفسير استمرارية دورات الازدهار والكساد المالي في ظل تغير الفاعلين (من بنوك إلى أسواق سندات) والأدوات (من قروض إلى سندات وائتمان خاص) وكيف تؤثر هذه الديناميكيات الجديدة على فعالية آليات الحوكمة المالية الدولية التي صُممت في الأصل للتعامل مع أزمات ذات طابع مختلف؟

تساؤلات الدراسة:

١) ما هي أوجه التشابه والاختلاف بين محركات وخصائص أزمة الديون العالمية في الثمانينيات والمشهد الحالي للديون المرتفعة، خاصة فيما يتعلق بتكوين الدين، وهوية الدائنين، والبيئة الاقتصادية الكلية؟

٢) إلى أي مدى تكيفت آليات الحوكمة المالية الدولية وأدوات إدارة الأزمات (بقيادة صندوق النقد الدولي والمؤسسات الأخرى) لمعالجة نقاط الضعف الجديدة التي يفرضها النظام المالي القائم على الأسواق، وتحديات مثل الديون المرتفعة للشركات وتمويل التحول المناخي؟

الفرضية:

الفرضية الرئيسية :على الرغم من التحولات الجوهرية في الأدوات المالية والفاعلين، فإن الديناميكيات الدورية الأساسية لأزمات الديون لا تزال قائمة، مدفوعة بأنماط متكررة من السياسات المالية والنقدية التوسعية والانحيازات السلوكية إلا أن التحول نحو التمويل القائم على الأسواق قد غيّر من قنوات انتقال العدوى وعقّد من آليات حل الأزمات مقارنة بالماضي.

الفرضيات الفرعية:

- لقد تحولت محركات الضعف المالي من الاعتماد المفرط على الاقتراض المصرفي السيادي (كما في الثمانينيات) إلى مزيج أكثر تعقيداً يتضمن ديون سندات سيادية مرتفعة، وتراكماً غير مسبوق لديون الشركات المنفصلة عن الاستثمار الإنتاجي، مما يخلق قنوات جديدة للمخاطر النظامية .
- إن أطر إدارة الأزمات الدولية الحالية، التي صُممت للتعامل مع أزمات مصرفية–سيادية، تواجه قصوراً في معالجة المخاطر الناشئة عن نظام مالي قائم على الأسواق، والذي يتميز بقاعدة دائنين متشتتة وصعوبة حشد التمويل للسلع العامة العالمية مثل الاستقرار المناخي.

أهداف الدراسة:

١. تحليل الطبيعة الدورية لأزمات الديون وتحديد الأنماط المتكررة عبر التاريخ.
٢. تحديد وتشخيص المحركات الرئيسية لمشهد الديون العالمي المعاصر، والمقارنة بينها وبين مسببات أزمة الثمانينيات.
٣. تقييم تطور آليات إدارة الأزمات الدولية ومدى ملاءمتها للتحديات الحالية.
٤. استخلاص دروس سياساتية للمساعدة في تعزيز الاستقرار المالي العالمي.

- **أهمية الدراسة:**
  - **الأهمية النظرية** :تسد الدراسة فجوة في الأدبيات من خلال ربط التحليل التاريخي العميق لأزمات الديون بالواقع المعاصر المعقد، وتختبر مدى استمرارية المفاهيم النظرية الكلاسيكية في بيئة مالية متغيرة.
  - **الأهمية التطبيقية** :تقدم الدراسة رؤى عملية لصانعي السياسات في الحكومات والمؤسسات المالية الدولية (مثل صندوق النقد والبنك الدولي) والمستثمرين، حول طبيعة المخاطر الحالية وأفضل السبل لإدارتها، مما يساهم في تصميم سياسات أكثر فعالية وقدرة على الصمود في وجه الأزمات المستقبلية.

منهج الدراسة

لتحقيق أهداف الدراسة والإجابة على تساؤلاتها، سيتم اتباع **المنهج الوصفي التحليلي**.

- **الجانب الوصفي** :سيقوم على عرض وتوصيف خصائص أزمات الديون في فترتين زمنيتين رئيسيتين: أزمة الثمانينيات والمشهد الحالي (ما بعد ٢٠٢٠) و سيتم استخلاص البيانات والمؤشرات والحقائق والسرد

التاريخي من المراجع المرفقة لوصف حجم الديون، تكوينها، تكاليفها، الفاعلين الرئيسيين، والسياسات المتبعة في كل فترة.

- **الجانب التحليلي** :سيقوم على مقارنة الفترتين لتحديد نقاط التشابه والاختلاف، وتحليل علاقات السبب والنتيجة بين متغيرات مثل السياسات النقدية للدول الكبرى وأزمات ديون الأسواق الناشئة. كما سيتم تحليل وتفسير البيانات لتقييم مدى نجاح أو فشل سياسات إدارة الأزمات، وتقييم المفاهيم النظرية (مثل التعثر المتسلسل والديون الخفية) في ضوء الواقع المعاصر.

حدود الدراسة:

- **الحدود الموضوعية** :تقتصر الدراسة على تحليل أزمات الديون السيادية وديون الشركات، مع التركيز على دورات الديون، آليات الأزمات، والحوكمة المالية و لا تتعمق الدراسة في جوانب أخرى مثل ديون الأسر بشكل مفصل أو الأبعاد السياسية الداخلية لكل أزمة.
- **الحدود المكانية** :تركز الدراسة بشكل أساسي على الحالات والمناطق مثل دول أمريكا اللاتينية (كحالات دراسية لأزمة الثمانينيات)، ومجاميع دول منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية (OECD) والأسواق الناشئة والاقتصادات النامية (EMDEs) في التحليل المعاصر.
- **الحدود الزمانية** :يمتد النطاق الزمني للدراسة بشكل مقارن بين فترة أزمة الديون في الثمانينيات (١٩٨٠–١٩٩٠) والفترة المعاصرة (ما بعد أزمة ٢٠٠٨ وحتى ٢٠٢٤).

