

العولمة المالية والاستقرار المالي

أ.د صديقي مليكة*

أ. بوكروح بهية**

Abstract :

The recent wave of financial globalization has generated an intense debate among economists, attracting both supporters and opponents. Thus, it has always been controversial. This controversy could be explained by its benefits and problems. On the one hand, it promotes economic growth, on the other hand it produces instability. For this reason, it is necessary to reconcile globalization with financial stability in order to get a solid financial system that meets the needs of real economy. This paper outlines the link between financial globalisation and financial instability, and highlights the challenges it poses for financial systems.

الملخص:

أثارت الموجة الحديثة من العولمة المالية نقاشا حادا بين الخبراء الاقتصاديين المؤيدين والمعارضين حول المنافع والمشكلات التي تتمخض عنها. فإذا كانت العولمة المالية تعمل على تعزيز النمو الاقتصادي فإنها بالمقابل تؤدي إلى عدم الاستقرار. وفي ظل هذا التباين يدعو البعض إلى ضرورة التوفيق بين العولمة والاستقرار المالي للوصول إلى نظام مالي متين يلي حاجيات الاقتصاد الحقيقي.

سنحاول في هذه الورقة الكشف عن العلاقة بين العولمة المالية والاستقرار المالي، مركزين على التحديات التي تفرضها على الأنظمة المالية.

* أستاذة، مخبر العولمة والسياسات الاقتصادية - جامعة الجزائر 3.

** أستاذة مساعدة أ - جامعة الجزائر 3.

مقدمة:

شهدت الساحة الاقتصادية الدولية في العقود الأخيرة تغيرات هامة مع انتشار ظاهرة العولمة والتكامل المالي للاقتصاد العالمي والارتفاع السريع في حركة السلع، الخدمات ورأس المال والعمالة عبر الحدود،

فتوسعت المبادلات وتحررت أسواق السلع والخدمات والأصول المالية، وتعززت بذلك العلاقات بين مختلف الدول وتعمقت العولمة المالية.

إن الارتفاع الكبير للتدفقات المالية عبر الحدود وتطور أسواق رؤوس الأموال وتضاعف الابتكارات المالية، ساعد على رفع كفاءة تمويل الاقتصاديات وازدياد فعالية الأنظمة المالية، لكنه في المقابل ترك آثارا سلبية بفعل تقلب الأسواق وارتفاع عدم اليقين. أدى كل ذلك إلى تعاقب الأزمات ذات التكاليف المالية والاجتماعية المرتفعة وانتقال العدوى، وارتفاع المخاطر التي تهدد الاستقرار المالي للدول، خاصة في ظل الارتباط المتنامي بين المؤسسات والأسواق المالية.

ورغم المنافع التي يمكن أن تحدثها العولمة في المجالين الاقتصادي والمالي، إلا أنها تهدد استقرار الأنظمة المالية وترفع من وتيرة حدوث الأزمات والاختلالات المالية، ما يؤثر سلبا على النمو الاقتصادي. بناء على هذه المفارقة سنحاول في هذا المقال تحليل العلاقة بين الاستقرار المالي والعولمة المالية، من خلال التطرق لأهم التغيرات التي طرأت على البيئة المالية الدولية في العقود الأخيرة من تحرير وابتكار مالي وممولة للاقتصاد، وكيفية تأثير هاته العناصر على اقتصاديات الدول واستقرارها المالي.

I - البيئة المالية الدولية:

إن التحولات التي عرفتها البيئة المالية الدولية نتيجة التحرير والابتكار الماليين، وكذا التغيرات التي طرأت على بنية وطريقة اشتغال المؤسسات والأسواق المالية، تندرج كلها ضمن العولمة المالية. والواقع أن هذه الظاهرة ليست جديدة، فالاقتصاد العالمي في أواخر القرن العشرين يشبه في عدة نواح ما شهده الاقتصاد العالمي في نهاية القرن التاسع عشر، حيث قدر مخزون الأصول الأجنبية في الدول الصناعية حوالي 50% من الناتج الداخلي الخام بين 1870 و1914، وانخفض بشدة ليلبغ أدنى مستوياته أي ما يعادل 10% سنة 1940، ليعيد الارتفاع ويحقق مستويات قياسية بداية القرن الحادي والعشرين. وبالتالي فهي ظاهرة قديمة لكنها مختلفة عما كانت عليه في المراحل السابقة، ذلك أن ما يميز المرحلة الحالية

هو سرعتها ومداهها، وتطور تقنيات الابتكار، وهو ما جعل النظام المالي الحالي أكثر تعقيدا من حيث الأدوات المالية المبتكرة، تنوع وتعدد الأنشطة وتغير مكونات الأصول المالية. الأمر الذي سمح بتربط الأنظمة المالية ونمو السوق المالي بوتيرة أسرع من النمو الاقتصادي،¹ وللاشارة فإن كل ماسبق ذكره يحدث في ظل عمليات التحرير وإلغاء الضبط.

