

Ministère de l'enseignement supérieur  
et de la recherche scientifique  
Université 8 mai 45 Guelma  
Faculté des sciences économiques et  
commerciales et sciences de gestion  
Département des sciences de gestion



وزارة التعليم العالي والبحث العلمي  
جامعة 8 ماي 45 قالمة  
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير  
قسم علوم التسيير  
السنة الأولى ماستر - مالية المؤسسة

## مطبوعة مقياس: عولمة مالية

مسؤول المقياس: أ/ سماعلي فوزي

البريد الإلكتروني: [Faw\\_Emerging@yahoo.fr](mailto:Faw_Emerging@yahoo.fr)

## تقديم المطبوعة.

لقد تم إعداد هذه المطبوعة لتتناسب مع المتطلبات الأساسية للدراسة في هذا التخصص، و على ذلك فقد حاولنا جاهدين التبسيط و الإحاطة بمختلف المفاهيم و أساليب العرض ما أمكن، ليسهل على الطالب الذي يدرس العولمة المالية لأول مرة التعامل معها.

و قد ركزت هذه المطبوعة على المقرر الخاص بالمقياس، و ذلك من خلال عرض المحاور الرئيسية التي تحكم المقياس، بالرغم من أن ظاهرة العولمة المالية تتفاعل داخلها الكثير من الظواهر الاقتصادية و المالية المهمة، لذلك حاولنا تغطية هذا الجانب المهم من خلال البحوث المقترحة على الطلبة في حصص الأعمال الموجهة، سواء تعلق الأمر بمفهوم العولمة المالية و القوى التي دفعت بها لأن تكون الوجه الأبرز لظاهرة العولمة الاقتصادية، أو من خلال آثارها على تغيير هيكله مختلف الأسواق، نتيجة التقلبات الحادة و المفاجئة في حركة تدفقات رؤوس الأموال و الأزمات المالية التي باتت أكثر تواترا.

## ❖ أهداف التكوين.

اكتساب المعارف و الأدوات النظرية الأساسية لفهم السياق الموضوعي لسيرورة ظاهرة العولمة المالية، و كذا ظاهرة الأزمات المالية المرتبطة بها، و على وجه التحديد :

- يتطلب هذا المقياس اكتساب معارف مسبقة حول مفاهيم و نظريات الاقتصاد النقدي.
- القدرة على فهم و تعريف محددات الأزمات المالية.
- تحليل نقدي للوضع النقدي و المالي للاقتصاد العالمي الحالي.

و تمشيا مع الهدف من إعداد هذه المطبوعة العلمية، فقد تم عرض المادة العلمية الواردة فيها مقسمة حسب فهرس المحتويات.

فهرس المحتويات.

الصفحة	المحتويات.
6	I- مرجعية نظرية حول تطور الرأسمال المالي.
6	I-1- الرأسمالية التجارية.
7	I-2- الرأسمالية الصناعية "رأسمالية المنافسة".
9	I-3- الرأسمالية الاحتكارية "تدويل الإنتاج و رأس المال".
11	I-4- الرأسمال المالي.
15	I-5- مراحل تطور الرأسمال المالي الدولي.
26	I-6- البيئة الاقتصادية الملائمة لتطور النظام المالي الدولي.
30	II- العولمة ... التكامل و الاعتماد المتبادل.
31	II-1- ما هي العولمة.
34	II-2- القوى التي تدفع العولمة.
36	II-3- التغيرات في أسواق رأس المال.
39	II-4- التكامل الاقتصادي الدولي.
46	III- التغيرات الراهنة في النظام المالي الدولي.
46	III-1- تغير القاعدة الدولية للمستثمرين.
52	III-2- إشارات متضاربة.
58	III-3- التوريق.
63	III-4- التطورات الحاصلة في تنظيم الأسواق المالية.
67	IV- الأزمة المالية الراهنة "أزمة القروض العقارية دون الممتازة في الولايات المتحدة".
68	IV-1- نشأة و تطور سوق الرهن العقاري في الولايات المتحدة.
70	IV-2- إصدار السندات الخاصة المضمونة بأصول.
71	IV-3- البحث عن مستثمرين جدد.
74	IV-4- التمويل المهيكل.
76	IV-5- نشوب الأزمة.
78	IV-6- نفاذ السيولة.
82	IV-7- تحديد مواضع الضعف.
83	IV-8- إصلاحات هيكل الحوافز.

86	9-IV- إعادة الاستقرار للأسواق.
87	10-IV- تداعيات الأزمة المالية الراهنة على البلدان النامية و الجزائر.

## تمهيد.

تعتبر سهولة تحرك رؤوس الأموال هدف يستحق السعي إليه نظرا لما ينطوي عليه من منافع، و في وسع البلدان إذا انتهجت سياسات سليمة، أن تنجح في إدارة المخاطر في نفس الوقت الذي تزيد فيه فرص الوصول إلى الأسواق المالية العالمية.

و حين يسمح لرأس المال الخاص بالتدفق بحرية عبر الحدود بحثا عن أفضل فرص الاستثمار، فإنه يمكن توجيهه صوب أفضل سبل استخدامه و أكثرها إنتاجية على نطاق عالمي، و يمكن للبلدان النامية ذات الموارد المحلية المحدودة، أن تستفيد بوجه خاص من تحرير حساب رأس المال، مما قد يؤدي إلى تزايد الاستثمار و تحقيق نمو اقتصادي أسرع و تحسين مستويات المعيشة، و كذلك المساهمة في تعميق و توسيع الأسواق المالية المحلية.

و لكن تدفق رؤوس الأموال يعرض البلدان أيضا إلى تقلبات خارجية يمكن أن تؤدي إلى عدم الاستقرار، و مخاطر تدفق رؤوس الأموال إلى الخارج بصورة مفاجئة أصبحت معروفة، و لكن التدفقات إلى الداخل لها أيضا مخاطرها، فقد تخلق صعوبات في إدارة السياسة النقدية و الرقابة على التضخم، و كذلك على استقرار سعر الصرف و القدرة على المنافسة في مجال التصدير، و هذا يصدق بوجه خاص على البلدان ذات القطاعات المالية الضعيفة و سياسات الاقتصاد الكلي غير السليمة، مثلما هو عليه الحال بالنسبة للاقتصاد الجزائري الذي يتطلع إلى أن يكون من بين الأسواق الناشئة، و الاندماج بجدية في تيار العولمة المالية للاستفادة من مزايا التدفقات الحرة لرأس المال.

منذ منتصف التسعينيات تفجرت أزمات مالية في ست من الدول النامية و دول الأسواق الناشئة في آسيا و أمريكا اللاتينية و كذلك في روسيا، و كانت التكلفة التي تحملتها البلدان المتأثرة بهذه الأزمات شديدة الوطأة، بما أدت إليه من تعثر البنوك و إفلاس الشركات و فقدان الوظائف و زيادة الأعباء على الميزانية العمومية، و استنزاف احتياطات النقد الأجنبي و انكماش النشاط الاقتصادي، بل و أيضا في حالات قليلة حدوث اضطرابات و قلاقل سياسية و اجتماعية.

و قد بينت البحوث التي أجريت على أسباب تلك الأزمات، وجود نواحي ضعف في أساسيات اقتصاد البلدان التي أصابتها الأزمات، إلى جانب الإفراط في الاقتراض الخارجي قصير الأجل، سواء من جانب الحكومة أو مؤسسات القطاع الخاص، و التذبذب السريع في تدفقات رؤوس الأموال قصيرة الأجل، غير أن الدراسات الحديثة تشير بصورة متزايدة إلى الدور المهم الذي تلعبه نواحي الضعف، في النظم المالية المحلية في إشعال الأزمة أو تفاقمها، و لهذا السبب يعمل المجتمع الدولي على تكثيف مساعدته لتقوية البنوك و المؤسسات المالية الأخرى، فمن المعروف أن الكل -أي النظام المالي الدولي- لا يمكن أن يكون سليما إذا لم تكن أجزاءه كذلك.

مع عولمة التمويل حصلت مؤسسات القطاع الخاص و المقترضين السياديين على التمويل في البلدان، في جميع أرجاء العالم أكثر فأكثر من الأسواق المالية الدولية، و فيما بين عام 1970 و عام 2000 ارتفعت التدفقات الرأسمالية عبر الحدود، من نسبة تقل عن 3% إلى 17% من الناتج المحلي الإجمالي بالنسبة للاقتصاديات المتقدمة، و من لا شيء تقريبا إلى نحو 5% من الناتج المحلي الإجمالي بالنسبة للاقتصاديات النامية.

منذ 1995 زادت تدفقات رؤوس الأموال العالمية ثلاث مرات لتبلغ 6400 مليار دولار بما يصل نحو 14,5% من الناتج المحلي الإجمالي العالمي، بعد أن ظلت 15 سنة في نطاق ضيق نسبيا ما بين 1-4%. و المنافع الأساسية للعولمة المالية معروفة جيدا، إذ أنها عن طريق توجيه الأموال إلى أكثر استخداماتها إنتاجية، يمكن أن تساعد كلا من البلدان النامية و المتقدمة على السواء في تحقيق مستويات معيشة أعلى، إلا أن الانعكاسات المفاجئة في اتجاه تدفق رؤوس الأموال، و التي قد تحدث نتيجة لوجود شكوك لدى المستثمرين، حول نوعية السياسات المحلية أو المؤسسات المالية، أو لعدم إقبالهم نتيجة لحدوث الأزمات في أجزاء أخرى من العالم، أو تجنبهم البلدان ذات الخصائص المماثلة لدولة في أزمة، يمكن أن تهدد الاستقرار المالي المحلي و الدولي، إذ أن البنوك التي لديها قدر ضخم من صافي الالتزامات بالنقد الأجنبي، أو التي لديها قروض قائمة بالنقد الأجنبي على شركات محلية تحصل على إيراداتها بالعملة المحلية، قد تتأثر بشدة إذا ما انخفضت قيمة العملة المحلية، مثلما حدث للباهت التايلندي في عام 1997، أو إذا ما تم سحب حدود التسهيلات الائتمانية الممنوحة فيما بين البنوك.

و تظهر البحوث الحديثة أن فرص تعرض بلد ما لأزمة مالية ربما تكون قد ازدادت مع العولمة، و قد يكون هذا بسبب التقدم التكنولوجي الذي مكن من تحريك الأموال إلى داخل الدول و إلى خارجها بسرعة أكبر، و قد كشفت الدراسة التي قام بها باري إيشينجرين و مايكل بوردو - Barry Eichengreen et Mickael Bordo في عام 2001، أن احتمال حدوث أزمة في دولة ما مختارة عشوائيا قد تضاعف منذ عام 1973، و فضلا عن ذلك فقد أصبحت أزمت العملة كثيرة الوقوع في الربع الأخير من القرن العشرين، سواء بمفردها أو بالاشتراك مع أزمت البنوك، كما أن عدم الاستقرار المالي في دولة بمفردها يمكن أن يهدد النظام المالي الدولي بأكمله، كما حدث في عام 1998 عندما توقفت روسيا عن سداد خدمات ديونها و قامت بتخفيض قيمة الروبل، إذ تكبد المستثمرون في جميع أنحاء العالم خسائر جسيمة و انهارت أسواق الأوراق المالية، في كل من الأسواق الناشئة و البلدان الصناعية.

و لتحقيق الاستقرار المالي تحتاج البلدان إلى نظم مالية عميقة و متنوعة و مرنة، كما يجب عليها أن تعالج نواحي الضعف التي تؤدي إلى تعريض نظمها لمخاطر الصدمات، للمساعدة على تقوية قطاعاتها المالية و للمحافظة على استقرار النظام المالي الدولي.

إن العولمة المالية ظاهرة ملازمة لنشأة و تطور النظام الرأسمالي، مروراً بمرحلة "الاحتكارات- تدويل" رأس المال و عبوراً بفترة ما بعد الحرب العالمية الثانية (نظام بريتونوودز)، و وصولاً إلى درجة التكامل الحالية بين الأسواق المالية، و التي عرفت مستويات عالية (مقارنة بالفترات السابقة)، من حيث تقارب أسعار الفائدة المحلية و العالمية، و معدلات العائد على الاستثمارات المالية - مع أن مسيرة العولمة المالية ثم تعطيلها في بعض الفترات، بحكم الحروب و الأزمات الاقتصادية و الاضطرابات النقدية العالمية- ، نتيجة لتزايد حركة رؤوس الأموال الدولية بمعدلات تفوق نمو التجارة و الدخل العالميين، فقد ساعد النمو الكبير للرأسمال المالي و تنوع أنشطته و زيادة درجة تركزه و حرثته، في تصاعد درجة الانفصال بين التدفقات المالية و الحقيقية، فبعدما كانت مهمة الأسواق المالية تتمثل في تعبئة المدخرات و إعادة إقراضها لقطاعات الإنتاج الحقيقي، فقد أصبحت الأدوات المالية المتداولة في هذه الأسواق سلع في حد ذاتها، تتميز بعوامل مستقلة تحدد عرضها و الطلب عليها، بفعل الحركة المتنامية للتحرير المعززة بإرساء قاعدة 3D\*).

## I- مرجعية نظرية حول تطور الرأسمال المالي.

لفهم سمات و أبعاد المرحلة الراهنة من الرأسمالية (العولمة -المالية-)، لا بد من عرض مكثف حول تاريخ تطور الرأسمالية، و التي مرت بمراحل مختلفة حيث استغرقت عملية التحولات، داخل بلدان أوروبا مئات السنوات، حتى استطاعت فيها الرأسمالية التحول إلى نمط إنتاج و الوصول إلى ما هي عليه الآن، بسمتها البارزة و هي صعود الرأسمال المالي الدولي و اعتلاءه سلطة القرار الاقتصادي.

### I-1- الرأسمالية التجارية.

منذ سيطرة الرأسمال التجاري (\*\*\*) على العمليات التجارية و التبادلية، استطاع أن يجد أسواقاً مفتوحة، باستطاعتها امتصاص أي فائض في الإنتاج بما يحقق له تراكم في الأرباح، و بذلك زيادة معدلات تكوين رؤوس الأموال، بحيث أصبحت هذه الأخيرة فيما بعد القاعدة الأساسية للاستثمارات المنتجة.

ارتبط ظهور الرأسمالية التجارية في أوروبا الغربية خلال الفترة الممتدة من 1450-1750، بظهور النظام الحديث للدولة بجميع مقوماتها السياسية و الاقتصادية، و في هذه المرحلة وضعت الملامح الأساسية للنظام الرأسمالي الذي عرف فيما بعد باسم "الرأسمالية الصناعية"، و يمكن القول أنه مع التحول من النظام الإقطاعي إلى النظام الرأسمالي، بدأ تطور نمط الإنتاج الرأسمالي انطلاقاً من التراكم البدائي لرأس المال، من خلال الصناعة اليدوية (المانيفكتورية - Manufacture)، ليتم بذلك سيطرة الرأسمال التجاري على قوة العمل المرتبطة بالآلة، من دون أن يحدث انفصال حقيقي بينهما، حيث لم تشهد هذه المرحلة تحولاً واضحاً من الرأسمال البضائعي إلى الرأس المال الصناعي، كما ظهرت خلالها رؤية جديدة للإنتاج، الذي تحول من

(\*) تعني 3D: رفع القيود التنظيمية - La Déréglementation، رفع الحواجز - Le Décloisonnement، تراجع الوساطة البنكية - La Désintermédiation.

(\*\*) أين اهتم التجاريون بزيادة حجم المبادلات من أجل تأمين الثروة من المعادن النفيسة، فقد لعبت هذه الأخيرة دوراً هاماً في تاريخ تراكم رأس المال في القرن 16.

الإنتاج لأجل الاكتفاء الذاتي إلى الإنتاج من أجل المبادلة، الذي أصبح يتجاوز الحدود الوطنية للدولة في صورة صادرات تجلب لها فائضا من المعادن النفيسة.

إن مبادئ الحرية الاقتصادية (حرية الإنتاج، التبادل و التجارة الخارجية)، التي ميزت مرحلة الرأسمالية التجارية، أدت إلى غزو الأسواق الخارجية بهدف تحقيق تراكم لرؤوس الأموال، خاصة و أن هذه الفترة اشتهرت بنمو التجارة مع دول العالم الجديد (الأمريكتين)، و أيضا مع مستعمرات الدول الأوروبية، فظهرت المشاريع التجارية الدولية التي كانت الشكل الصافي للتراكم البدائي الدولي، و نتيجة للتوسع التجاري ظهرت ضرورة اللجوء إلى المصارف، من طرف البحارة و بعض التجار للحصول على قروض، و تكونت لأول مرة شركات بالأسهم، و هي الشكل البدائي لشركات المساهمة حاليا (كشركة الهند الشرقية الهولندية للتجارة 1662)، كما أدى تطور المصارف و ازدياد الحاجة إلى التمويل إلى زيادة نفوذها المالي، بالإضافة إلى أن التوسع في الائتمان ترتب عليه خلق أوراق مالية قابلة للتداول (الكمبيالات)، و في عام 1608 استطاع بنك أمستردام في هولندا إنشاء أول بنك حديث للدولة، كما ظهر بنك إنجلترا في نهاية القرن السابع عشر، و من هنا تحديدا أصبحت المراكز التمويلية و الممولين، هم سادة الحياة الاقتصادية في مرحلة الرأسمالية التجارية، من خلال اتساع نطاق التجارة و نمو المبادلات و المصارف و تحقيق أرباح هائلة.

و هو ما يدفعنا إلى القول أن هذه المرحلة كانت أولى مراحل التطور نحو النظام الرأسمالي، و بالتالي فإن المرحلة الثانية من مراحل تطور الرأسمالية و نعني بذلك "الرأسمالية الصناعية"، كانت نتيجة لتزايد التراكم البدائي لرأس المال و ما رافقه من تراكم معرفي و الذي كان مقدمة لقيام ثورة صناعية مع منتصف القرن الثامن عشر.

## I-2- الرأسمالية الصناعية "رأسمالية المنافسة".

هذه الزيادة في الأرباح المتركمة و كذا الطلب من الداخل و الخارج، دفع بالتجار إلى ضرورة زيادة معدلات استثماراتهم في القطاع الصناعي، من أجل تعظيم أرباحهم و تخفيض نفقاتهم حتى أصبحوا المحرك الأساسي للرأسمالية الصناعية (\*). و بتوسع الصناعة و التي تحتاج بدورها لتوسع مستمر في الأسواق لتصدير فائض الإنتاج، دفعت بالرأسمالي (رجل الصناعة) إلى إيجاد مجالات لتراكمات جديدة لرأس المال، غير أن المحافظة على ربحية رأسمال المستثمر و زيادتها، يحتاج إلى اللجوء إلى فرض قيود احتكارية حيث عرفت هذه المرحلة نزعة حمائية - Le Protectionnisme.

أكدت الرأسمالية الصناعية وجودها فحلت نهائيا محل النظام الإقطاعي، و توطدت بذلك أركان السيادة لنمط الإنتاج الرأسمالي، ما بين القرن الثامن عشر و نهاية القرن التاسع عشر، و تم التحول من الزراعة إلى

(\* امتدت الرأسمالية الصناعية بين 1763-1883 كنتاج لتحرر الفكر الاقتصادي و العمليات الاقتصادية، حيث شهد القرن 18 تحسين أساليب الإنتاج، بفضل ظهور الاختراعات التي ساعدت على تكوين وفورات الإنتاج و تخفيض التكاليف.



الصناعة، و من الملكية الإقطاعية إلى الملكية الخاصة لوسائل الإنتاج، و من الوحدات الإنتاجية العائلية إلى المصنع و من المجتمع المغلق إلى المجتمع المفتوح، حيث تسود حرية العمل و التملك و الانتقال و التجارة. تميزت الحياة الاقتصادية آنذاك بالأشكال الإنتاجية ذات الحجم الصغير، أو المتوسط نسبيا و زيادة المنافسة الكاملة، في ظل فكر ليبرالي يدعو إلى حرية العمل و التملك، و إلى عدم تدخل الدولة في الحياة الاقتصادية.

إن هذه التغيرات الجذرية التي شهدتها أوروبا في الفترة الممتدة ما بين القرن السادس عشر و التاسع عشر، شكلت قفزات نوعية من خلال دورها الحاسم في تفعيل عالمية الاقتصاد، عن طريق شركاتها التجارية الاستعمارية، التي ساهمت في التراكم الرأسمالي مستفيدة من الأرباح التي جنتها، من استغلال الموارد الطبيعية و البشرية لشعوب مستعمراتها و لقرون عديدة، فعملت بذلك على توسيع المبادلات التجارية بين شتى المراكز الكونية، و وصلت في هذه المرحلة إلى مستويات متقدمة جدا من سيادة المنافسة الحرة.

و تم بذلك الانتقال من الرأسمال البضاعي إلى الرأسمال الصناعي المنتج، بظهور الملكية الخاصة لوسائل الإنتاج، و ذلك من خلال ظهور الصناعة الصغيرة و شمولها كنوع مسيطر لوحدة الإنتاج، و التي كان لها دور كبير في حدوث انفصال بين العمل و وسائل الإنتاج، ففرض بذلك الرأسمال الصناعي منطقته على التراكم.

و اتسمت هذه الفترة بسيادة قاعدة الذهب التي استمرت من 1870- 1914، كما تميزت بتجارة حرة نسبيا و تحركات دولية غير مقيدة لرأس المال، و كان التعديل في ظل معيار الذهب الكلاسيكي سريعا و سلسا، من خلال التداول الحر للنقود الذهبية في التداول الداخلي و في تسوية المعاملات الدولية، و كانت لندن المركز المعترف به للتجارة و المال في العالم.

كل هذه الخصائص التي ميزت الرأسمالية في مرحلة المنافسة، و التي كان محركها الأساسي الرأسمال الصناعي المنتج، كما خلقت ظروف ملائمة للتوسع الحر في السوق العالمية و سهولة انسياب السلع، و بالتالي إمكانية تحقيق الربح الذي ينتج في مرحلة الإنتاج.

و مع الزيادة في معدل التراكم لرأس المال بما يتضمنه من تطور تكنولوجي، و الزيادة المستمرة في إنتاجية العمل في فروع النشاط الاقتصادي المختلفة، و غياب الاحتكار و ضعف الطبقة العاملة تنظيميا و التوسع المستمر في السوق العالمية، جعل من الممكن أن يتم التطور الرأسمالي مع اتجاه طويل المدى نحو الانخفاض في الأسعار، و استمر هذا الاتجاه الهبوطي حتى نهاية القرن التاسع عشر، و عرفته أهم البلدان الرأسمالية كإنجلترا، فرنسا و الولايات المتحدة الأمريكية.

### I-3- الرأسمالية الاحتكارية "تدويل الإنتاج و رأس المال".

ارتفعت درجة الاستغلال الرأسمالي بتراكم رأس المال و ازداد عدد "البروليتاريا- Prolétariat" و ازداد تنظيمها، فكما أكدت الرأسمالية الصناعية تطبيق مبدأ تقسيم العمل، نتيجة لظهور الآلة والتنظيم الصناعي و كذا المصانع الكبيرة التي احتاجت لهذا النوع من التنظيم، فإنه في هذه المرحلة على حد تعبير لينين- Lénine "أدى كبر حجم المشاريع إلى إعاقة المنافسة و الميل إلى الاحتكار".

و أن احتكار رأس المال كما كتب ماركس- Marx، و هو أول من لاحظ الملامح الجديدة في ميل رأس المال نحو الاحتكار، و حسب تعبير Youri popove "يصبح قيد أسلوب الإنتاج الذي نما في ظلّه، و أن تركز وسائل الإنتاج و جعل العمل اجتماعيا يبلغان ذلك الحد، بحيث يأخذان بالتنافر مع إطارهما الرأسمالي، فينفجر هذا الإطار و تدق ساعة نهاية الملكية الرأسمالية الخاصة".

في النصف الثاني من القرن 19 ارتقت أساليب الإنتاج و نمت القوى المنتجة، مما ساهم في تركز الإنتاج و الذي يشترط بدوره تركز في رأس المال، و بازدياد حجم هذا التركز حيث يرغب الرأسماليين الكبار -محتكري رأس المال- الأضعف منهم على الإفلاس و ضم مشاريعهم إليهم، فقد أشار ماركس لذلك بقوله "التراكم يسرع معدل الربح بدفعه لتركز رأس المال على نطاق واسع هذا من جهة، و من جهة أخرى يسرع انخفاض معدل الربح بدوره تركز رأس المال و تركزه، عن طريق انتزاع ملكية الرأسماليين الصغار و آخر ما يملكه المنتجون المباشرون"، و تمشيا مع هذه الحركية فإن الحاجات التمويلية المتزايدة للاحتكارات الصناعية، دعت إلى تركز و تركز (\*) رأس المال المصرفي بصفة تستجيب لتوسعات رأس المال الصناعي، و يشير لينين في هذا الصدد بقوله "إن جملة من الاحتكاريين تخضع لنفس العمليات التجارية و الصناعية من المجتمع الرأسمالي كله، إذ يتوفر لها بفضل الصلات مع البنوك إمكانية التعرف على حالة الأعمال لدى كل رأسمالي، و بالتالي الإشراف و التأثير عليهم عن طريق تسهيل أو تعصيب التمويل ...".

في هذه المرحلة برز واقع جديد أصبح فيه رأس المال قوة اجتماعية أكثر تجردا ينفصل عن شخص الرأسمالي، خاصة في الوحدات الإنتاجية الكبيرة التي أصبحت تأخذ في أغلب الأحيان شكل شركة المساهمة، و بزيادة تجرده يصبح رأس المال أكثر قابلية للحركة و هو ما يعني إمكانية تصديره، حيث أخذ تصدير رأس المال يتحول إلى سمة نموذجية للرأسمالية في مرحلة نزوعها للاحتكار، و مؤشرا على التغيرات العميقة التي حدثت داخل هذا النظام، فكانت بريطانيا هي الرائدة في تصدير رؤوس الأموال، ثم تلتها فرنسا و ألمانيا و انضمت فيما بعد إليها الولايات المتحدة الأمريكية و تحديدا في القرن العشرين.

(\*) نقصد بالتركز هو تحول جزء من فائض القيمة عن طريق التراكم إلى رأسمال يضاف إلى الرأسمال القديم، أما التركز فهو العملية التي تدفع برؤوس الأموال الفردية للاندماج بأيدي قلة من الرأسماليين، و حاليا يعتبر الاندماج و التملك أحسن مثال على ظاهرة تركز و تركز رأس المال.

أدى تركيز الإنتاج و رأس المال إلى أن جزءا هاما من الإنتاج العالمي في عدد من القطاعات، قد تركز في أيدي حفنة قليلة من الاحتكارات العملاقة، التي تعمل على الصعيد الدولي و بالتالي نشوء اتحادات دولية تضم كبار الرأسماليين، بغرض اقتسام الأسواق العالمية و فرض أسعار احتكارية، فيكون بذلك تصدير رأس المال قد ساعد على حل التناقضات التي تخلقها الرأسمالية، خاصة مع استمرار معدل التراكم في الزيادة من خلال زيادة إنتاجية العمل، موازاة مع الزيادة في التنظيم العمالي، و هو ما يعني اتجاه القيمة نحو الانخفاض، خاصة مع وجود إمكانية مطالبة العمال بزيادة الأجور، الأمر الذي يمثل تهديدا حقيقيا للربح، و يمكن توضيح ذلك في المخطط التالي:

تراكم ← انخفاض معدل الربح ← تركز رأس المال ← زيادة حجم رؤوس الأموال ← تمركز الذي يدخل في تناقض مع انخفاض معدل الربح.

و هذا النموذج لا ينطبق مع الرأسمالية التنافسية بالرغم من أنه نتاجها، فهو يميز الرأسمالية ذات ميل للاحتكار، و حسب أطروحة ماركس فإن ما سيحدد النموذج الاحتكاري، هو تطور التناقضات الداخلية لقانون اتجاه معدل الربح للانخفاض، الذي برز عنه اتجاه تصدير رأس المال إلى الخارج، و يقول في هذا الصدد "إذا كانوا يصدرون رؤوس الأموال فإن ذلك لا يعني بالضرورة، إلى وجوب عدم استثمارها داخل بلدانها، بل لأنهم لا يستطيعون استثمارها في الخارج بمعدل ربح أعلى"، و تبين هذه العبارة أن تناقضا أكثر تعقيدا يتطور، و يقوم بين خلق رأس المال الذي يبحث عن استثمار و الحدود الداخلية لامتناعه.

هذا التحليل لماركس يدفع إلى الاعتراف بتدويل رأس المال، الذي يعود إلى فائض التراكم و انخفاض قيمته، مع الإشارة إلى أن فائض التراكم لا يشكل ظاهرة جديدة بل هو ملازم لنمط الإنتاج الرأسمالي، و الجديد في هذه المرحلة هو الصفة المزمنة و العامة لهذه الظاهرة.

يقول لينين "إن وصول تركز الإنتاج و رأس المال إلى درجة عالية من التطور، بشكل يؤدي إلى خلق الاحتكارات".

بما أن التراكم هو الشرط الضروري لميل معدل الربح نحو الانخفاض، فإن تشكل الاحتكارات يعتبر كرد فعل لهذا الميل، و ذلك بوضع حد للتقسيم المتساوي للربح عن طريق بعث أسس جديدة لتقسيم العمل، قائمة على تقسيم دولي للعمل و ذلك بتصدير رأس المال، و يشير هيلفردنج لذلك بقوله "إن ما يدفع إلى التنسيق هو اختلاف معدلات الربح، فيرى المشروع الذي نسق أعماله مع المشاريع الأخرى غياب تقلبات الربح، في حين يرى المشروع المنعزل تناقص أرباحه لمصلحة الآخرين"، و قد يستند الاندماج إلى أهداف ثانوية، منها توفير استقرار الظروف و التطور التقني و إلغاء الأرباح التي يستولي عليها وكلاء التسويق.

و تمشيا مع الحاجات التمويلية المتزايدة للاحتكارات الصناعية، التي لا تستطيع أن توفرها لها المؤسسات التمويلية الصغيرة، الأمر الذي دفع إلى تركز و تمركز الرأسمال المصرفي، بصفة تكفي لتغطية

المدفوعات الجارية و تحسين شروط الإقراض، و كذا تقسيم محافظها لتقليل الخطر المالي ... الخ، ففي نهاية القرن 19 أقيمت اتحادات مصرفية دولية لضمان نشاط الشركات الدولية العملاقة، إذ نشأ عنها في النصف الأول من سبعينيات القرن 19 "أوروبين بنك-European Bank"، المتكونة من ستة بنوك (من عدة دول هي، الولايات المتحدة الأمريكية، بريطانيا، اليابان، ألمانيا، إيطاليا، كندا) برأسمال بلغ 164,8 مليار دولار، فقد أشارت الدراسة التي قام بها كل من بيرل و مينز حول الثروة الأمريكية، إلى أن ما يزيد عن 200 شركة تتحكم فيما يقرب نصف الثروة غير المصرفية في أواخر عشرينيات القرن 20، و أن تلك المؤسسات الضخمة قد نمت بصورة جعلت حجمها يزيد مرتين أو ثلاث مرات، عن حجم المؤسسات غير المالية الأخرى.

و تجدر الإشارة في هذا الصدد أن التعرض للاحتكارات، لا يعدو عن كونه تبيان علاقتها بالدور الذي يلعبه الرأسمال المالي، كون أن تدويل هذا الأخير يجد نتائجه الطبيعية في تدويل الإنتاج، فقد أشارت مجلة "بزنس ويك- Business Week" الأمريكية سنة 1970 للدور الذي لعبته الاحتكارات، في زيادة سرعة تدويل الرأسمال المالي مقارنة بالإنتاج، و جاء فيها "أغلب الضن أن معظم التوترات التي نمت في النظام النقدي العالمي، نتيجة مباشرة عن عمليات الشركات متعددة الجنسيات".

و نتيجة لهذه العمليات يتم احتكاك متبادل ما بين الاحتكارات الصناعية و المصرفية، ينجم عن اتحادهما ظهور نوع جديد من الرأسمال يدعى الرأسمال المالي.

#### I-4- الرأسمال المالي.

إذا كانت المرجعية التاريخية للتجارة الدولية هي "الفكر الاقتصادي، الاقتصاد السياسي، السياسة الاقتصادية"، إلا أن الاقتصاد السياسي هو المرجعية النظرية في تفسير الظواهر المرتبطة بحركية الاقتصاد الدولي، و إن تنظيرات الاقتصاد السياسي حول العولمة بدأت مطلع القرن العشرين، بدءا بمساهمة الاقتصادي البريطاني أ. هوبسون- J.A.Hobson في كتابه "الإمبريالية- L'Impérialisme" في 1902، مروراً بجهود العديد من الاقتصاديين و المفكرين الذين كتبوا عن الرأسمال المالي الدولي، و مشكلات تصدير رؤوس الأموال من البلدان الصناعية الرأسمالية، في سياق تحليلهم لقضايا التوازن العام للرأسمالية الاحتكارية.

عبر ماركس عن الرأسمال المالي بالمعادلة التالية "نقود- نقود" بمعنى مال ينتج مالا أو مال يربح مالا، دون المرور بعملية إنتاجية تتوسط بين المال المستثمر و العائد من الاستثمار.

و تجدر الإشارة قبل التطرق للنسق النظري للرأسمال المالي، إلى أن كتابات كل من رودولف هيلفردنج-Rudolf Hilferding، و روزا لكسمبورغ-Rosa Luxemburg، و نيكولاي بوخارين Nikolai-Boukharine، و فلاديمير ليتخ لينين-Vladimir Liitch Lénine، قرأت بشكل يتماشى مع طبيعة و

أهداف هذه الدراسة (المقياس)، خصوصا من حيث إشكالية التأصيل النظري لظاهرة تراكم رأس المال في النظام الرأسمالي، و الذي يفسر اليوم الظاهرة المهيمنة على الاقتصاد العالمي، و هي ظاهرة العولمة المالية و هي الوجه الأكثر بروزا و وضوحا للعولمة الاقتصادية.

في الحقيقة أن ماركس في العقد الأخير من حياته، لاحظ الملامح الأولية لميل رأس المال نحو الاحتكار من خلال إشارات التالية:

- ظاهرة تركيز رأس المال التي تتجلى في إلغاء المنافسة.

- ظهور الاحتكارات.

- الارتباط الذي يزداد قوة بين الرأسمال البنكي و الرأسمال الصناعي.

إلا أن المساهمة النظرية في تحليل الرأسمال المالي الدولي، بدأت انطلاقها الحقيقية بين نهاية القرن التاسع عشر و مطلع القرن العشرين، و هو ما يدفعنا للتوقف عند المساهمات الرئيسية حول الرأسمال المالي الدولي.

#### I-4-1- مساهمة المفكر النمساوي رودولف هلفرديج.

انطلاقا من ملاحظة ماركس حول ميل الرأسمالية للاحتكار، فإن أول من سمى هذه الظاهرة و التي عبر عنها ماركس بالمعادلة السابقة، هو رودولف هيلفرديج في كتابه "الرأسمال المالي- Le Capital Financier" سنة 1910، فحسبها الرأسمال المالي هو عبارة عن الرأسمال النقدي الذي يكون بحوزة البنوك و يستخدمه رجل الصناعة، منطلقا في تحليله من تجربة البنوك الألمانية في تمويل الصناعة في أواخر القرن التاسع عشر و أوائل القرن العشرين، من خلال تقديم قروض طويلة الأجل للصناعة، و توفير ما تحتاجه من رؤوس أموال ثابتة بالإضافة إلى عمليات مصرفية أخرى.

أراد هلفرديج تقديم تفسير علمي للظواهر الاقتصادية لتطور الرأسمالية ذات الميل للاحتكار التي من أهم سماتها ظاهرة التركيز- Concentration، الناتجة بالأساس عن إلغاء المنافسة الكاملة بواسطة الكارتلات و التروستات- Les Cartels & Trusts في تلك المرحلة من جهة، و بارتباط يزداد وثوقا بين الرأسمال المصرفي و الصناعي الذي يأخذ في الأخير شكل الرأسمال المالي، و هو يقول في هذا الصدد "إن ما يميز الرأسمالية الحديثة هي ظواهر التركيز، التي تظهر بإلغاء المنافسة الحرة بواسطة الكارتلات من جهة، و بارتباط يزداد وثوقا بين الرأسمال المصرفي و الصناعي من جهة أخرى، و تؤدي مهمة جمع الرأسمال المرتبطة بتركز المؤسسات إلى تركيز المصارف نفسها، و إلى تكوين أماكن موازية لتجميع الرأسمال الوهمي (\*)، و أن هذه الأماكن لا تكون مستقلة عن المصارف بل تكون تحت سيطرتها".

(\*) و هو يمثل الأسهم و السندات التي يتم تداولها في البورصة و الأسواق المالية، و ذلك لأن رأس المال يستمد خصوصيته من دوره و وظيفته.

ليصل بذلك إلى أن الرأسمال المالي الدولي، هو عبارة عن الرأسمال النقدي الذي يكون في حوزة البنوك و يستخدمه رجال الصناعة، فتزامنا مع تطور الرأسمالية تزداد مجموع الأموال التي تضعها الطبقة غير المنتجة في خدمة المصارف، التي تقوم بدورها بوضعها في خدمة الصناعة، و يكون نتيجة ذلك تبعية الصناعة للمصارف و هيئاتها الائتمانية، و درس هلفردنج ليس فقط العلاقة بين البنوك التجارية و الصناعة و إنما كذلك العلاقة بين البنوك و سوق الأوراق المالية، و انتهى في تحليله إلى أن هذه السوق لا تكون مستقلة عن البنوك بل تحت سيطرتها، و أن البنوك استطاعت أن تجعل من البورصات أداة في خدمتها، و قد حلل هلفردنج حالة تصدير الرأسمال المالي كالتالي.

فهو يرى أن الاحتكارات في العادة تستطيع أن تحقق معدلات عالية من الأرباح و أن تلك الأرباح تتدفق إلى البنوك، لكن الاحتكارات من شأنها أن تبطئ استخدام رؤوس الأموال الفائضة حتى تتحكم بالأسواق، و بسبب ذلك يتزايد حجم رؤوس الأموال الفائضة و الباحثة عن التراكم، يقابله تقليل في الاستثمارات بالرغم من أن للاحتكارات إمكانات لاستثمارها، خالفا بذلك تناقضا حله يكمن في تصدير الرأسمال، باعتباره المواجهة الحقيقية لقانون ميل معدل الربح نحو الانخفاض على المدى الطويل.

و من هنا تحديدا يلاحظ هلفردنج أن تصدير الرأسمال لا يتم نتيجة قوة الاحتكارات، بل ظاهرة لا تنفصل عن تطور الرأسمالية، و أن الاحتكار دوره كونه يزيد من التناقض و يخلق ضغطا حادا لتصدير الرأسمال، بهذا المعنى فإن تصدير الرأسمال من البلدان الصناعية إلى البلاد الأخرى، لا يتم بسبب استحالة تشغيل هذه الأموال داخل هذه البلدان، بل لأنه من الممكن تشغيلها بمعدلات ربحية أعلى في الخارج.