١.١.الإطار التاريخي والنظري لأزمات الديون:

لفهم أزمة الديون العالمية المعاصرة، لا بد من العودة إلى جذورها التاريخية وتحليل الأطر النظرية التي تفسر تكرارها إن الأزمات المالية ليست حوادث معزولة، بل هي جزء من دورات اقتصادية طويلة ومعقدة تكشف عن نقاط ضعف هيكلية في النظام المالي العالمي وفي السياسات الوطنية على حد سواء ويقدم هذا المبحث إطارًا لفهم هذه الظاهرة من خلال استعراض تاريخها الدوري، وتشريح أزمة الثمانينيات كنموذج محوري، وتحديد المفاهيم التحليلية الأساسية التي تساعد في تفسيرها.

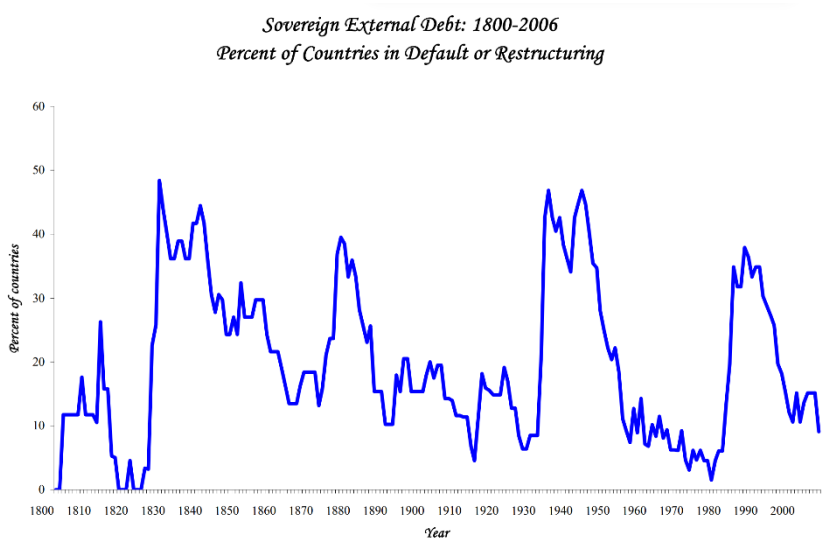
أولاً: دورات الديون والتعثر المتسلسل: منظور تاريخي[٢]

إن السمة الأكثر رسوخًا في تاريخ التمويل الدولي هي طبيعته الدورية، والتي تتسم بموجات متتالية من تدفقات رؤوس الأموال الكبيرة التي تنتهي غالبًا بأزمات تعثر عن السداد و يكشف التحليل التاريخي الممتد لقرون أن العالم شهد خمس دورات أو قمم رئيسية لحالات التعثر السيادي منذ عام ١٨٠٠ ووقعت الذروة الأولى خلال الحروب النابليونية، والثانية امتدت من عشرينيات القرن التاسع عشر حتى أواخره، وشهدت تعثر نصف دول العالم تقريبًا، بما في ذلك أمريكا اللاتينية بأكملها أما الدورة الثالثة فبدأت في سبعينيات القرن التاسع عشر، تلتها الدورة الرابعة التي اندلعت مع الكساد الكبير في الثلاثينيات واستمرت حتى أوائل الخمسينيات وأخيرًا، شكلت أزمة ديون الأسواق الناشئة في الثمانينيات والتسعينيات الدورة الأحدث في هذه السلسلة التاريخية و هذا التكرار المنهجي للأزمات أنتج

[2] This Time Is Different: Eight Centuries of Financial Folly2008
https://www.nber.org/system/files/working_papers/w13882/w13882.pdf

ظاهرة تُعرف بـ "التعثر المتسلسل(Serial Default) "، حيث تشهد العديد من الدول، سواء المتقدمة أو الناشئة، نوبات متعددة من التعثر عن سداد ديونها السيادية على مر تاريخها كما يوضح الشكل رقم (١) ذالك، وتعتبر البرازيل واليونان أمثلة صارخة على هذه الظاهرة، حيث شهدتا أزمات ديون متكررة على مدى القرنين الماضيين و عادةً ما يسبق هذه الأزمات طفرة واضحة في الاقتراض العام والخاص ففي الاقتصادات الناشئة، ترتفع الديون الخارجية بشكل ملحوظ قبل الأزمات المصرفية، كما أن ارتفاع الدين العام يسبق بشكل منهجي أزمات التعثر السيادي.

الشكل رقم (١)



المصدر: This Time Is Different: Eight Centuries of Financial Folly-book

ثانياً: تشريح أزمة الثمانينيات: الأسباب، الفاعلون، وآليات الاستجابة

تعتبر أزمة ديون الثمانينيات نقطة تحول في تاريخ التمويل الدولي الحديث، حيث لم تهدد فقط استقرار عدد من كبرى الدول المقترضة، بل هددت أيضًا بمصداقية وسلامة العديد من البنوك العالمية الكبرى.

الأسباب الرئيسية للأزمة:

١. صدمة أسعار الفائدة

كان المحرك الرئيسي للأزمة هو القرار الذي اتخذه مجلس الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي برئاسة بول فولكر في أكتوبر ١٩٧٩ برفع أسعار الفائدة بشكل حاد لمكافحة التضخم .نظرًا لأن معظم القروض الدولية كانت بأسعار فائدة متغيرة مرتبطة بالأسعار الأمريكية، فقد أدى هذا القرار إلى زيادة هائلة ومفاجئة في تكاليف خدمة الديون على الدول المقترضة[3].