1- التحرير المالي والقواعد الثلاثة للعلوم:

إن عملية إلغاء الضبط والتحرير المالي التي بدأت في الدول الصناعية سرعان ما انتشرت إلى باقي الدول، وفتحت المجال لتحولات عميقة في الهياكل المالية الوطنية والدولية، وتوسع أثرها في هذا المجال عن طريق عملية الابتكار.

• التحرير المالي:

يقصد بالتحرير المالي منح البنوك والمؤسسات المالية استقلالها التام وحرية إدارة أنشطتها المالية، من خلال إلغاء مختلف القيود والضوابط على العمل البنكي بتحرير معدلات الفائدة على القروض والودائع، والتخلي عن سياسة توجيه الائتمان وخفض نسبة الاحتياطي الإلزامي والتوجه نحو اعتماد الأدوات غير المباشرة للسياسة النقدية وفتح المجال البنكي أمام القطاع الخاص الوطني والأجنبي، وتمثل هذه الإجراءات التحرير المالي الداخلي. أما تحرير المعاملات المتعلقة برأس المال والحسابات المالية لميزان المدفوعات فهي تمثل التحرير المالي الخارجي.²

يعتبر تحرير حساب رأس المال جوهر عملية التحرير المالي، ويقصد به تحرير حساب رأس المال والحسابات المالية لميزان المدفوعات، والتي تشمل مختلف أشكال رأس المال كالديون والأسهم (أسهم المحافظ المالية) والاستثمار المباشر والعقاري، والثروات الشخصية. ويرتبط تحرير حساب رأس المال (قابلية حساب رأس المال للتحويل) بعملية إلغاء والحد من القيود على معاملات النقد الأجنبي والضوابط الأخرى المرتبطة بهذه المعاملات، والتي تشمل حركة رأس المال بين مختلف الدول إلى جانب القطاع الخاص.

يقوم حساب رأس المال على مجموعة من المعاملات وهي:

- المعاملات المتعلقة بالاستثمار في سوق الأوراق المالية: الأسهم والسندات والأوراق الاستثمارية والمشتقات المالية وغيرها.

- المعاملات الخاصة بالائتمان التجاري والمالي والضمانات والكفالات والتسهيلات المالية التي تشمل التدفقات للداخل.
- المعاملات المتعلقة بالبنوك التجارية: والتي تشمل ودائع غير المقيمين، واقتراض البنوك من الخارج (تدفقات إلى الداخل) وعلى القروض والودائع الأجنبية
- المعاملات المتعلقة بتحركات رؤوس الأموال الشخصية: والتي تشمل المعاملات الخاصة بالودائع أو القروض، الهدايا، المنح، الميراث أو الشركات أو تسوية الديون.³
- في إطار التحرير المالي، يمكن أن نشير إلى السمات الثلاث التالية التي ميزت الدائرة المالية، والتي سميت بقاعدة D الثلاث (وفق Dominique Plihon في إطار الاستقرار المالي).⁴

• القواعد الثلاثة للعولمة:

تحتوي هذه القاعدة على العناصر الثلاث التالية:

- تراجع الوساطة المالية Désintermédiation: وذلك من خلال إقدام المتعاملين الاقتصاديين مباشرة نحو الأسواق المالية، قصد القيام بعمليات الاقتراض والتوظيف. يتميز هذا العنصر بتوجه المقترضين للأسواق المالية مع لجوء أقل للوساطة بغرض الحصول على التمويل عن طريق إصدار أوراق مالية، أو شهادات الإيداع لتلبية احتياجاتها النقدية وهذا ما يلاحظ من خلال أداء البورصة والنمو المتزايد للمستثمرين المؤسساتيين كصناديق المعاشات والتأمين وشركات الاستثمار، وكذلك تطور المنتجات المالية.
- إلغاء الحواجز الفاصلة بين الحدود Décloisonnement: والتي تنص على إلغاء الحواجز بين مختلف الأسواق الوطنية نفسها، حيث يتم إلغاء الحواجز الفاصلة مثلا بين قسم المعاملات الطويلة الأجل المفتوحة أمام مختلف المتعاملين الاقتصاديين، وقسم المعاملات قصيرة الأجل (السوق النقدية) التي اقتصرت معاملاتها سابقا على عدد محدود من المتعاملين، وهذا بعد أن ظل النظام المالي مجزءا بهذه الطريقة إلى غاية مطلع الثمانينيات، إذ كان كل قسم متخصصا في نوع محدد من التمويل ويستجيب فقط لحاجات اقتصادية معينة.

لم يعد سوق التمويل قصير الأجل حكرا على البنوك التجارية وأصبحت الأسواق تقدم تمويلات قصيرة الأجل أي سقوط الحاجز التقليدي بين سوق رؤوس الأموال طويلة الأجل التي هي من اختصاص بورصة الأوراق المالية وسوق التمويل قصير الأجل التي هي من اختصاص البنوك التجارية الأمر الذي نتج عنه منافسة غير متكافئة بين البورصة والبنوك التجارية.