#### I-4-2- مساهمة روزا لوكسمبورغ.

أما روزا لوكسمبورغ فقد ناقشت تصدير رأس المال و الرأسمال المالي في ظل تناقضات نمط الإنتاج الرأسمالي، في كتابها "تراكم رأس المال - L'Accumulation du Capital" سنة 1913، فبالنسبة لها "أن التناقض بين الفائض المتنامي و استيعابه المحدود في الأسواق المحددة من قبل العمل الداخلي للنظام، لا بد أن لا تؤدي إلى عكس النتائج المتناقضة، التي تقوم بعملها انطلاقا من قانون اتجاه معدل الربح للانخفاض، باعتباره سمة ثابتة لرأسمالية المنافسة"، و النتيجة التي توصلت إليها روزا لوكسمبورغ أن مجالات تصريف هذا الفائض لا يمكن أن يكون إلا خارجيا، و تحديدا مع دول أقل تطورا لأنه إذا تم تصريف هذا الأخير في بيئات رأسمالية مماثلة فإن المشكلة ستستفحل، و بالتالي تعميق السيطرة بين الإنتاج الرأسمالي و الوسط غير الرأسمالي المحيط به، و لقد أشارت روزا لوكسمبورغ في تحليلها إلى نقطة مهمة بهذا الخصوص، و هي أن غزو المناطق غير الرأسمالية و جعلها تقوم بدور المنافذ المعوضة، و تأهيلها لكي تحد من ميل معدل الربح نحو التدهور في العواصم الاستعمارية، تتطلب جعل أسواق هذه المناطق تبادلية، لهذا عملت الرأسمالية

الغازية إلى تحطيم الاقتصاد الطبيعي في تلك المناطق، و تدعيم علاقة الملكية الخاصة و إجبار سكانها على استخدام النقود، و توسيع العلاقات من دون حضور واضح المعالم لأسواق الإنتاج. و في هذا الصدد تمكن المنظرون الاشتراكيون و كانوا الأحسن على الإطلاق، في تفسير السلوك الإمبريالي و الاستعماري للدول الرأسمالية.

و تخلص في النهاية روزا لوكسمبورغ إلى أن توسع النظام الرأسمالي خارجيا، و سيطرته و إخضاعه للبلاد الأقل تقدما في آسيا و إفريقيا و أمريكا اللاتينية، قد أضعف إلى حد بعيد الميل المتأصل في الرأسمالية نحو الركود و البطالة و الأزمات، حيث تتمكن البلاد الرأسمالية من تصريف فائض منتجاتها الذي تضيق به أسواقها المحلية، و أن تحصل من وراء ذلك أيضا على ما تحتاج إليه من مواد خام و مواد غذائية بأسعار رخيصة، و كل ذلك ينعكس في النهاية في تثبيط مفعول قانون اتجاه معدل الربح نحو التدهور داخل البلدان الصناعية.

#### I-4-3- مساهمة نيكولاي بوخارين.

فيما يخص نيكولاي بوخارين فقد تعرض لمقولة الرأسمال المالي، في كتابه "الاقتصاد العالمي و الامبريالية- L'Economie Mondiale et l'Impérialisme" سنة 1917، بتحليله لظاهرة الامبريالية و تدويل الرأسمال.

طبقا لأفكار بوخارين فإن السوق العالمي للسلع تكونت على قاعدة التخصص و تقسيم العمل الاجتماعي، بحيث انقسم العالم إلى بلدان صناعية و بلدان زراعية، أما السوق العالمي لرأس المال كنتيجة حتمية لتكوين السوق العالمي للسلع، فتصدير الرأسمال بسبب مفعول قانون اتجاه معدل الربح للانخفاض في المدى الطويل، يؤدي إلى تقوية و دعم عملية تصدير السلع، فقد تكونت السوق العالمي لرؤوس الأموال و التي قامت على أساس تدويل الرأسمال المصرفي، الذي يتحول إلى رأسمال صناعي بتمويله للشركات الصناعية، و هو بهذا الشكل تكون نوعا خاصا من الرأسمال المالي و يكون على صعيد عالمي، تمثل في ظهور الاحتكارات العالمية التي تولدت حسه من الملكية الجماعية لرأسماليي عدة بلدان، بفضل الحيازة المشتركة لسندات و قيم تلك المؤسسات، و بذلك يكون بوخارين من أوائل الذين تحدثوا عن الشركات متعددة الجنسية و تكامل الأسواق المالية العالمية، بذكره أن تصدير الرأسمال يؤدي إلى ميل معدلات الفائدة إلى التعادل على المستوى العالمي، و أن هذا التعادل السابق ذكره يمثل اليوم أحد المعايير الأساسية، التي يستند إليها منظرو العولمة المالية.

و يتفق بوخارين مع رأي هيلفردنج في كون تصدير الرأسمال بسبب مفعول اتجاه معدل الربح نحو التدهور في المدى الطويل، و يعتقد بوخارين أن تصدير الرأسمال يؤدي وظيفة هامة و هي دعم و تقوية عملية تصدير السلع، و يستشهد بوخارين بما قام به المصرف الألماني، و الذي لم يقم فقط باستخدام الموارد

الألمانية في تركيا لأغراض بناء سكة حديد "برلين- بغداد"، فالمصرف خلق بالإضافة إلى ذلك أسواقا يسهل فيها دخول البضائع الألمانية، و هكذا يخلق تصدير رأس المال الشروط الملائمة لصناعة البلدان صاحبة المال المصدر، و يتناول بوخارين لموضوع السوق العالمي لرؤوس الأموال، يكون بوخارين من أوائل الذين تحدثوا عن تكامل الأسواق المالية، حينما ذكر أن تصدير رأس المال يؤدي إلى ميل معدل الربح و أسعار الفائدة إلى التعادل على الصعيد العالمي، و هذا التعادل أو التساوي في معدلات الربح و أسعار الفائدة بين الأسواق العالمية، يمثل اليوم أحد المعايير العامة التي يستند إليها منظرو العولمة المالية، للدلالة على المدى الذي وصلت إليه عملية اندماج و تكامل الأسواق المالية العالمية.

#### I-4-4- مساهمة فلاديمير لينين.

ليأتي لينين في كتابه "الإمبريالية أعلى مراحل الرأسمالية- L'Impérialisme Stade Suprême du Capitalisme" سنة 1916، المعتمد أساسا على تحليل هيلفرديج و بوخارين، فقد اعتبر أن اندماج الرأسمال المصرفي و الصناعي هو أحد السمات الرئيسية للإمبريالية، و أن تصدير الرأسمال(\*) للخارج له أولوية على تصدير السلع، باعتباره السبيل الأساسي لتوسيع نطاق الصادرات السلعية و كسب الأسواق الجديدة.

و باعتماده في تحليلاته على الملاحظات الأولية لماركس و على الأعمال القيمة لهوبسون، هيلفرديج، كاوتسكي، روزا لكسمبورغ و بوخارين، توصل لينين إلى كون أن تصدير الرأسمال أصبحت له الأولوية، على تصدير السلع لكنه لم يقضي على تصدير السلع، بل على العكس أصبح هو السبيل لتوسيع نطاق الصادرات السلعية و كسب الأسواق الجديدة، و في سياق تحليله لهذه العملية توصل إلى حقيقتين هامتين:

**الأولى:-** أن تصدير الرأسمال يحول الدول الإمبريالية إلى دول ريعية، يتزايد فيها عدد الذين يعيشون على عوائد رؤوس الأموال الموظفة في الخارج، و هنا يتجلى في الطابع الطفيلي للرأسمالية في عصر الإمبريالية حسب تعبير لينين.

**الثانية:-** و قد أشار لينين في تحليله إلى أن الرأسمال المالي لا يعني بالضرورة هيمنة الرأسمال المصرفي على الصناعي، كما ذهب إليه هيلفرديج بل أنه يعني في حالات كثيرة العكس، و قد شارك لينين كل من بوخارين و هيلفرديج في أن ظهور الاحتكارات الدولية هو نتاج طبيعي لتصدير رأس المال، و في كل الأحوال الرأسمال المالي الدولي هو المهيمن في عصر الإمبريالية.

#### I-5- مراحل تطور الرأسمال المالي الدولي.

يقودنا الجدل النظري الذي دار بين كبار المفكرين الماركسيين حول الرأسمال المالي الدولي و مشكلات تصديره، إلى القول بأن هيمنته قد تصاعدت منذ نهاية القرن التاسع عشر، مع انتقال الرأسمالية من

(\*) كان تصدير الرأسمال المصرفي عن طريق البنوك و المؤسسات المالية بالاكنتاب في الأسهم و السندات، أما تصدير الرأسمال الصناعي فيأخذ شكل استثمارات أجنبية مباشرة.



أوضاع المنافسة حيث كان المألوف تصدير السلع، إلى أوضاع الاحتكار حيث أصبح المألوف تصدير الرأسمال.

و هو ما يدفعنا إلى التساؤل حول الكيفية التي تمت بها هذه الحركة الواسعة لرؤوس الأموال، و العوامل التي ساعدت على نموها في تلك الفترة؟

و الإجابة عن هذا التساؤل يكون من خلال استعراضنا لأهم مراحل تطور الرأسمال المالي الدولي، و المتمثلة في: مرحلة التشكل، مرحلة التمحو، مرحلة الامتداد.

### I-5-1- مرحلة التشكل.

خلال الخمسين سنة قبل الحرب العالمية الأولى حدث تدفق هائل لرؤوس الأموال، من البلدان الصناعية الرئيسية في أوروبا (انجلترا، فرنسا، ألمانيا...)، إلى البلدان حديثة التصنيع في الأمريكيتين و أستراليا و نيوزلندا و بلدان أخرى، و قدرت التدفقات الرأسمالية التي خرجت من بريطانيا بحوالي 9% من الناتج المحلي الإجمالي لبريطانيا، و تحققت نفس النسبة في حالة فرنسا و ألمانيا و هولندا، مما أدى إلى تعزيز مكانة نمط الإنتاج الرأسمالي على صعيد الاقتصاد العالمي، حيث ساهمت عمليات تصدير رؤوس الأموال في تلك الفترة، على تخليص مراكز الرأسمالية العالمية من فائض التراكم، الذي يهدد بتعجيل انخفاض معدل الربح بالنسبة لحملة الرأسمال المستثمر مع ضمانه أرباح جد عالية، لذلك القسم من الرأسمال الذي لم يكن يجد في بلاده مجالاً للاستثمار المجزي بما فيه الكفاية.

لقد ساعد المناخ الدولي الذي كان سائداً آنذاك بشكل كبير في زيادة حركة رؤوس الأموال، المتميز باستقرار النظام النقدي الدولي و الذي كان قائماً على قاعدة الذهب، حيث كان ثبات أسعار الصرف عاملاً مشجعاً للمستثمرين، و قد ارتكزت قاعدة الذهب على أهمية الاعتبارات النقدية، و توازن العلاقات الخارجية قبل الاعتبارات الداخلية، لتستخدم بذلك هذه القاعدة لصالح البلدان ذات الفائض في ميزان المدفوعات، و التي لديها تراكم رأسمالي و القدرة على تصدير رؤوس الأموال (البلدان الصناعية)، و دمج الاقتصاديات التابعة في الاقتصاد العالمي في وقت كانت فيه غير مهيأة للاستفادة من المبادلات الدولية، ففعالية قاعدة الذهب في النطاق الدولي (تستعمل المبادلات الدولية)، فاقت فعاليتها في النطاق الداخلي (تنمية الاقتصاد و الاستقرار النقدي المحلي).

كما ساهم ثبات سعر الصرف و استقراره في نمو التجارة العالمية و الاستثمار الدولي خلال القرن التاسع عشر، الذي أفاد بالدرجة الأولى البلاد الرأسمالية الصناعية على حساب البلاد المتخلفة، في ظل تقلب أسعار المواد الأولية و زيادة أسعار السلع المصنعة.

تأكد في الأخير أن قاعدة الذهب كانت مجرد أداة للتوزيع غير المتساوي لثمرات النمو في الاقتصاد العالمي، من خلال توفير البيئة الملائمة للاستثمار في الخارج (مواد خام، موارد الطاقة، اليد العاملة

الرخيصة، الأراضي... الخ)، فاستطاع بذلك الرأسمال الأجنبي فرض امتيازات للاستثمار في هذه البلدان، فزاد الفائض المتحقق للبلدان الصناعية، و تمتعت رؤوس الأموال بحرية الحركة و بالسهولة النسبية في تحقيق العائد الاقتصادي.

لقد استطاعت إنجلترا استنادا إلى عملتها (الإسترليني) المستخدم في تسوية المعاملات على الصعيد الدولي، من تنظيم شبكة من المصارف الدولية و تمكنت هذه المنظمات من تجميع موارد الادخار العالمية، و التحكم في التمويل و الائتمان الدولي، و استفادت البنوك التجارية الإنجليزية من تلك العمليات، عن طريق تحقيق أسعار فائدة مرتفعة عن القروض التي تمنحها في إطار التجارة العالمية.

و في النهاية أرسى عملية الجذب بين الرأسمال المصرفي و الرأسمال الصناعي، بداية تشكل الرأسمال المالي بنهاية القرن التاسع عشر، و يمكن أن نشير إلى أن عمليات تصدير الرأسمال في تلك الفترة اتخذت عدة أشكال:

- التصدير عن طريق البنوك و المؤسسات المالية.

- التمويل من خلال القروض الدولية بواسطة إصدار السندات في الأسواق المالية الدولية.

- القروض الحكومية التي كانت تقدمها بعض حكومات البلدان الصناعية، إلى حكومات البلدان

الأخرى.

- الاستثمارات الأجنبية المباشرة.

و خلاصة القول أن تصدير الرأسمال في المرحلة الاحتكارية أصبح من أهم أسس السيطرة الدولية للاحتكارات، حيث اقترن بتوسع حاد في العلاقات الاقتصادية الدولية، و من هنا تحديدا يمكن فهم التنافس الكبير، الذي حدث بين أقطاب الرأسمالية الصناعية المتطورة في تلك الفترة على مناطق الاستثمار و الأسواق الدولية، و الذي أدى في نهاية المطاف إلى إشعال فتيل الحرب العالمية الأولى.

### I-5-2- مرحلة التمحور.

سيتم التركيز في هذه المرحلة على الفترة الممتدة، ما بين نهاية الحرب العالمية الثانية إلى غاية مطلع سبعينيات القرن العشرين.

### أولاً:- أزمة النظام الرأسمالي في 1929 و المساهمة الكينزية.

من دون الدخول في تفاصيل الأزمة التي تعرض لها النظام الرأسمالي مطلع الثلاثينيات، و التي فرضت إعادة دراسة ديناميكية للاقتصاد الرأسمالي، حيث واجهت الرأسمالية ظاهرة عجز الطلب الإجمالي عن استيعاب ما يمكن إنتاجه، و كانت الآراء الكينزية في عقد الثلاثينيات إحدى أهم المعالجات المقدمة للنظام الرأسمالي، و أصبحت لآرائه في تدخل الدولة و اللجوء إلى خفض الضريبة أو زيادة الإنفاق، أو قدر

من كلا المتغيرين آثارها في إعادة تشغيل العمل، بذلك تعد من المسارات الرئيسية من وجهة نظر الاقتصاد الكلي، و عليه فإن بناء نموذج كان مختلفا عن أسلافه من الاقتصاديين.

فطبقا لكيينز يعتبر التعادل بين الادخار و الاستثمار شرطا ضروريا لتوازن الدخل القومي، لكن المشكلة الأساسية التي واجهت النظام الاقتصادي العالمي آنذاك، هي أنه مع تزايد الدخل القومي يتزايد الميل للادخار، و بالتالي ينقص الميل للاستهلاك مما يستدعي زيادة الميل للاستثمار حتى يتحقق التوازن، و لكن مع زيادة مستوى الدخل و تزايد الاستثمار، تبدأ الكفاية الحدية لرأس المال في الانخفاض، مما يجعل الميل للاستثمار ينخفض كلما استمر الدخل القومي في التزايد، مما يهدد بمخاطر عدم التوازن بين الادخار و الاستثمار، و ما يترتب عنها من انخفاض مستوى الدخل القومي و ظهور شبح البطالة و الركود، بسبب وجود فائض ادخاري لا يجد مجالا استثماريا، و حسب التحليل الكينزي فإن الاقتصاد الرأسمالي و هو يمر بحالة الكساد و البطالة، يعجز أن يولد من ذاته و بطريقة تلقائية في سبيل إنعاشه، و عليه فإن حل لغز الادخار الفائض لم يكن من خلال الاقتراح بتصديره و استثماره في الخارج، و لكن من خلال التدخل الحكومي في التأثير على حجم الطلب الكلي الفعال، أو بكلمات كينز "قد يتطلب الأمر توظيف عمال يقومون بحفر الخنادق في الشوارع و إعادة ردمها من جديد".

فيما بعد أصبح من الواضح لدى الأفكار الكينزية أن المعالجات التنموية تتطلب وجود مؤسسات نقدية و دولية، تعمل ضمن وظائفها الأخرى على إجراء تعديلات للانحرافات المتوقعة، في المسارات التنموية للاقتصاديات الرأسمالية عن توازنها العامة، فضلا عن تقليل أو خفض تأثير الانحرافات في الاقتصاديات النامية عن المسارات المرغوبة للرأسمالية، و من هنا نشأت فكرة تأسيس البنك الدولي و صندوق النقد الدولي، و هو ما يفسر حماس الولايات المتحدة الأمريكية لتشييد نظام نقدي و تجاري عالمي جديد، من شأنه أن يوفر قوة الدفع الكبيرة التي كان عليها الاقتصاد الأمريكي خلال سنوات الحرب، و هذا لن يتأتى إلا من خلال علاقات اقتصادية دولية حرة، تتسم بدرجة عالية من استقرار أسعار الصرف، و من حركة واسعة للاستثمارات الأمريكية الخارجية، و من تجارة عالمية خالية من القيود و تنزايد فيها الصادرات الأمريكية.

### ثانياً: إمكانية امتصاص الفائض الاقتصادي داخليا (ما بين الدول الصناعية).

الجديد في ظاهرة تصدير رأس المال في الفترة التي أعقبت نهاية الحرب العالمية الثانية، أنه إذا كانت رؤوس الأموال في الماضي تصدر إلى الأقطار التابعة أو النامية، فإن هذه الفترة خاصة حقبتى الخمسينيات و الستينيات من القرن العشرين، شهدت انتقال رؤوس الأموال فيها بين الدول الصناعية، و تجسد ذلك بشكل خاص في انتقال رؤوس الأموال الأمريكية إلى أوروبا الغربية، في إطار مشروعات إعادة الإعمار (مشروعات مارشال)، حيث زاد خلال هذه الفترة اعتماد الدول الصناعية بعضها على بعض، أكثر من

اعتمادها على العالم الأقل نمواً، فقد نجحت البلدان الصناعية في استقطاب معظم الاستثمارات الأجنبية الخاصة المباشرة، بسبب ارتفاع معدلات الربح فيها بالمقارنة مع البلدان النامية.

و فيما يتعلق بالبلدان المتخلفة و النامية و التي كانت قد حصلت على استقلالها السياسي في تلك الفترة، و اتجهت معظم نظم الحكم الجديدة فيها لتحقيق "مشروع التنمية المحلي"، فلم يحدث فيها انتقال حقيقي كبير لرؤوس الأموال، و يعود ذلك إلى عدة أسباب كزيادة موجة العداء للاستثمارات الأجنبية من قبل الدول المتخلفة، بسبب الدور الذي لعبته في استغلالها و تخلفها من خلال تشويه البنية الإنتاجية و نهب فوائدها الاقتصادية، و اتجهت الكثير من البلدان النامية و المتخلفة إلى تأميم الاستثمارات الأجنبية أو المشاركة في ملكيتها، و زادت نزعة تدخل الدولة في النشاط الاقتصادي من خلال فرض الرقابة على الواردات و تشجيع الصادرات، و غيرها من الإجراءات التي حدثت من تدفق الاستثمار الأجنبي إلى تلك الدول، و تجدر الإشارة إلى أنه قد ظهرت دراسات عديدة، متعلقة بمشكلة الفائض في رؤوس الأموال و مشكلات تصديره خلال هذه الفترة، كدراسة كاليبسكي، جون روبنسون، نيكولاس كالدور، و العمل النظري الجاد لبول باران و بول سوزي الذي ظهر عام 1966 حول رأس المال، الذي انطلق من فرضية تزايد الفائض الاقتصادي في الرأسمالية الاحتكارية، و ليس قانون اتجاه معدل الربح نحو التناقص في المدى الطويل.

و يرى باران و سوزي أنه في ظل الرأسمالية الاحتكارية، يتجه الفائض الاقتصادي نحو التزايد من حيث نسبته إلى الدخل الكلي، و يوجد ثلاث مجالات رئيسية لاستيعاب هذا الفائض، تتمثل في الاستثمار و الاستهلاك و التبذير.

### ثالثاً:- الحرب الباردة "التوازن بين العمل و رأس المال".

بانتهاج دور الدولة الحارسة (رأسمالية المنافسة) لتصبح الدولة الممارسة للنشاط الاقتصادي، التي تتدخل أولاً لتحقيق التوازن في العلاقات، بين القوى الاقتصادية المكونة للنظام الاقتصادي الرأسمالي، و هي تتدخل ثانياً عن طريق القيام بالمشروعات و الأعمال العامة، و هي تتدخل أخيراً في التجارة الخارجية عن طريق آلية عمل التكتلات الإقليمية الاقتصادية، بهدف السيطرة على مناطق اقتصادية معينة.

بذلك يمكن القول أنه في الفترة الكينزية، تحقق نوع من التوازن النسبي بين قوة العمل و قوة رأس المال، فأعدت إلى هذا الأخير معدلات الربح العالية بفضل الإنتاج الواسع و العلاقات التجارية المتنامية، و بالنسبة للطبقة العاملة و الأجراء تحققت مكاسب ملموسة في الأجور و الحماية الاجتماعية، و تقليل الفوارق بين الطبقات في إطار مفاهيم المساواة و تكافؤ الفرص و الأمن الاجتماعي، بفضل أحزابها اليسارية و حركاتها النقابية القوية و الفعالة، كما توسعت الحريات و الحقوق الديمقراطية و النقابية و العمالة الكاملة أو ما يشبه دولة "الرفاه الكينزية".

بالإضافة إلى التوازنات التي تحققت داخل النظام الرأسمالي، شهد العالم في تلك الفترة نوعاً من التوازن الدولي، من خلال تطور و نمو القوى الاشتراكية في الاتحاد السوفياتي سابقاً و دول أوروبا الشرقية، و ساهم هذا التوازن في عدم حدوث اختراقات واسعة على حساب العمل، بالإضافة إلى أن مقتضيات الحرب الباردة أخذت حيزاً معتبراً في استخدام فائض رؤوس الأموال المتاحة داخلياً، في إطار تغطية حاجات الإنفاق العسكري، مما يدفع إلى القول أن تلك المرحلة كانت أقرب إلى العالمية منها إلى العولمة.

و من هنا تحديداً فإن طبيعة الفترة ما بعد الحرب العالمية الثانية حتى سبعينيات القرن العشرين، سهلت مهمة تمحور الفائض الاقتصادي و استثماره داخلياً، في المجال الجغرافي للبلاد الصناعية المتطورة.

### I-5-3- مرحلة الامتداد في وضع الرأسمال المالي الدولي.

مثلت رأسمالية عالم ما بعد الحرب العالمية الثانية "العصر الذهبي" في نموها، من خلال الفترة الممتدة ما بين 1945-1970، و هي المدة التي نمت فيها بذور التدويل معتمدة على ثوابت و آليات محددة، سواء على صعيدها المحلي من خلال سيادة الكينزية و تدخل الدولة، أو على صعيدها العالمي متمثلة أساساً في مؤسسات بريتونوودز (FMI, BM, GAAT)، التي ساهمت في زيادة معدلات نمو التجارة الدولية و في ظل ذلك تسارعت عمليات التدويل.

و مع بداية عقد السبعينيات حدثت تغيرات جذرية كان لها انعكاساتها على الاقتصاد العالمي ككل، فعلى مستوى الدول الرأسمالية المتقدمة كان انهيار الكينزية، و تراجع دور الدولة و الصعود القوي لليبرالية الجديدة، أما على المستوى العالمي فقد أدى انهيار نظام بريتونوودز بانتهاء عصر ثبات أسعار الصرف، مع تصاعد نزعة الحمائية إلى حدوث أزمات شديدة، فبرزت المديونية كظاهرة عالمية ثم فيما بعد كأزمة عالمية، بالإضافة إلى الركود الاقتصادي الذي عرفته معظم الدول الرأسمالية المتقدمة، مع تراجع معدلات نمو التجارة العالمية، و رافق كل هذه التطورات تعاضم و نمو درجة التدويل، في إطار نمط الإنتاج الرأسمالي بشكل لم يعهده العالم من قبل، و نعني بالتدويل هو بروز البعد أو النشاط الدولي مقارنة بالنشاط المحلي، و كان لهذا التطور علاقة وثيقة بالتوسع الهائل الذي حدث في نشاط الشركات المتعددة الجنسية، و التي تشكل الآن الأجزاء الرئيسية في الاقتصاد العالمي.

و لقد رافق عمليات التدويل في المجال الإنتاجي نمو هائل في درجة اندماج و توسع أسواق المال العالمية، بمعنى قوة الاتجاه إلى تدويل الرأسمال من خلال تزايد دور البنوك التجارية الدولية في الإقراض الدولي، و ظهور السوق الأوروبية للعملة - Euro Devises و بنوك الـ Off-Shore، كل ذلك تزامن مع تخفيف القيود على الصرف و المعاملات المالية الدولية.

شهدت هذه الفترة تغير فيما يتعلق بجغرافية تصدير الرأسمال مقارنة بالسابق، حيث كانت عمليات تصدير الرأسمال كما تم ذكره سابقاً، عادة تتم من الدول الرأسمالية المتقدمة إلى الدول التابعة أو فيما بين الدول الرأسمالية نفسها، فمع بداية منتصف السبعينيات تحولت بلدان نامية إلى أقطار مصدرة لرأس المال، وتحديدًا النفطية بعد الارتفاع الحاد للأسعار العالمية للنفط في سنوات 1973-1974، بارتفاع سعر البرميل الواحد من 3,22 إلى 30,50 دولار، مما أدى إلى زيادة مداخيل هذه الدول (دول البترو- دولار)، التي وصلت في نهاية الثمانينيات إلى 350 مليار دولار، لتتحول فيما بعد البترو- دولارات غير المستخدمة إلى جزء من حركة الرأسمال العالمية، عبر سوق العملات الأوروبية و المؤسسات المالية (صندوق النقد الدولي و البنك الدولي)، و أيضاً عن طريق اجتذاب هذه الأموال إلى الأسواق الداخلية للو.م.أ و بريطانيا و البلدان الرأسمالية الأخرى، و إذا كانت البلدان الصناعية قد استطاعت عن طريق توسيع آلية إعادة تدوير البترو- دولارات، أن تخفف من مشكلة العجز في موازين مدفوعاتها، فإن ذلك لم يتحقق بالنسبة للدول النامية المستوردة للنفط.

و يكون بذلك الرأسمال المالي الدولي قد نجح في إيقاع أغلبية البلدان النامية في فخ المديونية الخارجية، فالضعف الاقتصادي كسمة مميزة للبلاد المتخلفة و النامية، يتجلى في العجز المستمر في موازين مدفوعاتها مما استدعى المزيد من الاستدانة، و في مرحلة لاحقة أصبح عدد كبير من البلاد المتخلفة و النامية يقترض، كي يتمكن من تمويل خدمة أعباء الديون الثقيلة، بهذا المعنى أصبح الرأسمال المالي الدولي بصيغة الاستدانة الدولية، يحقق ما تحققه الاستثمارات الأجنبية المباشرة، من نقل الفائض الاقتصادي من البلاد المتخلفة و النامية إلى البلاد الصناعية، و هو ما يدفع إلى ملاحظة أربعة مراحل لمسارات الرأسمال المالي الدولي إلى الآن.

### المرحلة الأولى:- أزمة المديونية.

وقعت أغلبية البلدان النامية مع منتصف الستينيات في قبضة التنمية ذات التوجه نحو الخارج، و واجهت مع بداية السبعينيات ضرورة تحديث الهياكل الأساسية، لخدمة المشروعات الخاصة و العامة الجديدة، و مع تزايد عجز ميزان المدفوعات نتيجة ضعف التصدير و تصاعد الاستيراد لجأت هذه الدول إلى القروض الخارجية، و كان المصدر الأساسي لهذه القروض هو البنوك ذات النشاط الدولي، و وصلت معدلات الفائدة على تلك القروض إلى ما يزيد عن 20% سنوياً، و أصبح الرأسمال المالي الدولي من خلال ما يحققه من معدلات عالية من الربح، يزاحم الدور الذي يلعبه الاستثمار الأجنبي المباشر (Investissement Directe Etranger (IDE)، و استمرت المديونية الخارجية في الارتفاع لتشمل الأغلبية الساحقة من البلدان النامية، و إن كانت تتركز في مجموعة قليلة منها، أغلبها في أمريكا اللاتينية و في مقدمتها البرازيل و المكسيك.

و في خريف 1982 تعرض الرأسمال المالي الدولي لأزمة خانقة، حينما توقفت المكسيك و الأرجنتين و الشيلي عن دفع أعباء ديونها الخارجية في ذلك العام، التي كانت تعود في معظمها إلى البنوك التجارية في الولايات المتحدة الأمريكية و أوروبا، و كان الرأسمال المالي الدولي قد واصل امتصاصه للفائض الاقتصادي في هذه البلاد إلى مدى بعيد، حيث وصل معدل خدمة الدين الخارجي إلى مستويات حرجة، جعلته يمتص كل حصيلة صادرات هذه البلدان من السلع و الخدمات.

و كان استمرار دفع أعباء الديون الخارجية في هذه الحالة، يعني استفحال الأوضاع المتردية الاقتصادية و الاجتماعية (ارتفاع معدلات البطالة، تراجع معدلات النمو...)، فجاء قرار هذه الدول بالتوقف عن دفع أعباء الديون و الدخول في إعادة جدولة.

### المرحلة الثانية:- إعادة الجدولة.

من خلال التدخلات المشتركة لـ "الولايات المتحدة الأمريكية، صندوق النقد الدولي، البنك الدولي، بنك التسويات الدولية"، حيث تحركوا جميعا لاحتواء مخاطر الأزمة، التي يمكن أن يتعرض لها الرأسمال المالي الدولي من خلال التالي:

من جهة سهل فريق التدخلات المشتركة تقديم قروض سريعة للبلدان الثلاث المعنية بأزمة خريف 1982، لكي تتمكن هذه البلدان من دفع الفوائد للبنوك التجارية، و الدخول في مفاوضات جديدة لإعادة جدولة ديونها الخارجية.

من جهة أخرى قبول هذه البلدان بالمشروطة- La Conditionnalité الانكماشية المعروفة لدى صندوق النقد الدولي، فالقروض المقدمة لتلك الدول المدينة لمساعدتها على تسديد خدمة ديونها رافقها إجبار تلك الدول، على القيام ببرامج تقشفية لتصحيح المسار الاقتصادي إلى جانب القيام بإصلاحات هيكلية.

مهما يكن من أمر فإنه خلال الفترة ما بين 1973- 1982 حدثت تدفقات هائلة سواء من البلدان الصناعية المتطورة، أو من بعض البلدان النامية (النفطية)، إلى بلدان نامية أخرى قامت بها البنوك الدولية الخاصة، و بتغلغله إلى البلاد النامية يكون الرأسمال المالي الدولي قد لعب و لا يزال دورا هام، في التخفيف من حدة الأزمة الاقتصادية بالبلدان الصناعية الرأسمالية.

### المرحلة الثالثة:- المستثمرين المؤسساتيين (صناديق الاستثمار).

إن دخول المؤسسات المالية غير المصرفية مثل شركات التأمين و صناديق الاستثمار (المستثمرين المؤسساتيين) إلى ساحة الخدمات المالية، أدى إلى خلق منافسة شديدة بينها و بين المؤسسات المصرفية، و كان الباعث لهذا التحول الكبير، هو تراجع العائد و الانخفاض في الاستثمارات الإنتاجية في منتصف السبعينيات و أوائل الثمانينيات، بالإضافة إلى الأرباح التي حققتها الشركات الأمريكية متعددة الجنسية، التي ظلت مودعة خاصة في بريطانيا لتشكل سوق "الأورو- دولار"، الذي لم يخضع للضوابط المنظمة

لحركة الرأسمال في ذلك الحين، و كان نقطة انطلاق الرأسمال المالي الدولي غير المنتج، هذا بالإضافة إلى الخبرة المكتسبة من خلال خدمة الديون في العالم الثالث، التي مكنت المؤسسات المالية من زيادة الضغوط من أجل فرض سياسات مالية و نقدية لصالح الدائنين.

و من أجل المزيد من التحرير و إزالة الضوابط و القيود المنظمة، و كانت حينها صناديق المعاشات خاصة قد تراكمت لديها فوائض ضخمة من المدخرات تبحث عن مجال للتوظيف، و جاء انفجار الدين العام في بلدان منظمة التعاون و التنمية، ليدفع بقوة هذه الصناديق نحو أسواق المال و استثمار أموالها في سندات الخزينة العمومية، و أصبحت هذه الصناديق بفضل ما تجمع لديها من أرصدة مالية هامة، المستودع الرئيسي للرأسمال في العالم، ليكون بذلك الرأسمال المالي الدولي من خلالها قد دخل مرحلة حاسمة و جديدة من تطوره، حيث تعاضمت هيمنته و سيطرته على الكثير من مناطق العالم، فكان لنشاطه المحموم في المضاربات دورا كبيرا في حدوث الأزمات الاقتصادية في العالم.

و من هنا تحديدا فإن المرحلة الجديدة للرأسمال المالي الدولي أرست مبدأ خطيرا في حياة الرأسمالية الجديدة، و هو مبدأ أسبقية الاستثمار في المضاربات على حساب الاستثمار في القطاع الإنتاجي، و قد تسرب هذا المبدأ ليحكم السلوك الاستثماري لكثير من المستثمرين في البلاد النامية، و من هنا يمكن فهم المغزى العميق، في الحقيقة التي مفادها أن عالم المضاربات الراهنة يضعنا أمام حالة "تجارة دولية بلا سلع و سلع بلا إنتاج"، حيث أصبحت هناك قدرة كبيرة للرأسمال المالي الدولي على تحقيق أرباح هائلة من غير أن يكون هناك إنتاج، و سيتم التفصيل في هذه النقطة لاحقا من هذا الدراسة.

#### المرحلة الرابعة:- الرأسمال المالي الدولي من صيغة التدويل إلى صيغة العولمة.

العولمة المالية باعتبارها المستوى الملموس، و بشكل كاف من المستويات المتعددة لظاهرة العولمة، ارتبط ظهورها بثلاث مؤشرات أساسية و هي:

#### المؤشر الأول:- هزيمة الكينزية و حالة التحرير المالي المحلي و الدولي.

عقب هزيمة الكينزية بدأ عصر جديد مختلف تماما عن السابق فقد تغير التنظيم الصناعي، من وحدة الإنتاج الكبير (نظام فورد للإنتاج) إلى نظام شبكة الإنتاج، المتكون من وحدات إنتاجية متباعدة منتشرة في أرجاء العالم كله، و ليس المصنع الكبير القائم في موطن واحد، بالتالي لم تعد مخاطر السوق المحلي هي القائمة، و إنما مخاطر أسعار الصرف و أسعار الفائدة الدولية، فساد الاضطراب و التوتر مع تراجع معدلات النمو و زيادة البطالة و التضخم في أن واحد "الركود التضخمي- Stagflation، ليفقد بذلك النموذج الكينزي و من خلاله التدخل الحكومي مفعوله، في ضمان استقرار النمو و تحقيق التوظيف الكامل، و في المقابل الصعود القوي لأفكار الليبرالية الجديدة بقيادة ميلتون فريدمان و فون هايك، الداعية إلى إلغاء كل الضوابط و القيود المالية المنظمة و تحرير الرأسمال و الخصخصة، و لا شك أن التقدم التكنولوجي الكبير



الذي يشهده العالم في حقل الاتصالات و نقل المعلومات، قد ساهم في التسريع نحو هذا الاتجاه على الصعيدين المحلي و الدولي.

### المؤشر الثاني:- انهيار بريتونوودز.

كان تحرير النقد من سيطرة الدولة قد بدأ مع إلغاء أسعار الصرف الثابتة لعملات البلدان الصناعية الكبرى في عام 1973، أما قبل هذا التاريخ فقد كانت قواعد بريتونوودز هي السائدة، و التي تم التوقيع عليها في جويلية 1944 من طرف الدول المنتصرة في الحرب العالمية الثانية، ليتم وضع نظام نقدي دولي أوفى بمتطلبات الاستقرار، على مدى ثلاثين عام أو ما يعرف بالثلاثين عاما المجيدة.

و بانتهاء عصر الثبات النسبي لأسعار الصرف يدخل العالم عصر التعويم بعد مؤتمر جمايكا عام 1976، و مع بداية عصر التعويم تبدأ مرحلة حاسمة و جديدة في مسار العولمة المالية، و لقد تزامن ذلك مع دخول اقتصاديات البلدان الصناعية المتقدمة مرحلة الركود التضخمي، و تدهورت فيها معدلات الاستثمار و نمو الإنتاجية، في الوقت الذي تشكل فيه على الصعيد العالمي أكبر فائض مالي في تاريخ النظام الرأسمالي، و نعني بذلك الفوائض النفطية بالتزامن مع التزايد المتسارع الذي كان يحدث للفائض الياباني، و إلى حد ما الفائض الذي تحققه ألمانيا الغربية، و هو ما انعكس في ظهور و تطور سوق "الأورو- دولار".

### المؤشر الثالث:- نهاية الحرب الباردة "إخلال التوازن بين العمل و رأس المال".

انتهت الحرب الباردة على إثر الانهيار المفاجئ للاتحاد السوفياتي و دول أوروبا الشرقية، و لقد وصفها سمير أمين بأنها هي الحرب، باعتبار أن السمة المركزية للمرحلة الجديدة هو الميل الكبير و المتنامي، لإخلال التوازن بين العمل و رأس المال، في ظل الانتشار الواسع لأفكار الليبرالية الجديدة و تراجع دور الدولة في الاقتصاد الكينزي، فقد أدت الثورة التقنية خلال العقود الثلاث الماضية إلى تخفيض الأجور و ساعات العمل، مع إحلال الآلة مكان الإنسان و اتساع نطاق التحكم الآلي، بمعنى آخر أدى إلى إعادة هندسة العمل البشري، حيث تم إدماج بعض الوظائف في بعضها الآخر، و تدريب العمال على أعمال ذات مهارات متعددة، و من ثم إلغاء عدد من الوظائف دون أن يؤدي ذلك إلى نقص في الإنتاج، فلم تعد هناك حاجة إلى التوازن أو التوافق مع نقابات العمال من خلال المساومة الجماعية.

و العولمة بهذا الصدد كمرحلة متقدمة و جديدة في تطور الرأسمالية، تتجلى بشكل واضح في هذه الحقبة من التطور التقني الذي تديره الرأسمالية، و التي في ظلها تنمو الإنتاجية بوتيرة أسرع من نمو الناتج المحلي الإجمالي، و حصيلة هذا التوازن هو زيادة في معدلات النمو، لكنه لا يفضي إلى زيادة فرص العمل و بالتالي اختلال التوازن بين العمل و رأس المال.