٢–الثقة المفرطة لدى البنوك

سادت بين البنوك التجارية في السبعينيات ثقة مفرطة، مدعومة بالاعتقاد بأن "الدول لا تفلس (Countries don't go bankrupt)"، وهي مقولة ارتبطت برئيس سيتي كورب آنذاك والتر ريستون أدى هذا الاعتقاد إلى

[3] Silent Revolution: The International Monetary Fund 1979–1989-International Monetary Fund. https://www.imf.org/external/pubs/ft/history/2001/chapter1.pdf

تجاهل المخاطر، والتوسع الهائل في الإقراض الدولي دون إجراء تحليلات ائتمانية كافية و بحلول نهاية عام ١٩٨١، بلغت نسبة انكشاف البنوك الأمريكية على ديون أمريكا اللاتينية ٩٧.٣٪ من رأسمالها[٤].

٣- صدمات أسعار السلع الأولية:

تزامن ارتفاع أسعار الفائدة مع ركود في الاقتصادات الصناعية، مما أدى إلى انخفاض الطلب على السلع الأولية وانهيار أسعارها وقد أثر ذلك سلبًا على الميزان التجاري للدول النامية المصدرة لهذه السلع، مما فاقم من صعوبة سداد ديونها.

٤-هروب رؤوس الأموال:

مع تدهور الأوضاع الاقتصادية، شهدت الدول المدينة، وخاصة المكسيك والأرجنتين، موجات هائلة من هروب رؤوس الأموال، حيث سعى المستثمرون المحليون إلى تحويل مدخراتهم إلى أصول أجنبية أكثر أمانًا وقد أدى ذلك إلى استنزاف احتياطيات النقد الأجنبي وزيادة حاجة الحكومات إلى المزيد من الاقتراض الخارجي لتعويض هذا النزيف.

آليات إدارة الأزمة :

عندما أعلنت المكسيك في أغسطس ١٩٨٢ عجزها عن سداد ديونها، تحولت الأزمة إلى تهديد نظامي .تولى صندوق النقد الدولي دورًا محوريًا في تنسيق الاستجابة، والتي تطورت عبر عدة مراحل:

١-الإقراض المنسق :(Concerted Lending) "بدلاً من إنقاذ البنوك(Bailing out) ، اتبع صندوق النقد الدولي استراتيجية "إشراك البنوك في الإنقاذ .(Bailing in) "حيث اشترط الصندوق على البنوك التجارية تقديم قروض جديدة كشرط مسبق لحصول الدول المدينة على برامج إنقاذ من الصندوق و كان الهدف هو منع حدوث انهيار شامل في الائتمان وتجنب تكرار سيناريوهات الكساد العالمي التي أعقبت انهيار أسواق الائتمان في الماضي.

٢-خطة بيكر :(1985) مع استمرار الأزمة، أعلن وزير الخزانة الأمريكي جيمس بيكر عن مبادرة دعت إلى تقديم قروض جديدة من البنوك التجارية والمؤسسات متعددة الأطراف بقيمة ٢٩ مليار دولار لخمس عشرة دولة مدينة، مقابل التزام هذه الدول بتنفيذ إصلاحات هيكلية موجهة نحو النمو لكن الخطة افتقرت إلى آليات تنفيذ فعالة، وكانت استجابة البنوك فاترة[5].

٣-خطة برادي :(1989) شكلت هذه الخطة تحولاً نوعياً في استراتيجية إدارة الديون، حيث أدخلت لأول مرة مفهوم تخفيف عبء الديون بشكل طوعي وأتاحت الخطة للبنوك قائمة من الخيارات، بما في ذلك استبدال ديونها القديمة بسندات جديدة مخفضة القيمة (Discount Bonds) أو بسندات بنفس القيمة الاسمية ولكن بأسعار فائدة أقل (Par Bonds)، مع ضمانات مقدمة من صندوق النقد والبنك الدولي والخزانة الأمريكية و ساعدت هذه الخطة في القضاء على ظاهرة "عبء الديون المتراكمة (Debt Overhang) "وأعادت الثقة إلى الأسواق، مما مهد الطريق لعودة تدفقات رأس المال إلى الدول المدينة.

ثالثاً: مفاهيم أساسية في تحليل الأزمات:

[4] Latin America : the crisis of debt and growth
https://search.worldcat.org/title/10718715
[5] New Approaches to the Latin American Debt Crisis
https://ies.princeton.edu/pdf/E174.pdf

لفهم أعمق لديناميكيات الأزمات، لا بد من استيعاب ثلاثة مفاهيم نظرية رئيسية برزت من خلال التحليل التاريخي:

- الديون الخفية :(Hidden Debts) غالبًا ما تكون الأرقام الرسمية للديون العامة مضللة، حيث تتجاهل التزامات ضخمة غير مسجلة و تشمل هذه الديون الخفية الديون المحلية التي لم تكن توثق بشكل جيد تاريخيًا، والديون المستحقة على كيانات شبه حكومية، والأهم من ذلك، الالتزامات الطارئة (Contingent Liabilities)التي تضطر الحكومات لتحملها عند إنقاذ القطاع المصرفي أو الشركات الخاصة الكبرى و في أوقات الأزمات، تظهر هذه الديون فجأة وتكشف عن مشاكل ملاءة مالية لم تكن في الحسبان، مما يسرّع من وتيرة الانهيار.
- الأزمات المزدوجة :(Twin Crises) هناك علاقة زمنية وسببية قوية بين الأزمات المصرفية وأزمات ميزان المدفوعات (أو أزمات أسعار الصرف) حيث تشير الأدلة التاريخية إلى أن الأزمات المصرفية غالبًا ما تسبق الأزمات السيادية أو أزمات العملة وان الآلية المفسرة لذلك هي أن الانهيار المصرفي المحلي يدفع الحكومة إلى تحمل ديون البنوك (الديون الخفية)، وفي الوقت نفسه يؤدي إلى انهيار الثقة وهروب رؤوس الأموال، مما يسبب أزمة في سعر الصرف، وهذا بدوره يزيد من عبء سداد الديون المقومة بالعملة الأجنبية، ويدفع الدولة نحو التعثر النهائي.
- متلازمة "هذه المرة مختلفة :(This-Time-Is-Different Syndrome) "هي مفهوم سلوكي يفسر لماذا يتجاهل صانعو السياسات والمستثمرون الدروس الواضحة من التاريخ و تتجذر هذه المتلازمة في اعتقاد راسخ بأن الظروف الحالية فريدة من نوعها، وأن الطفرة الاقتصادية الراهنة مبنية على أسس سليمة وإصلاحات هيكلية وابتكارات تكنولوجية تجعل القواعد القديمة للتقييم والمخاطر غير ذات صلة .هذه الثقة المفرطة والغطرسة المعرفية تؤدي إلى تراكم مفرط للمخاطر وتجاهل علامات الإنذار المبكر، مما يمهد الطريق للأزمة التالية، التي تبدو دائمًا مفاجئة لمن لم يقرأ فصول التاريخ السابقة.