- تراجع القيود التنظيمية *Déréglementation*: يخص تعديل وتكييف أو إلغاء بعض النظم واللوائح المعمول بها للاستجابة لمتطلبات تطور الاقتصاد الرأسمالي كالسقوف المفروضة على معدلات الفائدة، الرقابة على الصرف وفقا لمتطلبات تطور الاقتصاد الرأسمالي، وهي خاصية ميزت تطور الرأسمالية في نهاية القرن العشرين.

2- الابتكار المالي:

ساهم تحرير الأنظمة المالية في تطوير عالم التمويل ودفع البنوك إلى ابتكار منتجات جديدة من خلال ما يعرف بالهندسة المالية، ويعتبر ذلك إعادة تشكيل وبناء المنظومة المالية الدولية. سمحت هذه التطورات بتنوع المنتجات التي تتميز بتعقيدها وارتفاع درجة مخاطرها استعمالها وارتفاع الطلب عليها خاصة الأدوات المشتقة مع اللجوء إلى عملية التوريق.

- المشتقات المالية: عبارة عن أدوات مالية تسمح بتحويل بواسطة عقد كل أو جزء من المخاطر المتعلقة بالقرض من طرف ثالث يعرف بمؤسسة مرجعية (*entité de référence*). هذا النوع من المخاطر قد يكون إفلاسا أو مشاكل متعلقة بالسيولة، أو انخفاضاً لدرجة التصنيف.⁵ تتيح هذه العملية تحويل خطر القرض دون تحويل الأصل الأصلي (*actif sous-jacent*) ويؤدي إلى تقليص مخاطر عدم السداد، وتلبية احتياجات المقرضين الكبار، ويمكن أن يعوض تشكيلة مجموعة مقرضة* (*la syndication des prêts bancaire*)، أما مشترو المخاطر (بائعو الحماية) فينوعون محافظهم، كما تسمح مشتقات القرض بتسيير نشاط المحافظ بأقل تكلفة واتخاذ مواقف في حالة توقع تدهور المخاطر وارتفاع تجنب مخاطرة القرض *l'aversion au risque crédit*.⁶ غير أن هذه الإجراءات لم تمنع من حدوث مخاطر عديدة بسبب هيكلية المشتقات والمشاكل الناجمة عن تقييم وتسيير المخاطر.

- التوريق: يعتبر التوريق أحد أبرز الآليات المستخدمة في أسواق المال، يمثل التحويل إلى أوراق مالية، وهو نشاط مستحدث يمكن المؤسسات المالية البنكية وغير البنكية من تحويل الحقوق المالية غير القابلة للتداول والمضمونة بأصول إلى مؤسسة متخصصة ذات غرض خاص هي شركة التوريق بهدف إصدار أوراق مالية جديدة مقابل الحقوق المالية التي تصبح قابلة للتداول في سوق الأوراق المالية.⁷

يتميز التوريق في قدرته على إمكانية تحويل موجودات مالية غير سائلة إلى أوراق مالية يمكن بيعها في السوق المالي لمستثمرين مؤسساتيين مثل شركات التأمين، البنوك وصناديق الاستثمار. وقد ظهر هذا الابتكار في الولايات المتحدة الأمريكية في السبعينيات والثمانينيات من القرض الماضي وخص القروض العقارية، ليتطور مع بداية التسعينيات وأضحى يمس جميع المجالات الاقتصادية والتجارية. أصبحت هذه التقنية تطبق على كافة أنواع الديون البنكية فاسحة المجال للبنوك بزيادة أثر الرافعة وبنفس الحجم من الأموال الخاصة يمكن أن ترفع من نشاطها. تساعد هذه العملية على تجميع مخاطر أساسية معينة كمخاطر السوق والقرض عن طريق تجميع الصكوك المعرضة لتلك المخاطر (السندات، القروض، الأوراق المالية التي يدعمها الرهن) ثم تقسيم التدفقات النقدية الناتجة إلى شرائح أو أجزاء تدفع لحائزين مختلفين، ويسمح بخلط أوراق ذات خطر عال مع منتجات أقل خطورة. وقد عرفت هذه المنتجات رواجاً كبيراً في ظل الطلب على الأوراق المالية عالية الإيراد، مما دفع بمصدري المنتجات المالية المهيكلة إلى طلب الحصول على قروض أساسية أقل نوعية للوفاء بالطلب على منتجاتهم.

على الرغم من إجماع العديد من الاقتصاديين على إيجابيات الابتكارات المالية (ستولز، ريجان، شيلر، Stulez 2004, Rijan 2000, Shiller 2000) من خلال عملها على تخفيض تكلفة المبادلات وتوفير مرونة كبيرة للعمليات المالية والمساهمة في فعالية الأسواق والدمج بتخصيص أفضل للمخاطر، إلا أن الابتكار المالي المضاعف لتقنيات التمويل قد أدى إلى غموض الدائرة المالية.