و في إطار الاستراتيجية الجديدة أي زيادة العائد و خفض التكلفة يلجأ الرأسمال المالي الدولي، بالإضافة إلى الإنفاق الاستثماري في الميدان التقني إلى النقل المكاني لمصانعها و فروعها عبر القارات،

أين تتوفر الأجور المتدنية تحت شعار "تجارة بلا حدود و بلا قيود" القائمة على فتح أبواب التجارة للسلع، و فتح الأبواب لحركة الرأسمال من دون حرية انتقال العمل، لتكشف عن واقع أننا إزاء سوق مبتور في حالة قطع، ليكون بذلك انتقال الصناعة إلى البلدان كثيفة العمالة، يعني انتقالها للعمل و التي تختلف مضمونا عن انتقال العمل نفسه، مستغلة الفروق في الإنتاجية و عائد العمل، فعلى مستوى البلدان الصناعية المتطورة يمكن ملاحظة أن فروق الإنتاجية، يقابله فرق موازي في الأجور أو على الأقل قريب من ذلك الفرق، بينما في الدول المتخلفة فإن الفروق في الإنتاجية يقابله فرق أشد في الأجور الحقيقية.

الشكل (1): تطور معدل الربح (%) في الولايات المتحدة و أوروبا.



Source: GerardDumenil et Dominique Levy, "Couts et Avantages du Néolibéralisme. une Analyse de Classe", Presses Universitaires de France, Paris, 2005, p 10.

لذلك يمكن القول أن السياسات الاقتصادية الجديدة قد أعادت النقاش حول العلاقة بين العمل و رأس المال، فتدني مكانه العمل بنسب مختلفة في مختلف الدول رافقه الزيادة في قوة الرأسمال المالي، فالسياسات النقدية المتشددة أضعفت قوة التفاوض للنقابات، و التي عليها الوفاء بالعديد من التعهدات كرفع الأجور و الحماية الاجتماعية و زيادة فرص العمل، فما يلاحظ هو الارتفاع الكبير في نسبة البطالة و التفاوت في الأجور، و ذلك حسب درجة التأهيل و الكفاءة التي تتطلبها التكنولوجيات الجديدة.

و توزيع الدخل بين العمل و رأس المال كان له تأثير قوي على تخفيض حصة أو نصيب الأجور من القيمة المضافة، و في المقابل ارتفعت الحصة الموجهة إلى رأس المال، هذا التطور ساهم في تحسين نتائج المؤسسة و الشكل البياني (1) يوضح ذلك، و يعتبر ذلك واحد من أهم مجموع الأهداف الاقتصادية الجديدة و الجدول (1) يوضح ذلك.

الجدول (1): تقسيم القيمة المضافة.

حصة الأجر من الـ PIB (%)				الدول
2002-2001	2000-91	90-81	80-71	
67,8	67,2	68,7	70,0	الو. م. أ
68,4	69,4	72,5	74,6	الاتحاد الأوروبي (15)
69,2	69,4	74,5	75,5	فرنسا
66,9	68,1	70,9	73,7	ألمانيا
72,9	72,9	73,4	73,6	المملكة المتحدة
67,4	70,8	74,3	76,6	إيطاليا

Source: Dominique Plihon, "Le Nouveau Capitalisme", La Découverte, Paris, 2004, p 53.

يبين الجدول (1) أن حصة الأجر في الدول الأوروبية (15) انخفضت بـ 6 نقاط مئوية من الناتج المحلي الإجمالي، من معدل 74,6% في الفترة ما بين 1971-1980 إلى 68,4% في الفترة 2001-2002، وهناك عاملين رئيسيين لتفسير هذا التطور في تقسيم القيمة المضافة: ارتفاع نسبة البطالة.

- ارتفاع معدلات الفائدة سنوات الثمانينيات التي رفعت حصة الأجر المتجهة نحو رأس المال. كما ساهم في زيادة حدة الاختلال و تعميق الفجوة بين العمل و الرأسمال، التوجهات المالية الخالصة- Financiarisation (أي تدفقات المحافظ المالية على حساب تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر) غير الإنتاجية للشركات الصناعية الكبرى.

ما يمكن استخلاصه من هذه المرحلة أن تراجع الفكر الكينزي و التخلي بشكل نهائي عن نظم الصرف الثابتة، و في المقابل الصعود القوي لليبرالية الجديدة و تبني نظم الصرف المعمومة بالإضافة إلى نهاية الحرب الباردة، و ما ترتب عن ذلك من حالة إخلال التوازن بين العمل و الرأسمال، في ظل التقدم الكبير الذي تشهده ثورة المعلومات و الاتصالات، حيث كان لكل هذه التطورات الأثر الكبير في تعميق الاتجاه نحو التحرير المالي الدولي، و التحول إلى ما يسمى بالانفتاح المالي و العولمة المالية، من خلال تعزيز الارتباط و الاندماج بين أسواق المال المحلية و العالم الخارجي (الأسواق المالية العالمية).

### I-6- البيئة الاقتصادية الملائمة لتطور النظام المالي الدولي.

إن توفر البيئة الاقتصادية المشجعة و الملائمة من خلال عمليات التحرير المالي الواسعة التي شملت معظم الدول المتقدمة، و بالأخص الولايات المتحدة الأمريكية بالإضافة إلى الصعود القوي و المهيمن لمؤسسات ادخار دولية النشاط، و نقصد بذلك "المستثمرين المؤسسيين" مهمتهم تجميع مدخرات الأفراد و توظيفها بشكل جماعي على شكل قيم منقولة (أسهم و سندات)، و ذلك على حساب التوظيف البنكي مما فرض على البنوك واقعا جديدا لتطوير أدواتها و أساليبها، مما أدى إلى تراجع دور الوساطة البنكية، و قد كان لكل هذه التغيرات دورا كبيرا في تغيير طبيعة النظام المالي الدولي.

و تجسد ذلك في مما لا شك فيه أن نمو المعاملات المالية الدولية و زيادة تدفقات رؤوس الأموال في العقدين الماضيين، كان راجعا إلى حد كبير إلى عمليات التحرير التي حدثت في حساب رأس المال، للعديد

من البلدان الصناعية المتقدمة و لبعض البلدان النامية و الدول التي كانت اشتراكية، نظرا للاعتقاد الكبير من جانب البلدان ذات الفائض و الشركات دولية النشاط و صناديق الاستثمار، فيما يمكن أن يحققه تحرير حساب رأس المال من فرص استثمارية مجزية، و من ثم استيعابه لفائض رؤوس الأموال، فكان تحرير الأسواق المالية الرأسمالية بالإضافة إلى التحسينات السريعة، في تكنولوجيا المعلومات و الاتصالات و عولمة الاقتصاديات الوطنية الدافع الأساسي للابتكار المالي، و زيادة تحركات رؤوس الموال عبر الحدود و التي شملت معظم الاقتصاديات الصناعية المتطورة، إلا أنها كانت أكثر شمولا في الولايات المتحدة الأمريكية، فماذا نعني بالتحرير المالي؟ و ما هي شروطه؟ و المرتكزات التي يقوم عليها؟

### I-6-1- التحرير المالي.

يمكن تعريف التحرير المالي بالمعنى الضيق، باعتباره مجموعة من الإجراءات السياسية لخفض درجة القيود المفروضة على عمليات الأسواق المالية، أما التعريف بمعناه الشامل فيمكن أن يتضمن إجراءات لتطوير كفاءة النظام المالي و سلامته، و بموجب هذا التعريف يمكن أن نطلق مصطلح التحرير المالي، على عدد من الإجراءات تهدف إلى تطوير أسواق المال مثلا.

أما أساليب التحرير المالي فتختلف فيما بين البلدان و تعتمد على الأهداف المحددة للسياسة العامة، و يمكن تقسيم مبادرات التحرير المالي إلى:

#### أولاً:- التحرير المالي الداخلي.

و يشمل إجراءات لتحرير القطاع المالي إلغاء القيود على أسعار الفائدة و تحرير الرسوم و الصرف و زيادة استقلالية المؤسسات المالية، و إلغاء القواعد التنظيمية المفروضة مثل السقوف الائتمانية، بالإضافة إلى القيام بإجراءات لتحسين إطار السياسة النقدية، و تتضمن تطوير أدوات غير مباشرة للسياسة النقدية، و خفض التسهيلات الائتمانية التفضيلية في القطاعات ذات الأولوية، و تخفيف القيود المباشرة على الائتمان و القيام بإجراءات لتشجيع المنافسة في القطاع المالي، كتقليل الحواجز أمام الانضمام للسوق أو الانسحاب منه، و توسيع نطاق الأعمال أمام المؤسسات المالية، إعادة هيكلة البنوك التي تديرها الدولة و تحويلها إلى القطاع الخاص، و أيضا تطوير الأسواق المالية من خلال إنشاء شبكة للتعامل بين السماسرة و الوسطاء في السوق المالي، و تطوير أدوات جديدة بالإضافة إلى دعم الهيكل الإشرافي و تحسين درجة الشفافية... الخ.

#### ثانيا- التحرير المالي الدولي.

و يتضمن إجراءات لفتح الحساب الرأسمالي و تحرير التجارة في الخدمات المالية، و تشمل القيود على الاستثمار الأجنبي المباشر الوافد أو المتجه إلى الخارج، و السماح بالحيازات الخاصة من العملات الأجنبية بمعنى إلغاء القيود على معاملات النقد الأجنبي، و الضوابط الأخرى المرتبطة بهذه المعاملات، و أيضا إلغاء القيود على المعاملات المتعلقة بالاستثمار في سوق الأوراق المالية (الأسهم و السندات، الأوراق

الاستثمارية، المستقبلية...)، و المعاملات المتعلقة بأصول الثروة العقارية، و التحرك نحو نظام لسعر الصرف العائم يتحدد على أساس قوى السوق، و إتاحة الأسواق أمام المؤسسات المالية الأجنبية على أساس غير تمييزي.

و عملية التحرير المالي سواء على المستوى الداخلي أو الدولي، مرتبطة أساسا كما سبق ذكره بالعودة القوية لليبراليين الجدد، على إثر الأزمة التي عانت منها أهم الاقتصاديات الرأسمالية خلال سنوات السبعينيات (ركود النمو الاقتصادي مع تسارع معدلات التضخم...)، و التي زادت من حدتها الأزمة البترولية 1973-1974، فدخل الاقتصاد العالمي في حالة من عدم الاستقرار، مع انهيار نظام بريتونوودز حيث تم تعويم جميع العملات الرئيسية و في مقدمتها الدولار، و زيادة على ذلك عانت المؤسسات من انخفاض ملحوظ في معدل ربحها ابتداء من منتصف الستينيات، مما دفع بالأوساط الصناعية و المالية إلى الضغط على حكوماتها لتغيير سياساتها الاقتصادية، و إزالة كل العوائق أمام إعادة هيكلة الرأسمالية حيث ارتكزت عمليات التحرير المالي على:

#### أ- رفع القيود و الضوابط (اللاتنظيم) - La Déréglementation.

مع بداية تنفيذ ما يطلق عليها "الثورة المحافظة"، بقيادة الرئيس الأمريكي السابق رونالد ريغن- Ronald Reagan و الوزير الأول البريطاني مارغريت تاتشر- Margaret Thatcher، خلال سنوات الثمانينيات فقدت الدولة رقابتها على الأسواق المالية الدولية، و حركة رؤوس الأموال و المنتجات المالية الأخرى، بالإضافة إلى أن التعامل بالقيم المنقولة لم يعد حكرا على الوسطاء التقليديين (السماسرة و البنوك)، فأصبحت الأوراق المالية تباع و تشتري من طرف مؤسسات مالية محلية و أجنبية، كذلك إعطاء كل الحرية للمبادرة الفردية و المؤسسات لتحريك ديناميكية الاقتصاد، و حسب هذا المفهوم لم تعد القواعد و الضوابط قابلة للتطبيق، فمن خلال وجود "سوق مالي متطور" يمكن استعادة الاستثمار و النمو، مما يزيد من فعالية الجهاز الإنتاجي.

إن التغيير قوي الاتجاه في السياسة النقدية ابتداء من عام 1979 و فيما بعد في الدول الكبرى الأخرى الصناعية، لمواجهة التضخم المتفاقم في تلك الفترة و الذي أصبح من أولويات الأهداف، جعل البنك الفيدرالي الأمريكي يتشدد في سياسته و نتج عن ذلك ارتفاع ملحوظ في معدلات الفائدة لصالح الدائنين، الذين استفادوا من معدل فائدة حقيقي مرتفع (المصحح بالتضخم)، و الذي وصل إلى معدلات لم يشهدها منذ الحرب العالمية الثانية، فقد تجاوز في بضعة أشهر من 2-3% إلى 10-12% مع بداية سنوات الثمانينيات، و مثل هذا الانتصار الأول للرأسمال المالي، كما تم وضع نظام جديد أصبحت من خلاله أسواق رؤوس الأموال أكثر أهمية من التمويل البنكي، و تصدر بذلك المنطق التنافسي السياسات العامة في ضبط النظام المالي، فوضع نظام جديد "اقتصاد الأسواق المالية المحررة" مكان اقتصاد الاستدانة المدار و المسير

إداريا، الذي سيطر على مدى الثلاثين سنة المجيدة- Les Trente Glorieuses التي امتدت من 1945-1975، و كمثل على ذلك قامت المملكة المتحدة في خريف 1986 بإصلاح هام في البورصة أو ما يعرف بنظام "Big-bang"، الذي خفف من قواعد السمسرة أو الوساطة و ذلك برفع القيود و التنظيمات، على العمليات في البورصة و خلق أنواع جديدة من الأسواق.

و في سنة 1988 تم وضع إصلاحات لصالح السوق المالي الفرنسي، حيث فقد أعوان الصرف احتكارهم للمتاجرة بالقيم المنقولة، فالأوراق المالية أصبحت تباع و تشتري من طرف مؤسسات مالية محلية و أجنبية، كما تم رفع القيود على عمليات السمسرة و عممت برامج الإعلام الآلي في باريس بداية سنة 1986.

و قد تجسدت بشكل خاص عمليات التحرير المطلق المرافقة بخصخصة البنوك، و الخلق الواسع لأسواق رؤوس الأموال في (15) دولة للاتحاد الأوروبي، من خلال وضع و إنشاء سوق موحد لرؤوس الأموال، قائم على أسس و قواعد مشتركة في 1990 و خلق عملة موحدة 1999.

و كانت للسياسات الجديدة الموضوعية من طرف الحكومات لأهم الدول الصناعية تأثيرات معتبرة، حيث أعطت هذه السياسات بشكل خاص دفعا قويا باتجاه عملية العولمة المالية، أدت إلى خلق سوق موحد للنقود على المستوى العالمي "Méga-Marché" المتميز بـ:

**وحدة المكان:-** الأماكن المالية الوطنية على اتصال دائم و مستمر بواسطة شبكات جد متطورة للاتصالات.

**وحدة الزمان:-** يعمل هذا السوق بشكل متواصل 24 س/سا 24 سا بالتعاقب، بين الأماكن الرئيسية من أقصى الشرق إلى أوروبا ثم إلى أمريكا الشمالية.

### ب- رفع الحواجز و انفتاح الأسواق- Le Décloisonnement des Marchés.

حتى بداية سنوات الثمانينيات بقي النظام المالي لعدد من الدول منغلقا و دوائر التمويل مستقلة و تستجيب حسب الحاجة لكل سوق، فأسواق المال كانت مجزأة و مقسمة حسب آجالها (قروض، أسواق نقدية للتمويل قصير الأجل، السوق المالي للعمليات المتوسطة و الطويلة)، بالإضافة إلى تخصيص أدوات التوظيف، حيث كان الوصول إلى مختلف الأسواق مخصص لعدد محدود من الأعوان الاقتصاديين، و مع رفع الحواجز و الانفتاح على الأسواق الخارجية و داخل الأسواق الوطنية نفسها، سوق النقود (سوق قصير الأجل)، السوق المالي (سوق رؤوس الأموال طويلة الأجل)، سوق الصرف (تبادل العملات فيما بينها)، السوق الأجل (للتغطية)، أصبح من يريد الاستثمار أو الاقتراض و يبحث عن أحسن عائد ينتقل من سند إلى آخر و من عملة إلى أخرى، سندات الأورو إلى أسهم بالدولار و من سندات خاصة إلى سندات الخزينة، هذه الأسواق خاصة (المالية، الصرف الأجل...)، تحولت في مجموعها إلى سوق مالي شامل و الذي نفسه تحول

إلى سوق عالمي، و انفتاح الأسواق يعني خلق جسر بين السوق المالي (تمويل طويل الأجل) و السوق النقدي (تمويل قصير الأجل)، و أيضا عدم التخصص البنكي - Déspécialisation.

تحقق فتح مختلف الأسواق بسهولة نوعا ما بفعل إلغاء الرقابة على الصرف، ففي الولايات المتحدة تم إلغاء اتفاقية 1933، و التي تميز بين البنوك التجارية (التي تمارس النشاط التقليدي) و بنوك الاستثمار (توظيف الأوراق المالية...)، فمنذ منتصف سنوات الثمانينيات سمح للبنوك التجارية أن توظف أوراق مالية لحساب مؤسسات صناعية، و منذ بداية 1990 تركت العديد من الدول بنوكها تتدخل في عمليات التوسط - Courtage، و الاكتتاب في الأوراق المالية كما يمكنها تنويع نشاطاتها في التأمين، العقار... الخ، فرجع الحواجز بين الأسواق و الأنشطة يؤدي إلى عدم التخصص في نشاط بعينه، ففي فرنسا مثلا، عرفت الأسواق المالية تعديلات عميقة منذ 1984 و حتى 1987، ففي سنة 1986 أنشأت (MATIF) Marché à Terme d'Instruments Financiers التي دفعت إلى تطور المشتقات، ليتبعها سنة 1987 خلق (MONEP) Ouvert en Bourse de Paris Marché des Options Négociables التي يتم التفاوض بها على خيارات الأسهم، و لهذا فمن خلال خلق أدوات جديدة تسمح بتوحيد الأسواق تم إنشاء مجموعة من الأصول قصيرة و طويلة الأجل، فقانون 24 جانفي 1984 بفرنسا و الخاص بالنشاط و الرقابة على مؤسسات الائتمان، قد عرف فتح الأسواق أمام النظام المالي، و ذلك بمعالجة قدم الأطر التشريعية التي تعيق المنافسة في القطاع المصرفي.

### ج- عدم الوساطة - La Désintermédiation.

إن صعود الوساطة المالية المباشرة(\*) بفضل استقطاب اختلالات المبادلات التجارية ما بين الدول المتقدمة، أدى إلى ظهور أشكال جديدة للتمويل الدولي مرتكزا على الأوراق المالية، و لهذا فإن الدول المصنعة (دائنة أو مدينة) تفضل التعامل بالأوراق المالية المرتبطة بالقروض (أو الودائع) البنكية، و من جهة أخرى فإن حاجة البنوك لتطوير أموالها الخاصة، جعلت منها عوامل مهمة للأسواق المالية المحلية و الدولية كمصدر للأوراق المالية.

و بصفة عامة فإن توريق الميزانيات تمت في إطار تراجع النواتج (مداخل النشاط التقليدي للبنوك)، بفعل تصاعد المنافسة من جانب الوسطاء الماليين غير المصرفيين - Les Entités Financières non Bancaires، بما فيهم المستثمرين المؤسساتيين (صناديق التقاعد، شركات التأمين، صناديق الاستثمار...)، و ذلك بنزع الديون المشكوك فيها من الميزانية العادية و جعلها وسيطة في السوق، بتوظيفها لدى المقترضين النهائيين في صورة أوراق قابلة للتجديد و بمعدل متغير، فتسيير أزمة المديونية أبرز مثال على

(\*) و يقصد بها تمويل الاقتصاد أو عون اقتصادي عن طريق السوق، أي التوجه المباشر لجمهور المدخرين (المكاتبين)، أو عادة عن طريق إصدار الأوراق المالية القابلة للتفاوض في السوق المالي.

ظاهرة توريق الديون البنكية المشكوك فيها، إذ نقلت البنوك المخاطر المالية خاصة خطر القرض من ميزانيتها إلى أسواق القيم المنقولة بتنفيذ مثلا، مبادلات على معدل الفائدة و عمليات أخرى على المشتقات.

## II- العولمة ... التكامل و الاعتماد المتبادل.

منذ 1995 زادت تدفقات رؤوس الأموال العالمية ثلاث مرات لتبلغ 6400 مليار دولار بما يصل نحو 14,5% من الناتج المحلي الإجمالي العالمي، بعد أن ظلت 15 سنة في نطاق ضيق نسبيا ما بين 1-4%.

و يرجع قدر كبير من هذا التحرك إلى عدد من الاتجاهات إذ يزداد تنوع الاستثمارات عبر الحدود، كما أن أسواق رأس المال العالمية تغدو أكثر تكاملا نتيجة للتحرير و التقدم التكنولوجي، و يوفر المناخ الاقتصادي الحالي الكثير من فرص النمو حول العالم، كل هذه العوامل و ما صاحبه من نمو سريع في الأصول المتأتية عبر الحدود (ASG) Actifs Sous Gestion تفوق الأصول المحلية المتاحة، في ارتفاع التدفقات عبر الحدود و شجع انخفاض علاوات المخاطر (\*) (هوامش المخاطر)-Primes de Risque، إن انخفاض هوامش الخطر على أصول المستثمرين، يشجع على المغامرة في الاستثمار في مجالات أدنى على منحنى الائتمان، هذا التطور صاحبه ارتفاع مفرط في الإقراض و الاقتراض مع تحمل عال للمخاطر.

و قد أدى حجم هذه التدفقات عبر الحدود و سرعة خطى الابتكار إلى إثارة القلق بشأن الاستقرار المالي، حيث تتذكر البلدان أن فترات الازدهار (الرواج) الماضية في الاستثمارات المالية تبعتها الأزمات.

و منذ ثلاثة عقود ربما كان المستثمر الذي يسعى لإنشاء مصنعا جديدا يصادف ما يعوقه عن الاقتراض من بنك محلي، أما الآن فتتوافر له إمكانيات كثيرة للاختيار بينها فهو يستطيع التسوق في أنحاء العالم للحصول على قرض بسعر فائدة أقل، و الاقتراض بالعملة الأجنبية إذا كانت القروض بالعملة الأجنبية بشروط أكثر جاذبية من القروض بالعملة المحلية، و يستطيع إصدار أسهم أو سندات سواء في أسواق المال المحلية أو الدولية، و يستطيع أن يختار من مجموعة متنوعة من المنتجات المالية التي ترمي إلى مساعدته في تغطية المخاطر المحتملة، بل يستطيع أيضا أن يبيع أسهما لشركة أجنبية، و حققت العولمة المالية منافع كبيرة للاقتصاديات الوطنية و للمستثمرين و المدخرين، و لكنها غيرت أيضا هيكل الأسواق و خلقت مخاطر و تحديات جديدة للمشاركين في الأسواق و لصانعي السياسات.

## II-1- ما هي العولمة.

و هي العملية التي من خلالها يؤدي التدفق الحر المتزايد للأفكار و المعلومات و الناس و السلع و الخدمات و رأس المال، إلى تكامل الاقتصاديات و المجتمعات و هي بذلك ليست ظاهرة جديدة، فقد كانت قائمة طوال التاريخ المسجل و إذا لم يكن ذلك في خط و أسلوب مستقيم.

(\*) و تعرف كذلك بعلاوات أسواق السندات- Oblegataire Les Marges، و هي الفارق بين عوائد السندات في سوق ناشئة معينة، و بين العوائد المقابلة في سوق مرجعية ناضجة يقاس عليها مثل: PIBOR, LIBOR Bond Spreads، و كلما اتسع الفارق لصالح سندات الأسواق الناشئة كلما زادت المخاطرة و احتمال تحقيق عوائد أفضل.



لقد حققت العولمة ازدهارا متصاعدا للبلدان التي شاركت فيها فقد زادت المداخل و ارتفع مستوى المعيشة في أجزاء كثيرة في العالم، و ذلك جزئيا بإتاحة التكنولوجيا المتقدمة للبلدان الأقل تقدما، فمنذ عام 1960 مثلا ارتفع متوسط العمر المتوقع في الهند بأكثر من 20 عاما، و انخفضت الأمية في كوريا من حوالي 30% إلى صفر تقريبا، و ترجع هذه التحسينات إلى عدد من العوامل و لكن لم يكن من المرجح حدوثها بدون العولمة، بالإضافة إلى أن زيادة التكامل عززت حرية الإنسان عن طريق نشر المعلومات و تعدد الخيارات.

### II-1-1- العولمة اليوم.

مر العالم بموجات متتابعة مما نسميه الآن العولمة ترجع بدايتها إلى ماركو بولو- Marco Polo في القرن الثالث عشر، و تشترك تلك الفترات في بعض السمات التي تجمعها مع الفترة الخاصة بنا و هي، توسع التجارة، انتشار التكنولوجيا، و امتداد الهجرة، و التفاعل بين مختلف الثقافات.

و بنهاية القرن 19 كان العالم قد تعولم بالفعل بدرجة كبيرة فقد أدى انخفاض تكلفة الشحن بالسفن إلى زيادة سريعة في التجارة، و في عام 1913 وصلت نسبة التجارة العالمية إلى الإنتاج العالمي إلى ذروة لم تحدث مرة أخرى حتى عام 1970، و صاحب نمو التجارة تدفقات لرؤوس الأموال لم يسبق لها مثيل من قبل، وصلت إلى 10% من الناتج المحلي الإجمالي بالأرقام الصافية في عدد من البلدان المستثمرة و المتلقية، كما صاحبها هجرة كانت بالنسبة للعديد من البلدان تمثل 0,5% من السكان في السنة خاصة إلى الأمريكيتين.

و بعد الحربين العالميتين و الركود العظيم-La Grande Dépression بدأت موجة جديدة من العولمة، تتميز بمزيد من الانخفاض في تكاليف الشحن التي هبطت بمقدار النصف بالقيمة الحقيقية من 1940 إلى 1960، و توسع الشركات المتعددة الجنسيات الحديثة التي تكيفت مع الحواجز التي تفرضها اللغة و السياسات التجارية الوطنية و عوامل أخرى، و النمو الذي لم يسبق له مثيل في الإنتاج و في مستويات المعيشة.

و منذ 1970 زادت ديناميات العولمة بالسهولة التي لم يسبق لها مثيل في تبادل المعلومات و تجهيزها، بفضل التطور السريع في تكنولوجيات الكمبيوتر و الاتصالات السلكية و اللاسلكية، و التي خفضت منذ عام 1970 التكلفة الحقيقية لعمل الكمبيوتر و الاتصالات بنسبة 99% بالأسعار الحقيقية، و قد وسع هذا التقدم في التكنولوجيا بشكل ثابت و أكيد، مجال و نوعية الخدمات التي يمكن المتاجرة فيها بما في ذلك الخدمات التي تساند التجارة في السلع، الأمر الذي زاد من تكامل الاقتصاد العالمي.

و كل هذا يتفق مع النظرية الاقتصادية كما يقدمها هكشر- أولين- صامولسون- Hecksher- Olin Samuelson للتجارة- Le Modèle des Echanges، بأن وجود عالم متكامل تماما اقتصاديا يوفر أكبر

مجال لزيادة الرفاه الإنساني لأقصى حد، و هذا القول مبني على افتراضات عن الحركة الدولية الحرة للسلع و عوامل الإنتاج (رأس المال و العمل)، و توفر المعلومات و انتقالها الحر و درجة عالية من المنافسة. و في العالم الواقعي نجد أنه مازالت هناك عوائق أمام الحركة الحرة لرأس المال و العمل، و هناك عوائق مهمة في طريق التجارة بالرغم من التقدم الكبير في تحرير التجارة منذ الحرب العالمية الثانية، فجولة الدوحة الأخيرة للتنمية هي الجولة العاشرة للتجارة، و كانت تجارة السلع المتصاعدة هي إحدى العلامات المميزة لعملية العولمة، و تفوق المكاسب التي تحققت من تحرير التجارة في العقود الأخيرة التكاليف بهامش كبير جدا، إذ يقدر أن اتفاقية جولة أوروغواي التجارية التي تم التوصل إليها في عام 1995 حققت أكثر من 100 مليار دولار في السنة من المزايا الصافية، و هي مزايا تراكمت أساسا لدى البلدان التي قللت من حواجز التجارة لديها.

و قد حقق تكامل أسواق رأس المال أيضا تقدما كبيرا في العقود الأخيرة و لكن في حين أن مزايا عولمة التجارة واضحة نسبيا، فإن الأمر يقتضي أن تحقق البلدان النامية شروط أساسية حتى تستفيد من العولمة المالية، و حتى لا تتعرض لزيادة احتمال وقوع أزمة في العملة أو أزمة مصرفية، و لهذا فإن التعامل مع تحرير الحسابات لا بد و أن يتم بحرص أكثر كثيرا مما حدث خلال أعوام منتصف التسعينيات، و تساهم تدفقات رأس المال في النمو بتنشيط الاستثمار و التقدم التقني و تعزيز التنمية المالية بكفاءة و تنافسية أكبر، و إذا ما اجتمع الانفتاح أمام تدفقات رأس المال مع سياسات محلية سليمة، فإنه يتيح للبلاد الوصول إلى مورد أكبر كثيرا من الرأسمال تستطيع به أن تمويل التنمية، و الاستثمار الأجنبي المباشر بشكل خاص بالمقارنة بتدفقات المحافظ المتقلبة، فهو يعجل بكل من تراكم رأس المال و استيعاب التكنولوجيات الأجنبية، و قد تبين أنه مثل التجارة يعزز النمو الاقتصادي، و يمكن أن تلخيص ما يلي:

- حدث 70% انخفاض في تكلفة النقل البحري بين عام 1920 و 1990.
  - حدث 84% انخفاض في تكلفة النقل الجوي بين عام 1930 و 1990.
  - 60,42 دولار كانت تكلفة مكالمة مدتها 3 دقائق من نيويورك إلى لندن في 1960 (بأسعار عام 2000).
  - 0,40 دولار أصبحت تكلفة نفس المكالمة في عام 2000 (بأسعار عام 2000).
  - 1 869 004 دولار كان سعر جهاز الإعلام الآلي و ملحقاته في عام 1960 (مقارنة بأسعار سنة 2000).
  - 1 000 دولار سعر الجهاز (الكمبيوتر) المماثل في عام 2000.
- و شهدت الفترة أواخر القرن 19 و أوائل القرن 20 و الفترة ما بعد الخمسينيات، أقوى نمو مستمر للإنتاج في تاريخ العالم، و يمكن لنا أن نلخص المسار الزمني للعولمة كما يلي:

## أولاً:- أواخر القرن 19 و بداية القرن 20.

حدث نمو سريع في التجارة العالمية نتيجة الانخفاض الحاد في تكاليف النقل، انخفاض الرسوم الجمركية و الاختراعات الرئيسية مثل، محرك الاحتراق الداخلي و السفن البخارية التجارية و الهاتف و التلغراف، و نتج عن هذا التوسع في الصادرات و التدفق الهائل لرؤوس الأموال من أوروبا الغربية إلى الدول سريعة النمو في الأمريكيتين و استراليا و غيرها، كما كانت الهجرة كبيرة جدا خلال تلك الفترة.

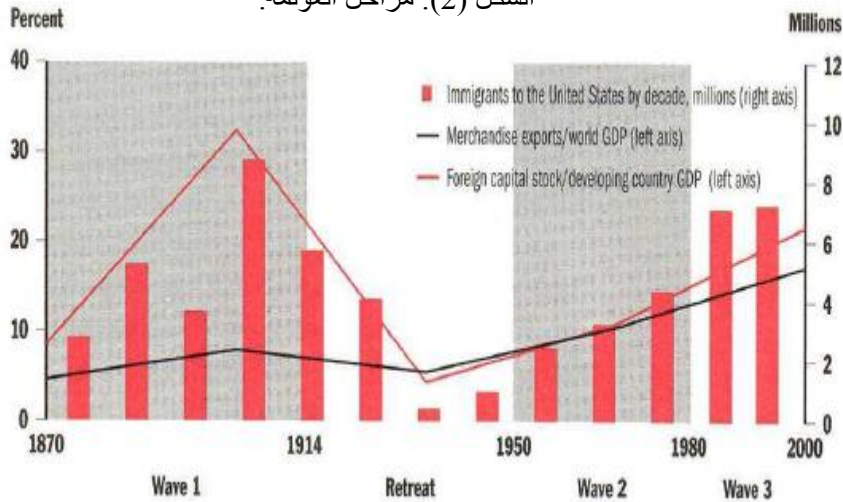
## ثانياً:- فترة ما بين 1914-1950.

أدى نشوب الحربين العالميتين و المحاولة غير الناجحة لإحياء قاعدة الذهب و الكساد العظيم، إلى ظهور النزعة الحمائية و إلى عرقلة التكامل العالمي.

## ثالثاً:- فترة ما بعد 1950.

استؤنفت العولمة مع تراجع الحواجز التي ظهرت في الثلاثينيات أمام التجارة و التدفقات الرأسمالية و واصلت التكنولوجيا تقدمها، خاصة في مجال الاتصالات و الإعلام الآلي و شهدت فترة العولمة هذه ارتفاعا ملحوظا في مستويات المعيشة و تحسينات جوهرية في الصحة و التعليم، و الشكل البياني (2) يلخص فترات ازدهار العولمة و فترات تراجعها.

الشكل (2): مراحل العولمة.



Source: Foreign Capital Stock/Developing Country GDP, Maddison 2001, Table 3.3: Merchandise Exports/World GDP, Maddison 2001, Table f-5 Migration: Immigration and Naturalization Service 1998.

## II-2- القوى التي تدفع العولمة.

و تبرز هنا أربعة عناصر أساسية تفاعلت فيما بينها و أدت إلى عولمة التمويل:

### II-2-1- التقدم التكنولوجي.

فقد جعلت أوجه التقدم في تكنولوجيا المعلومات و الإعلام الآلي من الأيسر للمشاركين في الأسواق و سلطات كل بلد، جمع و معالجة المعلومات التي يحتاجون إليها لقياس-Mesurer و رصد-Surveiller و

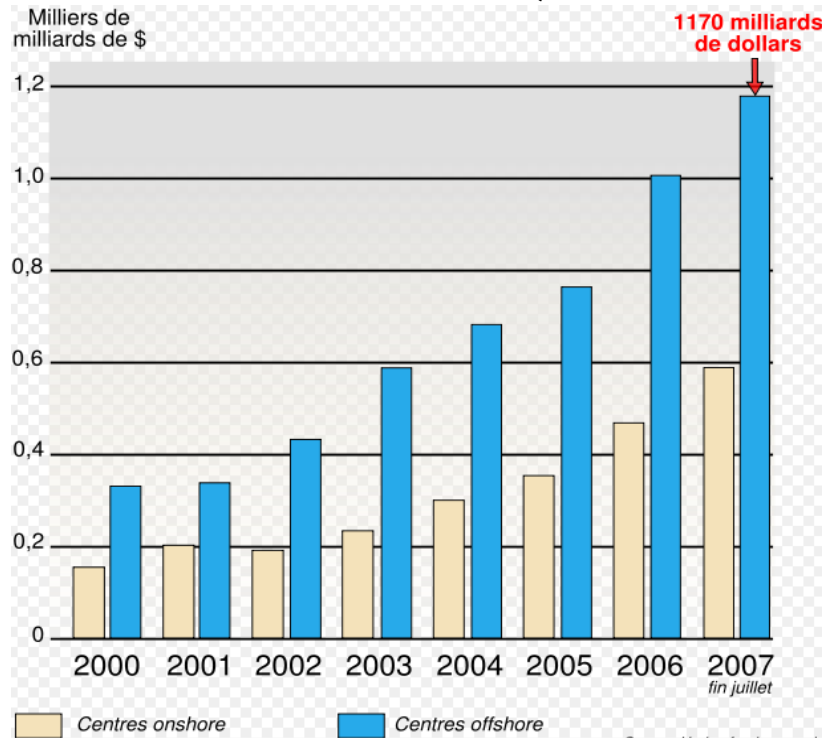
إدارة- Gérer المخاطر المالية، تقييم و تداول الأدوات المالية الجديدة المعقدة التي تطورت في الأعوام الأخيرة، و الصفقات الكثيرة و المنتشرة عبر المراكز المالية الدولية.

## II-2-2- الانفتاح التجاري.

و قد أحرزت عولمة الاقتصاديات الوطنية تقدما كبيرا كمنشأ اقتصادي عيني (حقيقي)، في مجالات الإنتاج و الاستهلاك و الاستثمار المادي و انتشرت في بلدان و مناطق مختلفة، فاليوم يمكن صناعة مكونات جهاز تلفزيون في بلد ما و تجميعها في بلد آخر و بيع الناتج النهائي للمستهلكين في أنحاء العالم، و قد أنشئت شركات جديدة متعددة الجنسية و كل منها تنتج و توزع سلعا و خدماتها، من خلال شبكات منتشرة في أنحاء العالم، في حين توسعت الشركات المستقرة المتعددة الجنسية دوليا بالاندماج، و قد خفضت بلدان كثيرة الحواجز أمام التجارة الدولية و ازدادت بدرجة كبيرة تدفقات السلع و الخدمات عبر الحدود، و بلغ متوسط الصادرات العالمية من السلع و الخدمات ما قيمته 2,2 مليار دولار سنويا خلال 1983-1992، و ازداد بأكثر من ثلاث مرات بما يقدر بـ 7,6 مليار دولار في 2001، و قد حفزت هذه التغيرات الطلب على التمويل عبر الحدود، و عززت خلق احتياطات دولية متحركة للإقراض لرأس المال و السيولة استنادا إلى التحرير المالي.

## II-2-3- الانفتاح المالي.

الشكل (3): زيادة انتقال رؤوس الأموال عبر الحدود  
الصعود القوي للمراكز المالية عبر الحدود و الواحات الضريبية.



Source: Hedge fund research

Source: Rémi Bachelet, "La Mondialisation Financière", Presses Universitaires de France, Paris, 2009, p 11.

و قد حفز تحرير الأسواق الوطنية المالية و الرأسمالية، مقترنة بالتحسينات السريعة في تكنولوجيا المعلومات و الاتصالات (Les TIC)، عولمة الاقتصاديات الوطنية و الابتكار المالي- L'Innovation Financière، كل ذلك حفز زيادة تحركات رؤوس الأموال عبر الحدود، و كانت عولمة الوساطة المالية جزءا من الاستجابة للطلب على آليات الوساطة للتدفقات عبر الحدود، و جزءا من الاستجابة لانخفاض الحواجز أمام التجارة في الخدمات المالية، و القواعد المحررة التي تحكم دخول المؤسسات المالية الأجنبية إلى أسواق رأس المال المحلية، و قد بلغ إجمالي تدفقات رأس المال في العالم في عام 2000 ما قيمته 7500 مليار دولار، و هو ما يمثل زيادة تبلغ 4 مرات ما كان عليه في 1990، و أسفرت أيضا زيادة انتقال رؤوس الأموال عبر الحدود عن تدفقات صافية أكبر لرأس المال، ارتفعت من 500 مليار دولار في 1990 إلى نحو 1200 مليار دولار في عام 2000، و الشكل البياني (3) يوضح ذلك.

## II-2-4- زيادة المنافسة.

و ازدادت المنافسة بين مقدمي خدمات الوساطة نتيجة للتقدم التكنولوجي و التحرر المالي، و قامت السلطات التنظيمية في كثير من البلدان بتغيير القواعد التي تحكم الوساطة، لكي تتيح لعدد أكبر من المؤسسات تقديم خدمات مالية، و ظهرت كيانات جديدة من المؤسسات المالية غير المصرفية، منها المستثمرين المؤسساتيين- Les Investisseurs Institutionnels: صناديق الاستثمار، بيوت الاستثمار، شركات الأوراق المالية، صناديق ضمان الأموال، صناديق التوظيف، و شركات التأمين و خاصة شركات تمويل التجارة، و حتى شركات الاتصالات السلكية و اللاسلكية، و مؤسسات البرمجيات، و حتى شركات الأغذية في تقديم خدمات تماثل تلك التي تقدمها البنوك التقليدية.