٢.١ مشهد الديون العالمي المعاصر: ديناميكيات وتحديات جديدة

إن المشهد المالي العالمي اليوم لا يمثل مجرد امتداد للاتجاهات السابقة، بل هو تحول هيكلي عميق يعيد تعريف طبيعة المخاطر والفرص في الاقتصاد الدولي فبعد عقدين من التوسع الائتماني الذي غذته أسعار فائدة منخفضة تاريخيًا وسياسات التيسير الكمي التي أعقبت أزمة ٢٠٠٨، يواجه العالم الآن واقعًا جديدًا يتميز بتكاليف تمويل مرتفعة وديون متراكمة، مما يخلق ديناميكيات غير مسبوقة ويضع استدامة النمو على المحك

أبعاد المديونية العالمية في مرحلة ما بعد الجائحة

لقد أدت الاستجابات المالية والنقدية لجائحة كوفيد-١٩ إلى تضخيم مستويات المديونية التي كانت مرتفعة بالفعل، لتصل إلى أبعاد قياسية فالأرقام وحدها تكشف عن حجم التحول؛ ففي عام ٢٠٢٤، تجاوز إجمالي ديون السندات السيادية والشركات على مستوى العالم حاجز ١٠٠ تريليون دولار أمريكي وبلغ إجمالي ما اقترضته الحكومات والشركات من الأسواق في العام ذاته ٢٥ تريليون دولار، وهو رقم يمثل ثلاثة أضعاف ما كان عليه في

عام ٢٠٠٧ و هذا التوسع الهائل ليس مقتصرًا على الاقتصادات المتقدمة، حيث من المتوقع أن تصل ديونها السيادية في دول منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية (OECD) إلى ٥٩ تريليون دولار في عام ٢٠٢٥[٦].

التحول الهيكلي الأول: تغير قاعدة الدائنين من البنوك المركزية إلى الأسواق

مع بدء البنوك المركزية في عكس سياسات التيسير الكمي من خلال "التشديد الكمي(QT) "، حدث تحول جذري في هوية حاملي الديون فبعد أن كانت البنوك المركزية هي المشتري الرئيسي للسندات الحكومية، تراجع دورها بشكل كبير، مما فتح الباب أمام فاعلين جدد لسد الفجوة في دول منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية، وانخفضت حيازات البنوك المركزية من السندات السيادية المحلية من ٢٩٪ من إجمالي الديون القائمة في عام ٢٠٢١ إلى ١٩٪ فقط في عام ٢٠٢٤ .وقد تم استيعاب هذا الانخفاض بشكل أساسي من قبل الأسر التي زادت حصتها من ٥٪ إلى ١١٪، والمستثمرين الأجانب الذين ارتفعت حصتهم من ٢٩٪ إلى ٣٤٪ خلال نفس الفترة و هذا التحول يحمل في طياته مخاطر كامنة، حيث إن الاعتماد على قاعدة مستثمرين أكثر حساسية للأسعار والتقلبات قد يزيد من حدة ردود الفعل في الأسواق في أوقات التوتر، على عكس الدور المستقر الذي كانت تلعبه البنوك المركزية[7].

التحول الهيكلي الثاني: فجوة إعادة التمويل وعبء الديون الرخيصة

يكمن أحد أكبر التحديات المعاصرة في الفجوة المتسعة بين التكلفة المنخفضة للديون القائمة حاليًا وأسعار الفائدة المرتفعة السائدة في السوق فمعظم الديون الحالية أُصدرت خلال فترة أسعار الفائدة المنخفضة تاريخيًا، مما يخلق مفارقة خطيرة تتمثل في أن تكاليف خدمة الدين الحالية لا تعكس العبء المستقبلي الحقيقي في نهاية عام ٢٠٢٤ كان أكثر من نصف الديون السيادية لدول منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية، و٦٣٪ من ديون الشركات ذات التصنيف الاستثماري، تحمل تكاليف فائدة أقل من الأسعار السائدة في السوق وتتفاقم هذه المشكلة بسبب ما يُعرف بـ "جدار الاستحقاق" القريب، حيث من المقرر أن يستحق ما يقرب من ٤٥٪ من الديون السيادية لهذه الدول بحلول عام ٢٠٢٧ وإن إعادة تمويل هذه الكتلة الضخمة من الديون بالأسعار المرتفعة الحالية ستفرض ضغوطًا هائلة على الميزانيات الحكومية وأرباح الشركات، مما يحد من قدرتها على الاستثمار والنمو[8].