3- تغيير النموذج البنكي وظهور مؤسسات مالية عملاقة:

سمحت التطورات التي طرأت على النموذج البنكي بقطع سلسلة الرقابة بين المقرض والمقترض، فلم يعد البنك مشرفاً على عملية المراقبة طوال مدة القرض ولا يحتفظ بالقرض في ميزانيته حتى تاريخ السداد، وأصبح النموذج الجديد الخاص بمنح القروض أكثر ربحية قائماً على قطع وإخفاء سلسلة الرقابة والمسؤولية في ظل عملية توريق القروض، حيث يمكن نفس المبلغ من الأموال الخاصة بتقديم أكبر حجم من القروض. وقد تم التحلي في سنوات السبعينيات عن النموذج الكلاسيكي، نموذج إصدار القروض

والاحتفاظ بها originate and hold model وحل مكانه نموذج اصدار القروض وتوزيعها originate and distribute model. فلم يعد يحتفظ بالقروض الممنوحة من طرف المنشئ بل يتم بيع الديون إلى المستثمرين عن طريق التوريق، أما فيما يخص نموذج الأعمال لإصدار القروض وتوزيعها OTD originate to distribute business model الذي ظهر نهاية التسعينيات من القرن الماضي وعرف توسعا كبيرا مطلع الألفية الجديدة، فهو يمثل الشكل الأقصى للنموذج السابق، حيث يتم منح نسبة هامة من القروض من أجل هدف واحد هو التخلي عنها في الشهور المقبلة من طرف منشئها.

8

وقد عرفت الساحة المالية ظهور تغييرات هامة على صعيد المؤسسات، فتم استحداث مؤسسات استثمارية ومالية عملاقة تعمل في محيط جديد يتميز بتشكيلة معقدة من الأدوات المالية وأسواق مالية غير منظمة ورافعة مالية كبيرة. وهذا يعني أن هناك مؤسسات مالية ضخمة قادرة على خلق سيولة هائلة ولا تخضع لأية رقابة، الأمر الذي يطرح قصورا هاما في بنية النظام الدولي الراهن.

4- ممولّة الاقتصاد financierisation:

يتميز الاقتصاد الرأسمالي المعاصر بتفوق الرأسمال المالي على الاقتصاد الحقيقي، علما أن النظام المالي العالمي قد تطور في ظل إلغاء الحواجز وظهور مؤسسات مالية قوية، ومد جسور تربط بين الأسواق النقدية والمالية، وسهل غياب الحواجز الفاصلة بين أسواق رؤوس الأموال الوطنية الواحدة للولوج إلى الأسواق النقدية، فتشكلت سوقا عالمية موحدة تنتقل بها يوميا مبالغ ضخمة تقدر بمئات المليارات من الدولارات، وقد أسهمت ثورة الاتصالات والمعلومات في ارتفاع نسبة التدفقات المالية الدولية بنسبة أكبر من التدفقات التجارية، فقد ارتفعت نسبة الدول التي تعتمد النظم المالية المتحررة ثلاثة أضعاف على مدى السنوات الخمسين الماضية، فارتفع بذلك إجمالي الأصول المالية العالمية من 250 مليار دولار عام 1970 إلى ما يقارب 80 ترليون دولار سنة 2010، فضلا عن تغير تكوين التدفقات المالية الدولية فأصبحت حصة محفظة الاستثمارات في الأسهم أكبر بكثير.⁹

II . تناقضات المالية الحديثة:

اختلف الاقتصاديون حول مكاسب العولمة المالية وتكاليدها، ففي حين يرى البعض (مثل داني رودريك، باجيش مجاولتي وجوزيف استيغليتز) أن ترك تدفقات رأس المال طبقة العنان مدمرة للاستقرار المالي العالمي، مما دفعهم إلى المطالبة بفرض ضوابط رأس المال وقيود أخرى على التجارة في الأصول

الدولية، أما البعض الآخر فيرى (منهم ستانلي فيشر، لورانس سومرز) أن الانفتاح المتزايد أمام تدفقات رأس المال ضروري بالنسبة للدول التي تسعى للانتقال من قائمة البلدان ذات الدخل الأدنى إلى البلدان ذات الدخل المتوسط، ويساهم في تدعيم الاستقرار بين الدول الصناعية.¹⁰

والواقع أنه حتى الدراسات التطبيقية لم تحل هذا الجدل النظري، ففي حين أشار البعض إلى عدم تأثير التحرير المالي على النمو الاقتصادي (Grilli et Milessi Ferreti 2001, Kraay 2000 et Rodrick 1998) توصل البعض الآخر للأثر الإيجابي للتحرير على النمو (Levine 2001, Bekaert et al 2003, Bonfiglioli et Mendicino 2004) كما استخلصت بعض الدراسات العلاقة السلبية بين التحرير المالي والنمو الاقتصادي (Eichengreen et Leblang 2003). حيث أن تعاقب الأزمات في السنوات الأخيرة والتكاليف العالية التي تولدت عنها، دفع إلى إعادة النظر حول علاقة التكامل المالي ومعدلات النمو السريعة والدائمة، خاصة وأن هذه الأزمات أرفقت بمحروب رؤوس الأموال.¹¹