## II-3- التغييرات في أسواق رأس المال.

أسفرت هذه القوى بدورها عن تغييرات جوهرية في أسواق رأس المال الوطنية و الدولية:

**فأولا:** بدأت البنوك في الدول الكبرى تمارس عملية لا علاقة لها بالوساطة- Processus de Désintermédiation، أي أن جانبا كبيرا من الوساطة المالية يتم الآن من خلال تداول الأوراق المالية- Valeurs Mobilières، و ليس من خلال قروض البنوك و الودائع التي تمثل صلب الوساطة المالية التقليدية، و تلعب كل من الكيانات المالية المصرفية و الغير مصرفية و كذلك المدخرون و المستثمرون أدوارا رئيسية في هذا التحول و الاستفادة منه، و تزايد قيام البنوك بإبعاد المخاطر و خاصة مخاطر الائتمان عن كشوف الميزانية و إدخالها في أسواق الأوراق المالية، و ذلك مثلا بتجميع و تحويل الأصول إلى أوراق متداولة، و الدخول في مقايضات لأسعار الفائدة و غير ذلك من المعاملات المشتقة (\*). Opérations sur Dérivés، و هذا استجابة لمتطلبات تنظيمية مثل، متطلبات كفاية رأس المال و متطلبات داخلية لتحسين

(\*) المشتقات- Dérivés: و قد سميت كذلك لأنها مرتبطة بالأصول الأساسية التي اشتقت منها مثل، الأسهم، السندات، مختلف الأوراق المالية و العملات و حتى عقود السلع الأساسية.

العائد على الرأسمال لحاملي الأسهم (المساهمين- Les Actionnaires)، و المرجح بدوره بمخاطرة الاستثمار و هذا لكي تكون أكثر قدرة على المنافسة.

و بدأت أيضا الشركات و الحكومات في الاعتماد بقدر أكبر على أسواق الرأسمال الوطنية و الدولية في تمويل أنشطتها، و عليه أصبح هناك عددا متناميا و أكثر تنوعا من المستثمرين بات على استعداد لتحمل أكبر لمخاطر الائتمان و المخاطر المالية، و ذلك بفضل التحسينات التي طرأت على تكنولوجيات المعلومات التي سهلت من رصد هذه المخاطر- à Surveiller les Risques و تحليلها-à Analyser و إدارتها- à Gérer.

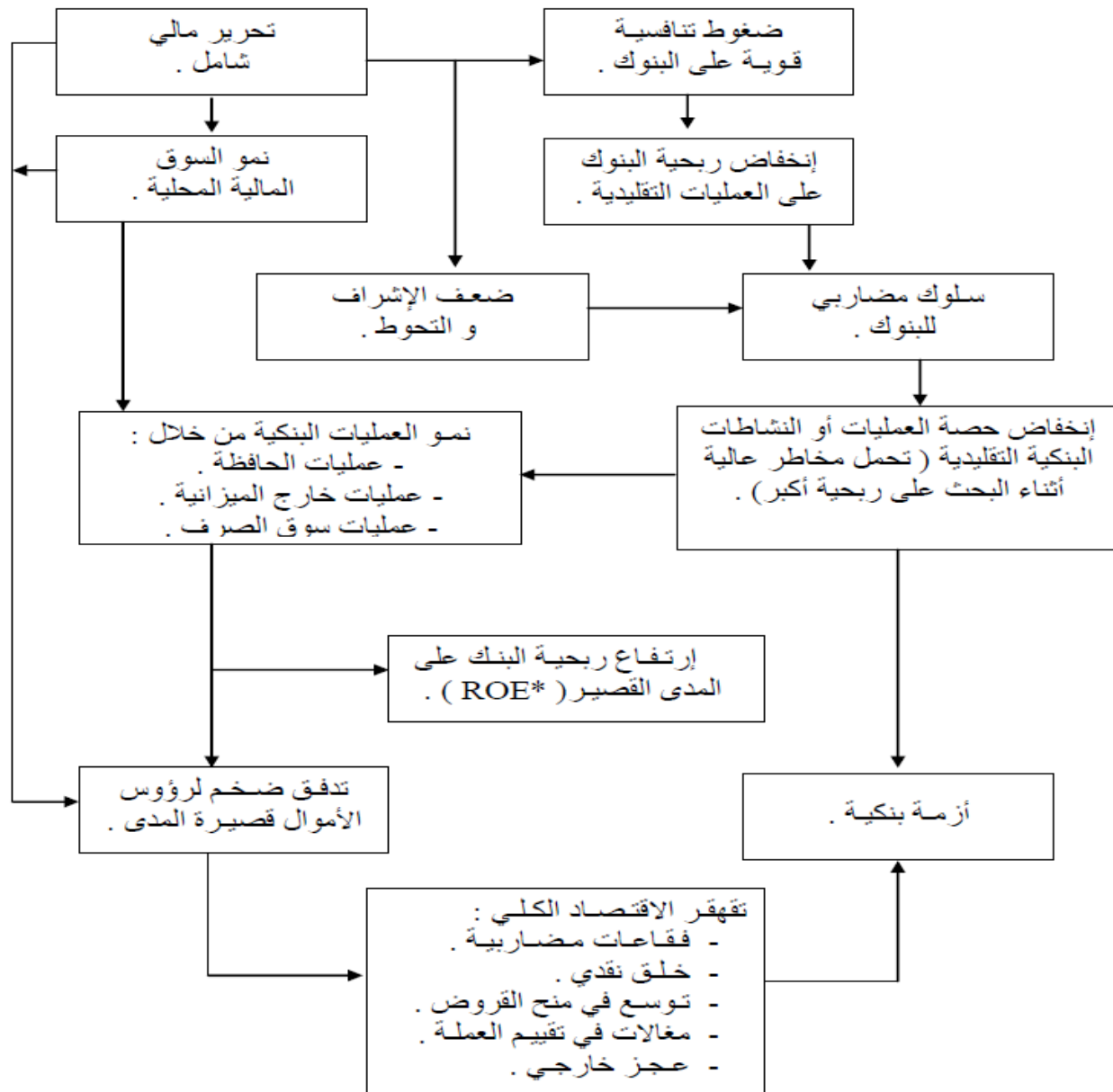
**و ثانيا:** ازداد النشاط المالي عبر الحدود كما أن المستثمرين بما في ذلك المستثمرين المؤسساتيين و الذي يسببون حصة متنامية من الثروة المالية العالمية، و هم في بحث دائم لتعظيم أرباحهم و عوائدهم و التي يقابلها بالتأكيد تحمل مفرط للمخاطر، مما يحتم عليهم تنويع محافظهم دوليا- Diversification Internationale de Porte Feuille، و يسعون للحصول على أفضل فرص الاستثمار من طائفة أوسع من قطاعات النشاط و البلدان و العملات، و إجمالا أصبحت الأسواق المالية الوطنية أكثر اندماجا في نظام مالي عالمي واحد، و توفر المراكز المالية الكبرى اليوم خدمات للمقترضين و المستثمرين في أنحاء العالم، و يستطيع المقترضون من الدول في مختلف مراحل التنمية الاقتصادية و المالية، الحصول على رؤوس أموال من الأسواق الدولية، كما في وسع الشركات متعددة الجنسيات الاستفادة من العديد من أسواق المال الوطنية و الدولية، لتمويل أنشطتها و تمويل عمليات الاندماج و التملك (الحيازة) عبر الحدود- Fusion et Acquisition Internationale، و بدورهم يستطيع الوسطاء الماليين الحصول على الأموال و إدارة المخاطر بطريقة أكثر مرونة، من خلال الوصول إلى أسواق و مصادر رأس المال في المراكز المالية الدولية الرئيسية.

**و ثالثا:** تتنافس المؤسسات المالية غير البنكية وأحيانا بطريقة عدائية مع البنوك، من أجل جمع المدخرات العائلية و تمويل المؤسسات من خلال خفض أسعار الأدوات المالية، و هي تحصل على حصة متزايدة من المدخرات حين تتفادى العائلات الودائع المصرفية، و توظف مدخراتها في أدوات ذات عائد مرتفع مثل، صناديق الاستثمار، الصناديق المشتركة للتوظيف- Les Fonds Communs de Placement (SICAV) (FCP)، صناديق التضامن- fonds Mutuels (FM) ... الخ، تدفعها مؤسسات أكثر قدرة على قياس و تنويع المخاطر و خفض أعباء الضرائب و الاستفادة من وفورات الحجم- Economies d'Echelle، و هي مؤسسات حققت نموا كبيرا في الحجم و تعقيد المعاملات.

**رابعا:** توسعت البنوك و تجاوزت نطاق عملية تلقي الودائع و منح القروض التقليدية حيث قللت البلدان من الحواجز التنظيمية- La Déréglementation، لتمكين البنوك التجارية من الدخول في الأنشطة الاستثمارية و تسيير الأصول، و حتى مجال التأمين مما يتيح لها تنويع موارد عائداتها و مخاطر أعمالها، و

قد خلق تعميق و توسع أسواق رأس المال موردا آخر للبنوك، يتمثل في توظيف السندات و أسهم الشركات، كما أوجد مورد آخر للتمويل حيث أن البنوك في اتجاه متزايد إلى أسواق رأس المال، للحصول على أموال من أجل أنشطة استثماراتها الخاصة، و أسواق المشتقات- Les Marchés de Dérivés و هي أسواق غير مركزية و غير منظمة (مقارنة بالبورصات و التي تعتبر أسواق مركزية منظمة)، أين يتم تداول مقايضات المشتقات- Swaps مثلا، على العملة و أسعار الفائدة و هي عقود تفاوضية خاصة- Sont des Contrats Négociés à Titre Privés، وتتم عموما بين طرفين عادة من أجل تسيير المخاطر و تسهيل الوساطة.

الشكل (4): الإرتباط بين التحرير المالي و السلوك المضاربي للبنوك و الأزمة المصرفية.



\* Return on Equity

Source: Économie Internationale, La Revue du cep II N° 83, 1<sup>ER</sup> Trimestre, 2001, P 13.

و قد اضطرت البنوك إلى إيجاد موارد إضافية لتحسين العائدات من بينها أنشطة الاستشارة المالية و

توجيه رؤوس الأموال- Acheminer les Capitaux، و أنشطة أخرى تجمع منها رسوم- Des

Commissions حيث قللت المنافسة المتنامية من الوسطاء الماليين غير المصرفيين، هوامش الربح من الأعمال التقليدية للبنوك (و هي إقراض المؤسسات بواسطة ودائع قليلة التكلفة) إلى مستويات منخفضة للغاية، خاصة في القارة الأوروبية أين نجد عمليات اندماج و تملك نسبيا ضعيفة بين المؤسسات المالية مقارنة بأمريكا الشمالية و المملكة المتحدة، إذ تقوم البنوك بالاندماج مع بنوك أخرى و كذلك مع شركات الأوراق المالية-Maisons des Titres، و مع هيئات التأمين في محاولة لاستغلال وفورات الحجم و حتى تبقى قادرة على المنافسة و زيادة حصصها السوقية، و الشكل (4) يوضح الارتباط بين التحرير المالي و ما ينجم عنه من سلوك مضاربي للبنوك، و الذي بدوره و في غياب الشفافية حول المراكز المالية خارج ميزانية البنوك و المؤسسات المالية غير المصرفية، يمكن أن يؤدي إلى أزمات مصرفية.

## II-4- التكاملي الاقتصادي الدولي.

رغم أن الكثيرين يقولون بأننا نعيش في زمن يسوده التكاملي العالمي بشكل غير مسبوق، لكن الاقتصاد العالمي كان بالفعل أكثر تكاملا في نهاية القرن 19.

إن التكاملي الدولي يتقدم بسرعة نتيجة لزيادة تدفقات التجارة و رأس المال و النقود، الاستثمار المباشر و التكنولوجيا و الناس و المعلومات و الأفكار عبر الحدود الوطنية.

و يعني التكاملي الدولي انتهاج سياسات في كل بلد على حدى كما لو كانت هذه البلدان وحدة سياسية واحدة، و كثيرا ما يتم اختبار درجة التكاملي بمقارنة ما إذا كانت أسعار الفائدة أو أسعار الأسهم أو أسعار السلع متماثلة في أسواق وطنية مختلفة.

و إذا عرفنا التكاملي على أنه يوفر فرصا اقتصادية متساوية، مهما يكن تباين الثروات الأولية و الأداء الاقتصادي للبلدان الأعضاء في منطقة مندمجة، فإن العالم كان أكثر تكاملا في نهاية القرن 19 عنه اليوم، و مع أن الحواجز الجمركية في بلدان غير المملكة المتحدة، كانت أعلى حينئذ (بمقدار 20 إلى 40% بالمقارنة بأقل من 5% في أيامنا هذه)، فإن الحواجز غير الجمركية كانت أكثر انخفاضا و كانت تحركات رؤوس الأموال و النقود أكثر حرية، في ظل قاعدة الذهب (أي دون إعاقة التجارة بأسعار الصرف المختلفة)، و كانت حركة الناس أكثر حرية إذ قلما كانت جوازات السفر تعتبر ضرورية و كانت الجنسية تمنح بسهولة.

## II-4-1- وظائف النظام الدولي المتكامل.

هناك أربعة وظائف يجب أن يؤديها نظام دولي متكامل بشكل متناسق، من أجل تحقيق التنمية الاقتصادية لكل شعوب العالم و نجدها اليوم يسودها الانقسام، و هذه الوظائف هي:

- 1/- تحقيق فوائض في الحسابات الجارية للدول.
- 2/- تحويل هذه الفوائض من قبل المؤسسات المالية إلى قروض و استثمارات بشروط مقبولة.
- 3/- إنتاج و بيع سلع إنتاجية (وسائل الإنتاج) و تكنولوجيات متطورة.



4/- الاحتفاظ بقوة عسكرية و استخدامها إذا دعت الضرورة لصيانة السلام و حفظ الحقوق.

و قبل عام 1914 كانت هذه الوظائف الأربع تمارسها القوة المهيمنة و هي المملكة المتحدة، و فيما بين الحربين لم يكن هناك نظام دولي، و لم تعد المملكة المتحدة قادرة و لم تكن الولايات المتحدة مستعدة لقبول هذه الوظائف، و خلال ربع قرن بعد الحرب العالمية الثانية تولت الولايات المتحدة ممارسة هذه الوظائف و تنسيقها، و لكننا نعيش اليوم في نظام دولي يفتقر إلى التنسيق الأمر الذي أكدته الأزمة المالية الراهنة، و توافق آراء كل الدول على وجوب إعادة بناء نظام دولي مالي اقتصادي، أكثر تكاملا و انسجاما و عدالة.

و فيما يخص تحقيق فوائض في الحساب الجاري فنجدتها تركزت في السبعينيات في عدد قليل من دول الخليج الغنية بالنفط، ثم حققت ذلك فيما بعد ألمانيا الغربية و اليابان ثم حققتها أساسا اليابان بعد إعادة توحيد ألمانيا، و ازداد عدد المؤسسات المالية في جميع أنحاء العالم ليس فقط في لندن و نيويورك.

و قد ترتب على الحواجز غير الجمركية التي فرضتها الدول الأعضاء في منظمة التعاون و التنمية الاقتصادية على التجارة، و القيود المفروضة على الهجرة الدولية حالت دون تحقيق تكامل عالمي، و كانت النتيجة حدوث انكماش و بطالة و نمو بطيء أو سلبي في كثير من بلدان الجنوب، و لكن حالة التشوه هذه في التكامل العالمي تدفع إلى تنسيق هذه الوظائف الأربع، و بناء نظام عالمي يستند إلى المساواة و ليس السيطرة و التبعية- La Dominance et la Dépendance، و هو ما يدفعنا إلى تصميم آليات كفيلة بتنفيذ هذا النظام الجديد.

و في الفترة ما بين عامي 1870 و 1914 كان العالم أكثر تكاملا، نتيجة لفرض أهداف قليلة على سياسة الحكومات، و قبول ما كان يبدو في السابق قيودا غير منطقية مثل، فرض قاعدة الذهب و بالتالي أسعار صرف ثابتة و الافتقار إلى حرية إتباع سياسات نقدية مستقلة و قيود توازن الميزانية، لكن بلدانا كثيرة اندمجت في ظل اقتصاد عالمي تهيمن عليه المملكة المتحدة، و كانت السياسات المحلية تواجه ضغوط شديدة بسبب هيمنة قاعدة الذهب، و اليوم فإن القيود الرئيسية على السياسات الوطنية تنبع من أنشطة الشركات و البنوك متعددة الجنسيات.

و فيما بعد أضيفت أهداف كثيرة لسياسة الحكومات و إلى مهام الدولة الحارسة- L'Etat Gardien للنظام و منها، تحقيق العمالة الكاملة، النمو الاقتصادي، استقرار الأسعار و الأجور، عدالة توزيع الدخل، و التوازن الجهوي... الخ، و أدى رفض بعض القيود مثل، أسعار الصرف الثابتة و الحد من حرية السياسات النقدية و المالية، إلى تحقيق قدر أكبر من التكامل بين الاقتصاديات الوطنية من خلال تشجيع العمالة الكاملة، و خلق ما عرف فيما بعد بالدولة الحامية- L'Etat Providence و لكن ذلك أدى في نفس الوقت إلى

اللاتكامل الدولي، و لكن هذا الانقسام كان مصحوبا مع درجة كبيرة من الاعتماد الدولي المتبادل-  
Interdépendance Internationale

### II-4-2- الاعتماد المتبادل.

و يحدث هذا الاعتماد عندما يستطيع بلد ما من خلال إجراء ما يتخذ من طرف واحد، إلحاق ضرر (أو تحقيق منفعة) ببلدان أخرى، و من أمثلة ذلك، الحمائية مقابل التنافسية، خفض قيمة العملة، السياسات الانكماشية مقابل أخرى توسعية... الخ.

و يقاس الاعتماد المتبادل بتكاليف قطع العلاقة (أو منافع تنميتها)، و كلما ارتفعت التكاليف التي يتحملها بلد ما زادت درجة التبعية لديه، فإذا كان بلد صغير يستفيد من التقسيم الدولي للعمل - La Division Internationale du Travail أكثر من بلد كبير فيصبح بذلك أكثر تبعية، و إذا كان طرفان في التبادل التجاري يتحملان تكاليف عالية في حالة تراجع العلاقات الاقتصادية بينهما، فإن هذا يعني وجود اعتماد متبادل بينهما.

### II-4-3- قياس الاعتماد المتبادل.

تعتبر التجارة الدولية مؤشرا للاعتماد المتبادل، و يعتبر ارتفاع قيمتها و نموها المتزايد دليلا مقبولا على ازدياد الاعتماد المتبادل بين الدول رغم بعض المعوقات، و في الفترة بين 1820 و 1992 ازداد عدد سكان العالم خمسة أضعاف، و ازداد نصيب الفرد من الدخل ثمانية أضعاف، و ازداد الدخل العالمي 40 مرة، و ازدادت التجارة العالمية 540 مرة، و تؤخذ التدفقات المالية الدولية أحيانا كمقياس للاعتماد المتبادل.

### II-4-4- الصعوبات التي تواجه الاعتماد المتبادل و التكامل العالمي.

يواجه الخطاب النظري للاعتماد المتبادل و التكامل العالمي عدة عقبات في الواقع التطبيقي، مما يحول دون انجاز أهدافه و تحقيق الرفاه الاقتصادي العالمي، و هي صعوبات على عدة مستويات مهمة:

#### أولاً:- على مستوى التجارة.

إذا نظرنا إلى نسبة التجارة الدولية إلى الدخل الوطني فإن النمو السريع خلال عقود ما بعد الحرب، يمكن اعتباره بمثابة عودة إلى قيم ما قبل عام 1914، بعد حدوث حربين عالميتين و الكساد الكبير و مستويات الحماية العالية، و كثيرا ما يقال أن العولمة لا رجعة فيها و لكن التاريخ يدل على أنها قابلة جدا للتراجع، فبعد أن بلغت الذروة في الفترة ما بين نهاية القرن 19 و بداية 1914 شهدت تراجعا في الفترة ما بين الحربين، و قد ارتفع نصيب الصادرات العالمية إلى الناتج المحلي الإجمالي العالمي من 6% في عام 1950 إلى 16% في 1992، و ازدادت في البلدان الصناعية نسبة الصادرات إلى الناتج المحلي الإجمالي من 12% في 1973 إلى 17% في 1992، و ارتفعت هذه النسبة في ستة عشرة (16) من البلدان الصناعية الكبرى من 18,2% في 1900 إلى 21,2% في 1913، و ترجع هذه الزيادة الأخيرة إلى حد كبير إلى

التخفيضات الكبيرة في تكاليف النقل و انخفاض الحواجز التجارية مثل، الرسوم الجمركية و تحديد حصص الواردات و فتح أسواق جديدة في الصين و المكسيك، إن المقارنة بين تلك النسب نجدها متماثلة فيما يتعلق ببلدان معينة، و قد حدثت هذه الزيادة في نسبة المبادلات التجارية بالرغم من الارتفاع العام في الحماية الجمركية- La Protection Tarifaire، خاصة في العقود الثلاثة الأخيرة للقرن 19 و من ثم فهي ليست نتيجة تحرير التجارة، و في فترة العولمة قبل 1913 ازداد دور الدولة و لم يقل.

غير أن النسب الإجمالية للتجارة إلى الناتج المحلي الإجمالي مضللة، فخلال العقود التي أعقبت الحرب ازدادت إلى حد كبير حصة الخدمات في الناتج المحلي الإجمالي بما في ذلك الخدمات الحكومية، و كثيرا من هذه الخدمات ليست و لم تكن حتى وقت قريب قابلة للتبادل، و لو أخذنا فقط في الاعتبار نسبة التجارة الدولية إلى إنتاج السلع، فإن ذلك يشير إلى زيادة كبيرة بالمقارنة ليس فقط بالفترة ما بين الحربين و لكن أيضا بالفترة قبل عام 1913.

### ثانياً:- على مستوى التمويل.

إن البلدان النامية التي شاركت في المنافع الناجمة عن التجارة المتنامية و كذلك من الاستثمارات الأجنبية، و التي تتركز بدرجة كبيرة في شرق آسيا و البرازيل و المكسيك و في الصين حالياً، قليلة ليس أكثر من 12 بلداً و قد حصلت هذه البلدان (في آسيا و أمريكا اللاتينية)، على 75% من إجمالي تدفقات رؤوس الأموال في حين حصل 140 من 166 بلداً نامياً، على أقل من 5% من تدفقات رؤوس الأموال للداخل.

و حصة كبيرة من هذه الاستثمارات الأجنبية تتركز في عدد محدود من الأنشطة و الصناعات، و لم تستفيد كثير من الدول النامية الأقل دخلاً من نمو التجارة الدولية و الاستثمارات، و الواقع أن معظم التدفقات الدولية من السلع و الخدمات و الاستثمارات المباشرة و التمويل يتم بين أمريكا الشمالية و أوروبا و اليابان، و لا تحصل البلدان الأقل نمواً إلا على 0,1% من إجمالي تدفقات الاستثمارات، في حين تحصل البلدان النامية مجتمعة على 0,7% من التدفقات و قد همشت البلدان الواقعة في إفريقيا في هذا الحساب، و يحصل 80% من سكان العالم الذي يعيشون في البلدان النامية على 20% فقط من دخل العالم.

### ثالثاً:- الاستثمار الأجنبي المباشر.

إن الاستثمار الأجنبي المباشر يمثل اليوم حصة أقل من إجمالي الاستثمارات في معظم البلدان كما كان عليه قبل عام 1914، و يرتبط الادخار المحلي و الاستثمار المحلي بدرجة كبيرة عما كانا عليه في السابق، و هذا ما يثبت أنه حتى التمويل برؤوس الأموال أقل حركية، و يفسر ذلك جزئياً واقع أن الادخار المحلي يلعب اليوم دوراً أكبر مما كان عليه في السابق، و يرجع ذلك جزئياً إلى تعويم أسعار الصرف، مما يؤدي إلى زيادة عدم اليقين و يحد من الالتزامات طويلة الأجل، و مما يعزز هذا الجانب ملاحظة أنه رغم أن إجمالي

تدفقات رؤوس الأموال كبيرة جدا فإن صافي التدفقات ليس كذلك، و تشكل أوجه عجز و فائض الحساب الجاري الآن نسبة أقل كثيرا إلى الناتج الإجمالي المحلي للبلدان، عما كان عليه الحال في الفترة بين عامي 1870 و 1913، و في الثمانينيات من القرن العشرين حققت المملكة المتحدة فائضا في الحساب الجاري بلغ 8% من الناتج الوطني الإجمالي (PNB) و استثمرت ذلك في بلدان أجنبية، و ذلك مقابل 2-4% بالنسبة لفائض ألمانيا الغربية و اليابان و الولايات المتحدة (سجلت عجز)، فقد كان معظم الاستثمارات الأجنبية عبارة عن رؤوس أموال تدفقت إلى الولايات المتحدة و خرجت من اليابان، و هو أمر مثير للدهشة بالنظر إلى عولمة أسواق رأس المال في سياق العولمة المالية.

#### رابعاً:- انتقال الأفراد.

إن الهجرة الدولية أصبحت اليوم أقل مما كانت عليه في الفترة ما بين 1870-1913، و حواجز الهجرة أكبر الآن مما كانت عليه في تلك الفترة عندما كانت جوازات السفر غير ضرورية، و كان في استطاعة الناس أن يتحركوا بحرية من بلد لآخر من أجل الزيارة أو العمل، و قد رحل 60 مليون أوروبي إلى الأمريكيتين و أستراليا و إلى مناطق أخرى جديدة، و في 1900 كان 14% من سكان الولايات المتحدة قد ولدوا في بلدان أجنبية مقابل 8% حالياً، فقد لعبت التكنولوجيا الإلكترونية دورا مهما و جعلت الحراك العمالي أقل أهمية كثيرا مما كان عليه من قبل.

#### خامساً:- تغير مفهوم التخصص و التقسيم الدولي للعمل.

لم يعد وحده حجم و قيمة و معدل نمو التجارة مؤشرا كافيا للاعتماد الاقتصادي المتبادل، و لكن الضرر الذي يمكن وقوعه نتيجة استبعاد المبادلات التجارية، أي الآثار التي تترتب على فوائض المستهلكين و المنتجين، و هذه الآثار في الحقيقة من الصعب قياسها فمن ناحية نحن نعرف أن جانبا كبيرا من التجارة يتم في سلع ليس بينها اختلاف كبير، إذ يمكن إحلالها بسرعة بمنتجات محلية مماثلة من دون تحمل خسارة كبيرة للمشتريين أو زيادة كبيرة في التكاليف و على سبيل المثال، هناك تجارة كبيرة و سريعة النمو في نماذج متميزة من السيارات التي يتم إنتاجها، و لكن لن يكون هناك كثير من الحرمان أو الخسارة إذا كان على المشتريين تعويض منتجات مستوردة بمثلاتها المحلية.

و من جهة أخرى يمكن أن تكون هناك أهمية كبيرة لحجم صغير و متنام ببطء من التجارة، يمكن أن يؤدي إيقافه إلى خسارة كبيرة مثل سلسلة دراجة إذا فقدت منها حلقة صغيرة - Comme un Maillon d'une Chaîne de Bicyclette، يمكن أن يؤدي إلى حدوث اختلال كبير في عمل نظام الدراجة كله، تعتمد الولايات المتحدة الأمريكية مثلا، اعتمادا كبيرا على واردات صغيرة جدا من المنغنيز و القصدير و الكروم. قبل الحرب العالمية الأولى كانت التجارة تتم كعمليات تبادل بين المواد الأولية و المنتجات المصنعة - Produits Manufacturés، التي تمثل فيها قيمة مضافة عالية للمستهلكين و المنتجين، أما اليوم فإن إجمالي

التجارة يتم فيما بين الصناعات، و حتى في التجارة فيما بين الشركات لكثير من المنتجات المصنعة المتماثلة التي تكون فيها قيمة مضافة ضعيفة جدا، و الواقع أن المنتجات المصنعة تحوي أجزاء من كثير من البلدان بحيث لا يمكن إرجاع أصلها إلى بلد بعينه.

إن الانفتاح التجاري الذي تعنيه العولمة الذي تحقق خصوصا في سبعينيات القرن الماضي، كان بفضل البلدان النامية و البلدان الاشتراكية السابقة التي تحولت من التخطيط المركزي، و انضمت إلى الاقتصاد العالمي الذي يحكمه اقتصاد السوق، و كذلك من قبل البلدان النامية التي تحولت من التصنيع بقصد إحلال الواردات- L'Industrialisation Axée sur le Remplacement des Importations، إلى الاتجاه نحو التصدير المصحوب بتقليص دور القطاع العام، و لم يكن هذا التحول ناتجا كلية عن خيارات حرة، و إنما كان استجابة لقوى ضغط عالمية في جزء مهم منه و الاستفادة من مكاسب الانفتاحي الجزء الآخر، و كذلك الاستجابة لضغوط مارسها البنك العالمي و صندوق النقد الدولي، أثناء عملهما مع البلدان الأعضاء في إطار برامجها المتعلقة بالتثبيت و التصحيح الهيكلي- Programmes de Stabilisation et d'Ajustement Structurel، و بدفع من الدول الغنية التي تشجع و تنادي بحد أدنى لتدخل الدولة- L'Etat Minimaliste. سادسا:- القيود الحمائية.

غير أن بعضا من دول بلدان التعاون و التنمية الاقتصادية (OCDE) وضعت حواجز غير جمركية إضافية مثل، ما يعرف بقيود التصدير الاختيارية و الحماية عن طريق إجراءات خاصة، في شكل تدابير لمكافحة الإغراق- Actions Antidumping و إعانات معينة لصادرات السلع و الخدمات المنافسة للواردات، و تعتبر السياسة الزراعية و النسيج المشتركة للاتحاد الأوروبي أساليب حمائية صريحة، و قد وضعت حواجز أخرى ضد واردات الصلب و الأجهزة الإلكترونية و الأحذية.

## II-4-5- نتائج مهمة.

● تعتبر التجارة ظاهرة واحدة فقط و ليست أهم الظواهر العديدة المفسرة للاعتماد الاقتصادي المتبادل، و من الظواهر الأخرى تدفق عوامل الإنتاج، الرأسمال، التكنولوجيا، المؤسسات و مختلف أنواع العمالة عبر الحدود، تبادل الأصول، تملك الحقوق القانونية، التدفقات الدولية للمعلومات و المعرفة، و قد وصل التدفق العالمي للصرف الأجنبي إلى رقم لا يصدق و هو 2000 مليار دولار يوميا 98% منه في صورة مضاربات، و أصبحت الشركات متعددة الجنسيات عاملا مهما في الابتكار التكنولوجي و نقل التكنولوجيا، و في عام 1995 بلغت قيمة مبيعات الشركات متعددة الجنسيات 7000 مليار دولار، و تنامت مبيعاتها خارج أوطانها الأم بمقدار 20-30% أسرع من إجمالي الصادرات في العالم.

● بالإضافة إلى الاعتماد الاقتصادي المتبادل (في التجارة و التمويل و الاستثمار المباشر)، انتشرت الآن في العالم أجمع حوافز تعليمية، تكنولوجية، إيدولوجية، ثقافية، إيكولوجية، قانونية، عسكرية،

استراتيجية و سياسية، و يمكن أن تتحرك الآن و بسرعة عبر الحدود الوطنية، النقود، السلع، الرياضة، الأديان، الأسلحة، الأمراض و التلوث، و عندما أنشئ النظام العالمي للاتصالات بالأقمار الصناعية، أصبح من الممكن إجراء اتصال فوري من أي مكان في العالم إلى مكان آخر، وأصبح من الممكن أن تعمل أسواق المال و النقود 24 ساعة.

• و مع أنه صحيح أن الدول تواجه ضغوطا بأكثر من السابق، من الأعلى من قبل القوى الاقتصادية العالمية و من الأسفل من جانب الشعوب (الأقليات- Minorités، القبائل- Tribus، الجماعات الإثنية- Ethnies التي تطالب بالحقوق و المشاركة و الاستقلال في بعض الأحيان)، إلا أن التكلم عن نهاية الدولة القومية- Nation La Fin de l'Etat و المؤسسة التي لا حدود لها، يعتبر سابق لأوانه إلى حد ما فالعولمة المتزايدة بسرعة خلال العقود الماضية (يغطي فقط السنوات الثلاثين و الأربعين الأخيرة)، التي كانت البلدان في بدايتها مغلقة بشدة نتيجة أزمة 1929 و الحرب العالمية الثانية.

• و تختلف وجهات النظر حول المنافع و التكاليف الناجمة عن الحراك العالمي لعناصر مثل، التجارة، التمويل، التكنولوجيا و الأفكار، و في عبارة لجون ميناركينز- John Maynard Keynes في 1933 كتب يقول "...الأفكار، المعرفة، الفنون، حسن الضيافة، الأسفار، هي أشياء يجب أن تكون دولية بطبيعتها، و لكن دع السلع يتم إنتاجها محليا حينما يكون ذلك ممكنا و مناسباً، و فوق كل شيء دع التمويل يكون وطنيا في الأساس".

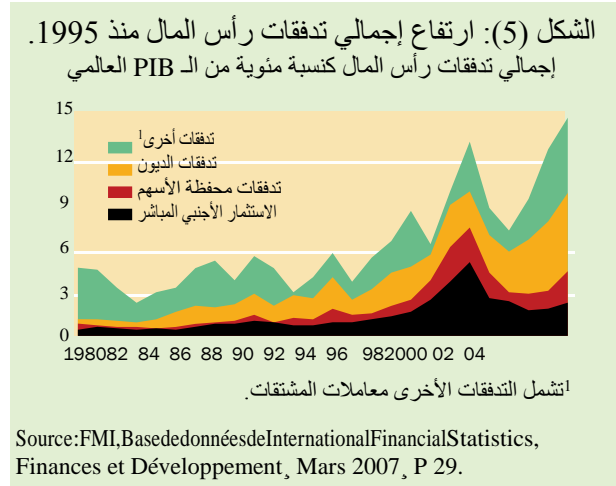
John Maynard Keynes déclarait que: "Les idées, Le savoir, Les arts, L'hospitalité, Les voyages devraient par nature être internationaux, Mais laissons aux pays le soin de produire leurs biens dans toute la mesure où il est raisonnablement et commodément possible de le faire, Et il faut avant tout la finance soit fondamentalement nationale".

• و يدافع الليبراليون الجدد- Les Néolibéraux عن حرية التجارة، و عن قدر كبير من حرية الابتكار و المبادرة عبر مفهوم "دعه يعمل-Laissez Faire" و لكن ليس عن حرية انتقال العمل و الأفراد، و قد أضاف فرانسوا كينييه- François Quesnay الاقتصادي الفرنسي في القرن 18، إلى مفهوم "دعه يعمل" مفهوما آخر "دعه يمر-Laissez Passer" (حرية السفر و الهجرة دون قيود) و لكن ذلك أصبح منسيا اليوم، ربما لأن الليبراليون الجدد يخشون من أن يؤدي ذلك إلى تسريع النمو السكاني في بلدانهم، أو يقلل من جهود خفض هذه الزيادة في البلدان النامية التي يأتي منها المهاجرون، و من ثم لا تساهم في تعزيز رفاههم، أو أن يؤدي ذلك إلى التدخل في أهداف اقتصادية (و خاصة فيما يتعلق بمستوى و توزيع الدخل)، أو في القيم الثقافية و الاستقرار و التماسك الاجتماعي، و على كل حال فهذا التناقض يبدو واضحا في خطاب العولمة الذي طالما رده أصحاب الفكر الليبرالي.

### III- التغييرات الراهنة في النظام المالي الدولي.

يتمثل أحد الجوانب السائدة في التاريخ الاقتصادي الحديث في الدور المتزايد لقوى السوق في الاقتصاد العالمي، و ينعكس ذلك على تزايد التكامل الاقتصادي عبر الدول وزيادة تحرر الأسواق المالية. وهناك اتجاهان يصاحبان العولمة وهما التغييرات المستمرة من التمويل "بالاعتماد على البنوك" إلى التمويل "بالاعتماد على الأسواق"، و من تدفقات القروض إلى تدفقات الأسهم و كلاهما يسهم في توزيع أوسع للمخاطرة، و بالإضافة إلى ذلك هناك أدوات مالية جديدة، مثل المشتقات قد تكون مفيدة في تغطية المخاطرة، و تساعد خصائص العولمة هذه على التخفيف من آثار الصدمات المعاكسة و الأزمات. و من ناحية أخرى هناك خصائص عديدة للعولمة تؤدي إلى تفاقم الأزمات، فحيث أن المؤسسات المالية تنمو بالارتباط مع التدفقات إلى الأسواق الناشئة، فإن التغييرات الطفيفة في اتجاهها يمكن أن تكون لها آثار كبيرة على هذه الأسواق، إذ يؤدي نمو المنافسة العالمية بين المستثمرين الدوليين إلى التشجيع المحتمل لـ "سلوك القطيع(\*)- Réaction Moutonnière"، بالإضافة إلى الأخذ بنهج أكثر مغامرة تجاه المخاطرة، فإن طبيعة "الاعتماد على الأسواق" في التمويل تسير جنبا إلى جنب مع زيادة التوريق و النشاط الذي يتم خارج الميزانية، مما يؤدي بدوره إلى جعل الأسواق أقل شفافية، و هناك عدد من الأطراف ترتبط عادة بعقد المشتقات، مما يزيد من صعوبة تقييم مخاطر الائتمان.

### III-1- تغيير القاعدة الدولية للمستثمرين.



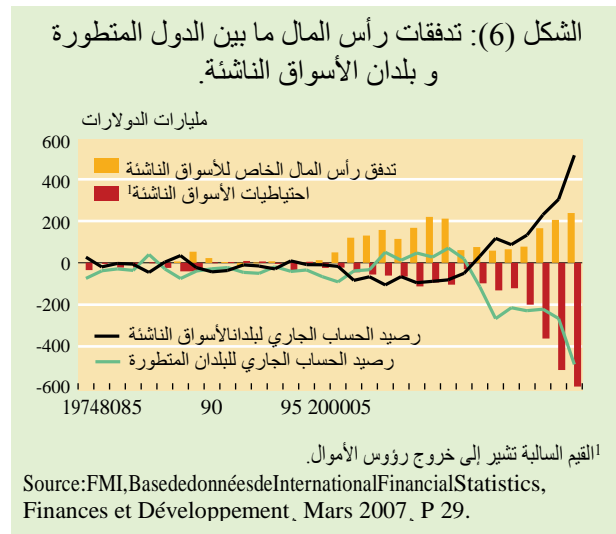
يعتبر تحليل التغييرات في القاعدة الدولية للمستثمرين و سلوكياتهم في تخصيص الاستثمار أمرا أساسيا، لفهم تراكم مواطن القوة و الضعف في الأسواق المالية الدولية، و لا تؤثر القرارات التي يتخذها المستثمرون بشأن المكان الذي يخصصون أصولهم له على أسعار الأصول المالية فحسب، بل له أيضا

(\*) إذ يؤدي نمو المنافسة العالمية بين المستثمرين الدوليين (أفراد، مؤسسات مالية مصرفية و غير مصرفية، مستثمرين مؤسساتيين ... إلخ)، على الإقبال على قيم مالية معينة تشهد حالة رواج و الفرار من أخرى ربما لاعتقادهم بتدني مردوديتها، لأن مستثمرين آخرين قد قاموا بذلك بالفعل، فهو سلوك يحكمه التقليد و المحاكاة في كثير من الأحيان و ليس مبادئ الحيطة و الحذر الماليين، ساهم هذا السلوك في نشوب و تفاقم العديد من الأزمات المالية.