التحول الهيكلي الثالث: انفصال الدين عن الاستثمار الإنتاجي

لعل التحول الأكثر إثارة للقلق هو الانفصال الواضح بين طفرة الاقتراض والاستثمار الحقيقي، خاصة في قطاع الشركات فخلافًا للاعتقاد بأن الاقتراض يهدف إلى تمويل التوسع وزيادة القدرة الإنتاجية، تكشف البيانات أن الطفرة في ديون الشركات منذ أزمة ٢٠٠٨ لم تكن مصحوبة بزيادة موازية في الاستثمار كما تشير البيانات إلى أنه بين عامي ٢٠٠٩ و ٢٠٢٣، كان إجمالي إصدارات سندات الشركات غير المالية أعلى بمقدار ١٢.٩ تريليون دولار من الاتجاه التاريخي، بينما كان الاستثمار التراكمي للشركات (الإنفاق الرأسمالي والبحث والتطوير) أقل بمقدار ٨.٤ تريليون دولار من اتجاهه التاريخي خلال نفس الفترة فلقد تم توجيه جزء كبير من هذه الديون لتمويل عمليات مالية بحتة، مثل إعادة التمويل (التي ورد ذكرها في ٧٢٪ من نشرات الإصدار) وتوزيعات الأرباح على المساهمين

[6] New Approaches to the Latin American Debt Crisis
https://ies.princeton.edu/pdf/E174.pdf
[7] New Approaches to the Latin American Debt Crisis
https://ies.princeton.edu/pdf/E174.pdf
[8] Global Financial Stability Report- International Monetary Fund (IMF)
https://www.imf.org/ar/Publications/GFSR

(٩٪ من النشرات) وهذا يعني أن جزءًا كبيرًا من الديون المتراكمة لا يساهم في توليد النمو الذي يمكن أن يساعد في سدادها مستقبلًا، مما يحولها إلى عبء هيكلي[9].

تحديات الأسواق الناشئة في بيئة التمويل العالمية المشددة

في خضم هذه التحولات العالمية، تجد الاقتصادات الناشئة والنامية (EMDEs) نفسها في قلب العاصفة، حيث تتلاقى مستويات الديون المرتفعة مع بيئة تمويل عالمية معادية و لقد أدى تشديد السياسة النقدية في الاقتصادات المتقدمة إلى ارتفاع حاد في تكاليف الاقتراض لهذه الدول، في تكرار لسيناريو "صدمة فولكر" الذي فجر أزمة الثمانينيات فقد ارتفعت العوائد الحقيقية على سنداتها بالعملة المحلية من مستويات سلبية في ٢٠٢٠ إلى ما يقرب من ٤٪ في ٢٠٢٤، بل وتجاوزت ٧٪ في البلدان منخفضة الدخل و علاوة على ذلك، لا تزال العديد من هذه الدول تعتمد على الديون المقومة بالعملة الأجنبية، والتي تشكل حوالي ٢٠٪ من إجمالي ديونها (باستثناء الصين والهند)، مما يعرضها لمخاطر تقلبات أسعار الصرف، وهي نقطة ضعف تاريخية لهذه الاقتصادات وتتجسد هذه المخاطر في التحديات الهائلة لإعادة التمويل، حيث من المقرر أن تستحق أكثر من نصف ديون البلدان منخفضة الدخل بحلول عام ٢٠٢٧، في وقت تراجعت فيه شهية المستثمرين للمخاطرة، وبقي عدد الدول المصنفة في فئة المخاطر الائتمانية المرتفعة أو القريبة من التعثر عند مستويات قياسية (١٠ دول في عام ٢٠٢٤)، مما يخلق بيئة خصبة لعدم الاستقرار المالي والاجتماعي[10].

٣.١ الحوكمة المالية العالمية بين الماضي والمستقبل

إن الأزمات المالية ليست مجرد انعكاس للسياسات الفاشلة، بل هي أيضًا اختبار لصلابة وفعالية آليات الحوكمة المالية العالمية فمع كل أزمة، تتكشف مواطن الضعف في الهيكل القائم، وتبرز الحاجة إلى تطوير أدوات جديدة قادرة على مواجهة المخاطر المستجدة و لقد تطورت آليات إدارة الأزمات بشكل كبير منذ الثمانينيات، حيث انتقلت من نظام مركزي تقوده المؤسسات إلى نظام أكثر اعتمادًا على الأسواق و لكن التغيرات الهيكلية في طبيعة الدين ومصادر التمويل تطرح تساؤلاً حول مدى كفاية الأطر الحالية للتعامل مع تحديات اليوم، وأهمها تمويل التحول المناخي في بيئة ديون مرتفعة.

أولاً: مقارنة آليات إدارة الأزمات: من "الإقراض المنسق" إلى "التشديد الكمي"

كانت استجابة المجتمع الدولي لأزمة ديون الثمانينيات تتميز بالمركزية والتنسيق بقيادة صندوق النقد الدولي. ففي مواجهة خطر انهيار النظام المصرفي العالمي، لم يكتفِ الصندوق بتقديم قروض إنقاذ، بل لعب دور "الشرطي" الذي يجبر البنوك التجارية على المشاركة في الحل تجسدت هذه الاستراتيجية في آلية "الإقراض المنسق " (Concerted Lending)، والتي عُرفت لاحقًا بـ "إشراك البنوك في الإنقاذ .(Bailing in) "فعندما تفاوضت المكسيك على حزمة إنقاذ بقيمة ٣.٧ مليار دولار من الصندوق في عام ١٩٨٢ ، اشترط المدير العام للصندوق آنذاك، جاك دي لاروزيير، على البنوك التجارية الدائنة تقديم ٥ مليارات دولار من التمويل الجديد كشرط مسبق لموافقة المجلس التنفيذي للصندوق على البرنامج و لقد كانت هذه الاستجابة بمثابة عملية تفاوض مباشرة بين عدد

[9] New Approaches to the Latin American Debt Crisis
https://ies.princeton.edu/pdf/E174.pdf
[10] International Debt Report, 2024- The World Bank
https://www.worldbank.org/en/programs/debt-statistics/idr/products