وقد تعددت المقاربات والحجج النظرية المعتمدة في تفسير هذه المشكلة ويمكن حصرها في الاتجاهين التاليين:

الاتجاه الأول:

إن الأدبيات الاقتصادية حول العلاقة بين المالية والنمو قديمة تعود إلى أعمال Schumpeter (1973), Mackinnon (1973), Shaw (1973), Gurley (1960) (1911)، ويرون أن التكامل المالي من شأنه أن يسهل وظائف النظام المالي في الاقتصاد ويحدث أثراً إيجابياً على النمو من خلال تطور النظام المالي الذي يلعب دوراً مركزياً في النظام الاقتصادي من خلال توجيه رؤوس الأموال المتاحة للمشاريع الأكثر مردودية وعن طريق توفير المعلومات الضرورية لإبرام العقود المالية. فقد اعتبر شومبتر Schumpeter أن الاشتغال الجيد للبنوك يحفز الابتكار التكنولوجي عن طريق تمويل المستثمرين الذين يتوفرون على أفضل فرص النجاح في أنشطتهم الابتكارية. ورأى Gurley و Shaw أن الابتكار المالي الذي يصحب التطور المالي يقلص خطر الاستثمار ويشجع الادخار، كل هذه العناصر من شأنها خلق إطار اقتصادي كلي مناسب لتعزيز النمو الاقتصادي.¹²

وركز McKinnon و Shaw في دراسة أجريت في سنة 1973 على دور القطاع المالي في تعبئة الادخار ومنه تحسين النمو، وأوضحا الباحثان أن الكبح المالي يؤدي إلى التقليل من الادخار، تقنين

القرض وتخصيص سيئ للموارد، في حين يسمح التحرير المالي برفع مستوى الادخار الذي يحفز النمو الاقتصادي.

ويشاطرهم الرأي (1999) Blostrom Venables (2000) Markusen, Bailiu (1991)، الذين يرون أن التكامل المالي قادر على تحفيز النمو الاقتصادي بفضل آثار سبيلوفر* effets spillover المتعلقة بالاستثمارات الأجنبية المباشرة، حيث يؤدي تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر IDE إلى تحويل التكنولوجيات، التخصص specialisation في الانتاج، تخصيص رأس المال allocation وتخصيص رأس المال وتخصيص النمو الاقتصادي (Obstfeld 1994, Acemoglu et Zilibotti). لكن هذه العلاقة الإيجابية لا تتحقق إلا في حالة توفر بعض الشروط منها رفع القيود لتحفيز الاقتصاد الحقيقي.

يمكن أن يعمل تحرير حساب رأس المال على تسريع النمو الاقتصادي عن طريق تطوير النظام المالي، وهذا ما أكدته (2008) Honig (2000), Bailiu (2008)، Olivier et Klein (2008) الذين يرون أن الاشتغال الجيد للنظام يكثف المنافسة ويعزز استيراد الخدمات المالية.

إن تحرير حركات رأس المال يرفع من كفاءة القطاع المالي ويحسن الوساطة الاجمالية عن طريق توجيه الادخار للاستثمارات الأكثر انتاجية ويخفض المخاطر المالية (1992) Mthieson et Rojas-Suarez. فمن خلال توزيع أفضل للمخاطر، توزيع محفظة المستثمرين وتخصيص أفضل لرأس المال، يعزز التكامل المالي النمو الاقتصادي (2002) Edison et al¹³.

الاتجاه الثاني:

يرى Kaminsky و Shumkler (2002) أن الدول وخاصة الناشئة والتي لم تتوصل إلى التحكم في مختلف مراحل التكامل المالي، واضطرت نحو تحرير كامل لأنظمتها المالية قد تكون عرضة للاهتزاز المالي. ويصبح الاندماج المالي مصدرا للاستقرار في حالة عدم التحقق التام للشروط المرتبطة بمستويات عملية التكامل، خاصة في حالة اندفاع الدول نحو الانفتاح المالي أو الدولي دون توفرها على نظام مالي متين. وهذا ما فسره (1998) Dooley، الذي يعزو أن انفتاح رأس المال يساعد على هروب رؤوس الأموال التي تساهم في إضعاف الاقتصاد، وشاطره الرأي (2003) Prasad et al، الذين يجمعون على أن تحرير حساب رأس المال غالبا ما يرفق بزيادة التعرض للأزمات.