تداعيات واسعة المدى على الأداء الاقتصادي و الرفاه في مختلف البلدان، و قد أدى حجم هذه التدفقات عبر الحدودو سرعة خطى الابتكار، أنضر الشكل البياني (5)، إلى إثارة القلق بشأن الاستقرار المالي، حيث تتذكر البلدان أن فترات الازدهار الماضية في الاستثمارات المالية تبعثها الأزمات، و على الرغم من التأكيد على صعوبة تفكيك الروابط المعقدة و شبكات المستثمرين حول العالم، إلا أن ذلك لا يمنع من محاولة وصف التطورات و التغييرات الأساسية الراهنة، في القاعدة العالمية للمستثمرين و تقدير التداعيات على الاستقرار المالي.

### III-1-1- مصادر رؤوس الأموال العابرة للحدود.

ما زالت بلدان الأسواق المتطورة هي المورد المسيطر لإجمالي تدفقات رأس المال، التي تحركها بالدرجة الأولى التدفقات فيما بين البلدان الأوروبية تليها الولايات المتحدة و اليابان، و قد سهل تكامل الاتحاد الأوروبي الأقلمة المالية- La Régionalisation Financière داخل القارة الأوروبية، مما زاد في نصيب أوروبا من التدفقات العالمية عبر الحدود، من 50% في 1996 إلى نحو 70% في عام 2005، و الواقع أنه نظرا لأن البلدان الأعضاء في منطقة اليورو، تستثمر على نحو غير متكافئ في بعضها بعضا بالنسبة للثنائيات من البلدان الأخرى، لكن الواقع يثبت التحيز لمنطقة اليورو فيما يخص محافظ السندات، و قد تراجع مركز دول آسيا المتقدمة باعتبارها موردا رئيسيا لإجمالي تدفقات رأس المال بعض الشيء، و على الرغم من استمرار ضخامة حجم التدفقات اليابانية فقد أخذت تفقد مكانتها عبر العقد المنصرم، و مع ذلك فإن إسهام آسيا في التدفقات عبر الحدود من الاقتصاديات الناشئة، و الاقتصاديات حديثة التصنيع (هونك كونغ، كوريا، سنغافورة و مقاطعة تايوان الصينية)، و البلدان المنتجة للبترول ارتفع بشكل محسوس منذ عام 2000.



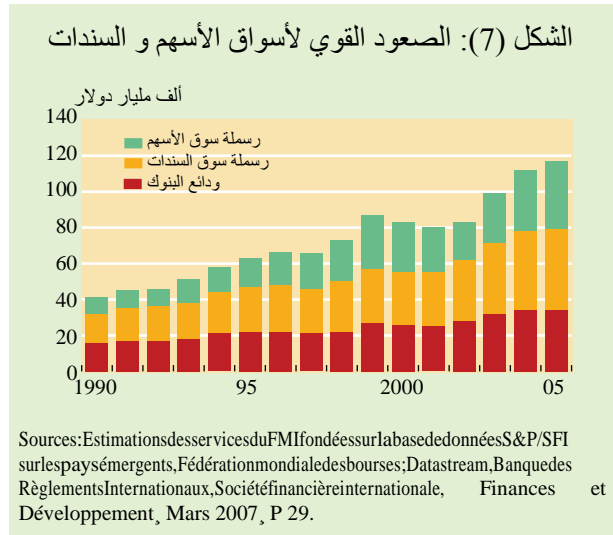
و يكشف فحص الاتجاهات في صافي تدفقات رأس المال، عن تحول ملحوظ على المستوى العالمي و يلقي الضوء مركزا على اختلال موازين المدفوعات العالمية، و الأمر الأكثر وضوحا هو أن بلدان الأسواق



الناشئة كمجموعة أصبحت مصدرا صافيا لرأس المال، و تمثل طبقة مهمة من المستثمرين في الأسواق المتطورة خلال السنوات الخمسة الماضية، والشكل البياني (6) يوضح ذلك.

و تعكس التدفقات الخارجية منها فجوة التمويل الخارجي للولايات المتحدة، بيد أن هذا التحرك لرأس المال من الأسواق الناشئة إلى الأسواق المتطورة، يمر أساسا من خلال قنوات احتياطات البنوك المركزية الآسيوية، و من خلال صناديق الثروة السيادية(Fonds de Richesse Nationale)(FRN)، و خاصة بالنسبة للبلدان المصدرة للبتروول مثل تلك التي تديرها هيئة أبو ظبي للاستثمار و هيئة الاستثمار الكويتية ... الخ، و هنا يمكن القول كذلك و التأكيد على أن الرأسمال الخاص، يتدفق أيضا من الأسواق المتطورة إلى الأسواق الناشئة، نظرا لأن المستثمرين المؤسساتيين و البنوك و المؤسسات، تخصص على نحو متزايد أصولها المالية المتنامية للاستثمار عبر الحدود، بغية التنويع و تحسين العوائد المصححة لمراعاة المخاطر.

و قد أدت الطفرة في أموال المستثمرين المؤسساتيين إلى ازدهار تدفقات رأس المال خلال العقد الماضي، و حدث أكبر نمو في تدفقات استثمارات المحفظة و بصفة رئيسية الديون و في العمليات المصرفية عبر الحدود، و أدت هذه التدفقات الوافدة و التي اقترنت بارتفاع في قيمة أسعار الأصول، و يسررتها المبتكرات المالية في أسواق المشتقات، إلى نمو غير مسبوق في الأسواق المالية و تعميقها، و أصبح حجم الأسواق العالمية للأسهم و السندات الآن ضعف المستوى العالمي للنتائج المحلي الإجمالي، بحيث بلغت رسملة الأسواق العالمية للأسهم 38000 مليار دولار في عام 2005، مقابل 45000 مليار دولار لأسواق السندات، والشكل البياني (7) يوضح ذلك.



إضافة إلى أموال المستثمرين المؤسساتيين و تمويلات البنوك انتعش الاستثمار الأجنبي المباشر القادم من بلدان الاقتصاديات المتطورة جزئيا، منذ أزمة فقاعة الاتصالات الإلكترونية- La Bulle Internet و أخذت تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر الوافدة إلى الأسواق الناشئة تتزايد، إلا أنها ظلت مركزة إلى حد كبير، و تمثل الصين ما يناهز 50% من تدفقات الأسواق الناشئة منذ عام 2001، و من بين الأسواق الناشئة

تعد بلدان آسيا المحيط الهادي و الدول الأوروبية الناشئة، المتلقي الرئيسي لتدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر، بينما هبطت التدفقات الوافدة إلى أمريكا اللاتينية التي تسيطر عليها البرازيل منذ عام 2000.

### III-1-2- تطور فئات المستثمرين.

رافق النمو السريع في التدفقات عبر الحدود تغيرات في قاعدة المستثمرين، نتيجة ثلاثة اتجاهات

رئيسية:

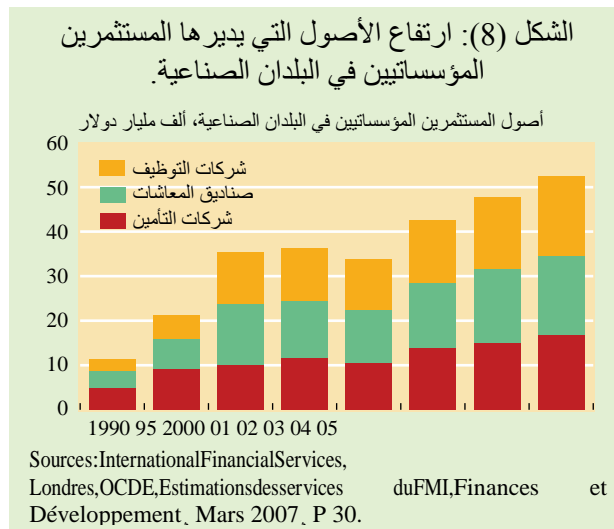
- النمو الاستثنائي في الأصول التي يديرها المستثمرين المؤسساتيين.

- النمو السريع في صناديق التغطية- Fonds Spéculatifs.

- تعاضد دور البنوك المركزية في دول الأسواق الناشئة و صناديق الثروة السيادية (FRN)،

باعتبارها قوى فاعلة أساسية.

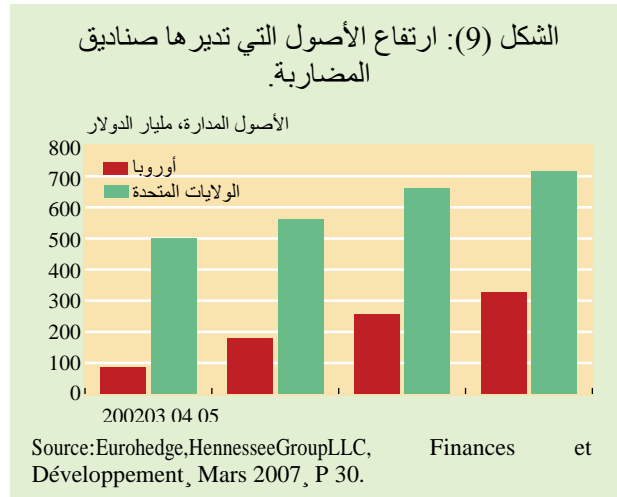
و قد حدثت زيادة حادة في الأصول الموجودة تحت إدارة المستثمرين المؤسساتيين التقليديين، في الأسواق المتطورة (صناديق المعاشات، شركات التأمين و صناديق التوظيف المشتركة)، و قد نمت الأصول الموجودة لدى هؤلاء المستثمرين، من نحو 21000 مليار دولار في عام 1995 إلى نحو 53000 مليار دولار في عام 2005، تمثل الولايات المتحدة نحو النصف و الاتحاد الأوروبي الذي يمثل أكثر من ربع هذا الحجم الشكل البياني (8) يوضح ذلك، و تمثل صناديق المعاشات في الولايات المتحدة أهم هذه الأصول، في حين أنه و باستثناء إيرلندا و هولندا و المملكة المتحدة فإن الحصة التي تملكها أوروبا متواضعة نسبياً، بيد أن صناديق التوظيف المشتركة (FCP) و شركات التأمين تشكل حصة هامة من الأصول المؤسسية سواء في الولايات المتحدة أو في أوروبا.



و تمثل اتجاه رئيسي آخر في النمو السريع لصناديق التغطية، فقد تضاعف عدد صناديق التغطية (باستثناء الفروع) من 530 صندوق في 1990 إلى أكثر من 6700 صندوق في 2005، و كانت التدفقات الداخلة إلى صناديق التغطية قوية جدا منذ 2002، و كان يحركها التوسع المتزايد في قاعدة المستثمرين

لصالح المستثمرين المؤسساتيين و الأثرياء خصوصا، و على الرغم من صغر حجم الأصول التي تديرها صناديق التغطية، عن تلك التي تديرها صناديق المستثمرين المؤسساتيين، فقد نمت من 30 مليار دولار في 1990 إلى ما يزيد عن 1400 مليار دولار في 2005.

و يدار معظم هذه الصناديق من الولايات المتحدة و المملكة المتحدة التي تمثل معظم حصة أوروبا والشكل البياني (9) يوضح ذلك، فعلى سبيل المثال زاد صندوق معاشات المملكة المتحدة بشكل ملحوظ حصته من صناديق التغطية في 2004.



و في الأسواق الناشئة أصبحت البنوك المركزية و صناديق الثروة السيادية، قوى فاعلة رئيسية في تخصيص الرأسمال عبر الحدود مع وجود تركيز رئيسي لذلك في أسواق الولايات المتحدة، و قد زاد حجم سندات الخزينة الأمريكية المملوكة لأجانب على ثلاثة أضعاف ما كان عليه خلال العشر سنوات الماضية، و قد ساهمت عمليات الشراء التي قامت بها هيئات أجنبية عمومية، لهذه الحقوق طويلة الأجل في هذا التراكم بشكل ملحوظ، و سجلت الصين أضخم المكاسب إذ زادت من حيازتها بنسبة 50% خلال بضع سنوات الماضية لتصبح ثالث أكبر مستثمر، و بنهاية عام 2005 يمكن تقدير أن المؤسسات و الهيئات الأجنبية العمومية، تحوز أكثر من 50% من كافة ما يملكه الأجانب من الأوراق المالية الأمريكية طويلة الأجل.

### III-1-3- الاتجاه نحو استثمارات المحفظة العابرة للحدود.

رافقت الزيادة في الأصول التي تديرها صناديق المستثمرين المؤسساتيين في الأسواق المتطورة زيادة في تخصيص الأصول عبر الحدود (ASG) Actifs Sous Gestion، و اتجاه نزولي في التحيز نحو الوطن- La Préférence Nationale إذ يكون هناك تحيز و تفضيل نحو الوطن، عندما تتجه الأوزان في المحافظ الدولية نحو التحيز للوطن الأم.

و قد زادت محفظة الأصول العابرة للحدود (ASG) كحصة من إجمالي الأصول التي تديرها بلدان الأسواق المتطورة بشكل حاد خلال السنوات الخمسة الماضية، و التي هيمنت عليها صناديق المستثمرين

المؤسساتيين، و في خلال الفترة 2001-2005 حدثت زيادة تراكمية في أصول المحفظة العابرة للحدود بما يزيد على الضعف و بلغت تقريبا 19000 مليار دولار، كما نمت أصول المحفظة العابرة للحدود من الولايات المتحدة من 2300 مليار دولار إلى 4600 مليار دولار خلال الفترة نفسها، أما تلك الآتية من اليابان فقد ارتفعت بمبلغ 600 مليار دولار لتبلغ 2100 مليار دولار خلال الفترة نفسها، و شهدت أوروبا أكبر تراجع ملحوظ في التحيز للوطن، عندما ازدادت أصول المحفظة العابرة للحدود بمبلغ 6100 مليار دولار خلال الفترة 2001-2005، حصة ضخمة من هذا الهبوط حدثت في أوروبا المتقدمة، نظرا لأن قاعدة المستثمرين بها فضلت الاستثمار في القارة الأوروبية و المملكة المتحدة، كما استمر تزايد تدفقات المحفظة عبر الحدود من العائلات اليابانية منذ عام 2000، من خلال قنوات صناديق التوظيف المشتركة اليابانية، الأمر نفسه بالنسبة لصناديق الاستثمار (المستثمرين المؤسساتيين)، الصناديق المشتركة و صناديق المعاشات من دول الأسواق المتطورة التي زادت استثماراتها في الأسواق الناشئة.

و قد كان الدافع وراء تراجع التحيز للوطن نتيجة لعوامل هيكلية إلى جانب عوامل أخرى دورية، و كان التنوع هو الغالب على سلوك معظم صناديق الاستثمار، كذلك أسهمت التغييرات التنظيمية و المحاسبية في صناديق المعاشات، في التحول الذي حدث في قرارات المستثمرين بشأن إعادة تخصيص الأصول، و على وجه الخصوص كل هؤلاء المستثمرين، يسعون ليس فقط إلى تنوع استراتيجيات الاستثمار حتى يمكنهم مسايرة بدرجة أكبر التزاماتهم، بل كانوا يسعون أيضا لتحقيق أكبر العوائد لتغطية و مراعاة المخاطر.

### III-1-4- اتجاهات حركة الأصول و آثارها على الاستقرار المالي.

إن لتدفقات رأس المال عبر الحدود و التغيير في قاعدة المستثمرين نتائج مهمة على الاستقرار المالي فهناك إيجابيات كما هناك سلبيات، إذ أن أكثر تنوعا على النطاق العالمي من المستثمرين يمثلون أنواعا مختلفة من المؤسسات و بلدانا مختلفة، يقلل احتمال معاناتها من صدمات متماثلة و متزامنة و ضخمة، و من ثم قد تكون أكثر قدرة على إدارة المخاطر و امتصاصها خاصة خلال فترة الصدمات، و من ناحية أخرى فإن فترات التذبذب المنخفض و علاوات المخاطر القليلة قد تخفي ورائها انكشافا لمخاطر جديدة، مثل زيادة الإقبال على أصول بديلة أقل سيولة نسبيا، و هو ما يزيد من تهديد الاستقرار المالي من خلال التخوفات بشأن ارتفاع مديونية المتدخلين في السوق.

و قد ساعدت التدفقات الكبيرة لرأس المال عبر الحدود من الأسواق المتطورة، في توسيع قاعدة المستثمرين بالنسبة للأسواق الناشئة للحصول على الدين الخارجي الحكومي، و هو ما أدى إلي الاستقرار و انخفاض التذبذب في هذه الفئة من الأصول خلال السنوات الخمس الأخيرة، و هو ما تعكسه العلاوات (الفروقات) العالمية لمؤشر سندات الأسواق الناشئة لبنك جي بي مورغان تشاز - J.P.Morgan Chase، و

قد شهدت أسعار الفائدة في الأسواق الناشئة تحولا هيكليا إلى أعلى، مع قيام مؤسسات الاستثمار مثل صناديق معاشات الولايات المتحدة بإضافة سوق الدين الخارجي كمقياس مرجعي للمحفظة.

و قد استندت ثقة المستثمرين لمدى تطور فئات الأصول في الأسواق الناشئة إلى عدة عوامل على حد سواء، إلى التحسين الأساسي في الجدارة الائتمانية لهاته البلدان و زيادة مرونة نظم أسعار الصرف و ارتفاع تغطية الاحتياطيات، التعزيز الهيكلي الناشئ من اقتراب الدول الأوروبية الناشئة إلى مستويات معايير الاتحاد الأوروبي، و كذا إلى شفافية المعلومات الآتية من بلدان الأسواق الناشئة، و هو ما أسفر عن تدفقات كبيرة وافدة على هذه الأصول، و الواقع يؤكد أن الأصول الوافدة و الموجودة تحت إدارة صناديق الأسواق الناشئة، مقيسة بالنسبة إلى مؤشر سوق سندات الأسواق الناشئة زادت من 27 مليار دولار في أواخر عام 2000، إلى نحو 230 مليار دولار في منتصف عام 2006، و ينزع هؤلاء المستثمرين الاستراتيجيين إلى شراء و حيازة الأصول، و يفصحون على مستوى مديونية معدومة أو منخفضة، لأنهم يهدفون إلى حد كبير إلى تنسيق و توافق آجال التزاماتهم الأطول أجلا.

و قد ازداد تذبذب صافي و إجمالي تدفقات رأس المال بدرجة كبيرة خلال العقد الماضي، سواء في الأسواق المتطورة أو في بعض الأسواق الناشئة، على الرغم من تحسن قدرة صمود معظم بلدان الأسواق الناشئة على مواجهة الصدمات، و الواقع أن تذبذب تدفقات رأس المال عبر الحدود إلى معظم بلدان الأسواق الناشئة، عندما يتم تصحيحه بالأخذ بعين الاعتبار الزيادة في الاحتياطيات من العملات الأجنبية، تظهر هبوط ملموسا ما بين 1996 و 2005.

و قد شهد تذبذب أسعار الأصول انخفاضا طويلا في جميع فئات الأصول بالنسبة للسندات و الأسهم و النقد الأجنبي، و انخفضت التذبذبات بشكل محسوس سواء بالنسبة لتلك المعلنة أو الضمنية في كل فئات الأصول في الأسواق المتطورة، نفس المنحى أخذته الأوراق المالية الخاصة بالديون السيادية الخارجية، و على الرغم من أن مثل هذه الظاهرة وفقا لما ذكره بين برنانك- Ben Bernanke رئيس مجلس بنك الاحتياطي الفدرالي الأمريكي السابق، يمكن أن يرجع إلى "الاعتدال العظيم- Grande Modération" إلا أن الأمر ما زال يتطلب اختبار مدى قابليتها للاستمرار في بيئة أقل اعتدالا.

### III-2- إشارات متضاربة.

عادة ما ينظر إلى الأسواق المالية على أساس أنها توفر أفضل الرؤى الهادفة غير المتحيزة بالنسبة للتطورات الاقتصادية في المستقبل، إلا أنه منذ نهاية عام 2006 و بداية عام 2007 بدا أن هناك أقساما كثيرة في الأسواق، أخذت ترسل إشارات متداخلة بل و متضاربة:

- أنهى كثير من البورصات الوطنية عام 2006 على أقصى ارتفاع في الأسعار أو ما يقرب من ذلك في تاريخها، مما دفع المحللين للنظر إلى ذلك باعتباره إشارة ثقة- Un Signe De Confiance بأن النمو

العالمي القوي و التضخم المقبول سيستمران، و هي وضعية تعرف بـ "Ni Trop "à La Boucles d'Or" (Chaud, Ni Trop Froid) إلا أن أسواق السندات خاصة في الولايات المتحدة، و إن كان ذلك يتزايد أيضا في أماكن أخرى تعكس نضرة أكثر حذرا.

• كانت هناك درجة عالية من عدم التوافق بين المحللين الرئيسيين في وول ستريت، بالنسبة لاتجاه سياسة أسعار الفائدة في الولايات المتحدة في 2007، و مع تحديد الاحتياطي الفيدرالي سعر الفائدة 5,25% ذهبت بعض التنبؤات بأنه سينخفض إلى 4% بحلول شهر ديسمبر من هذا العام، بينما تنبأ آخرون بارتفاعه إلى 6%، فضلا عن هذا انخفضت التذبذبات بدرجة غير عادية عمليا في جميع الأسواق الرئيسية (أسواق الصرف، الأسهم و السندات)، على الرغم من حالة عدم اليقين بالنسبة للمتدخلين في السوق بسياسة الولايات المتحدة تجاه أسعار الفائدة.

و الأمر يغري بالتجاوز عن هذه الإشارات المتضاربة باعتبارها نوعا من "الضجيج- Parasites"، بمعنى تحركات سوقية تفتقر إلى محتوى من المعلومات الصحيحة، و لكن لن يكون من الحكمة إذ أن هذه الإشارات التي تبدو غير متجانسة يمكن أن تخفي معلومات مهمة عن تغير الظروف، التي من الممكن أن تواجه صانعي السياسات و المؤسسات متعددة الأطراف و المشاركين في الأسواق، و هي ظروف تدعوا إلى إجراء تغييرات في طريقة رد فعل هؤلاء المشاركين في التمويل الدولي.

### III-2-1- تغييرات كبرى جارية.

عند البحث عن جذور ما يبدو أنها إشارات متضاربة التي من الممكن تفسيرها، من خلال ثلاثة تغييرات هيكلية رئيسية تتفاعل بشكل متزامن في الاقتصاد العالمي:

**التغير الهيكلي الأول:-** و هو أكثر هذه التغيرات وضوحا و يأتي من صدمة الإنتاجية الايجابية، التي صاحبت تنامي التكامل في شريحة ضخمة من القوى العاملة المقيمة في الاقتصاديات النامية، و كانت النتيجة المباشرة تنوع مصادر نمو الاقتصاد العالمي، و بالفعل فإن البلدان النامية تمثل نسبة كبيرة و متنامية من إجمالي التوسع العالمي، هذا بالإضافة إلى أن ازدياد التكامل في قواها العاملة قلل التكلفة الشاملة للمدخلات في عدد كبير من المنتوجات، ما سمح للمؤسسات في البلدان الصناعية من التحكم أفضل في الإنفاق و تحسين المردودية و تعزيز الأرباح.

**أما التغير الهيكلي الثاني:-** فيتعلق بإعادة تسعير السلع الأولية و تلك هي نتيجة مباشرة لتوسع النمو العالمي، و هو عملية يلاحظ فيها ارتفاع الطلب على السلع الأساسية من جانب قائمة متزايدة التوسع من البلدان، و لكن باستجابة محدودة فقط من جانب العرض حتى الآن، و قد ساعدت الزيادة المتواصلة في أسعار المواد الأولية مجموعة كبيرة من الاقتصاديات الناشئة، على تحقيق فائض كبير في الحساب الجاري مع زيادة سريعة و متزامنة في حيازتها من الاحتياطيات الدولية، و بالنسبة للبعض فإن هذا التحول يعبر عن

كونه تحولا كبيرا في النظام من مركز المدين دوليا إلى مركز الدائن دوليا، و بالفعل فإن هذا التفاعل الحاصل ما بين الأسعار الأعلى للمواد الأولية، و زيادة الإنتاجية جنبا إلى جنب مع الطريقة التي تم بها تخصيص هذه الفوائض، جعلت من بلدان الأسواق الناشئة مجتمعة مصدر رئيسي للتمويل منخفض التكلفة لباقي العالم (و للولايات المتحدة بصفة خاصة).

**و التغيير الهيكلي الثالث:-** تقني بدرجة أكبر و هو يتصل بالابتكارات المالية الكثيفة و المعقدة نتيجة انتشار الأدوات المالية المشتقة، و قد كان الأثر الشامل لذلك هو تخفيض حواجز الدخول إلى عدد كبير من الأسواق، و هذا التخفيض يحث على إجراء تعديلات مهمة في تخصيص الأصول بالنسبة للمستثمرين المؤسساتيين و كذا الأفراد المستثمرين.

و قد غيرت هذه العوامل الثلاثة معا المحددات الحدية التي تقرر النمو العالمي و التجارة و تكوين الأسعار و تدفقات رأس المال (الداخلية و عبر الحدود)، و في نفس الوقت لابد من التأكيد على بعض التغييرات في العناصر التي تدخل في سياق عملية تقييم السوق: التذبذبات، آثار الرفع المالي، سرعة تنفيذ أوامر الشراء و البيع، السيولة.

فلا غرابة في أن تصبح النماذج التقليدية أقل فعالية في تفسير ما يجري من تطورات و التنبؤ بالمستقبل على حد سواء، و لا شك في أن دوال رد فعل السياسة- Les Fonctions de Réactions des Politiques أصبحت نتائجها تقريبية على الدوام، لذلك نجد الأسواق تتبع مسارا يتسم بالتردد و أحيانا العشوائية في تسعير الأصول العالمية الجديدة، التي مازال بعضها يعمل على تطوير قواعد قوية له.

مع نمو الاعتراف بهذه التغييرات الهيكلية فإن المشاركين في التمويل الدولي يبذلون جهدا جادا للتكيف معها، و تجرى إعادة النظر في طرق التحليل و في السياسات التقديرية، و إعادة تقييم نماذج الإدارة و التسيير و خلق أدوات جديدة للأسواق، كما زاد أيضا إدراك الطبيعة المتغيرة للروابط عبر الحدود، و تداعيات ذلك على المؤسسات متعددة الأطراف (خاصة نشاطاتها، فعاليتها، متطلباتها من الموارد، الحوكمة و سياسات التمويل لديها).

و بالرغم من تزايد وضوح عملية التكيف التدريجي إلا أنها لا زالت تنطوي على تعقيد شديد من حيث التصميم و التنفيذ، و فضلا عن هذا فإن ديناميات العملية ذاتها معرضة لردود أفعال مفرطة، و التي من الممكن أن تشجع تشتتا مؤقتا في الحد الأدنى، و ذلك ليس بنتيجة مستبعدة على الإطلاق نظرا للتغييرات الهيكلية العميقة الجارية، و التوازن الصعب الذي يقتضي الأمر إقامته بين الاعتبارات القصيرة و الطويلة الأجل.

و ربما كانت أحسن الطرق لتبيين مدى التعقيدات الجارية، هي التذكير ببعض الاختلافات الحادة عن أبدية التغييرات مقابل دوريتها- "Cyclique" et "Séculaire" L'Interprétation، و لعل أفضل ما يمكن

البدء منه هو التساؤل الجوهرى حول تلك المتعلقة باختلال موازين المدفوعات، خاصة العجز الضخم و المتواصل في الحساب الجارى للولايات المتحدة، و الفوائض الضخمة في آسيا و الاقتصاديات المصدرة للنفط.

### III-2-2- اختلالات ميزان المدفوعات العالمية.

و عند مناقشة آثار اختلالات ميزان المدفوعات العالمية، فإن أنصار وجهة نظر "التغيرات الأبدية" يرون أن العجز غير المسبوق في الحساب الجارى للولايات المتحدة، باعتباره وسيلة كفاءة للتكيف مع التحول في النظام شهدتها عديد الاقتصاديات الناشئة، و بالتحديد فإن الولايات المتحدة إذ تلجأ إلى العجز الضخم، فإنها تستوعب ما أطلق عليه بن برنانك رئيس مجلس الاحتياطي الفدرالى "تخمة المدخرات- Excédent d'Epargne" في هذه الدول الناشئة، و يذهب البعض إلى أبعد من ذلك على أنه كاستجابة لمحدودية نظمها المالية المحلية، أوكلت الاقتصاديات الناشئة وظيفة الوساطة المالية إلى أسواق رأس المال الأعلى كفاءة في الولايات المتحدة، و ينظر إلى كل هذا باعتباره يتماشى و المحافظة على ارتفاع النمو العالمى و الاستقرار المالى.

و تختلف رؤية أنصار "دورية التغيرات" اختلافا شديدا عما تقدم، فبالنسبة لهم فإن العجز الكبير في الحساب الجارى للولايات المتحدة، ليس سوى نتيجة للإفراط في الاستهلاك و هي ظاهرة قابلة للانعكاس كما حصل في كثير من البلدان في الماضى، و اكتسبت من الناحية التاريخية خصائص غير منتظمة و هي تؤثر اليوم في أكبر اقتصاديات العالم، التي استطاعت حتى الآن مواصلة هذه الوضعية غير المستقرة Une-situation intenable بسبب خصائصها الاقتصادية الخاصة جدا، كاعتبار الدولار عملة الاحتياطي الأولى في العالم و عمق أسواقها المالية.

### III-2-3- الفوائض المالية الضخمة في بلدان الأسواق الناشئة.

و امتدت المناقشات أيضا إلى ما يعتبر فعلا جدلا ساخنا حول التسعير غير المعتاد لعلاوات الخطر عمليا، و هذا الأمر أصبح واضحا في الكثير من الأسواق الناشئة منها و حتى المتطورة، و بالنسبة للبعض فإن الاختفاء شبه الكلى لعلاوات المخاطر، إنما هو نتيجة للتقارب الاقتصادي العالمى و قدرة الأسواق استعداداتها للتكيف و تقنيات و أدوات إدارة المخاطر بشكل أفضل، أي هناك احترام "للعوامل الأبدية" إذ اعتبرت في هذا السياق دائمة و مهمة، كما يشير أنصار هذا الرأي كذلك إلى المستويات المقبولة للضغوط التضخمية، و إلى الشفافية المتنامية للسياسات الكلية في كل أنحاء العالم (و في الولايات المتحدة بشكل خاص).

و يرى آخرون أن علاوات المخاطر يمكن أن تعود إلى الظهور بمجرد تراجع ثقة المستثمرين المؤقتة، فاسحة المجال لإعادة تسعير أكثر توافقا مع المعطيات الاقتصادية الأساسية، و بالنسبة لهم فإن



الانكماش الظرفي في هوامش المخاطر مؤقت و قابل للانقلاب مجددا، و هم يؤكدون في هذا السياق بأنه عندما تحصل عملية إعادة التسعير هذه، فإن خاصية تغطية المخاطر التي تتيحها خصوصا الأدوات الجديدة المستندة إلى المشتقات، سوف تخلق ديناميات عدم الاستقرار المالي الذي حذر منه المستثمر وارن بوفيت- Warren Buffet، منذ بضع سنوات قبل نشوب الأزمة المالية العالمية الأخيرة، عندما علق على ظاهرة الأدوات المالية المشتقة، على أنها "أسلحة الدمار المالي الشامل- Les Armes de Destruction Financière Massive".

### III-2-4- دور المؤسسات متعددة الأطراف.

كما أن النقاش الخاص بالأبدية مقابل الدورية في التغيرات، هو أيضا في لب الجدالات الرئيسية بشأن دور المؤسسات متعددة الأطراف بما في ذلك صندوق النقد الدولي، و ترى أحد التيارات أن الصندوق تجاوزته الأحداث و البعض إلى التساؤل عن مدى الفائدة من وجوده، و نادى آخرون بإجراء تغييرات رئيسية في المؤسسة (بما في ذلك إعداد الخبرة و الحوكمة و التمثيل)، و في الحد الأدنى يتعين على المؤسسة أن تطور مصادر جديدة للموارد، نضرا لتراجع المداخل في الوقت الحالي بسبب قلة عدد الاقتصاديات الناشئة التي تقترض من الصندوق، و تحذر الآراء التي تنادي بالدورية من مثل هذا التشدد في ردود الأفعال فالمسألة حسبهم ليست سوى مسألة وقت، قبل أن يعود صندوق النقد الدولي في الصف الأول لممارسة دوره الرئيسي و التقليدي في إدارة الأزمات و منع حدوثها.

و من خلال هذا النقاش المحتدم بين أنصار التغيرات الأبدية و الدورية وجد المشاركون في السوق أنفسهم مجبرون على أخذ موقع لهم، و على كل حال فإن التغيرات الهيكلية التي سبق ذكرها عملت على تراجع المصادر التقليدية لعوائد الاستثمار، في هذه النقطة بالذات يقترح أنصار التغيرات الأبدية إجراء تغييرات جذرية في منهج تخصيص الأصول، و إدارة توقعات العائد على الاستثمار و تحديد معاملات الارتباط فيما بين الأدوات المالية، و من ناحية أخرى يحذر أنصار التغيرات الدورية من ردود الفعل تجاه التعديلات المفرطة في الأسواق، و هم يدعون بدلا من ذلك للالتزام بنهج زمني، فحسبهم أن عوائد الاستثمار الضائعة في المدى القصير، ليست سوى ثمن بسيط يدفع مقابل الحد من التعرض لخسارة محتملة في رأس المال.

و الآن كيف ينبغي لمختلف المشاركين في التمويل الدولي تبني استراتيجيات التكيف لمواجهة هذا المشهد المالي المائع؟، فمن الأفضل أن نبدأ بما ينبغي للمشاركين تجنبه، إذ ينبغي لهم ألا يسمحوا لتعدد القضايا بأن يشل المشاورات و اتخاذ الإجراءات المناسبة، و بالفعل فمن الواجب على مختلف المتدخلين سواء أكانوا يعملون في القطاع العام أو الخاص، أن يكونوا واضحين بشأن مجموعة الافتراضات الأبدية أو الدورية (الضمنية عادة)، و التي تقوم عليها نهجهم الحالية و ربطها بالطابع المائع للنظام المالي الحالي، مع الإشارة إلى كل من المزايا و السلبيات المصاحبة لمختلف النهج البديلة، و في هذا الإطار سيكون هناك

تحديد للتكاليف و المنافع المرتبطة بالتغيرات المحتملة، لنماذج العمليات و استراتيجيات الأعمال و طرق إدارة المخاطر.

**بالنسبة للسلطات الوطنية في البلدان الصناعية:-** يتضمن التحدي البحث عن أفضل الطرق لمواجهة نقص المعلومات الأساسية المتعلقة بالسياسات الاقتصادية، بمؤشرات السوق التقليدية (مثل شكل منحى العائد و مستوى مختلف علاوات المخاطر)، كما يقتضي الأمر إدراج بوضوح عبر مختلف النماذج تأثير التدويل المتسارع لقوى العمل النشطة الوطنية، و كذلك التطور الملحوظ في تدفقات رأس المال عبر الحدود، خاصة الأهمية المتنامية للاقتصاديات الناشئة كحائز للسندات الحكومية و سندات الشركات الخاصة في الدول الصناعية.

**و بالنسبة لعدد من الاقتصاديات الناشئة:-** تتضمن التحديات التكيف مع التغير المثير في مركز مدفوعاتها الخارجية، و هنا يتطلب الأمر في الحد الأدنى إتباع طرق أكثر تطوراً في إدارة التزاماتها القائمة، بما في ذلك إيجاد أفضل الطرق لإعادة الشراء و/ أو إعادة هيكلة الديون و تحسين إدارة أصولها المالية النامية، و في بعض الحالات يقتضي الأمر تحسين شفافية العمليات و الرقابة الداخلية و كذا الخارجية لمؤسساتها، و كذلك مراجعة المبادئ التوجيهية التي تحكم إدارة الاستثمارات و الالتزامات، و هناك أيضاً تساؤل جوهري حول ما إذا كان ينبغي لبلدان معينة أن تستغل الظرف الحالي الاقتصادي و المالي، لتحقيق مرونة أكبر في بعض النواحي السياسية الرئيسية مثل، تحديد سعر الصرف و الاستهلاك المحلي (الصين على وجه الخصوص).

**و بالنسبة للمستثمرين المؤسساتيين:-** فإن التحديات تتعدى كثيراً تحديد أفضل الطرق لمواجهة المستويات غير العادية لحركة الأسعار و التذبذبات، كما أنهم يواجهون تساؤل رئيسي عن الطريقة المثلى لتعديل تخصيص أصولهم و بناء محافظهم، حتى يدخلوا في اعتباراتهم التغيرات الهيكلية الجارية، و نظراً لأن ذلك يتضمن لا محالة وضعية استثمار أكثر اتساماً بالطابع الدولي، فإنهم يحتاجون إلى تغيير تقنياتهم لإدارة المخاطر حتى يمكنهم التحكم و تفادي المخاطر الملازمة لهذا التطور بطريقة أفضل.

**أما بالنسبة للمؤسسات متعددة الأطراف:-** فيتمثل التحدي في المحافظة على مصداقيتها و على فعاليتها كمؤسسات محايدة، في تقديم المشورة بشأن السياسات الاقتصادية التي تضمن التوازن السليم بين الاعتبارات الوطنية و الدولية، و في حالة صندوق النقد الدولي تم تحديد كثير من الموضوعات ضمن الاستراتيجية متوسطة الأجل، التي أعلن عنها المدير العام للصندوق في سبتمبر 2005 و أبريل 2006، و كما قال المدير العام فإنه من المحتم على الصندوق أن يضل على صلة بالأحداث في عالم متغير، و من ثم فإن هناك حاجة لاتخاذ إجراءات للتصدي، لعدد من التحديات مثل تعزيز قدرة الصندوق على تقديم إيضاحات حول السياسات الوطنية، بما في ذلك تحسين قدرته على الإفصاح و نشر أفضل الممارسات عبر

الحدود، و إضفاء بعد متعدد الأطراف على النقاشات التي تخص السياسات الوطنية، و تحقيق تكامل أفضل لتحليل القطاع المالي في التقييمات الوطنية و الدولية و تحديث نهجه الخاصة بالحوكمة و التمثيل، و تحديث مجموع مهارات المؤسسة و خبراتها و تبني نموذج أكثر فعالية لتعزيز المداخل داخليا.

و خلاصة القول أن هذه الفترة غير عادية للاقتصاد العالمي و الأسواق العالمية، و كلاهما يتأثران بالتغيرات الهيكلية المهمة ليس في حد ذاتها فقط و لكن أيضا الطريقة التي تتفاعل بها، و نتيجة لهذا يواجه المشاركون في التمويل الدولي وضعا مائعا- Situation Mouvante و التي تبدو بعض مكوناته متناقضة. و في مواجهة هذا الوضع يكون لدى المشاركين ميل طبيعي للبقاء جانبا في انتظار وضوح أكبر، و لكن كذلك هذا الأمر لا ينصح به فكلما طال مدة عدم رد الفعل، زاد حجم المخاطر المصاحبة للطرق القائمة التي تتجاوزها الأحداث بسرعة، و بدلا من ذلك عليهم بمراجعة مدى سلامة نماذج العمليات الخاصة بهم بالنسبة لمستجدات العالم المتغيرة، و بالرجوع إلى المبادئ الأساسية عليهم أن يكونوا قادرين بل و راغبين، في التعديلات اللازمة إذا ثبت أن طرقهم أقل فعالية.