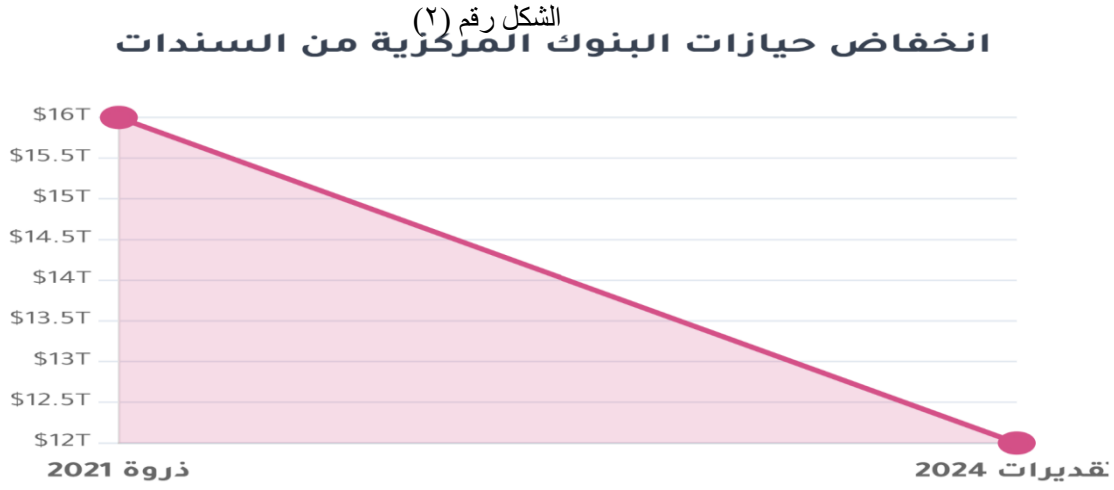
محدود من الفاعلين الرئيسيين: الدول المدينة، ومجموعة من البنوك التجارية الكبرى (وصل عددها في حالة المكسيك إلى ٥٢٦ بنكًا (، والمؤسسات المالية الدولية ومع تطور الأزمة، تحولت الاستراتيجية نحو تخفيف عبء الديون عبر خطط مثل خطة برادي، التي قدمت آليات منظمة لخفض الديون، كما حدث مع المكسيك التي تمت إعادة هيكلة ٤٩ مليار دولار من ديونها عبر هذه الخطة و في المقابل، تبدو آلية إدارة المخاطر النظامية اليوم مختلفة تمامًا فبدلاً من السعي لتأمين قروض جديدة من البنوك، يتمحور التحدي حول إدارة تداعيات "التشديد الكمي(Quantitative Tightening) "، وهو عكس سياسات التيسير الكمي التي أغرقت الأسواق بالسيولة لعقد من الزمان حيث إن انسحاب البنوك المركزية من الأسواق يزيد من المعروض من السندات التي يجب على القطاع الخاص استيعابها فعلى سبيل المثال، انخفضت حيازات البنوك المركزية الكبرى من السندات السيادية من ذروة بلغت ١٦ تريليون دولار في عام ٢٠٢١ إلى ١٢ تريليون دولار في ٢٠٢٤ ، ومن المتوقع أن يتجاوز صافي المعروض من السندات الذي يجب على الأسواق امتصاصه ٣ تريليون دولار سنويًا في ٢٠٢٤–٢٠٢٥، وهو مستوى قياسي و لقد تحولت إدارة الأزمة من عملية تنسيق هرمية إلى عملية غير مركزية تقودها الأسواق وتتأثر بشكل مباشر بالسياسات النقدية للاقتصادات الكبرى, فبينما كانت أزمة الثمانينيات تُدار عبر مفاوضات مباشرة، تُدار أزمة اليوم عبر إشارات أسعار الفائدة وقرارات آلاف المستثمرين المتناثرين حول العالم[11].

جدول (١): مقارنة بين آليات إدارة الأزمات المالية

الميزة	حقبة الثمانينيات	عقد 2020
الآلية الأساسية	**الإقراض المنسق (Concerted Lending)**: عملية تفاوض هرمية بقيادة صندوق النقد الدولي لإجبار البنوك على [illegible]	**التشديد الكمي (Quantitative Tightening)**: عملية سوقية غير مركزية لإدارة تداعيات سحب السيولة من قبل [illegible]
الفاعلون الرئيسيون	• صندوق النقد الدولي (المنسق) • الدول المدينة • مجموعة بنوك تجارية كبرى (مثل 526 بنكًا في حالة المكسيك)	• البنوك المركزية الكبرى • القطاع الخاص (صناديق استثمار تشاركية وغيرهم) • آلاف المستثمرين حول العالم
الهدف من الإدارة	إجبار البنوك على تقديم تمويل جديد (مثل 5 مليارات دولار للمكسيك) لمنع انهيار النظام المصرفي.	امتصاص الأسواق للمعروض الهائل من السندات (أكثر من 3 تريليون دولار سنويًا) بعد انسحاب البنوك المركزية.
أمثلة رقمية	إعادة هيكلة 49 مليار دولار من ديون المكسيك عبر خطة برادي.	انخفاض حيازات البنوك المركزية الكبرى للسندات من 16 تريليون دولار في 2021 إلى 12 تريليون دولار في 2024.
طبيعة الإدارة	**تنسيق هرمي**: تُدار الأزمة عبر مفاوضات مباشرة بين عدد قليل من الفاعلين.	**عملية سوقية**: تُدار الأزمة عبر إشارات أسعار الفائدة وردود أفعال السوق واسعة النطاق.

المصدر: من اعداد وتصميم الباحثان استناداً على بعض تقارير البنك الدولي.

الشكل رقم (٢)



المصدر: من اعداد وتصميم الباحثان استناداً على بعض تقارير البنك الدولي.