وفق (2003) Prasad et al يساعد التكامل المالي العالمي على الحد من اللااستقرار الاقتصادي الكلي، لكنه عند مستوى معين من الاندماج المالي قد يرفق بارتفاع اللااستقرار، ويرى هؤلاء

الدارسون أن انتشار الأزمات المالية والنقدية في الاقتصاديات نتيجة طبيعية لآثار النمو المرتبطة بالانفتاح المالي. ومن جهته يؤكد ستيغلitz 2000 أن تحرير حساب رأس المال لا يرتبط بالاستثمار المتنامي أي تحقيق نمو سريع، بل يؤدي هذا التحرير إلى اللااستقرار الذي يحمل آثارا ضارة على النمو.¹⁴

شكلت الأزمات المالية عائقا كبيرا أمام النمو الاقتصادي العالمي، فقد تم تسجيل حوالي 400 حالة بين 1970 و2013، ولم تشهد الاقتصاديات المتقدمة سوى 35 أزمة نصفها بعد عام 2007، وواجهت اقتصاديات الأسواق الصاعدة حوالي 218 أزمة مالية، معظمها في الثمانينيات والتسعينيات أهمها الأزمة المالية الآسيوية في عام 1997.¹⁵

III تحديات العولمة واللااستقرار المالي

إن الحركة العميقة للتحرير والعولمة التي ميزت الجزء الأخير من القرن الماضي، والتي دعمت بموجة ابتكار في التكنولوجيات المالية قد لعبت دورا كبيرا في تحفيز النمو الاقتصادي في وسط تنتقل فيه بسرعة رؤوس الأموال نحو الاستعمالات الأكثر انتاجية من جهة، لكنها طرحت تحديات جديدة بالنسبة للمجتمع الدولي. إن كانت العولمة المالية قد سمحت بتطور الأنظمة المالية وظهور مكاسب الفعالية، فإنها أنشأت ووسعت بعض الاختلالات المالية والاقتصادية العالمية في ظل الترابط الاقتصادي المتنامي بين مناطق العالم. وفي الواقع يمكن لوفرة الادخار العالمي أن يثبط الادخار في بعض الدول خاصة الولايات المتحدة الأمريكية (Ferguson et Frenkel 2006)، الأمر الذي يزيد من حدة اختلال الميزان التجاري وميزان رؤوس أموال هذه الدول، التي تعتمد على مصادر أموال خارجية لتمويل عجزها الخارجي. في ظل العولمة تزداد حدة التبعية الاقتصادية، إذ من شأن خلق النقود الواسع الناتج عن سياسة نقدية في دولة ما أن يؤثر على أسعار أصول دولة أخرى فيؤدي إلى تشكيل الفقاعات، وبذلك فإن أسعار الأصول يمكن أن لا تعكس المعطيات الاقتصادية الأساسية، ينتج عنه تخصيص غير أمثل لرؤوس الأموال.¹⁶

رغم أن مجهودات الأنظمة المالية تساهم بالتأكيد في جعل تخصيص رؤوس الأموال أكثر فعالية على المستوى الدولي، إلا أنها تشكل عدة مخاطر في ظل الترابط المرتفع والأكثر تعقيدا بين الدول، الذي يعزز فرص انتشار العدوى وحوادث الأزمات بشكل كبير ويؤثر سلبا على النمو الاقتصادي.

المخاطر التي تواجه النظام المالي:

عمل الارتباط الكبير بين الاقتصاديات نتيجة الاندماج المالي على رفع احتمال انتقال الأزمات من منطقة لأخرى، حيث ارتفعت درجة الترابط بين المتدخلين في نفس السوق وأصبح كل فاعل يعتمد على رغبة وقدرة الفاعلين الآخرين تقديمه للسيولة في حالة الاحتياج. إن هذا المحيط الجديد الذي يعتمد فيه كل فاعل على تصرفات الآخرين يمكن أن يعزز ظهور اخفاق التنسيق بين الفاعلين، لاسيما حاملي المخاطر النظامية، فضلا عن ظهور عدة مخاطر تهدد الاستقرار المالي، أبرزها:

• **الخطر النظامي:** لم تعد المخاطر التي تهدد النظام المالي تقتصر على القطاع البنكي وأسواق رأس المال بل تعدتها إلى نظم التسوية الخاصة ودور المقاصة شبه الخاصة. وأصبحت جهات الرقابة الرسمية تواجه صعوبة في تحديد هذه المخاطر في ظل اتساع الفجوة التكنولوجية والمعرفية بين الأطراف التنظيمية والكيانات الخاضعة للتنظيم. هناك نوعين من المخاطر داخلية وخارجية، تظهر الأولى في إحدى مكونات النظام المالي الأساسية (المؤسسات، الأسواق، البنية التحتية)، تبرز هذه المشاكل في مؤسسة مالية وتنقل إلى مؤسسات وقطاعات أخرى من النظام المالي، فتعرض بذلك المؤسسات إلى مخاطر الطرف المقابل وموجات السحب والعدوى. كما تؤثر الاختلالات الناتجة عن المؤسسات المالية (حالات التوقف عن النظم التشغيلية، تركيز المخاطر، آثار الدومينو) سلبا على البنية التحتية المالية (في نظامي المقاصة، التسوية) وتؤثر بدورها على النظام المالي. أما المخاطر الخارجية فتتمثل في الكوارث الطبيعية، التغيرات في ميزان التبادل التجاري، الأحداث السياسية، تقلبات أسعار النفط، الابتكارات التكنولوجية، التحولات في تنبؤات السوق، وتوقف بلد مجاور عن سداد الدين السيادي، كما تؤثر أحداث مرتبطة بالاقتصاد الجزئي كانهيار شركات كبرى وتراجع ثقة السوق وخلق اختلالات تؤثر سلبا على النظام المالي بأكمله.¹⁷