### III-3- التوريق.

كان لأزمة الرهون العقارية دون الممتازة التي اندلعت في عام 2007 الأثر السيئ على فكرة التوريق التي بلغ عمرها حتى الآن عدة عقود.

هذه التقنية سمحت لمؤسسات الإقراض الخروج من ميزانيتها (القيام بعمليات مالية خارج الميزانية- Hors bilan)، و هي ظاهرة متميزة بنمو الأوراق المالية في تمويل الاقتصاد و يلاحظ ذلك في أسفل ميزانية البنوك سواء أسفل الأصول أو الخصوم، و تعني تحويل الديون المصرفية إلى مساهمات في شكل أوراق مالية قابلة للتداول، و الإقدام على مجالات جديدة و اقتحامها مثل أداء أعمال مصرفية في المجال الاستثماري و تمويل عمليات الخصخصة، و هذه العملية تجعل تسعير و توزيع رأس المال أكثر كفاءة.

### III-3-1- مفهوم التوريق و بداياته.

هو عملية يتم بمقتضاها تجميع أنواع معينة من الأصول يمكن إعادة تجميعها في شكل أوراق مالية تدر فوائد، و يتم تحويل الفوائد و المدفوعات المسددة عن الأصول إلى مشتري الأوراق المالية. كانت بداية التوريق في السبعينيات عندما بدأت الوكالات التي تساندها حكومة الولايات المتحدة إعادة تجميع رهونات المنازل، و ابتداء من الثمانينيات بدأ توريق أصول أخرى منتجة للدخل، و في السنوات الأخيرة عرفت السوق نموا غير مسبوق في بعض الأسواق، مثل الأسواق المخصصة للأوراق المالية المستندة (المغطاة) برهون عقارية دون الممتازة (ذات درجة عالية من المخاطرة) في الولايات المتحدة، أضعف التدهور غير المتوقع في نوعية بعض الأصول المرافقة للعملية ثقة المستثمرين، و يبدو أن كلا من حجم و استمرار أزمة الائتمان التي نشأت، أظهرت بأن التوريق إلى جانب سوء إصدار الائتمان و عدم

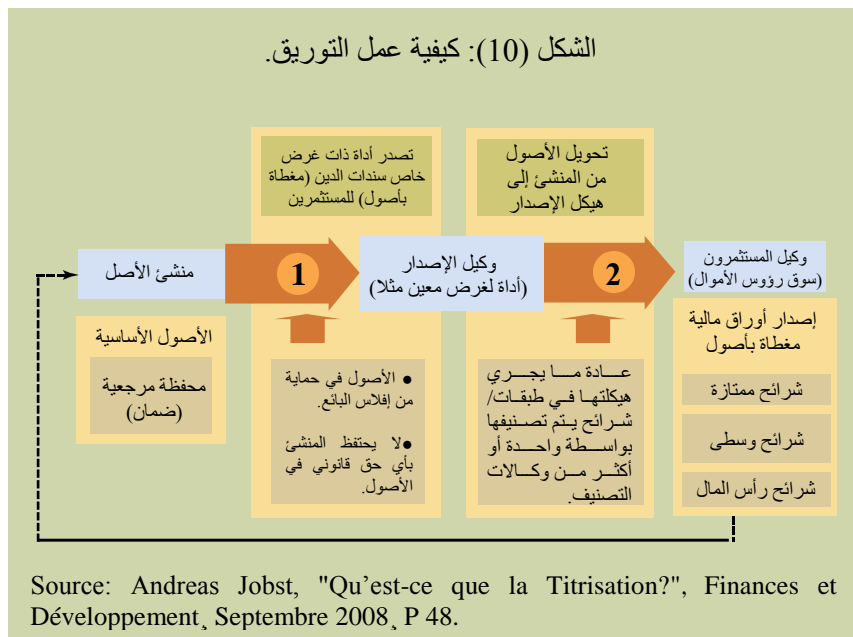
كفاية طرق التقييم و نقص الإشراف التنظيمي، يمكن لها أن تتسبب في عدم الاستقرار المالي و بالتالي الأزمة.

### III-3-2- أهداف التوريق و أهميته.

و تستخدم أعداد متزايدة من المؤسسات المالية التوريق لنقل المخاطر الائتمانية للأصول التي تصدرها، من ميزانيتها إلى ميزانيات مؤسسات مالية أخرى مثل البنوك و شركات التأمين و صناديق التوظيف المختلفة، و هي تقوم بذلك لأسباب متنوعة ذلك أن جمع الأموال عن طريق التوريق أقل تكلفة عادة، و من ثم كانت الأصول المورقة أقل تكلفة على البنوك، نظرا لاختلاف المعايير الخاصة بها لدى المسؤولين عن التنظيم المالي و عن المعايير التي تطبق على الأصول المرافقة، و من ناحية المبدأ فإن هذه الطريقة القائمة على الإصدار و التوزيع قد حققت مزايا اقتصادية واسعة النطاق، و أيضا عن طريق توزيع التعرض للمخاطر الائتمانية، و بهذا أدى إلى عدم تركيز المخاطر و تقليل التعرض النظامي للمخاطر.

و قد كان أثر التوريق يبدو على الأقل إيجابيا إلى درجة كبيرة حتى نشوب أزمة الرهون العقارية دون الممتازة، إلا أن البعض يؤكد على أن التوريق أضعف الحوافز لدى المصدرين لضمان المعايير الدنيا و الحذر المالي للإقراض و تسيير المخاطر و الاستثمار، في الوقت الذي شجع فيه انخفاض العائد على منتجات الديون التقليدية و معدلات التوقف عن السداد إلى ما دون ما هو معروف تاريخيا، و توفر أدوات التغطية المختلفة يشجع المستثمرين على تحمل المخاطرة بشكل واسع للحصول على عائد أعلى، و لم يكن كثير من القروض مدرجا في الميزانيات العادية لمن قاموا بتوريقها، و هو الأمر الذي ربما شجع مصدري الأوراق المالية على ضعف تصنيف المقترضين و نقص الإشراف عليهم، الأمر الذي أسفر عن تدهور منتظم في معايير الإقراض و الضمان.

### III-3-3- طريقة عمل آلية التوريق.



تتضمن عملية التوريق في شكلها الأساسي مرحلتين، والشكل (10) يوضح ذلك.

**في المرحلة الأولى:-** تحدد إحدى الشركات "الشركات المنشئة- L'Initiateur" التي بحوزتها حقوق و أصول أخرى منتجة للدخل، الأصول التي ترغب في إبعادها من ميزانيتها و تعيد تجميعها و تصنيفها فيما يطلق عليه "المحفظة المرجعية- Portefeuille de Référence"، و بعد ذلك تقوم ببيع هذه الأصول المجمعة إلى مصدري الأوراق المالية، و هو كيان أو أداة لتحقيق غرض خاص (EVS) "Entité à Vocation Spéciale"، و عادة ما تقوم بإنشاء هذا الكيان إحدى المؤسسات المالية خصيصا لشراء الأصول المورقة و تنفيذ العقود القانونية و المالية و معاملاتها خارج الميزانية.

**و في مرحلة ثانية:-** يقوم المصدر بتمويل حيازة الأصول المجمعة، عن طريق إصدار سندات قابلة للتفاوض و قابلة للتداول تدر عائد يتم بيعها إلى المستثمرين في سوق رأس المال، و يتلقى المستثمرون مدفوعات بسعر فائدة ثابت أو معوم من حساب ائتماني وسيط، يتم تمويله من خلال التدفقات المالية المتولدة عن المحفظة المرجعية، و في معظم الحالات يقوم المنشئ بضمان خدمة القروض الموجودة في المحفظة و تحصيل المدفوعات من المقترضين الأصليين، و تحويلها مباشرة (بعد خصم رسم خدمة) إلى كيان الغرض الخاص (EVS) أو إلى الحساب الائتماني الوسيط، و يمثل التوريق في جوهره مصدرا بديلا و متنوعا للتمويل يقوم على أساس تحويل مخاطر الائتمان، و ربما أيضا مخاطر سعر الفائدة و مخاطر سعر الصرف من المصدرين إلى المستثمرين.

### III-3-4- الالتزامات المهيكلة المغطاة بديون.

و في أحدث التحسينات الأكثر دقة يتم تقسيم المحفظة المرجعية إلى عدة أجزاء يطلق عليها شرائح-Tranches، يتضمن كل منها مستوى معين من المخاطر المرتبطة به و يجري بيع كل منها على حدى، و يتم تخصيص كل من عائد الاستثمار (مدفوعات الأصل و الفائدة)، و الخسائر فيما بين مختلف الشرائح طبقا لتصنيفها (امتيازها)، و أقل الشرائح مخاطر مثلا لها الأولوية في توزيع الدخل المتولد عن الأصول الأساسية (المرافقة)- Les Actifs Sous-Jacents و هكذا، بينما يكون لأكثرها مخاطرة آخر من يوزع عليه الدخل، و يفترض هيكل التوريق التقليدي تصميميا للأوراق المالية من ثلاث شرائح هي "الدنيا و الوسطى و الممتازة- Equity, Mezzanine(junior) et Senior"، و هذا الهيكل يركز الخسائر المتوقعة للمحفظة في الشريحة الدنيا (شريحة رأس المال) أو الوضع الأول للخسائر، و التي عادة ما تكون أصغر الشرائح حجما و التي تتحمل معظم التعرض لمخاطر الائتمان و تتلقى أعلى عائد، و الشرائح الممتازة لا تتضمن سوى قدر قليل من توقع خسائر المحفظة، التي تكون بسبب أن المستثمرين يمولون غالبا مشترياتهم عن طريق الاقتراض، و هي شديدة الحساسية للتغيرات في نوعية الأصول الأساسية، و قد كانت هذه الحساسية هي المصدر الأولي للمشاكل في سوق الرهون العقارية دون الممتازة في عام 2007، و عندما

ظهرت مشاكل السداد في الشرائح الأكثر مخاطرة حدثت أزمة ثقة و امتدت إلى حائزي الشرائح الممتازة، الأمر الذي أدى إلى زعر المستثمرين و هروبهم إلى أصول أكثر أمانا، مما أسفر عن بيع الديون المورقة بحرق الأسعار (أسعار منخفضة جدا).

لقد استخدم التوريق في البداية لتمويل الأصول ذاتية الاهلاك- Actifs Auto-Amortissables مثل الرهون العقارية، و لكن من ناحية المبدأ فإنه يمكن هيكله أي نوع من الأصول له تدفق نقدي مستقر في محفظة مرجعية تغطي الدين الذي يتم توريقه، و الأوراق المالية لا يمكن أن تغطيها الرهون العقارية فحسب و لكن أيضا قروض المؤسسات و الدولة و القروض الاستهلاكية، و تمويلات المشاريع و مستحقات التأجير و التجارة و اتفاقيات الإقراض الفردية، و قد تم تسمية كل هذه الأدوات التي يمكن توريقها بشكل موحد هو الأوراق المالية المغطاة بأصول (TAA) Titres Adossés à des Actifs، على الرغم من أن معاملات التوريق المغطاة بقروض الرهون العقارية (السكنية أو التجارية)، يطلق عليها الأوراق المالية المغطاة برهون عقارية (TACH) Titres Adossés à des Créances Hypothécaires، و التزامات الديون المضمونة برهن تستخدم نفس تقنية هيكله (TAA)، و لكنها تتضمن نطاقا من الأصول أكثر اتساعا و تنوعا.

### III-3-5- جاذبية التوريق.

بدأ التوريق باعتباره طريقا تجد به المؤسسات المالية و الشركات مصادر جديدة للتمويل، سواء عن طريق التخلص من الأصول الخطيرة من ميزانياتها، أو عن طريق تغطية الاقتراض مقابلها لإعادة تمويل إصدارها وفقا لأسعار السوق، و قد خفض هذا تكاليف اقتراضها كما قلل في حالة البنوك الالتزام بالحد الأدنى القانوني المطلوب لرأس المال.

و إذا افترضنا على سبيل المثال أن شركة إيجار كانت بحاجة إلى جمع سيولة، فإن الشركة وفقا للإجراءات المعتادة ستحصل على قرض أو تبيع سندات، و تتوقف قدرتها في القيام بذلك و تكاليف العملية على مدى صحة هيكلها المالي و على تصنيفها الائتماني، و إذا ما تمكنت الشركة من العثور على مشتريين، فإنه يمكنها أن تبيع بعض عقودها الخاصة بالتأجير بصورة مباشرة، و بذلك تحول في الواقع بعض تدفقاتها المستقبلية إلى سيولة حالية، و المشكلة هي أنه لا توجد بالفعل تقريبا سوق ثانوية لعقود التأجير، و لكن بإمكان الشركة تجميع هذه الأصول، و من خلال بيع هذه الأصول إلى أحد المصدرين تستطيع الشركة أن تزيد من رأسمالها و ترفع قدراتها التمويلية، و المصدر يقوم بدوره بتحويل مجموعة العقود المجمعة إلى أوراق مالية مشتقة قابلة للتفاوض و التداول.

إضافة إلى هذا فإن الأصول التي يتم استبعادها من ميزانية المنشئ (وفقا لتصنيفها الائتماني)، و هو ما يسمح للمصدرين أن يجمعوا الأموال اللازمة لشراء الأصول، بأسعار أرخص كثيرا عما كان يمكن أن

يحدث على أساس قوة الهيكل المالي للمنشئ وحده، و على سبيل المثال قد تستطيع شركة التي قد لا يتجاوز تصنيفها الائتماني (B) و تصنيف أصولها الموجودة في المحفظة المرجعية (AAA)، تدبير الأموال على أساس (AAA) بدلا من التصنيف (B) و ذلك من خلال توريق هذه الأصول، و على النقيض من المديونية التقليدية فإن التوريق لا يؤدي إلى تضخيم التزامات الشركة (و بالتالي جانب الخصوم لديها)، و إنما يعمل بدلا من ذلك على توفير أموال للاستثمار من دون أن يحدث تضخيم في ميزانية المؤسسة.

و لا يوفر التوريق فقط فرص أكبر من الأصول الاستثمارية القابلة للتداول، تساعد مرونة عمليات التوريق القائمين بالإصدار أيضا، على تكييف هيكل الشرائح المتعلقة بالعائد و المخاطر وفقا لمقدار ما يمكن للمستثمرين تحمله من المخاطر، فعلى سبيل المثال فإن صناديق المعاشات و غيرها من نظم التوظيف الجماعي تتطلب هيكلا متنوعا، من الاستثمارات طويلة الأجل و ثابتة الدخل و عالية التصنيف الائتماني، يتجاوز ما يمكن أن تقدمه إصدارات الدين العام الحكومي، أما في حالة تداول الديون المورقة فإن المستثمرون يمكنهم بسرعة، تعديل تعرضهم فرادى للمخاطر بالنسبة للأصول الحساسة للتصنيف الائتماني، استجابة للتغيرات في درجة الحساسية الشخصية للمخاطر، و تقلبات مشاعر الأسواق - Le Sentiment du Marché و التفضيلات الاستهلاكية و ذلك بتكلفة منخفضة للمعاملات.

و في بعض الأحيان لا يقوم المنشئ ببيع أصول مالية مباشرة إلى المصدر و هو ما يطلق عليه توريق البيع الحقيقي - Titrisation par Cession Authentique، و بدلا من ذلك لا يبيعون سوى المخاطر الائتمانية المصاحبة للأصول من دون نقل حق الملكية القانونية، توريق اصطناعي - Titrisation Synthétique و يسمح التوريق المصطنع للمصدرين على استغلال الفروق بين أسعار الأصول، التي تم شرائها (و غالبا ما تكون أصولا غير سائلة)، و الأسعار التي يرغب المستثمرون بدفعها مقابلها (إذا ما كانت متنوعة في مجمع أكبر من الأصول).

### III-3-6- تطور التوريق.

شهد التوريق تغيرا شديدا خلال العقد الأخير و لم يعد مقترنا بالأصول التقليدية محددة الأجل و بشروط خاصة، مثل الرهون العقارية و قروض البنوك و القروض الاستهلاكية (التي يطلق عليها الأصول ذاتية الاهتلاك)، و قد شجع تحسن عملية النمذجة - Modélisation و القياس الكمي للمخاطر - Quantification، و زيادة توفر و نشر البيانات المصدرين على استخدام و النظر في نطاق واسع من أنواع مختلفة من الأصول، بما في ذلك مختلف القروض الرهنية للسلع غير المنقولة و مستحقات عقود الإيجار و قروض المؤسسات الصغيرة و المتوسطة.

و على الرغم من تركيز معظم الإصدارات في الأسواق المتطورة فإن التوريق سجل أيضا نمو ملحوظا في الأسواق الناشئة، حيث استخدمت المؤسسات و البنوك الكبرى ذات الجدارة الائتمانية العالية

التوريق، لتحويل التدفقات النقدية المستقبلية بالعملات الصعبة الناتجة عن عمليات التصدير أو التحويلات المختلفة لرؤوس الأموال بالعملات الصعبة إلى سيولة حالية.

ومن المرجح جدا أن تصبح المنتجات المورقة أكثر بساطة في المستقبل، فبعد سنوات من عدم تكوين أية احتياطات رأسمالية تغطي الديون المورقة و المصنفة، سرعان ما سيواجه المصدرون تغييرات تنظيمية تفرض أعباء رأسمالية أعلى و تقييما أكثر عمقا، و من أجل إعادة تنشيط عمليات التوريق و استعادة بناء ثقة المستثمرين- Rétablir la Confiance، يتعين بل و يتحتم على المصدرين المشاركة و الاهتمام بأداء الأصول المورقة، عند كل مستوى من الأفضلية (الامتياز) و ليس فقط بالنسبة للشريحة الدنيا.

### III-4- التطورات الحاصلة في تنظيم الأسواق المالية.

الأسواق المالية منظمات معقدة لها هيكلها الاقتصادية و المؤسسية الخاصة بها، و التي تقوم بدور حاسم في تقرير كيفية تحديد الأسعار و اكتشافها، كما أن هذه العوامل تشترط استقرار و احترام آليات عمل الأسواق، كما تبين لمالكي التزامات الديون دون الممتازة المغطاة بضمانات (OSAE) Obligations Structurées Adossées à des Emprunts و مالكي بعض المشتقات الأخرى، في الأشهر القليلة التي تلت الاضطرابات المالية في شهر أوت 2007 فإن بعض أنواع الأسواق تصبح غير مستقرة و مضطربة. في الواقع هناك نوعان أساسيان لتنظيم الأسواق المالية التي تعمل داخل البورصة و خارج البورصة، و إن كان بعض الابتكارات و التجديدات الالكترونية الحديثة عملت على تلاشي الفروق التقليدية بينهما.

### III-4-1- البورصات.

سواء كانت أسهم أو مشتقات بدأت البورصات كأماكن يجري فيها الاتجار و إبرام الصفقات، و أشهر البورصات بورصة نيويورك للأوراق المالية (NYSE)، و بورصة شيكاغو للتجارة (CBOT) أين يتم تداول العقود الآجلة منذ 1851، و قد خلق اندماجه الحديث مع منافسه القديم شيكاغو التجارية للمبادلات (CME) Le Chicago Mercantile Exchange أكبر بورصة للمشتقات في العالم، و هناك أكثر من 100 بورصة للأوراق المالية و بورصة للمشتقات في كافة أنحاء العالم المتقدم و النامي.

غير أن البورصات أكثر من مجرد مواقع مادية إذ أنها تحدد القواعد المؤسسية التي تحكم التداولات، و توفر قنوات لمعلومات و آليات للمقاصة اللازمة لاستكمال العمليات و الأنشطة التالية للتداول، و تضفي البورصة طابعا مركزيا على إبلاغ أسعار البيع و الشراء لجميع المشاركين في السوق، الذين يمكن لهم الاستجابة لذلك بالبيع أو الشراء بأحد الأسعار المعلنة أو الرد بسعر محدد مختلف، و تبعا لوضعية كل بورصة يمكن أن تكون وسيلة الإبلاغ هي بالصوت أو الإشارة باليد أو الرسالة الإلكترونية، و عندما يتوصل طرفان إلي اتفاق يتم إبلاغ السعر الذي نفذت به المعاملة في كافة أنحاء السوق، و يسفر ذلك عن



خلق مجال منافسة نزيهة يسمح لأي متدخل في السوق أن يشتري بأقل سعر أو يبيع بأعلى سعر، مثله في ذلك مثل أي متدخل آخر طالما أن هناك احترام لقواعد البورصة.

ومنذ بداية التعامل بالتسعير الإلكتروني لم تعد البورصات تشكل قيودا للمكان المادي، و يجري إغلاق الكثير من صالات التداول التقليدية، ويتم إبلاغ الأوامر و عمليات التنفيذ بصورة إلكترونية كلية، و بورصة لندن للأوراق المالية (LSE) و نظام تحديد الأسعار الآلي التابع للرابطة الوطنية للمضاربين في الأوراق المالية (NASDAQ)، يعملان إلكترونيا مثلما يعمل (EUREX) و هي أكبر بورصة للعمليات الآجلة في العالم، و فيما تعمل بورصات كثيرة أخرى على التخلص التدريجي من قاعات التداول التقليدية، لكنها توفر في نفس الوقت تسعيرا في القاعة- Cotation à la Criée و التسعير الإلكتروني معا، و قد اشترت بورصة نيويورك قاعدة الاتجار الإلكتروني (La plateforme Archipelago)، تدعيما مع تحركها بشكل متزايد نحو الاتجار الإلكتروني، و تحتفظ بورصات المشتقات مثل بورصة BM & F في البرازيل و مجموعة (CME)، بكل من الاتجار في القاعة و الاتجار الإلكتروني.

### III-4-2- الأسواق خارج البورصات.

و على خلاف البورصات لم تكن الأسواق التي تعمل خارج البورصة- Les Marchés de gré à gré أماكن مادية، رغم أنها عادة تكون حسنة التنظيم لكنها تبقى غير رسمية، و هاته الشبكات من العلاقات بين المتفاوضين- Négociants تتركز حول وسيط أو عدة وسطاء- Opérateurs، و يعمل الوسطاء كصناع للسوق- Des Teneurs عن طريق إبلاغ أسعار البيع و الشراء، إلى الوسطاء الآخرين و إلى عملائهم أو زبائنهم، و لا يعني ذلك أنهم يتقدمون بالضرورة للوسطاء الآخرين بنفس الأسعار التي يقدمونها للعملاء، و حتى بالنسبة للعملاء ليس بالضرورة أن يتقدمون لهم بنفس السعر، و علاوة على ذلك يمكن للوسطاء في أوراق مالية خارج البورصة أن ينسحبوا من صنع السوق، مما يتسبب في فقدان السيولة (القدرة على شراء أو بيع ورقة مالية)، و باختصار فإن الأسواق التي تعمل خارج البورصة أقل شفافية و أقل التزاما بالقواعد مما تعمل به البورصات، و كان يجري الاتجار في جميع الأوراق المالية و المشتقات التي انطوت عليها الأزمات المالية الراهنة في أسواق خارج البورصات.

يبلغ الوسطاء أسعار البيع و الشراء و يتفاوضون حول أسعار التنفيذ على الهاتف بشكل مباشر أو عن طريق مراسلات فورية على الهاتف، رغم أن العملية عادة ما تتعزز من خلال استخدام لوحات الإعلانات الإلكترونية حيث يعرض الوسطاء أسعارهم المعلنة، و تعرف عملية التفاوض من خلال الهاتف سواء كانت من زبون إلى وسيط أو وسيط إلى وسيط تفاوض ثنائي الأطراف، لأن مشتركين اثنين في السوق فقط هما المعنيان بالأسعار المحددة و تنفيذ الأوامر بشكل مباشر، أما الآخرون في السوق فلا يكونون على علم بالمبادلة، رغم أن بعض الأسواق التي تقوم على السمسة تعلن عن أسعار التنفيذ و حجم المبادلات، غير أنه

لإتاحة الفرصة لكل المتدخلين الاطلاع على شاشات السمسار، بحيث لا يمكن لأي متدخل أن يتفاوض بذلك السعر، و رغم أن عملية المفاوضة الثنائية عادة ما تكون ذات طابع آلي فهيكل هذه الأسواق لا يحاكي البورصات، لأن ترتيبات الاتجار و التداول ليست نفسها و ليست مفتوحة أمام جميع المتدخلين على قدم المساواة.

و نجد في الأساس نوعان للأسواق التي تعمل خارج البورصة ففي سوق الزبون-Marché Clients، يحدث التداول الثنائي بين الوسطاء و زبائنهم مثل مستثمرين أفراد أو صناديق التغطية، و في السوق المشتركة بين الوسطاء- Marché Interprofessionnel يعرض الوسطاء الأسعار على بعضهم البعض، و يمكنهم أن يحولوا جزءا من المخاطر المترتبة عن الاتجار مع الزبائن إلى وسطاء آخرين بسهولة، مثل زيادة حيازتهم من أوراق مالية معينة أو التخلص من أخرى، و يمكن أن يملك الوسطاء خطوطا هاتفية مباشرة مع وسطاء آخرين و مع زبائنهم الرئيسيين، بحيث يمكن لأي متدخل في السوق أن يتصل بالوسيط لعرض سعر معين ثم يعلق الخط، و يتصل بوسيط آخر ثم بوسيط آخر مستطعا موقف العديد من الوسطاء في دقائق قليلة، و يمكن للمتدخل أن يجري مكالمات متعددة للحصول على رؤية عن السوق من جانب الزبائن، إلا أن الزبائن لا يمكن لهم أن يخترقوا السوق المشتركة بين الوسطاء.

و في بعض الأسواق التي تعمل خارج البورصة و بخاصة أسواق الوسطاء لديها سمسرة أسعار، يساعدون المشاركون في السوق في الحصول على رؤية أوسع عن السوق، فيرسل الوسيط بأسعاره المحددة إلى السمسار الذي يتولى فعليا نشر المعلومة بواسطة الهاتف، و كثيرا ما يوفر السمسرة لوحة إعلانات إلكترونية للسماح لزبائنهم (الوسطاء)، على أن يعلنوا بدورهم على الفور أسعارهم على كل وسيط آخر في شبكة السمسار، و تبين لوحة الإعلانات كلا من أسعار البيع و الشراء و أحيانا أسعار التنفيذ، و شاشات السمسرة ليست متاحة عادة للزبائن النهائيين الذين نادرا ما يكونوا عادة على دراية كاملة، عن تغيرات الأسعار و الفروق بين أسعار البيع- و الشراء في السوق المشتركة للوسطاء، و يستطيع الوسطاء في بعض الأحيان أن يتفاوضوا من خلال الشاشة، و فيما عدا ذلك تبقى الشاشات مجرد وسيلة لنشر المعلومات، و يجب على الوسيط من خلال السمسار أن يتاجر أو يتصل بوسيط آخر مباشرة لتنفيذ الأوامر، و يمكن للوسطاء أيضا أن يتصلوا بالسمسار و بوسطاء آخرين مباشرة لتقديم أسعار محددة، و الاستفسار عن الأسعار المحددة غير المدرجة في شاشات لوحة الإعلانات الإلكترونية الخاصة بالسمسرة.

و بفضل أوجه التقدم التي حدثت في قواعد- Plateformes التسعير الإلكتروني زادت عمليات التداول في الأسواق خارج البورصة، و قد يعمل ذلك في بعض الأحيان على تلاشي الفارق بين أسواق خارج البورصة التقليدية و البورصات، بعض قواعد التسعير تسمح للوسطاء و في بعض الأحيان لمتدخلين من غير الوسطاء بعرض الأسعار و التنفيذ المباشر للعقود بواسطة نظام إلكتروني، و من شأن هذه المبادرات

التي تبدو و كأنها مفاوضات متعددة الأطراف، و هي خاصة و سمة مميزة للبورصة و لكن ذلك يتيسر فقط للمتدخلين المباشرين، و على خلاف البورصة أين يكون متاح فيها لكل متدخل وسيلة للنفذ فإن هذه الأنظمة الإلكترونية، يمكن أن تعامل المتدخلين بطرق مختلفة استنادا إلى مثلا حجمهم أو جدارتهم الائتمانية، و إضافة إلى ذلك تظل عملية إجراء المقاصة و تسوية المبادلات متروكة للبائع و المشتري، على خلاف معاملات البورصة التي تتولى فيها البورصة تسوية عمليات التداول و ضمانها.

### III-4-3- الأسواق خارج البورصة و الأزمة المالية.

يفسر هيكل الأسواق خارج البورصة في جزء مهم منه أن التزامات الديون المغطاة بقروض التي تم تقسيم مخاطر أصولها الأساسية، إلى شرائح عديدة يتم بيع كل منها بشكل منفصل و غيرها من الأوراق المالية المهيكلة، قد واجهت مشاكل أثناء الأزمة الراهنة كما واجهت مشاكل أيضا المشتقات الائتمانية و أدوات الخزينة و سندات البلديات و قروض الطلبة المورقة، و قد تم الاتجار فيها جميعها في أسواق تعمل خارج البورصة و كانت كلها أسواق تتمتع بالسيولة و الفعالية في أثناء الأوقات العادية، غير أنها عجزت على إظهار المرونة الكافية في مواجهة اضطرابات السوق و فقدت سيولتها و لم تعد تؤدي وظائفها، و قد أدى ذلك إلى بروز خللين مهمين: عجز المتدخلين على تقييم و تسعير أصول محافظهم، و العجز و عدم القدرة على التفاوض لأجلها و تداولها.

و من دون وجود أسواق سائلة و منظمة فإنه لا توجد عملية لاكتشاف السعر، و هو ما يعني بدوره عدم وجود طريقة سهلة و حاسمة لتقييم الأوراق المالية أو المشتقات، و من بين المشاكل الدائمة في المؤسسات المالية مثل البنوك التجارية و شركات الاستثمار صعوبة الوفاء باشتراطات الإفصاح و الإبلاغ، و عندما لا تكون هناك أسعار سوق تستخدم في تقييم المركز المالي للمؤسسة المالية فيما يخص الأصول و المشتقات، و لم يقتصر الأمر فقط على عدم وجود أسعار سوق و إنما لا يوجد في كثير من الأحيان أسعار مرجعية (و هي أسعار أصول مماثلة لتلك التي يجري تقييمها)، و نتيجة لذلك فإن الأصول التي كانت تقيم بأسعار السوق (أو على الأقل بسعر مرجعي) لا يمكن حساب قيمتها الآن من نماذج تفتقر إلى معطيات، و يزيد الاعتماد المتزايد على مثل هذا التقدير للقيمة غير الدقيق من تآكل الثقة في السوق، لأن المتدخلين يكونون غير واثقين من قيمة محفظة أصولهم و قيمة أصول الأطراف المقابلة الأخرى.

ينسحب الوسطاء الذين يواجهون صعوبات كبيرة في تمويل ميزانيتهم من جهة، و يحوزون أصول متنامية عديمة السيولة من ناحية أخرى من السوق، فالتقلبات المتكررة تجعل مواصلة صنع السوق مسألة خطيرة و مكلفة، و لم يكن هناك و بدون وجود وسطاء أي تداولات و بخاصة في أوراق مالية مثل الالتزامات المهيكلة المغطاة بقروض (OSAE) و سندات البلديات و المشتقات الائتمانية، و لم يكن المستثمرون يستطيعون مع عدم وجود مشتريين أن يقللوا من خسائرهم بالتخلص من المراكز الخاسرة، و لم

يكن بمقدورهم بيع تلك المراكز لتلبية المطالبات بتخصيص المزيد من الضمانات للقروض التي تمول توظيفات أخرى، و بهذه الطريقة ساهم فقدان السيولة في أسواق تعمل خارج البورصات في تعميق الأزمة المالية و اتساع نطاقها.

لم يعد الكثير من تلك الأسواق إلى ظروف التداول العادية بالرغم من أن البنوك المركزية ضخت أموالا إلى السوق (تمويل السيولة)، و لكنها لا تستطيع أن تعيد بشكل مباشر استعداد المشتريين و البائعين للتداول في الأوراق المالية (سيولة السوق)، و ما لم تتخذ السلطات خطوات لتحسين ممارسات الوساطة المالية في هذه الأسواق التي يقوم بها الوسطاء، فقد يمر وقت طويل حتى يمكن العودة إلى مستوى سيولة التداول التي كانت سائدة قبل صيف 2007.

#### IV- الأزمة المالية الراهنة "أزمة القروض العقارية دون الممتازة في الولايات المتحدة".

أمكن لزيادة بنسبة 3% في القروض الثانوية العقارية-Sub-Primes متأخرة السداد، و التي زادت القروض المتعثرة بمقدار 34 مليار دولار، أن تحدث اختلال في النظام المالي للولايات المتحدة الذي يتعامل في 57000 مليار دولار حتى صيف 2007 أعقبه وقوع اضطراب مالي عالمي، و قد تفسر الممارسات المتراخية إن لم تكن الاحتمالية في مجال تغطية الإقراض الثانوي بضمان العقارات، إلى حد كبير ما حدث من ارتفاع في نسبة القروض المتخلفة عن السداد لأكثر من 90 يوم، من 6% إلى 9% بين الربع الثاني من 2006 و الربع الثاني لـ 2007، إلا أن تأثير ذلك على الأسواق المالية و الاقتصاديات يتجاوز بكثير أية خسائر متوقعة من حجز الرهونات العقارية.

و تكمن الإجابة في نشوء و تطور هيكل سوق رهن العقارات- Le Marché Hypothécaire المحلية، فقد تغير هذا الهيكل على مدى السنوات السبعين المنصرمة بصورة جذرية، من هيكل تقدم فيه مؤسسات الإيداع المحلية على منح القروض، إلى هيكل تتعامل فيه مصارف رئيسية و شركات التوظيف في وول ستريت- Wall Street، التي تستخدم أحدث ما أنتجته الهندسة المالية لإعادة تشكيل القروض الرهنية في صورة أوراق مالية، من خلال مشتقات الائتمان- Produits Dérivés de Crédit و الالتزامات المهيكلة المضمونة بديون- Obligations Structurées Adossées à des Emprunts (OSAE)، و تعتمد سوق الرهن العقاري حاليا بصورة رئيسية على القدرة على تجزئة الدين ضمن مختلف شرائح المخاطر- Segments à Risques، من خلال أدوات مالية مركبة ثم بيع تلك الشرائح على حدى، الأكثر خطورة إلى المشتريين الذي يلتصقون العائد المرتفع و أحيانا إلى مشتريين استدانتهم عالية مثل صناديق المضاربة.

و مثلما حدث في أزمتان كثيرة سابقة كانت رخاوة معايير الائتمان، خلال الفترة التي اتسمت بمنافسة حادة في منح القروض هي السبب في المجموعة الأولية من الخسائر، و رغم أن هذه الأزمة نشأت نتيجة تزايد تأخر سداد القروض العقارية في الولايات المتحدة، خاصة في سوق القروض العقارية دون

الممتازة فإن تأثيراتها كانت شديدة و مكلفة، و قد أخفى غموض و شدة تعقيد منتجات الائتمان المهيكلة المتنامية بحدة، موقع و حجم و شدة تأثير المراكز المحتفظ بها و أحيانا حتى على المؤسسات المالية نفسها، كما فاجأت الأزمة الأخذ في الاتساع الكثير من المستثمرين و زعزعت ثقتهم، و حل المشاكل لن يكون سهلا لأن الحوافز التي استندت إليها الأزمة، مترسخة عميقا في سلوك القطاع الخاص بل و حتى تشجعها التنظيمات أحيانا، لكن المشاكل تستحق اهتماما خاصا لأن تأثيرات الأزمة شرعت تصل إلى فئة عريضة من المواطنين العاديين في كثير من البلدان.

و حتى يتسنى لنا أن نفهم كيف تغيرت سوق الرهن العقاري و أن نتعرف على موضوع انهيارها و نبين نقاط ضعفها الهيكلية، و أن نفسر لماذا تجاوزت الأزمة إلى ما وراء الحدود حتى وصلت إلى اقتصاديات أخرى متقدمة و نامية، فإن الأمر يتطلب البحث في سوق الرهن العقاري في الولايات المتحدة.

#### IV-1- نشأة و تطور سوق الرهن العقاري في الولايات المتحدة.

كانت سوق الرهن العقاري في الولايات المتحدة قبل 1938 تتألف أساسا من مؤسسات إيداع منظمة مثل البنوك و مؤسسات الادخار و القروض، التي كانت تستخدم ودائعها في تمويل قروض شراء المنازل، و كانت هيئات الإقراض تلك "تجمع" القروض و بطبيعة الحال تحتفظ بها ضمن محافظها، و هي بذلك تتحمل المخاطر الائتمانية و مخاطر السوق المرتبطة بتقلبات أسعار الفائدة، و مخاطر السيولة المرتبطة بتمويل أصول طويلة الأجل بخصوم (موارد، التزامات) قصيرة الأجل (ودائع).

و بغية توفير مزيد من السيولة و رؤوس أموال جديدة لهذه الأسواق قامت الحكومة في إطار سياسات "العهد الجديد- New Deal" للرئيس روزفلت- Roosevelt، بإنشاء الهيئة الوطنية الاتحادية للرهن العقاري المعروفة باسم (فاني ماي- Fannie Mae) Federal National Mortgage Association في 1938، و كانت تلك مؤسسة مملوكة للدولة و تتمثل مهمتها في خلق سوق ثانوية للقروض العقارية- Crédits Hypothécaires، و كانت هيئة فاني ماي تشتري هذه القروض العقارية من منشئها و تعيد الحصيلة النقدية إلى تلك الهيئات المقرضة، عن طريق شراء هذه القروض العقارية مباشرة و الاحتفاظ بها في محفظتها المالية، و تكون فاني ماي بذلك قد استحوذت على مخاطر الائتمان و مخاطر السوق و السيولة، و بالرغم من ذلك كانت هيئة فاني ماي في وضع أفضل من مؤسسات الإيداع في التعامل مع مخاطر السيولة و السوق، لأنها كانت تستطيع الاقتراض لآجال أطول و كانت فاني ماي كذلك أقدر على إدارة مخاطر الائتمان (أو السداد)، لأنها كانت تحتفظ بمحفظة رهونات عقارية متنوعة على المستوى الفدرالي، و هو ما كانت حتى أكبر البنوك تجد أنه من الصعب عليها عمله، بسبب القيود التنظيمية على المعاملات المصرفية بين الولايات، و كانت مؤسسة فاني ماي لا تشتري سوى القروض العقارية التي تتوافق- Se Conformaient مع معايير معينة للاكتتاب، و تستخدم تلك المعايير الخاصة بالإقراض الآن في تعريف القروض المتوافقة-

Crédits Hypothécaires de Les Prêts Conformés، و هي مرادف للقروض العقارية الممتازة- .Premier Ordre

و قد أثبتت هيئة فاني ماي نجاحها و شكلت عمليات الاقتراض التي قامت بها لتمويل مشترياتها من القروض العقارية، بحلول الستينيات من القرن العشرين حصة مهمة من الدين العمومي للولايات المتحدة، و من أجل طرح أنشطة فاني ماي خارج نطاق ميزانية التشغيل الفدرالية، تم إعادة تنظيم السوق العقارية الحكومية أثناء إدارة الرئيس جونسون- Johnson، و نتج عن إعادة التنظيم تلك ما يعرف بـ "الهيئة الوطنية الحكومية للرهن العقاري (جيني ماي- Ginnie Mae) Gouvernement National Mortgage Association، مهمتها تسيير القروض العقارية المضمونة من طرف الدولة في إطار برامج الإسكان الاتحادية للمحاربين القدامى و غيرها من البرامج الاتحادية، و قامت أيضا بخصخصة ما تبقى من أنشطة ضمن مؤسسة مملوكة ملكية خاصة و مرخصة على المستوى الاتحادي سميت رسميا فاني ماي، و التي احتفظت ببعض التزامات المصلحة العامة كالسكن الاجتماعي، في سنة 1970 قامت جيني ماي بتطوير سندات مالية مضمونة بقروض عقارية- Titre Adossé à des Crédits Hypothécaires، و التي نقلت مخاطر السوق إلى المستثمرين و حذفت من الميزانية الاتحادية جزء مهم من الديون، التي كانت تلتزم بها في إطار تمويل برامج الإسكان الحكومية، و تعمل السندات المالية التي تضمنها قروض عقارية عن طريق إعادة تجميع القروض العقارية المتماثلة، و بيع السندات المضمونة التي تنشئ حقوقا على مدفوعات القرض العقاري من المجمع و المدفوعات يتم تحويلها مباشرة إلى حاملي السندات.