[11] Bank for International Settlements
https://www.bis.org/index.htm

ثانياً: فعالية الأطر الحالية وقصورها في مواجهة المخاطر الجديدة

لقد أظهرت الأطر الحالية بعض الفعالية، فبفضل الاستجابة السريعة وضخ السيولة الهائل بعد أزمة ٢٠٠٨ وجائحة كوفيد-١٩، تجنب العالم انهيارًا مصرفيًا شاملاً، ولم تشهد أي من الاقتصادات الكبرى تعثرًا عن السداد ومع ذلك، فإن هذا الاستقرار الظاهري يخفي وراءه نقاط ضعف هيكلية وقصورًا في قدرة الأطر الحالية على التعامل مع المخاطر الجديدة .

أولاً، أصبح التعامل مع قاعدة الدائنين المتشتتة يمثل تحديًا هائلاً فنموذج التفاوض مع بضع مئات من البنوك أصبح شيئًا من الماضي؛ فاليوم، يتألف الدائنون من آلاف حاملي السندات وصناديق الاستثمار، مما يجعل التوصل إلى اتفاقيات إعادة هيكلة منسقة أمراً شبه مستحيل .

ثانيًا، هناك نقطة ضعف كبرى في ديون الشركات فرغم أن آليات الرقابة تركز على الديون السيادية، إلا أن التراكم الهائل لديون الشركات، التي تضاعفت منذ ٢٠٠٨ دون أن تقابلها زيادة في الاستثمار الإنتاجي، يمثل خطرًا نظاميًا لا يحظى بالرقابة الكافية

ثالثًا، لا تزال التداعيات غير المنسقة للسياسات النقدية تمثل تهديدًا كبيرًا فكما أدت "صدمة فولكر" في الثمانينيات، التي رفعت أسعار الفائدة الحقيقية إلى ٨.٩٪ في عام ١٩٨١ ، إلى تفجير أزمة الديون، فإن التشديد النقدي الحالي أدى إلى ارتفاع العوائد الحقيقية في الأسواق الناشئة من مستويات سلبية إلى ٤٪ بين عامي ٢٠٢٠ و ٢٠٢٤ ، مما يضع ضغوطًا هائلة على هذه الاقتصادات[12].

ثالثاً: تحدي تمويل التحول المناخي وسبل تعزيز الاستقرار المالي العالمي

تتفاقم التحديات القائمة مع ظهور تحدٍ جديد وغير مسبوق فهذه ليست مجرد حاجة استثمارية أخرى، بل هي ضرورة حتمية تتطلب حشد موارد مالية هائلة في بيئة مثقلة بالديون بالفعل و تشير تقديرات منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية إلى أن تحقيق أهداف اتفاق باريس يتطلب استثمارات في الطاقة النظيفة تتجاوز ٤ تريليون دولار سنويًا، وهو أكثر من ضعف المستوى الحالي البالغ ٢ تريليون دولار في ٢٠٢٤ ان هذا التحدي يضع صانعي السياسات أمام معضلة كبرى فإما أن يتم تمويل هذا التحول من خلال الدين العام، وهو ما قد يؤدي إلى ارتفاع نسبة الدين إلى الناتج المحلي الإجمالي في الاقتصادات المتقدمة بمقدار ٢٥ نقطة مئوية بحلول عام ٢٠٥٠ ، أو يتم الاعتماد على القطاع الخاص، وهو ما يتطلب نموًا هائلاً في أسواق رأس المال في الأسواق الناشئة بمعدلات قد تصل إلى ١٧٪ سنويًا في بعض القطاعات.

وفي مواجهة هذا المشهد المعقد، يتطلب تعزيز الاستقرار المالي العالمي اتباع مسارات متعددة فعلى المستوى الوطني، يجب العودة إلى الانضباط المالي والإصلاحات الهيكلية التي تعزز النمو، وهو الدرس المحوري من أزمة الثمانينيات و على المستوى الدولي، هناك حاجة ماسة لتعزيز التعاون والرقابة المالية لتشمل المخاطر الجديدة مثل ديون الشركات وكما أظهرت تجربة خطة برادي في الماضي كيف أن حل مشكلة "عبء الديون المتراكمة (Debt Overhang)" يمكن أن يعيد الثقة ويطلق العنان لتدفقات الاستثمار فإن العالم اليوم بحاجة إلى "صفقة كبرى" جديدة. قد لا تكون هذه الصفقة مجرد تخفيف للديون، بل إطارًا مبتكرًا يربط بين استدامة الديون وتمويل السلع

[12] Global Transmission of Fed Hikes: The Role of Policy Credibility and Balance Sheets https://www.nber.org/system/files/working_papers/w32329/w32329.pdf

العامة العالمية، وعلى رأسها التحول المناخي، لضمان ألا تتحول أزمة الديون الحالية إلى "عقد ضائع" آخر للاقتصاد العالمي.

نتائج الدراسة:

١. **استمرارية الدورات مع تضخم غير مسبوق في حجم المخاطر** :أثبت التحليل أن الطبيعة الدورية للأزمات، لا تزال قائمة، لكن حجم المديونية الحالي قد وصل إلى مستوى يجعل النظام المالي العالمي أكثر هشاشة من أي وقت مضى فبينما كانت أزمات الماضي تدور حول مليارات الدولارات، يتجاوز إجمالي ديون السندات اليوم ١٠٠ تريليون دولار و هذا الحجم الهائل يعني أن أي صدمة خارجية (مثل صدمة أسعار الفائدة أو صدمة جيوسياسية) سيكون لها تداعيات أوسع وأسرع انتشارًا مقارنة بالدورات السابقة.

٢. **تحول مركز الخطر من العلاقة (السيادية–المصرفية) إلى العلاقة (الشركات–الأسواق)** :أظهرت المقارنة بين أزمة الثمانينيات والمشهد الحالي تحولًا هيكليًا في بؤرة الخطر فبينما كانت أزمة الثمانينيات تتمحور حول القروض التي قدمتها بضع مئات من البنوك الكبرى للحكومات، فإن الخطر اليوم يكمن بشكل كبير في سوق سندات الشركات الذي يبلغ حجمه ٣٥ تريليون دولار، وفي قاعدة الدائنين المتشتتة للسندات السيادية التي انتقلت حيازتها من البنوك المركزية وانخفضت حصتها ١٠ نقاط مئوية في دول الـ (OECD إلى الأسواق إن هذا التحول يجعل آليات الحل القائمة على التفاوض المباشر (كما في الماضي) شبه مستحيلة.