• **انخفاض الشفافية:** ساهم عدم توفر المستثمرين وأصحاب الرقابة على المعلومات الكافية في انخفاض الشفافية في ظل تغير ميكانيزمات تحول المخاطر، وارتفاع العمليات خارج الميزانية وعمليات التوريق والتعامل بالمشتقات. وقد ساهمت ميكانيزمات تحول الخطر في غموض وعدم استقرار الدائرة المالية. وأصبحت البنوك تلعب دورا بسيطا كمنظم وتحول بعدها خطر القرض لأعوان آخرين وتخرجها من ميزانيتها، وبذلك لم تعد تحتفظ البنوك بالقروض في ميزانيتها. اصطحب هذا التطور بانخفاض التحفيزات

لقياس وتقدير خطر القرض، ذلك أن جزءاً كبيراً من القروض موجه للتوريق، بالإضافة للطريقة التي يقاس ويسير بها الخطر، وكيفية إعادة توزيعه بين المستثمرين والتي لا تعتبر تحت رقابة أي سلطة، الأمر الذي يجعل حركة وقياس الخطر أكثر تعقيداً، حيث تتحول المخاطر ولا تختفي.¹⁸

• الخطر المعنوي: ينشأ هذا الخطر في حالة افتراض تدخل القطاع العام لمنع وقوع الأزمات، يضعف الانضباط وفق شروط السوق ويتراجع الحافز لدى المشاركين في السوق على توخي الحذر في معاملاتهم.

• بنية وديناميكية السوق: تغيرت ديناميكية السوق نتيجة ارتفاع عولمة التمويل فانخفضت التكاليف، وأصبحت العديد من العمليات تجري على المدى القصير، وارتفع سلوك القطيع وتفاقت حركات الأسعار، انعكس سلباً على الأسواق وأصبحت الاضطرابات تنتقل حتى للأسواق التي لا تعاني من الاختلالات (في الحالة التي يرى فيها المستثمرون أوجه تشابه بين السوقين).

وقد أسهمت الخصائص الجديدة للنظام المالي في انتشار حدة هذه الاضطرابات، وأصبح السوق المالي ينمو بوتيرة أسرع من نمو الاقتصاد الحقيقي، حيث تمثل مجموع الأصول المالية ضعف الناتج المحلي الإجمالي السنوي، وتغير مكونات وطبيعة الأصول المالية، وذلك في إطار بنية النظام المالي الذي يتكون من مجموعة من العناصر المختلفة والمتراطة، البنية التحتية (النظم القانونية، نظم المدفوعات، نظم التسوية، النظم المحاسبية)، المؤسسات (البنوك، شركات الأوراق المالية، المؤسسات الاستثمارية) والأسواق (الأسهم والسندات، النقود والمشتقات). إن اضطراب إحدى هذه المكونات يمكن أن يخل باستقرار النظام المالي ككل. أما في حالة اشتغاله بطريقة جيدة تمكنه من أداء وظائفه التيسيرية، فإن اضطراب أحد عناصره لا يشكل بالضرورة تهديداً لكل النظام.¹⁹

ساهم النمو السريع للأسواق غير المنظمة أو التي ينقصها التنظيم (الأسواق بالتراضي) والفاعلين غير الخاضعين للقواعد الاحترازية في غموض وعدم استقرار الدائرة المالية. من بين الأعوان الجدد يمكن أن نشير إلى بعض مسيري الأصول كصناديق التحوط والصناديق السيادية الذين يتمتعون بواجهة مالية معتبرة والتي عادة ما تتميز بمدى مرفوعة، والذي من المحتمل أن تطبق سلوك القطيع، وفي بعض الحالات يمكن أن تشكل توقعات ذاتية المنشأ حيث يمكن أن تسهم قراراتهم في تخصيص الأصول في حدة انفجار أو انخيار أسعار الأصول، الأمر الذي يهدد ميكانيزم تشكيل الأسعار.

خاتمة:

تعمل العولمة والتكامل المالي على تعزيز النمو الاقتصادي من خلال تحسين فعالية تخصيص الموارد وتنويع المخاطر وترقية التطور المالي، إلا أنها تحمل في طياتها العديد من المخاطر فتعيق استقرار النظام المالي وتحد من قدرة هذا الأخير على الاشتغال الجيد، وتساهم في ارتفاع وتيرة الاضطرابات المالية خاصة في ظل ارتفاع المضاربة في القطاع المالي الذي تطور بغض النظر عن احتياجات تمويل الدائرة الحقيقية، وهذا ما يؤكد التطور الكبير لاستثمارات المحافظ الذي يستجيب لمنطق العائد قصير الأجل، بالإضافة إلى الدور المحل لبعض التقنيات المستعملة في الأسواق المالية مع التوزيع غير المتناظر للمعلومات بين المتدخلين.