في 1970 تم إنشاء "الشركة الوطنية الاتحادية للرهن العقاري المعروفة باسم (فريدي ماك- Freddie Mac) Fédéral National Mortgage Corporation"، لغرضين: توريق القروض العقارية التقليدية و توفير منافسة لهيئة فاني ماي التي تمت خصصتها حديثا، و مع مرور الوقت تقاربت النماذج الاقتصادية التي تتبعها فاني ماي و فريدي ماك و وفرتا معا تمويلا هائلا للقروض العقارية، سواء عن طريق شراء القروض العقارية المتوافقة و الاحتفاظ بها، أو تحويل مبالغ كبيرة إلى سندات مضمونة بقروض عقارية، و هذه السندات المالية يشتريها المستثمرون المؤسسيين و الأثرياء و مؤسسات الإيداع نفسها، و أدت عملية التوريق إلى توزيع المخاطر و وفرت لمؤسسات الإيداع فئة أكثر سيولة من أصول القروض، و استغلت موارد متنوعة من رؤوس الأموال لفائدة سوق الإقراض العقاري.

و أزال سوق الأوراق المالية المضمونة بقروض عقارية مخاطر السوق، ليس فقط من ميزانيات المقرضين مثل البنوك بل أيضا من ميزانيتي فاني ماي و فريدي ماك، كما وفرت أيضا تمويلا طويل الأجل للإقراض العقاري و تخلصت كذلك من جزء كبير من مخاطر السيولة، و حيث أن فاني ماي و فريدي ماك هما اللتان تضمنان القروض فقد بقي قدر كبير من مخاطر الائتمان في حوزتهما، و قد سمح حجمهما و تنوعهما بالتعامل معها و تسييرها.

و تتضمن عملية التوريق تجميع القروض العقارية في هيكل ثابت- Structure Adhoc و هي ببساطة شركة مسجلة عادة في بلد أجنبي لا يفرض ضرائب، و تصدر الشركة أسهما تمثل حقوقا تستحق من مدفوعات القروض العقارية، يتمثل أبسط هيكل في أن يقوم المجمع بتحويل المدفوعات إلى حاملي السندات المالية، بينما تقسم الهياكل الأكثر تعقيدا المدفوعات إلى شرائح مخاطرة عالية و منخفضة المخاطر. و يسمح التوريق للمقرضين بالحصول على أتعاب مقابل أنشطة الاكتتاب، دون أن تترك نفسها عرضة لمخاطر الائتمان أو السوق أو السيولة لأنها تبيع القروض التي تبرمها، و عندما يرغب المقرضين في شراء مخاطر السوق يكون ذلك عن طريق شراء السندات المالية، و المستثمرون يحصلون على أصول عقارية أكثر سيولة و أكثر تنوعا، كما تحصل سوق القروض العقارية في مجملها على منافذ أكبر إلى رؤوس الأموال، و تحصل هيئات إدارة الرهن على أتعاب مجزية من إيرادات الفوائد، كما يكسب مصدر السندات المالية المضمونة (المغطاة) بقروض عقارية أتعاب الاكتتاب، و فاني ماي و فريدي ماك تكسبان أتعاب مقابل ضمان إصدارتهما المورقة.

## VI-2- إصدار السندات الخاصة المضمونة بأصول.

حقق هذا الهيكل السوقي و الذي تمركز في شكل هيئات شبه عمومية نجاحا كبيرا و جذب منافسة من جانب المؤسسات المالية الكبرى، و منذ عدة سنوات و بعد أن اتهمت الحكومة فريدي ماك و فاني ماي بتجاوزات خطيرة، فيما يخص التقيد بالقواعد المحاسبية الجديدة للمشتقات، بدأت شركات وول ستريت- Wall Street الكبرى في إصدار مكثف للسندات المالية المضمونة بقروض عقارية.

و في 2003 وفقا لمجلة- Inside Mortgage Finance الهيئات شبه العمومية كانت وراء 76% من إصدارات السندات المغطاة بقروض عقارية و بأصول، و 24% المتبقية تمثلت في إصدار السندات الخاصة من جانب شركات وول ستريت، و بحلول منتصف 2006 كانت حصة المؤسسات شبه الحكومية قد انخفضت إلى 43% و مثلت إصدارات السندات الخاصة 57%، و كان من بين المصدرين الكبار شركات مشهورة مثل، ويلزفارجو- Wells Fargo، و ليمان براذرز- LehmanBrothers، بير سترنز- BearStearns، جي بي مورجان- G.P Morgan، جولدمان ساكس- Goldman Sacks و بنك أمريكا- Bank Of America، إلى جانب عدة جهات إقراض كبرى تقدم قروضا بمخاطر عالية (لمقترضين ثانويين) مثل، انديماك- Indymac، و امو- Wamu و كانتري وايد- Country Wide.

و إلى جانب هذا التحول الجذري و السريع في حصص السوق حدث تغيير مشابه في معايير الاكتتاب، فبينما كانت فاني ماي و فريدي ماك تمثلان جهات إقراض عقاري ممتازة، نمت حصة الإصدارات الخاصة في جانب كبير منها من خلال إصدار و توريق القروض العقارية الثانوية عالية المخاطر، و كذلك القروض العقارية من الفئة Ait-A، الممنوحة لمقترضين جدارتهم الائتمانية أكبر من

جدارة العملاء الثانويين، لكنهم يمثلون مخاطر أكبر من مقترضي الفئة الممتازة، هذه الفئة Alt-A التي زادت من خلالها الحصة السوقية لإصدارات الشركات الخاصة، و الشكل البياني (11) يوضح ذلك. و قد خلق تزايد عملية إصدار و توريق القروض العقارية ذات المخاطر العالية (الثانوية)، مشكلة لم يسبق أن ظهرت في أسواق تديرها الهيئات شبه العمومية، و لكن كيف يمكن بيع مثل هذه السندات المالية للدين الحاصلة على تصنيف ائتمان متدن؟، كان المشترون الرئيسيون للسندات المالية المضمونة بقروض عقارية ممتازة هم المستثمرين المؤسسيين- Les Investisseurs Institutionnels، و كانت قواعدهم و توجيهاتهم الاستثمارية تعين بشكل صارم حدود تعرضهم و المبالغ من السندات المالية ذات المخاطر، و أمكن بيع مبالغ صغيرة من الديون الثانوية و قدرها 1100 مليار دولار تم توريق 685 مليار دولار منها، كسندات مالية مضمونة بقروض عقارية بيعت لمستثمرين يبحثون على العائد المرتفع و لكنها لم تقترب من المبلغ كاملاً.

الشكل (11): زيادة إصدارات السندات المالية المضمونة بقروض ثانوية  
نسبة مئوية- مليار دولار

النوع	2003	Janv.-juin 2006
ممتاز	57,6(52)	67,2(26)
ثانوي	37,4(34)	114,3(44)
Alt-A	15,8(14)	76,5(30)
المجموع	110,8	258,0

Source: Inside Mortgage Finance, Finances & Développement, Décembre 2007, P 17.

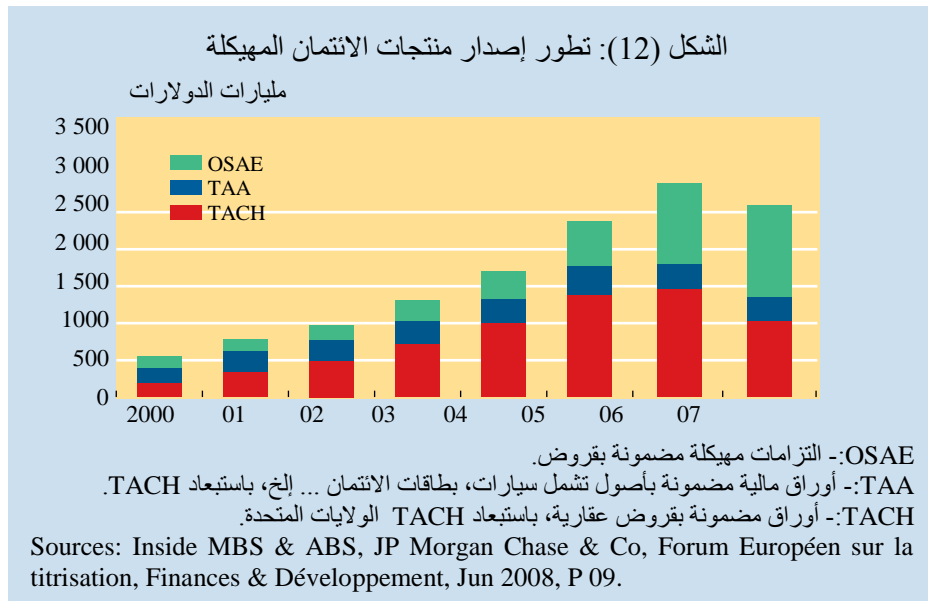
#### IV-3- البحث عن مستثمرين جدد.

و كان الحل من أجل تسهيل دخول الديون العقارية الثانوية إلى السوق، في فصل المخاطر و ذلك بتقسيم هيكل (مجمع-Groupe) هذه الحقوق العقارية، إلى شرائح استثمارية منخفضة المخاطر و أخرى مرتفعة المخاطر (هذه الشرائح-Segments تصنيفها متدن)، و من أجل ذلك استخدم وول ستريت "هيئة الالتزامات المهيكلة و المضمونة بقروض (OSAE) Dispositif d'Obligations Structurées Adossées à des Emprunts"، التي تم إنشاءها في 1987 من طرف شركة الاستثمار دريكسل برنهام لامبرت-Drexel Burnham Lambert و هي اليوم اختفت و انحلت، و في إطار تمويلها عن طريق قروض سنديّة- Emprunts Obligataires عالية المخاطر و تعيد شرائحها مؤسسات عن طريق الاستدانة.



القروض العقارية الثانوية (عالية المخاطر) يتم تجميعها في التزامات الديون المهيكلة المضمونة بقروض عقارية (OSAE)، يتم فيها إدخال الحقوق المورقة على مدفوعات المجمع في شكل شرائح-Tranches أو فئات متنوعة من المخاطر، و شأنها شأن القروض العقارية التي قامت عليها فإن الالتزامات المهيكلة المضمونة (OSAE) سددت الأصل و الفائدة، و في نموذج بسيط من ثلاث شرائح:- تكون للشريحة الأدنى مخاطرو للشريحة الممتازة-Senior حق الأولوية في الحصول على مدفوعات مجمع(OSAE)، و تحظى الشريحة الممتازة بأعلى تصنيف ائتماني، قد يبلغ أحيانا الرتبة AAA و تحصل على سعر فائدة أدنى، و بعد تسديد مدفوعات هذه الشريحة الممتازة تتلقى الشريحة الوسطى أو البينية-Mezzanine مدفوعاتها، و هي توافق مخاطر أكبر بكثير و عادة ما تحظى بتصنيفات ائتمانية دون الدرجة الاستثمارية و معدل عائد أعلى، و لا تتلقى الشريحة الدنيا أو شريحة أسهم الملكية-Equity مدفوعات إلا إذا تم سداد مدفوعات الشرائح الممتازة و البينية بالكامل، و تعاني شريحة أسهم حقوق الملكية من الخسائر الأولى في المجمع و تتضمن أعلى درجة من المخاطر، و عادة ما لا يتم تصنيفها ائتمانيا كما أنها تمنح أيضا أعلى معدل للعائد تبعا لدرجة مخاطرتها، و يتم بيع كل فئة من السندات المالية على حدى، و يمكن تداولها في الأسواق الثانوية حتى يمكن اكتشاف الأسعار لكل مستوى من المخاطر.

كيف أضحت الأزمة بهذه الشدة؟ هذه هي المرة الأولى التي جرى فيها اختبار سوق المنتجات المركبة للقروض المهيكلة في ظل تراجع في النشاط الاقتصادي، فقد دفع الطلب على الأوراق المالية عالية الإيراد من المرتبة الائتمانية AAA مصدري منتجات الائتمان المهيكلة، للحصول على قروض أساسية أقل نوعية بصورة متزايدة استجابة للطلب على منتجاتهم، و الشكل البياني (12) يوضح ذلك.



و عليه فقد تم تجزئة و تقسيم التدفقات النقدية المنتظرة إلى عدة شرائح كثيرة، مع تخصيص بعض هذه الشرائح أولا للمستثمرين مما يبرز إعطاءها المرتبة الائتمانية AAA، و كان من السهل تسويق هذه

الأوراق المالية عالية المرتبة الائتمانية و الأعلى إيراد، لدى كثير من شركات التأمين و صناديق المعاشات و البنوك الصغرى الأخرى في شتى أنحاء العالم، و بالنسبة للمستثمرين الآخرين مثل صناديق التوظيف عالية المخاطرة (صناديق التغطية و صناديق المضاربة) - Les Fonds de Placement à Haut Risque، بدت أيضا عائدات الشرائح الأقل مرتبة من هذه الأوراق المالية أكثر إغراء.

و في ظل مناخ مالي مستقر مع وفرة في السيولة لا يشعر المستثمرون بأنهم مضطرون إلى أن يولوا كثير من الاهتمام، لهذه المخاطر التي تنطوي عليها المنتجات المهيكلية المركبة التي اشتروها مفترضين بدلا من ذلك، أنهم يستطيعون أن يعيدوا أو يبيعوا هذه المنتجات لآخرين إذا اقتضى الأمر، و قد وثقوا بوكالات التنقيط لتقييم المخاطر بصورة سليمة، و بالرجوع نجد أن وزنا أكبر من اللازم تم إعطاؤه للمراتب الائتمانية التي جرى تحديدها، و أن اهتماما أقل مما يجب فيما يخص جمع المعلومات التي تتعلق بهذه المنتجات، أو للتحري المستقل عن الأدوات المالية الأساسية (و نقصد بها هنا القروض العقارية الثانوية).

عانت هذه المنتجات المركبة في نفس الوقت من تدهور قيمة الضمانات المعنية، و هي أساسا القروض العقارية دون الممتازة التي نشأت في نهاية فترة توسع النشاط الاقتصادي، و من الفهم غير الكافي لكيفية عمل الهياكل خلال فترات التراجع و الركود، أو عندما تنتهي فترة الأسعار الأولية التي طبقت أصلا على القروض، و لم يكن إجراء اختبارات أوقات التراجع على الارتباطات عبر القروض أو أنواع الأوراق المالية الأخرى كافيا، بالنسبة لركود دورة الائتمان عندما ترتفع الارتباطات بصورة طبيعية أو بالنسبة للانخفاض في أسعار العقارات في الولايات المتحدة، و إضافة لذلك فإنه على الرغم من أن وكالات التنقيط حاولت التأكيد بصورة بارزة، على أنها لم تصنف سوى مخاطر القرض - Le Risque de Défaillance (C'est-à-dire Le Risque Crédit)، فقد انطوت هذه المنتجات على مخاطر للسيولة (\*) و السوق (\*\*). و هي مخاطر كثيرا ما يهمل المستثمرون أخذها في الاعتبار.

و على الرغم من أن المستثمرين ربما لم يفهموا على نحو كامل مدى المخاطر التي يتحملونها و التي يعتبرون مسؤولين عنها، فإن هيكل الحوافز لدى وكالات تحديد مراتب الائتمان لعب أيضا دورا في انتشار منتجات الائتمان المهيكلية، إذ كان يتعين على واضعي الهياكل - Les Structurateurs أن يطالبوا بتصنيف لمختلف شرائح المخاطر داخل كل هيكل، فإذا بدت أحجام أو سمات مختلف الشرائح و كأنها غير كافية لتحقيق التصنيف المطلوب لإشباع الطلب المتوقع على الشرائح، كان يتعين على وكالات التصنيف أن تقترح تغييرا للهياكل (مثل، مضاعفة الضمانات الموجودة) لتحقيق التصنيف المطلوب و السليم، و أقل ما

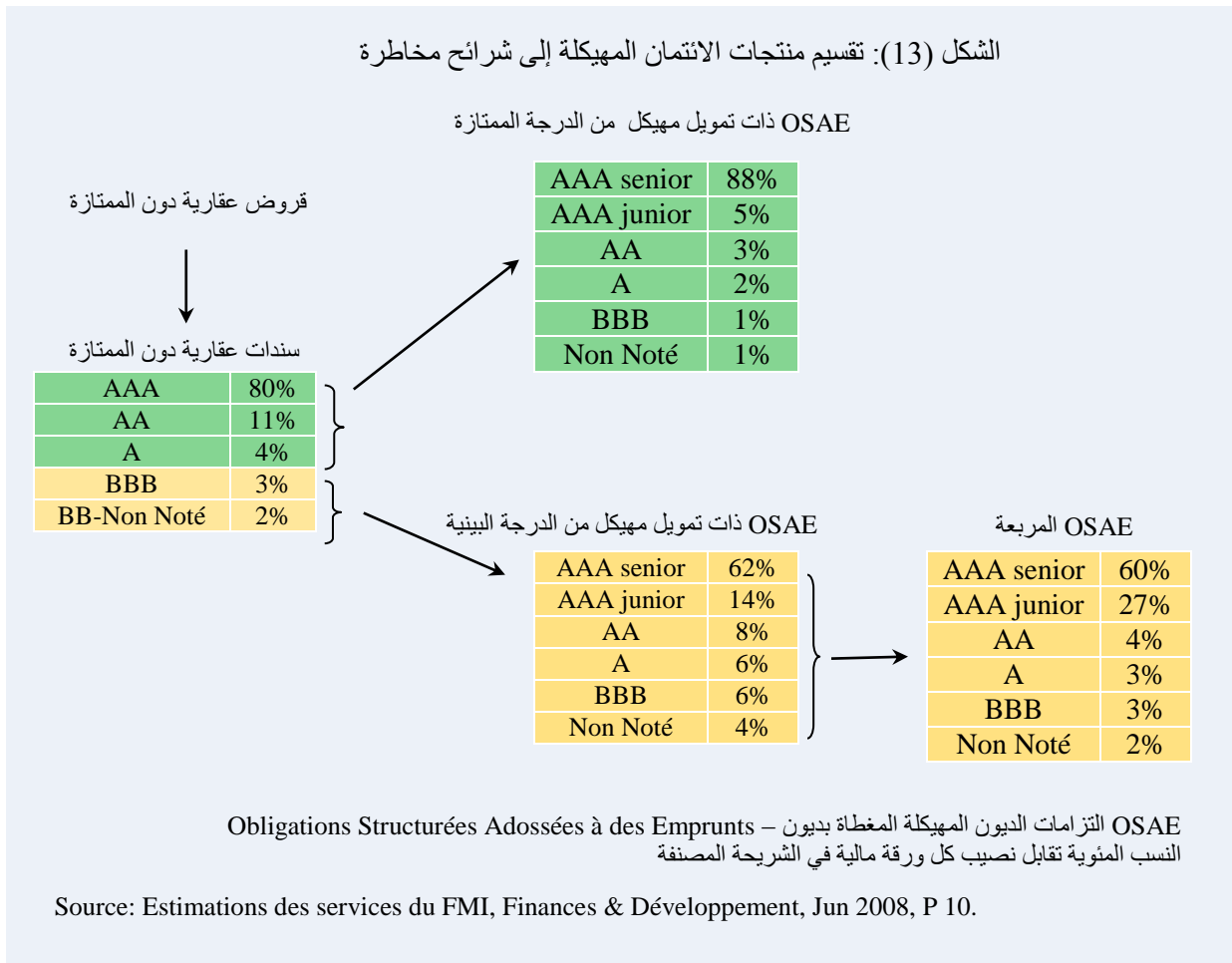
(\*) مخاطر السيولة: هي مخاطر أن يعجز الحائز - Le Détenteur عن أن يبيع الأوراق المالية التي بحوزته، بسرعة و بالأسعار الجارية.

(\*\*) مخاطر السوق: هي مخاطر أن تؤثر ظروف السوق الأخرى مثل، اتجاه المنحى العام لأسعار الفائدة و أثره على قيمة الورقة المالية.

يقال أن العلاقة بين واضعي الهياكل الذين يدفعون أجر التصنيف ووكالات التصنيف التي توفره، كانت غير مرتكزة إلى الشفافية الأمر الذي أضر باستقلالية عملية التصنيف.

#### IV-4- التمويل المهيكل.

يقتضي التمويل المهيكل - Le Financement Structuré عادة تجميع مخاطر أساسية معينة و متعددة (مثل، مخاطر السوق و الائتمان)، عن طريق تجميع الأدوات المالية المعرضة لتلك المخاطر (على سبيل المثال، سندات و قروض أو أوراق مالية مغطاة برهون عقارية)، ثم تقسيم التدفقات النقدية الناجمة إلى شرائح أو أجزاء تدفع لمختلف الحائزين، و يتم سداد المدفوعات من المجمع لحائزي هذه الشرائح بنظام محدد يبدأ بالشرائح الممتازة (الأقل خطورة)، و يتسلسل نازلا خلال مستويات مختلفة إلى شريحة رأس المال (الأكثر خطورة)، و الشكل (13) يوضح ذلك.



و إذا لم يكن بعض من التدفقات النقدية المتوقع وفادتها إلى المجمع أكيد الحدوث (على سبيل المثال بسبب التخلف عن سداد القروض)، فعندئذ يتعين على حائزي شريحة رأس المال أن يتحملوا هم أولا نقص المدفوعات و ذلك بعد استنفاد الاحتياطي من التدفقات النقدية، و إذا نقصت المدفوعات في المجمع بدرجة أكبر لا تحصل المجموعة التالية من الحائزين (الشريحة البينية) على مدفوعات كاملة.

و بصفة عامة يتم تشكيل الشرائح فوق الممتازة-Super Senior و الشرائح الممتازة من هيكل رأس المال بحيث تتأهل للمرتبة الائتمانية AAA، مما يعني جعل احتمال عدم الحصول على المدفوعات المتفق عليها جد منخفض، و حتى جويلية 2007 عندما حلت الأزمة المالية كان النمو في منتجات التمويل الائتماني المهيكل نمواً أسياً، فعلى سبيل المثال نما إصدار منتجات ائتمانية مهيكل في الولايات المتحدة و أوروبا من 500 مليار دولار في سنة 2000 إلى 2600 مليار دولار في سنة 2007.

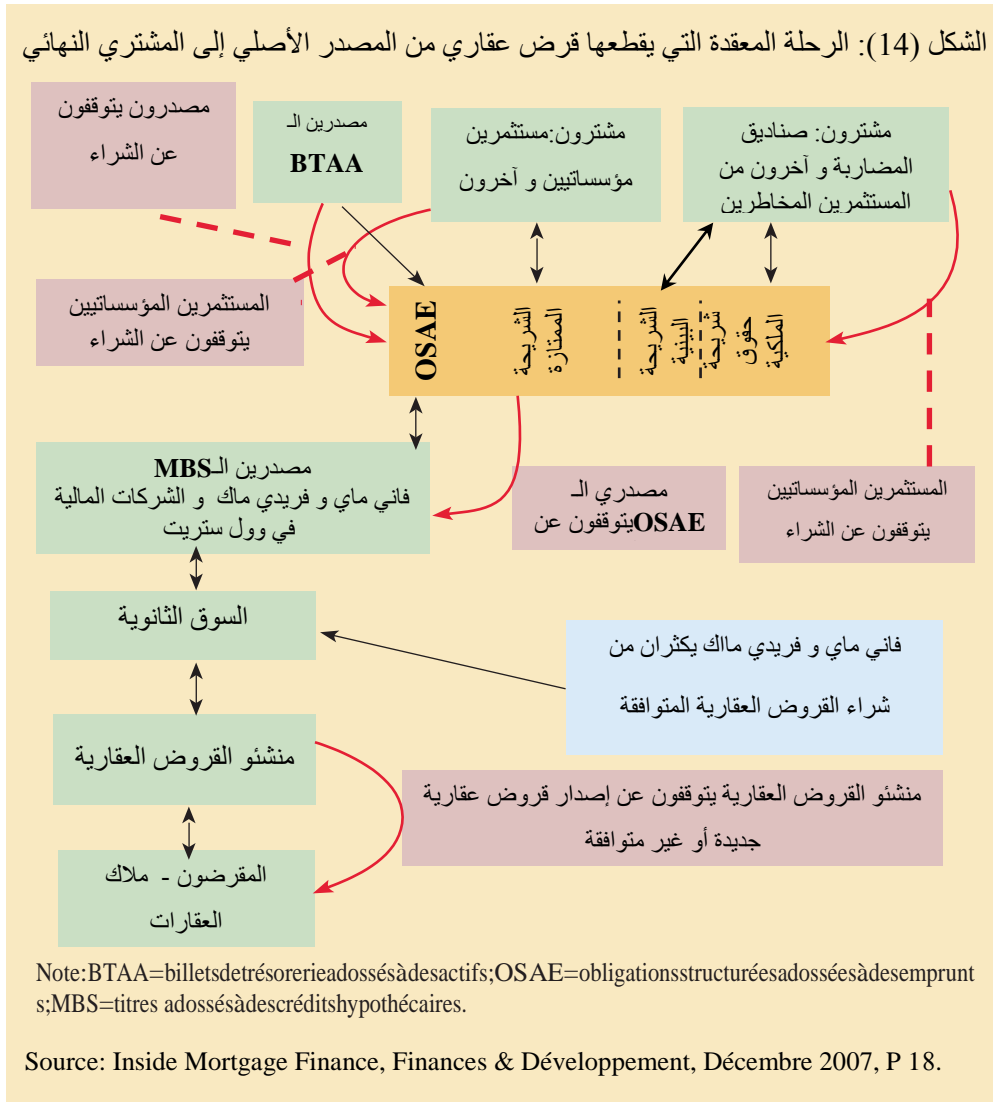
و في الالتزامات المهيكل و المضمونة بقروض (OSAE) يمكن إعادة بيع 80% من الدين الثانوي، إلى مستثمرين مؤسساتيين و غيرها كأصول من الفئة الاستثمارية التي تمثل الشريحة الممتازة، و قد وجدت صناديق المضاربة و شركات تداول القيم المملوكة التابعة لول ستريت، و بعض المستثمرين المؤسساتيين الساعين وراء الاستثمارات مرتفعة العائد الشرائح الأدنى تصنيف أكثر إغراء.

في سنة 2005 حذرت مؤسسة فيتش رايترز-Fitch Ratings من سرعة تحول صناديق المضاربة إلى مصادر مهمة لرؤوس الأموال بالنسبة لسوق الائتمان، و هناك مخاوف مشروعة من أن هذه الصناديق قد ينتهي بها المطاف إلى مضاعفة المخاطر دون تعمد منها، و ذلك يرجع إلى أنها عادة بطبيعتها ما تستثمر في مشاريع عالية المخاطر إلى حد خطير، و هي كيانات لا تتسم بالشفافية و لا يتم الإفصاح عن معلومات حول موجوداتها و التزاماتها و عملياتها في التداول، و هي أحيانا عالية الاستدانة و تتعامل في المشتقات بشكل مكثف أو تقترض مبالغ هامة لاستثمارها، و لم يعرف المستثمرون و لا السلطات الرقابية سوى القليل عن أنشطة هذه الصناديق المضاربة، في حين و كما أشارت إليه مؤسسة Fitch Ratings أنه بسبب استدانته العالية، فإن تأثيرها في أسواق الائتمان العالمية أكبر بكثير مما تشير إليه أصولها المدارة المعلنة.

و تشير التقارير التي ظهرت في الصحف إلى أن استدانة صندوق مضاربة في شراء شرائح مرتفعة العائد، يمكن أن تبلغ 500% و هذا يعني أنه من أجل استثمار 600 مليون دولار في شراء شرائح حقوق الملكية أو الشرائح البينية لمجمع (OSAE)، يضيف صندوق المضاربة 100 مليون دولار من رأسماله إلى 500 مليون دولار على شكل قروض، و إذا كانت هذه الشرائح تمثل 20% من مجمع (OSAE) للديون الثانوية من إجمالي الدين، و يتم بيع 80% المتبقية في شكل سندات دين ممتازة- De Premier Rang لمستثمرين مؤسساتيين، هذه الـ 100 مليون دولار تسمح للمقترضين و مصدري السندات المضمونة بقروض عقارية بتحريك 3 مليارات دولار، عبر سوق القروض العقارية الثانوية أي 2,4 مليار دولار كسندات مالية من الفئة الاستثمارية (الشريحة الممتازة)، و 600 مليون دولار في شكل سندات مرتفعة المخاطرة و كذلك العائد.

#### IV-5- نشوب الأزمة.

و خلافا للسندات المالية المصنفة و العقود الأجلة المتداولة في البورصة فإن هذه الالتزامات المهيكلة و المضمونة بقروض (OSAE) و مشتقات القروض، لا تتداول في أسواق البورصات و تتداول بدلا من ذلك في معاملات أسواق خارج البورصات (سوق المشتقات)، و تعمل أسواق البورصات كوسيط في كل عمليات البيع، و في أسواق المشتقات يكون التداول ثنائيا بين الزبون و المتعامل و لا يتم الإفصاح عن أسعار و أحجام التداول، و آلية معرفة الأسعار غير شفافة و لا توجد هيئة مراقبة للسوق لتحديد أين توجد المراكز الهامة أو المعرضة للخطر، إضافة إلى ذلك فإن الأسواق خارج البورصات (غير منظمة) خلافا للبورصات (فهي منظمة)، لا يوجد لها صناع سوق- Des Teneurs أو سماسرة معينون أو آخرون لهم صفة مؤسساتية من أجل توفير و ضمان السيولة، و نتيجة لذلك و بفعل أحداث كبرى تضطرب الأسعار و يتوقف المتعاملون عن التصرف كصناع للسوق و قد يتوقف التداول.



و عندما ضربت الأزمة في شهر أوت 2007 أسواق السندات المضمونة بقروض عقارية ثانوية، واجهت هذه الأسواق خطر السيولة في الوقت الذي كان فيه المستثمرون يواجهون مواقف استنادة عالية،

مثل صناديق المضاربة الذين كانوا في حاجة إلى تصحيح مراكزهم أو التعامل بعيدا عن المراكز الخاسرة، و الشكل البياني (14) يوضح ذلك.

و قد ترك ذلك صناديق المضاربة حبيسة مراكز سيئة و في ذات الوقت واجهت فيه طلبات سداد من سماستها، فيما يخص الشرائح الممتازة تقوم صناديق المضاربة بالاقتراض على أساس قيمة أصولها، و عندما تفقد هذه الأصول قيمتها يصبح من الضروري إيجاد رؤوس أموال جديدة، أو بيع الأصول من أجل سداد القرض، و قد تفاقم الموقف لأنه في غياب التداول لم تكن هناك أسعار للسوق تستخدم كمقياس مرجعي، و لا أية طريقة لتحديد قيمة مختلف شرائح المخاطر.

و نتيجة لذلك توقفت صناديق المضاربة عن التداول و لم يعد هناك أسواق للالتزامات المهيكلة المضمونة بقروض (OSAE)، و ما يتصل بها من أسواق مشتقات الائتمان و لم يتمكن مصدر (OSAE) من بيع ما لديهم من رصيد و توقفوا عن إجراء إصدارات جديدة.

و في ظل غياب المشترين عن السوق الثانوية لم يتمكن منشئ القروض العقارية الثانوية من بيع القروض التي أبرمها، الأمر الذي جعلهم في وضعية صعبة و عدد كبير منهم عبارة عن شركات تمويل رسملتها ضعيفة و غير منظمة، و بدورها قامت البنوك التي تتعامل مع هؤلاء المنشئين بسحب التمويل منهم، و عجز المنشئون عن تحمل رصيد القروض المتراكم لديها، التي أصدرها و توقفوا فوراً عن منح قروض جديدة (و على الأقل القروض الثانوية الجديدة) و قدم بعضهم طلبات للحماية من الإفلاس، و بدورهم لم يتمكن أصحاب الملكية المرتقبون و أصحاب المنازل المالكون الذين يطلبون إعادة تمويلهم، من الحصول على قروض عقارية غير متوافقة، الأمر الذي حال بين من لديهم مشكلات في السداد و بين إعادة تمويلهم تجنباً للتعثر و عرف الطلب تقلصاً في سوق الإسكان.

و في نفس الوقت الذي توقفت فيه صناديق المضاربة و المستثمرين الآخرين عن شراء شرائح عالية المخاطر للقروض العقارية الثانوية، و توقف حاملي سندات الخزينة المضمونة بقروض عقارية (أي سندات الخزينة للشركات التي عادة ما تكون أعلى درجة على سلم الجدارة الائتمانية)، عن شراء سندات الخزينة المضمونة بأصول عقارية بعدما تبين لهم أن الأصول التي كانت بحوزتهم، كانت شرائح مصنفة من الدرجة الاستثمارية للقروض العقارية الثانوية، لقد كانت الدرجة الائتمانية المرتفعة في وقت ما كافية لتخفيف حالة عدم اليقين بالنسبة للمستثمرين فيما يخص مخاطر الائتمان، و لكن انهيار أسعار شرائح حقوق الملكية و الشرائح البيئية دفع المستثمرين إلى إعادة تقييم الشرائح من الفئة الممتازة "الاستثمارية"، و كان على البنوك الكبرى و الشركات المالية التي تنشط في البورصة، الذين كانوا قد منحوا خطوط ائتمانية لوكلاء أدوات التوظيف المهيكلة الذين أصدروا سندات خزينة مضمونة أن ينفذوا هذه الالتزامات.

و كانت البنوك تستخدم هؤلاء الوكلاء في حفظ القروض العقارية خارج دفاترها و لتفادي اشتراطات كفاية رأس المال المتصلة بذلك، و فجأة كان من الضروري إعادة تلك الأصول إلى ميزانيات تلك البنوك و الشركات المالية الكبرى لول ستريت في شكل حقوق واجبة السداد، و قد تطلب ذلك منها الحصول على تمويلات جديدة للتغطية بالأموال الخاصة قروض الوكلاء، و بذلك تضيف المزيد إلى طلب النظام المالي على الائتمان في وقت كان فيه يعاني من شح الائتمان.

كما لعبت صناديق المضاربة و المستثمرون الساعون إلى تحقيق عائد كبير دورا حاسما في انتشار هذه الأزمة على المستوى الدولي، و عندما انهارت أسعار الشرائح عالية المخاطر و لم يتمكن المستثمرون من تغطية مراكزهم الخاسرة، تم عندئذ بيع أصول أخرى (خاصة تلك التي لها أرباح كبيرة غير مستحقة مثل أسهم الأسواق الناشئة)، من أجل الوفاء باستحقاقات القروض المضمونة بأوراق مالية أو تعويض الخسائر، و هبطت أسواق الأسهم على مستوى العالم كما هبطت بشكل مماثل قيمة معظم عملات الأسواق الناشئة و إن استرد معظمها بعد ذلك توازنها.

و قد أدي افتقار سوق المعاملات خارج البورصة إلى الشفافية إلى تفاقم المشكلة لأن المستثمرين قد صاروا فجأة ينفرون من المخاطرة، و لم يكونوا يعرفون من هو معرض لمخاطر القروض الثانوية أكثر من غيره و من هو ليس معرضا، و قد جذبت السندات المضمونة بقروض عقارية عالية العائد الكثير من المستثمرين من غير الأمريكيين، و طلبت عدة بنوك ألمانية كانت تستثمر في السندات المضمونة بقروض ثانوية تدخل الجهات التنظيمية و الرقابية، و تهافت المودعون على سحب ودائعهم من بنك نورثون روك-Northern Rock في المملكة المتحدة، و كانت كندا أكثر تأثرا بسبب حالة الجمود التي ضربت سوق سندات الخزينة المضمونة بأصول عقارية، و ذلك لأن خطوط الإقراض المضمونة التي كانت تمول الوكلاء ثبت أن صياغتها كانت سيئة، الأمر الذي خلق حالة تتسم بالضبابية القانونية في وقت حرج و لم يتم تسوية الموقف، حتى أصر البنك المركزي علانية على ضرورة وفاء البنوك بالتزاماتها بصرف النظر عن الجوانب القانونية.

#### IV-6- نفاذ السيولة.

أخطر الإشارات بدت عندما تم اكتشاف أن أساليب و طرق التمويل المستخدمة، من طرف كبرى المؤسسات المالية و البنوك في وول ستريت، للاحتفاظ بهذه المنتجات الائتمانية المهيكلة غير السائلة و التي يصعب تقييمها كانت معيبة، إذ كان يتم الاحتفاظ بكثير من هذه المنتجات في كيانات خارج الميزانية العادية للبنوك الكبرى، و هي وسائط و قنوات توريق (SIV) Véhicules de Titrisation et de Sociétés، لاستغلال الرسوم المنخفضة على رأس المال هناك مما يسمح للبنوك بمزيد من النجاعة المالية عن طريق الاقتراض، و قد جرى تمويل هذه القنوات في العادة بسندات الخزينة المغطاة بأصول (BTAA)،

حيث تشتمل خصوم هذه الكيانات على نحو الثلث من الـ (BTAA) و الثلثين من التمويل الأطول أجلا، و كانت المشكلة أساسا تكمن في عدم الوضوح (فيما يخص حجم الموجودات التي تحوزها هذه الكيانات التي تفتقر إلى الشفافية)، فالخيارات الدقيقة ليست شفافة بالنسبة للمستثمرين كما لم تكن استراتيجية التمويل معروفة بشكل عام، سواء لجمهور المستثمرين أو لبعض هيئات الرقابة و الإشراف البنكيين.

عندما تدهورت الثقة حول كثير من حائزي الأوراق المالية التجارية (سندات الخزينة- BTAA) المغطاة بأصول و قروض مهيكلة غير سائلة، حيازاتهم إلى نقود و قصرُوا آجال الاستحقاق الذي كانوا راغبين في قبوله أو طالبوا بإيراد أكبر، خاصة عندما شكوا في أن منتجات الائتمان التي يحوزونها معرضة لمخاطر القروض العقارية دون الممتازة، و كان لكثير من وسطاء و قنوات الاستثمار المهيكلة (SIV) حدود تسهيلات ائتمانية طارئة لدى بنوكها الأصلية، في حالة ما إذا قرر مشترو الأوراق المالية التي تساندها أصول (BTAA) ألا يجددوا آجال أوراقهم.

و قد أدى فقدان السيولة في هذه الأسواق في أوت 2007، نتيجة توقف المعاملات إلى أزمة سيولة واسعة النطاق في سوق ما بين البنوك، عندما جرى اللجوء لمثل هذه التسهيلات الائتمانية الطارئة و عندما أرجعت البنوك أصول هؤلاء الوسطاء و القنوات و أدمجتها في ميزانيتها العادية، لتفادي خطر انهيار سمعتها لدى المستثمرين، فأصبحت البنوك منشغلة و متخوفة من وضعية السيولة لديها الأمر الذي أدى إلى اكتناز السيولة، مما زاد من تفاقم أزمة السيولة فيما بين البنوك.