٣. **ظهور "ديون خفية" جديدة في قطاع الشركات** :كشف التحليل عن وجود فجوة مقلقة بين الاقتراض والاستثمار فمنذ عام ٢٠٠٨، زادت إصدارات سندات الشركات بمقدار ١٢.٩ تريليون دولار فوق الاتجاه التاريخي، بينما انخفض الاستثمار الإنتاجي بمقدار ٨.٤ تريليون دولار عن مساره و إن هذه الديون، التي تم توجيه ٧٢٪ منها لعمليات إعادة التمويل، لا تساهم في بناء أصول منتجة قادرة على خدمتها، مما يجعلها ديونًا ذات جودة منخفضة وتشكل "فقاعة دين" خفية في ميزانيات الشركات، وتهدد بالانفجار مع أول صدمة في إعادة التمويل.

٤. **قصور الحوكمة المالية العالمية أمام تحديات القرن الحادي والعشرين** :يتجلى قصور الأطر الحالية بشكل واضح في الفجوة التمويلية الهائلة لمواجهة التحول المناخي و إن الحاجة السنوية لاستثمارات تتجاوز ٤ تريليون دولار، مقابل ما يتم استثماره فعليًا (حوالي ٢ تريليون دولار)، تكشف أن النظام المالي العالمي الحالي غير قادر على حشد رأس المال الخاص بالسرعة والحجم المطلوبين لمواجهة تحدٍ وجودي و إن السيناريوهات المطروحة (إما زيادة الدين العام بنسب خطيرة تصل إلى ٢٥ نقطة مئوية، أو مطالبة أسواق ناشئة بنمو يتجاوز ١٧٪ سنويًا) تثبت أن الآليات القائمة لم تعد كافية.

التوصيات:

١. **تعزيز الأطر المالية الوطنية كخط دفاع أول** :نظرًا للحجم الهائل للمديونية العالمية، يجب على الدول تعزيز قدرتها على الصمود من خلال تبني سياسات مالية حصيفة وإصلاحات هيكلية ترفع من إمكانات النمو الاقتصادي هذه هي الاستجابة الأكثر فعالية لمواجهة المخاطر الناجمة عن النتيجة الأولى.

٢. **توسيع نطاق الرقابة الاحترازية الكلية لتشمل المخاطر السوقية** :استجابة لـ النتيجة الثانية، يجب على الجهات التنظيمية تجاوز التركيز التقليدي على القطاع المصرفي و من الضروري تطوير أدوات جديدة لمراقبة وتخفيف المخاطر في أسواق سندات الشركات والقطاع المالي غير المصرفي، حيث انتقل مركز الثقل الحقيقي للمخاطر النظامية.

٣. **إصلاح حوكمة الشركات والحوافز الضريبية لربط الدين بالاستثمار** :لمعالجة النتيجة الثالثة، يُوصى بمراجعة السياسات التي تشجع الاقتراض لأغراض غير إنتاجية و يمكن أن يشمل ذلك إصلاح الأنظمة الضريبية التي تفضل تمويل الديون على الأسهم، ووضع ضوابط على عمليات إعادة شراء الأسهم الممولة بالديون، وتقديم حوافز للشركات التي توجه الاقتراض نحو الاستثمار الرأسمالي والابتكار.

٤. **تطوير آليات دولية مبتكرة لتمويل السلع العامة العالمية** :استنادًا إلى النتيجة الرابعة، يجب على المؤسسات المالية الدولية (صندوق النقد والبنك الدولي) أن تتطور لتلعب دورًا محفزًا لحشد رأس المال الخاص. وذلك عبر تصميم أدوات تمويل مبتكرة (مثل التمويل المختلط، والضمانات، ومنصات الاستثمار المشتركة) قادرة على تقليل المخاطر وجذب الاستثمارات الخاصة على نطاق واسع لمواجهة تحديات مثل التحول المناخي، بدلاً من الاكتفاء بدورها التقليدي في إدارة الأزمات بعد وقوعها.

قائمة المراجع:

١-Institute of Latin American Studies. (1986). The Debt Crisis in Latin America. University of London.

٢-Boughton, J. M. (2001). Silent Revolution: The International Monetary Fund 1979–1989. International Monetary Fund.

-3-Reinhart, C. M., & Rogoff, K. S. (2009). This Time Is Different: Eight Centuries of Financial Folly. Princeton University Press.

4-Sachs, J. D. (1989). New Approaches to the Latin American Debt Crisis (Essays in International Finance, No. 174). International Finance Section, Department of Economics, Princeton University.

5-Gennaioli, N., Shleifer, A., & Vishny, R. (2012). Neglected risks, financial innovation, and financial fragility. Journal of Financial Economics, 104(3), 452-468.

6-Lazonick, W. (2014). Profits Without Prosperity. Harvard Business Review, 92(9), 60-70.

7-Kalemli-Özcan, Ş., & Unsal, F. D. (2024). Global Transmission of Fed Hikes: The Role of Policy Credibility and Balance Sheets (NBER Working Paper No. 32329). National Bureau of Economic Research.

8-Volz, U., Akhtar, S., Gallagher, K. P., Griffith-Jones, S., Haas, J., & Kraemer, M. (2021). Debt Relief for a Green and Inclusive Recovery. SOAS University of London.

9-Bank for International Settlements. (2024). Annual Economic Report.

10-International Monetary Fund. (2024). Global Financial Stability Report.

11-The World Bank. (2024). International Debt Report 2024.