أدت كل هذه التطورات إلى وقوع الأزمات وتكرارها خلال عشرين سنة الماضية طالت الأسواق الناشئة والمتطورة، هذا ما أدى إعادة النظر في مسألة المال المعولم الذي تحكمه ميكانيزمات الأسواق المنظمة ذاتيا، ودفع إلى ضرورة اتخاذ الاجراءات التصحيحية بحيث يكون النظام المالي مستقرا متحكما في الاضطرابات، قادرا على استيعاب الصدمات.

على الرغم من الاختلالات والضغوط التي تحدثها العولمة المالية، فإن التوفيق بين العولمة والاستقرار المالي بات أمرا ضروريا، وذلك من خلال اتباع منهج عملي وتوفير شبكة لتنظيم واستقرار النظام، بشكل يصبح الاستقرار المالي أمرا حتميا بالنسبة للبنوك والهيئات التنظيمية مع اصلاح النظام المالي العالمي والتركيز على حركة رؤوس الأموال والتنظيم الدولي للبنوك.

الهوامش والمراجع

- ¹- Jérémy Charbonneau et Nicolas Couderc, Globalisation et (in)stabilité financière, Regards croisés sur l'économie, La Découverte, N3, Paris, 2008.
- ² بوزيان محمد، شكوري سيدي محمد، التحرير المالي وأثره على النمو الاقتصادي -دراسة حالة الجزائر- ملتقى المنظومة البنكية في ظل التحولات الاقتصادية والقانونية، بشار، 2005/04.
- ³- غالم عبد الله، العولمة المالية والأنظمة المصرفية العربية، دار أسامة للنشر والتوزيع، الأردن، 2014، ص 126.
- ⁴ - Jean-Marie Le Page, Crises financière internationales-risque systémique, Edition de Boeck, Bruxelles, 2003, P. 18.
- ⁵ - عبد القادر بلطاس، تداعيات الأزمة المالية العالمية، أزمة subprime، Légende، الجزائر، 2009، ص 40.
- * هو تكتل أو اتحاد مجموعة من المصارف أو المؤسسات المالية بهدف تمويل قرض إلى جهة معينة، في حالة استحالة توفير مقرض واحد المبلغ المطلوب، أو في حالة تخوفه من مخاطر الاقراض فيسعى إلى توزيعها على مقترضين آخرين.
- ⁶ -Catherine Lubochinsky, Transfert du risque crédit: de l'ingéniosité bancaire à l'instabilité financière, Crise financière analyses et propositions, Revue d'économie financière en collaboration avec risques, Hors série, N 73-74, Juin 2008, pp 103-104.
- ⁷ - صليحة بن طلحة، التوريق: أداة حيوية لتنشيط السوق المالية مع قراءة لقانون توريق القروض العقارية في الجزائر، مجلة علوم الاقتصاد والتسيير والتجارة، المجلد 1، العدد 17، الجزائر 2008، ص 84.
- ⁸ -Laure Klein, La crise des subprimes, Revue Banque Edition, Paris, 2008, p40.
- ⁹ - أيهان كوزي، إزغي أوزترك، عالم من التغيير، حصر إنجازات نصف القرن الماضي، التمويل والتنمية صندوق النقد الدولي، المجلد 51، العدد3، سبتمبر 2014، ص 8.
- ¹⁰ - م. أيهان كوزي وآخرون، العولمة المالية، فيما وراء لعبة إلقاء اللوم: طريقة جديدة للنظر إلى العولمة المالية بإعادة النظر إلى تكاليفها ومنافعها، مجلة التمويل والتنمية، صندوق النقد الدولي، المجلد 44، العدد1، مارس 2007، ص 9.

¹¹ -Abdlhafidh Dhrifi, intégration financière, instabilité financière et croissance économique, congrès annuel de l'ASECTU, décembre 2009, p 2.

¹² -Abdlhafidh Dhrifi , Ibid, p 4.

* يعرفها Guinnet 1995 أنها مجموعة مركبة من المؤسسات، الإجراءات الرسمية، الاستعمالات والقواعد التي تحدد الطريقة التي تجمع بها موارد الادخار من طرف الأفراد، الدولة والمؤسسات بهدف خلق الثروة.

¹³- Sami Mensi et al, l'intégration financière, l'instabilité financière et la croissance économique, spécifications et estimations en donnée panel , centre africain pour les politiques commerciales, commission économique pour l'Afrique, N 82, p 3.

¹⁴ - Sami Mensi et al, Ibid, p9.

¹⁵ - أيهان كوسي، إزغي أوزترك، مرجع سبق ذكره، ص 9.

¹⁶ -Jérémy Charbonneau, Nicolas Couderc, globalisation et instabilité financière, comprendre la finance contemporaine, Regards croisés sur l'économie, La découverte, N3, 2008, p 238.

¹⁷ Garry J.Schinasi, Preserving financial stability, International Monetary Fund, Economic Issues, N 36, 2005, p 5.

¹⁸ -Jérémy Charbonneau, Nicolas Couderc, op-cit, p 240.

¹⁹ - Garry J. Schinasi, op-cit, p 4.