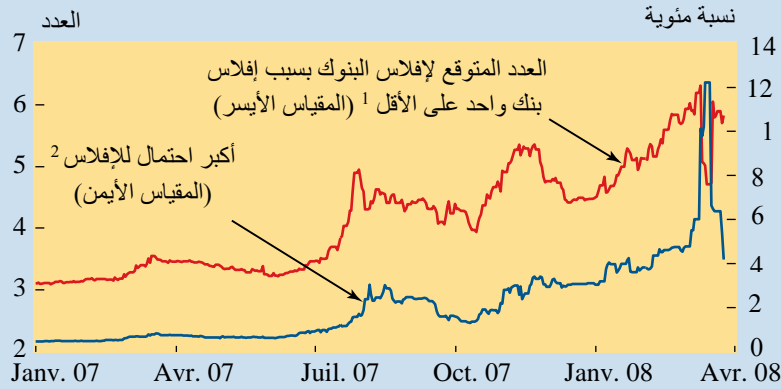
و في البداية وفرت البنوك المركزية السيولة و بشكل طارئ للنظام المالي لكن الحاجة للسيولة أصبحت مزمنة، مما فرض على البنوك المركزية خلق طرق جديدة لتوفيرها و غيرت البنوك المركزية الكبرى عملياتها العادية، و فعل البعض ذلك على نطاق أكبر من غيره لمواجهة أزمة السيولة، و في بعض الحالات كان على البنوك المركزية أن تقبل أنماطا جديدة من الضمانات، أحيانا أقل نوعية للمحافظة على سير عمل سوق ما بين البنوك.

و على الرغم من دعم البنوك المركزية للسيولة و في بعض الحالات بأسعار فائدة أقل فقد تعمقت الأزمة و اتسع نطاقها، و لا تشمل الخسائر في المؤسسات المالية الكبرى حاليا تلك المرتبطة بالقروض العقارية الأمريكية دون الممتازة، و القروض و المنتجات المهيكلة المرتبطة بها فحسب، بل تشمل أيضا قروض أخرى لتحقيق النجاعة المالية و منتجاتها المهيكلة المرتبطة بها، و أنماط أخرى من القروض العقارية الأمريكية و العقارات التجارية و قروض المؤسسات، و يصبح الافتقار إلى الانضباط الائتماني واضحا مع تدهور الحالة الاقتصادية، و يقدر صندوق النقد الدولي إجمالا أنه بالنسبة لكل أنواع المؤسسات المالية سواء في الولايات المتحدة أو خارجها، فإن الخسائر المرتبطة بالولايات المتحدة قد تبلغ 945 مليار دولار، و في حين أن مثل هذه التقديرات عرضة للخطأ بطبيعتها بسبب عدم دقة المعلومات حول حجم



الالتزامات، و استخدام أسعار السوق التي قد تغالي في قيمة الأوراق المالية، و استنادا للأساسيات و لتدفقات الخزينة فإنها تشير إلى أنه لا يزال هناك مزيد من الخسائر يتعين الكشف عنها. و هكذا تضررت ثقة الطرف المقابل و إضافة لذلك تجد المؤسسات ذات الميزانيات الضعيفة، و التي تحتاج لجمع مزيد من رأس المال و ضمان توافر التمويل اللازم لها أن القيام بذلك أكثر تكلفة، فقد ارتفعت تكلفة كل من التمويل برأسمال الأسهم و التمويل بالسندات، و يمكن تبين هذا بفحص تقييم السوق لخطر عدم السداد، و حاليا تزيد هذه المخاطر مقيسة بهوامش مقايضات خطر الائتمان بالنسبة للبنوك الكبرى في المتوسط على ما كانت عليه في بداية 2007 مرتين و نصف، رغم أنها قلت نوعا ما بعد أن تقدم بنك الاحتياطي الفدرالي لتيسير إدماج بنك جي بي مورغان- J.P.Morgan لمؤسسة BearStearnes، و الشكل البياني (15) يوضح ذلك.

الشكل (15): زيادة إفلاسات البنوك منذ صيف 2007



<sup>1</sup> من بين أكبر 15 مؤسسة مالية مختارة.

<sup>2</sup> يقيس أكبر احتمال للإفلاس في عينة مختارة يوميا تمثل أكبر 15 مؤسسة مالية.

Sources: Bloomberg L.P, Estimations des services du FMI, Finances & Développement. Jun 2008. P 11.

و إضافة لذلك فإنه باستخدام تقنية فحص إفلاسات البنوك الأخرى إذا ما أفلس بنك ما زاد احتمال تعدد حالات الإفلاس بصورة كبيرة أيضا، مما يشير إلى أن ما يصل إلى خمسة بنوك ستعاني من الإفلاس إذا ما أفلس بنك واحد، و هذا يعني أن خطر آثار العدوى بين البنوك الرئيسية قد زاد أيضا، و زاد عدد من الاتجاهات الحديثة الوضع القائم خطورة.

#### IV-6-1- الاعتماد المتزايد على القياس الكمي للمخاطر.

خاصة بالنسبة لمخاطر الائتمان دون تطبيق نهج شامل لإدارة المخاطر، ففي السنوات الأخيرة زاد التحكم في عملية التحديد الكمي لمختلف المخاطر خاصة مخاطر الائتمان، و من الصعب بصفة خاصة تقييم المنتجات المعقدة للائتمان المهيكل، لأنها لا تحتوي فقط على مخاطر الائتمان و إنما تتضمن أيضا مخاطر

السيولة و مخاطر السوق، و لم تعرف مؤسسات مالية كثيرة كيف تصنفها في إطار نظمها لإدارة المخاطر، لأن مخاطر الائتمان و السوق يتم فحصها بصورة مستقلة عادة، و حتى عندما جرى فهم تعقد هذه المخاطر و ترابطها على مستوى العمليات فإن المعلومات لم يتم نقلها بصورة فعالة، و لم يجري قبولها من طرف الإدارة العليا و من ثم فقد تسربت هذه المخاطر لأنه تم إهمالها.

#### IV-6-2- اتخاذ القرارات استنادا إلى أسعار السوق.

أدى تزايد تطبيق المؤسسات المالية (أساسا البنوك و صناديق التوظيف التي هي في الأساس صناديق مضاربة)، لقواعد اتخاذ القرارات المستندة إلى الأسعار التي تحددها السوق إلى انخفاض أسرع في الأسعار من خلال عمليات البيع المكثفة، و مثل هذا النوع من السلوك يمكن أن يحدث عندما تقل الأسعار المحددة من قبل السوق عن عتبة ما محددة سلفا، تحدد عادة عند مستوى يكفل تفادي وقوع مزيد من الخسائر مثل آليات تفادي الخسائر أو متطلبات الاقتراض بضمان أوراق مالية، أو تلك التي تحددها هيئة تنظيمية لحماية المستثمرين في صناديق المعاشات مثلا، و في حين أن المحاسبة على أساس القيمة الحالية منهج مفيد في الأوقات العادية، فإنه قد يخلق تقلبا لا موجب له في التصور السائد عن القيمة إذا استخدمت أسعار السوق خلال فترات التراجع، و يمكن لهذا مقترنا بقواعد اتخاذ القرارات غير مرنة أن يؤدي إلى عدم استقرار الأسواق، و عندما تصبح الأسواق غير سائلة و تنخفض الأسعار عند الافتقار إلى وجود مشتريين نشطين، فإن المؤسسات المالية تقدر أو تقيم أوراقها المالية بالأسعار الجديدة الأدنى، الأمر الذي يجبرها بدورها على البيع إذا تم تخطي العتبة المعرفة مما يزيد الضغوط النزولية.

#### IV-6-3- الاستخدام المتزايد لتمويل الجملة و القصير الأجل.

كشفت الاستخدام المتزايد لتمويل الجملة و التمويل قصير الأجل، الذي يهدف إلى المحافظة على نموذج الأعمال القائم على نقل المخاطر عن مصدر خطر جديد، و في هذا النموذج الجديد أين تحول القروض فورا و تقسم إلى حزم من المنتجات المورقة و تباع لمستثمرين آخرين، و يعتمد نمو الائتمان المورق بدرجة أكبر على استعداد المستثمرين لحيازة أوراق مالية مغطاة بأصول لتمويل الأصول المورقة حديثا، و يعتمد بدرجة أقل على المودعين المستقرين لأجل قصير و طويل في البنوك لتمويل القروض التقليدية، و يشير هذا التغير الهيكلي أن السيولة يتم الاحتفاظ بها في شكل ودائع مستقرة طويلة الأجل، و بالمقابل تعتمد البنوك على ودائع غير مؤكدة أو ما يعرف بـ "عطف الغرباء- Le Bon Vouloir d'Inconnus"، و قد زاد هذا السلوك تجاه الخطر الأزمنة تفاقما كما تعرضت الأسواق المالية التي من المفروض أنها عادة ما تعمل جيدا، إلى نقص حاد في السيولة و تباطأ بصورة مثيرة خلق الائتمان عن طريق المنتجات المورقة.

لم تكن فكرة توزيع المخاطر عبر شتى أنحاء العالم كما كان يعتقد من قبل، أنها تعني أن مخاطر الائتمان المحلي يمكن توزيعها على من هم أكثر قدرة على حيازتها، بل كانت في النهاية البنوك التي أنشأت حزما من المنتجات المورقة هي التي من تحملت هذه المخاطر.

#### IV-7- تحديد مواضع الضعف.

أسهمت عدة نقاط ضعف في إخفاق السوق الذي سمح تغييره بزيادة قدرها 3% في معدلات عدم السداد لأكثر من 90 يوم، في قسم فرعي للسوق العقارية الأمريكية في إلقاء نظام مالي أمريكي يتعامل في 57000 مليار دولار في أزمة كبيرة مست العالم كله:

- انهارت السوق أولا في الوقت الذي وضعت فيه الشرائح الأعلى مخاطرة للدين الثانوي لدى مستثمرين ذوي استنادة عالية، و ليس على صناديق المضاربة "اشتراطات صارمة" فيما يخص كفاية رأس المال (و هي في هذا الصدد أقل تنظيما)، و كانت بحكم الممارسة العادية الجارية في الاستثمارات عالية الاستنادة مسموح لها بتحمل مفرط للمخاطر، في حين الممارسات التي تتميز بتحمل للمخاطر لا بد أن تتناسب مع رأس المال المستثمر بميزة حذرة، و للوقاية من تحمل المخاطر يتطلب وضع حد وقائي بين الخسائر و الإفلاس، إن تحمل مخاطر تتجاوز حدود ما تسمح به قواعد الحيطة و الحذر يعتبر أساسا غير مستقر لتنظيم الأسواق المالية و نقطة ضعف في هيكل السوق.

- انهارت الأسواق أيضا لأن مؤسسات مالية غير منظمة و ضعيفة الرسملة كانت هي التي توفر السيولة، لأسواق التعامل في المشتقات فيما يخص الالتزامات المهيكلة المضمونة بقروض (OSAE) و مشتقات الائتمان، و بمجرد أن واجهت الأسواق مشكلة عدم السداد فقدت سيولتها و توقفت التعاملات.

- أسهمت الهيئات غير المنظمة و ضعيفة الرسملة المصدرة للقروض العقارية في الأزمة، فقد كانت الهيئات المنشئة للقروض العقارية مثل صناديق المضاربة تعمل برأسمال أقل مما يجب، و كانت تستخدم التمويل قصير الأجل لتمويل إنشاء القروض العقارية الثانوية و هي تتوقع أن تحتفظ بها لمدة و جيزة فقط، و عندما لم تتمكن من بيع هذه القروض إلى شركات التوريق اضطرت الكثير منها إلى الانسحاب من السوق.

- أدى انعدام الشفافية في أسواق المشتقات إلى تفاقم الموقف، كما أدى عجز المشاركين في السوق عن الوقوف على طبيعة و موقع مخاطر القروض الثانوية، إلى تحول مفاجئ في تقييم المخاطر و بعد أن كانوا في يوم ما يفرطون في التفاؤل بشأن مخاطر سوق القروض العقارية الثانوية، أصيب المستثمرون باضطراب كبير و سرعان ما أصابهم الذعر و أصبحوا أكثر حساسية للمخاطر (تقييم مفرط للمخاطر)، و انصرفوا حتى عن الشرائح الممتازة للفئة الاستثمارية.

- عانت أسواق المشتقات كذلك من فقدان السيولة فبدلا أن تظهر مرونة في مواجهة تقلبات الأسعار، توقفت هذه الأسواق عن التعامل عندما صارت الأطراف المقابلة غير جديرة بالثقة و هرب المستثمرون.

#### IV-8- إصلاحات هيكل الحوافز.

إذن ما الذي يمكن عمله لحل هذه المشاكل؟ في أسواق العقارات عادة ما يخبر الأعوان المشتري المحتمل، بأن هناك ثلاثة عناصر أساسية للاستثمار في العقارات يجب أخذها في الحسبان هي "الموقع- L'Emplacement، الموقع، الموقع"، و في الأسواق المالية العالمية فإن الإجابة هي "الحوافز، الحوافز، الحوافز - Les Incitations"، فهناك حوافز كثيرة تؤثر على سلوك السوق المالية بعضها جزء من كيفية عمل هذه الأسواق الحرة، و بعضها تفرضه القواعد و التنظيمات الصارمة و جميعها يصعب تغييرها.

#### IV-8-1- مشاكل إدارة المخاطر.

ما لم يتغير هيكل التسيير داخل المؤسسات المالية الكبرى، بحيث يتوافر لكل من مديري المخاطر و مديري الأعمال التنفيذيين على حد سواء وزن متكافئ في أعين الإدارة العليا، فمن غير المرجح أن يولي كبار المديرين اهتماما كافيا للجانب المتعلق بالمخاطر في المفاضلة بين المخاطر و المكافآت، و من المفروض أن يتم الدفع للسماسرة على أساس تحدده الدورة الاقتصادية، و يقضي هذا على المشكلة المزدوجة المتعلقة بعدم إيلاء اهتمام كاف للمخاطر في أوقات الرواج، و أن السماسرة يتم دفع مكافآت لهم مقابل مراهنات تغل أرباحا عالية للمؤسسة، لكنها خطيرة جدا (ربما لا يكتشف ذلك إلا في الأجل الطويل بعد دفع المكافأة)، و ينبغي مكافأة مدير المخاطر على التحليل السليم لإدارة المخاطر، حتى و إن لم تعمل الإدارة العليا بإرشاداتهم.

و لكي تحدث مثل هذه التغييرات إما أنه يتعين على حملة الأسهم أن يصروا عليها باعتبارها جزءا من الأداء طويل الأجل، و من ثم يتعين أن تكون هي ذاتها موجهة للمدى الطويل، و إما يتعين على جهات التنظيم أن تفرضها لعلاج المخاوف من عدم الاستقرار المالي، و التي لن تستطيع المؤسسات فرادى معالجتها بسبب طبيعتها "كسلعة عامة- Bien Public".

#### IV-8-2- نموذج إصدار القروض و تحويل مخاطرها.

في ذروة الدورة الاقتصادية كان في مقدور مصدري القروض أن ينقلوها إلى آخرين، دون أن يتعين عليهم الاحتفاظ بمخاطر القروض في محافظهم، و حيث أنهم لا يحتفظون بأي مخاطر فقد كان حافزهم قليلا على فحص قدرة المقترض على السداد، و كانت أخطر الحالات هي ما سمي بـ "قروض النينجا(\*)".

و يمكن توفير حوافز على الالتزام بالانضباط المالي إذا احتفظ مصدري القروض ببعض احتمالات مخاطر القروض في المستقبل، إما من خلال التنظيمات أو إصرار المستثمرين المحتملين في المنتجات المورق عليها و ذلك في الحالتين أمر يصعب تحقيقه، و هناك عدة طرق لتعويض مخاطر القروض حتى عندما تظل مدرجة في الميزانية العادية، فاستخدام المشتقات أمر شائع و بعض الطرق المعقدة يصعب

(\*) قروض النينجا: و هي القروض التي لا تشترط دخلا و لا وظيفة و لا أصول- Prêts Ninja signifiant ni Revenu, ni Emploi, ni

.Actifs

ربطها بالقروض نفسها مما يجعل من الصعب مراقبتها، و بدلا من ذلك يمكن مطالبة مصدري القروض بضمان نوعية القروض المصدرة (الحفاظ على سبيل المثال على نسبة محددة سلفا من القروض إلى قيمتها- Un Ratio Prêt-Valeur، أو من مستويات المدفوعات إلى الإيراد لدى المقترض- Un Ratio Paiement-Revenu)، محتفظا ببعض المخاطر في ميزانيته العادية دون تغطيتها و متابعة تطور القروض، و تنفيذ هذا يستغرق وقتا طويلا و يقتضي موارد إضافية، و في هذا الصدد يمكننا القول أن جهات تنظيم البنوك في الولايات المتحدة، أصدرت في صيف 2007 غداة نشوب الأزمة توجيهات و إرشادات جديدة أكثر حزما للبنوك، بأن تكبح عمليات إصدار الأنواع الأكثر خطورة من القروض العقارية، مع تبني عدة ولايات هذه الإرشادات تجاه مصدري القروض من المؤسسات المالية غير المصرفية.

#### IV-3-8- الأداة خارج الميزانية.

هناك إشكالية مرتبطة بهذا هي الحافز القانوني المتعلق بتكلفة وضع الأصول و تمويلها خارج أدوات الميزانية العادية، أين تكون المخاطر أقل وضوحا بالنسبة للمستثمرين في المؤسسات المالية الأمر كذلك بالنسبة لجهات الإشراف و التنظيم، إن تبني قواعد أفضل لكفاية رأس المال بالنسبة للبنوك في شتى أنحاء العالم (المعروفة تحت اسم إطار بال II)، يمكن أن يساهم في التقليل من جاذبية و الحافز على استخدام الأدوات خارج الميزانية، و ذلك لن يحدث إلا إذا استخدمت سلطات الإشراف على نحو كامل حريتها، في التقدير و الحكم على ما إذا كانت المخاطر يتم نقلها فعلا لمثل هذه الكيانات محل النقاش، و ما إذا كانت هذه البنوك تستجيب للشروط الكافية و المؤهلة للحصول على مساعدة برأس المال، حتى و في هذه الحالة يقتضي الأمر تعريف القواعد المتعلقة بما إذا كان هناك قدر كاف من رأس المال، محتفظ به لضمان حدود التسهيلات الائتمانية الطارئة التي تدعم الكيان خارج الميزانية، إلى جانب القواعد التي تحكم تجميع الديون عبر الشركات الفرعية التابعة.

#### IV-4-8- وكالات التصنيف الائتماني.

نضرا لأن وكالات التصنيف الائتماني تتلقى أجرها من مصدري القروض الذين يطلبون التصنيف، فقد يكون لديها حافز لتصنيف الأوراق المالية المعنية بأعلى كثيرا من قيمتها، لتضمن قدرة مصدرها على جذب المشترين و تتفادى عندما تتدهور الظروف أن تنزل بمرتبة التصنيف الائتماني سريعا، ليبدو أن لديها نظاما للتصنيف مستقرا و موثوقا به.

و يمكن التخفيف من هذه الحوافز المعاكسة- Contres Incitations بدرجة ما على الأقل بفعل الحاجة إلى الدقة و الواقعية في عملية تحليل مخاطر الائتمان، و ذلك لضمان المصداقية و الطلب النهائي على الأوراق المالية المصنفة.

و عقب اندلاع الأزمة الأخيرة وافقت وكالات التصنيف حالياً على القيام بمحاولة لتطوير دفاعات واقية- Des Pare-feu، بين مختلف أجزاء أعمالها حتى تكون هناك مراجعات مستقلة بين الأجزاء التي تقوم بالتصنيف في البداية، و تلك المسؤولة عن تغيير التصنيف الائتماني فيما بعد و هذه خطوة في الاتجاه الصحيح.

و تبقى الخبرة نادرة فيما يتعلق بهذه المنتجات المركبة و بينت وفورات الحجم في جمع المعلومات عن المنتجات المركبة و تحليلها، أن الإبقاء على مجالين مستقلين داخل الوكالة الواحدة أمر مكلف و غير كفاء، و قد اقترح البعض أن تتولى الهيئات التنظيمية القيام بدور فحص تحاليل وكالات التصنيف و نمذجتها، باعتبار ذلك مراجعة ثانية على الدقة و لكن للمرة الثانية، فإن الأمر يتطلب مقارنة ندررة الخبرة و النفقات الإضافية بالمنافع المتحققة.

#### IV-8-5- التمويل بالجملة.

و أخيراً هناك حافز لدى المؤسسات المالية على حماية محدودة (غير كافية) في مواجهة الخطر النظامي للسيولة، إن الاتجاه نحو استخدام تمويل الجملة قد حركه وجود مناخ لسعر فائدة منخفض و مستقر، و الانتقال نحو الأصول الأكثر قابلية للتداول في الميزانيات العادية للبنوك، و يعني هذا أن تمويل الجملة أرخص و أكثر كفاءة و لكن فقط في الأوقات الطيبة (العادية) عندما يسهل الحصول عليه، و عندما تتحول الأمور للأسوأ يفر المستثمرون الذين كانوا يقدمون هذه الأموال نحو الأصول الأعلى نوعية، مما يجعل حصول البنوك على تمويل مستقر أكثر صعوبة، و يعتقد كثير من هذه البنوك أنه عندما تسوأ الأمور إلى أقصى حد (أي عند بداية ظهور الإفلاسات الأولى للبنوك)، بأن البنوك المركزية سوف تتدخل لتمنع ذلك.

بالطبع إن مشاكل التمويل في مؤسسة بمفردها ليس أمراً مرضياً مطلقاً، و لكن إذا واجهت معظم المؤسسات نفس الصعوبات فإن مسؤولية المؤسسة عن حماية نفسها تكون أقل إلحاحاً، و حيث أن المؤسسات لا تستطيع مطلقاً التيقن من أن مشاكل التمويل التي تعانيتها، ستثير رد فعل على نطاق نظام البنوك المركزية كله للتدخل، فإن لديها الحافز لتحسين نظام إدارة مخاطر السيولة الخاصة بها، لكن ذلك لن يحدث إلا بقدر إدراكها أن البنوك المركزية يحتمل أن تهب للإنقاذ مثلما فعلت ذلك سابقاً.

و هكذا فإنه إذا كان استقرار النظام مهما و كانت المؤسسات تقتقر للحافز على أن توفر لنفسها حماية كافية من خطر السيولة، فإن شكلاً ما من الإشراف أو الرقابة التنظيمية سيكون أمراً مطلوباً، و يمكن لهذا الشكل أن يختلف حسب البلدان و ربما حسب نوع المؤسسة المالية، لكن يجب أن يتجه صوب جعل المؤسسات المالية تتحمل قدراً أكبر، من تكاليف توفير الضمانات ضد خطر السيولة المعاكسة بأكبر مما حدث في الماضي.

و يتمثل ذلك النهج في مطالبة المؤسسات بأن تحتفظ بمزيد من الأصول السائلة قصيرة الأجل، التي تستطيع أن تستخدمها كضمان للقروض المقدمة إما من المؤسسات الأخرى أو من البنوك المركزية، و نسب الأصول السائلة هذه شائعة في أجزاء كثيرة من العالم، لكن الأمر يتطلب تحديثها لتأخذ في الاعتبار الأنواع الجديدة من الأدوات المالية السائلة أو نسبا أعلى، و هناك طريقة أخرى هي دفع المزيد مقابل التأمين أو مقابل تسهيلات السيولة الطارئة، و تشتري البنوك بالفعل مثل هذا التأمين لكن هناك تساؤلات بشأن ما إذا كان يمكن الاعتماد على هذه العقود في حالة وقوع خطر نظامي، و هكذا فإن مثل هذا التأمين يمكن أن يكون أكثر كفاءة إذا تم توفيره علانية، و من الناحية النظرية فإن تجميع مخاطر السيولة داخل مؤسسة عامة، مثل البنك المركزي قد يكون مفضلا عن التأمين الذي يقدمه القطاع الخاص.

و قد أثارت الأحداث الأخيرة لهذه الأزمة المالية عددا من الأسئلة الصعبة بشأن كيف يمكن لمشكلة القروض العقارية دون الممتازة، أن تصل إلى درجة من الخطورة إلى الحد الذي يهدد الاستقرار المالي العالمي، بل و يتمثل تحد أكبر في التوصل لطرق عملية قابلة للتطبيق لتصحيح الحوافز و الهياكل المترسخة، سواء في السوق أو في أنظمة الإشراف و التنظيم التي أحدثت اضطرابا عميقا في الوساطة المالية، على حساب الرفاهية المالية لمواطني بلدان كثيرة، كثيرون منهم بعيدون عن المراكز المالية التي اندلعت و تفاقمت فيها الأزمة.

#### IV-9- إعادة الاستقرار للأسواق.

رغم أن الأزمة تتطلب طرق حل معينة لإعادة الاستقرار لسوق الإقراض العقاري، فقد ألفت أزمة القروض العقارية الثانوية الضوء على أوجه ضعف مهمة، و للتعامل مع أوجه الضعف هذه ينبغي النظر في عدة قضايا:

**أولاً:-** تقييم مدى فاعلية تطبيق المعايير و اللوائح القائمة، التي تتعلق باستخدام الضمانات (الاقتراض بضمان أوراق مالية مضمونة) في أسواق المشتقات و عمليات اقتراض صناديق المضاربة.

**ثانياً:-** يجب تقييم الآثار المترتبة على الكفاءة و الاستقرار في الهيئات، فيما يخص اشتراطات الإفصاح و شفافية صناديق المضاربة و الأسواق خارج البورصة، مثل تلك الخاصة بالمشتقات و السندات المالية مثل تلك الالتزامات المهيكلة المضمونة بقروض (OSAE).

**ثالثاً:-** ينبغي التفكير في توسيع نطاق التدابير (مثل تلك القائمة في البورصة و أسواق المشتقات و المتعلقة بسندات الخزينة الأمريكية)، بحيث تجبر المتعاملين بالتصرف كصناع للسوق، و إلا كيف يمكن تجنب حالة انعدام السيولة في أسواق المشتقات (الأسواق خارج البورصة).

رابعاً:- ينبغي تقدير المزايا التي من الممكن أن تنتج عن وضع الجهات المنشئة للقروض العقارية في إطار تنظيمي تحكمه مبادئ الحيطة و الحذر، و إنشاء هيئة اتحادية تتعامل مع هذه الشركات كمؤسسات مالية و هي كذلك في الحقيقة.

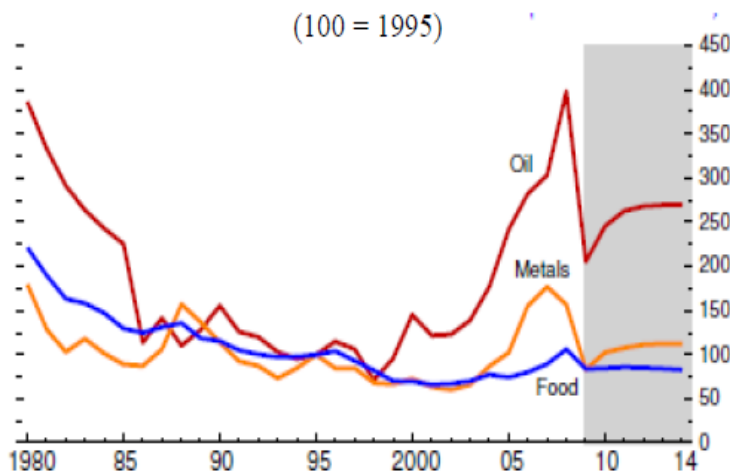
#### IV-10-10- تداعيات الأزمة المالية الراهنة على البلدان النامية و الجزائر.

من المتوقع أن يشهد النمو في الاقتصاديات الناشئة و النامية بصفة عامة تباطؤاً حاداً من 6,25% في عام 2008 إلى 3,25% في عام 2009، تحت وطأة التراجع في الطلب على الصادرات و انخفاض الموارد الموجهة لتمويلها، و هبوط أسعار المواد الأولية و صعوبة الحصول على تمويلات خارجية، خصوصاً في سياق الأزمة المالية الحالية و ما ترتب عليها من أزمة في السيولة و التمويل (خاصة بالنسبة للاقتصاديات التي تعاني من اختلالات حادة في موازين مدفوعاتها)، و قد أدى تعزيز الأطر الاقتصادية في كثير من بلدان الأسواق الناشئة، إلى إفساح المجال أكثر مما سبق لتدعيم النمو عن طريق استعمال خليط من السياسات النقدية و المالية، مما أسهم في تخفيف آثار هذه الأزمة الخارجية غير المسبوقة، و بالرغم من أن هذه الاقتصاديات سوف تتعرض إلى فترات تباطؤ اقتصادي شديدة، فمن المتوقع أن يحتفظ نموها بالمعدلات المحققة في فترات الهبوط العالمي السابقة أو أن يتجاوز هذه المعدلات، و يلاحظ أن البلدان النامية في إفريقيا و غيرها من أنحاء العالم هي أكثر استعداداً في الوقت الراهن أيضاً، لمواجهة ما ينشأ من تحديات أمام السياسات نظراً للتحسن الذي حققته في تنفيذ السياسات الاقتصادية الكلية، و لكن تبقى القارة في وضع أضعف من معظم المناطق الأخرى بسبب مستويات الفقر فيها و اعتمادها على تصدير السلع الأولية.

#### IV-10-10-1- انخفاض أسعار السلع الأولية.

أدى ركود الطلب العالمي إلى انهيار أسعار السلع الأولية و الشكل البياني (16) يوضح ذلك.

الشكل (16): الأسعار الحقيقية للسلع الأولية



Source : FMI, Rapport sur la Stabilité Financière dans le Monde, 28 Janvier 2009, P 03.



فرغم تخفيضات الإنتاج و التداعيات الجيو- سياسية هبطت أسعار النفط بنسبة تجاوزت 60%، منذ الذروة التي سجلتها في جويلية 2008 و إن ضلت قيمتها الحقيقية أعلى مما كانت عليه في تسعينيات القرن الماضي، و قد خفض صندوق النقد الدولي توقعاته الأساسية لأسعار النفط إلى 50 دولار للبرميل في عام 2009، و 60 دولار للبرميل في عام 2010 مقارنة بسعر 68 دولار و 78 دولار، على التوالي في عدد نوفمبر 2008 من تقرير أفاق الاقتصاد العالمي الذي يصدر عن صندوق النقد الدولي، و الاحتمالات تشير إلى ترجيح انخفاض الأسعار أكثر، كذلك تم تخفيض الأسعار المتوقعة للمعادن و الغذاء تماشيا مع التطورات الأخيرة، و أدت هذه الانخفاضات السعيرية إلى إضعاف احتمالات النمو بالنسبة لعدد من الاقتصاديات المصدرة للسلع الأولية.

#### IV-10-2- تقييم الآثار الممكنة بالنسبة للاقتصاد الجزائري.

إن السياسات و الأفاق الاقتصادية على المدى القصير و المتوسط سوف يخيم عليها في ظل معطيات الأزمة المالية الراهنة، حالة تتميز بعدم اليقين حول الاتجاهات الاقتصادية العالمية بالرغم من ذلك سجل الاقتصاد الجزائري منذ سنوات تقدما ملفتا، ميزه النمو السريع في قطاع خارج المحروقات و تخفيض نسب البطالة و التخلص شبه المطلق من المديونية الخارجية، و فائض معتبر في الحساب الجاري و في الميزانية و استمرت هذه النتائج المشجعة في سنة 2008:

- النمو خارج قطاع المحروقات يقارب 6% و قد تحقق بفضل برنامج الاستثمارات العمومية، و يقارب النمو الإجمالي 3% و هذا راجع إلى انخفاض مداخل صادرات المحروقات.
- سجل التضخم 4% و هو الأضعف بين دول المنطقة، إن هذا التحكم في معدل التضخم يعكس سياسة نقدية حذرة، بالرغم من الدعم الموجه لعدة سلع غذائية أساسية أما أسعار الصرف الإسمية و الحقيقية بقيت مستقرة إجمالاً منذ سنة.
- قدرت احتياطات الصرف بـ 135 مليار دولار في أكتوبر 2008 مما سمح بوضعية مريحة و قوية تجاه العالم الخارجي.

● وضعية المالية العامة بقيت متينة بالرغم من الزيادة المعتبرة في نفقات التسيير و التجهيز بفضل مداخل المحروقات المرتفعة، و سجلت الميزانية فائضا إجماليا يقارب 9% من الناتج المحلي الإجمالي مما سمح بزيادة في الإيرادات الإضافية لصندوق ضبط الموارد (FRR)Fonds de Regulation des Recettes.

ألقت الأزمة المالية بظلالها على الاقتصاد العالمي، انخفاض أسعار المواد الأولية و خاصة أسعار المحروقات و تباطؤ نمو الاقتصاد العالمي، مما أدى إلى تراجع تدفقات رؤوس الأموال الدولية، و لن يتعرض النظام المالي في الجزائر إلى "آثار العدوى- Effet de Contagion" بشكل مباشر، نظرا إلى

ضعف القنوات المالية التي تربطه بالنظام المالي العالمي أصلاً، و مع ذلك سوف يعاني من انخفاض مداخله نتيجة التراجع الحاد في أسعار المحروقات، الأمر الذي لن يسمح له بمواصلة و المحافظة على وتيرة برنامج الاستثمارات العمومية، إن هذا التباطؤ في النمو الاقتصادي العالمي يتطلب سياسات اقتصادية كلية أكثر مرونة، لامتناس الأثار المرتقبة عن انخفاض أسعار المحروقات على الاقتصاد و المحافظة على الاستقرار الكلي و دعم النمو.

يتوجب على السياسة المالية في 2009 أن تعمل على حماية الطلب المحلي في مواجهة انخفاض أسعار المحروقات، إن الموارد المتركمة في صندوق ضبط الموارد بفضل السياسات الحذرة المنتهجة منذ سنوات، سوف تسمح بمواصلة تمويل برنامج الاستثمار العمومي و عجز الميزانية و هذا على الأقل في المدى القصير، كما يجب أن تلعب السياسة النقدية في 2009 دوراً مهماً في المحافظة على الطلب المحلي، و هذا لمواجهة الضغوط التضخمية المحتملة إذا ما عادت أسعار المواد الأولية الارتفاع، و من جهة أخرى على بنك الجزائر مواصلة سياسته الحالية الهادفة إلى استقرار أسعار الصرف الحقيقية.

بالرغم من الظروف الحالية للاقتصاد الجزائري إلا أن هناك عدة مؤشرات تبقى مشجعة بالنسبة لسنة 2009، نمو قطاع خارج المحروقات ممكن أن يقارب 6% في حالة مواصلة برنامج الاستثمارات العمومية، و استثمارات القطاع الخاص و بقاء معدل التضخم في حدود 4%، و لكن انخفاض أسعار المحروقات عندما تقترب ارتفاع في نفقات الميزانية العمومية و الواردات، ممكن أن تتسبب في تراجع حاد في فائض الحساب الجاري و عجز في الميزانية العامة.

إن استمرار التباطؤ العالمي يحتم على واضعي السياسات في الجزائر انتهاز إجراءات حذرة، تتمثل أساساً في ترشيد النفقات العمومية الجارية و تحسين الجباية الضريبية خارج المحروقات، و في كل الحالات يبقى ترشيد النفقات العمومية بالنسبة للجزائر محور أساسي للإصلاح.

إن الأزمة المالية الراهنة تزيد من التأكيد على وجوب تنويع الاقتصاد الجزائري لأنه ما زال في تبعية مطلقة لقطاع المحروقات في مداخله، إضافة إلى انخفاض إنتاجية عوامل الإنتاج نسبياً بالمقارنة مع شركائنا الاقتصاديين، و تبقى البطالة دائماً في حدود مرتفعة في أوساط الشباب و التحدي الحقيقي بالنسبة للجزائر على المدى القصير و المتوسط، هو ضمان معدلات نمو مرتفعة خارج قطاع المحروقات، يمكن لها أن تحقق انخفاضاً كبيراً في معدلات البطالة و تحسين مستوى معيشة السكان.

و هذا يفترض مسبقاً ليس فقط المحافظة على استقرار مؤشرات الاقتصاد الكلي و لكن كذلك تحقيق الإصلاحات الهيكلية و تسريعها، فلا زالت إصلاحات تحرير القطاع الصناعي و المالي بطيئة جداً، إن تطوير النظام المالي في الجزائر، يضمن لها تسهيل التكامل مع مختلف التكتلات الإقليمية و مع الاقتصاد العالمي و تحسين مناخ الأعمال، هدفان لتحقيق التنمية المستدامة في الجزائر.

## المصادر والمراجع.

### الكتب:

- ◀ أمين سمير و آخرون، 2004، العولمة و الاقتصاد الدولي، مركز دراسات الوحدة العربية، بيروت.  
 ◀ بالوا كريستيان، 1978، "الاقتصاد الرأسمالي العالمي"، ترجمة عادل عبد المهدي، دار ابن خلدون، القاهرة.  
 ◀ بوبوف يوري، 1976، "دراسات في الاقتصاد السياسي للإمبريالية و البلدان النامية"، دار التقدم، موسكو، ترجمة دار الرشيد للنشر - بغداد.  
 ◀ دويدار محمد، 1981، الاقتصاد الرأسمالي العالمي في أزمنته، مطبعة جامعة الإسكندرية.  
 ◀ ديمتري أديب، 2002، "ديكتاتورية رأس المال"، دار المدى للترجمة و النشر، بيروت.  
 ◀ شيحة مصطفى رشدي، 1984، الاقتصاد النقدي و المصرفي، الدار الجامعية، القليوبية- مصر.  
 ◀ زكي رمزي، 1999، العولمة المالية، دار العلوم، الكويت.  
 ◀ القرويني علي محمد تقي، 1985، المصارف المتعددة الجنسيات، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر.  
 ◀ النجار سعيد، 1990، السياسة المالية و أسواق المال العربية، أبو ظبي للطباعة و النشر.

- Boukharin. N, 1967, "L'Economie Mondiale et L'Impérialisme", Trad. Par François Masspero, Paris.  
 ➤ Dobb Maurice, 1981, "Etudes Sue le Développement Du Capitalisme", Dunod, Paris.  
 ➤ Eichengreen Barry and Michael Bordo, 2001, "Crisis Now and Then: What Lessons from the Last Era of Financial Globalization?", University of California at Berkeley and Rutgers University.  
 ➤ Jakob Gilles, 1998, La Monnaie Dans L'Economie, Nathan, Paris.  
 ➤ Lenine. V, 1977, "L'Impérialisme Stade Suprême du Capitalisme (1916)", Áuvres, Tome 22, Paris: Editions Sociales.  
 ➤ Luxemburg Rosa, 1967, "L'accumulation du Capital", Trad. Par François Masspero, Paris.  
 ➤ Plihon Dominique, 2003- 2004, Le Nouveau Capitalisme, La Découverte, Paris.  
 ➤ Rodrik Dani, 1997, "Has Globalization Gone Too Far?", (Washington: Institute for International Economics).

### الدوريات و المجلات:

- ◀ الخولي أسامة أمين، ديسمبر 1998، "العرب و العولمة"، ندوة مركز دراسات الوحدة العربية، بيروت.  
 ◀ السعد أمير، 2006، "قضايا نظرية في العولمة المالية"، مجلة التواصل، جامعة عنابة، العدد 15.  
 ◀ السعد أمير، جويلية 1990، "قضايا القطاع العام و الخاص و الاقتصاديات العربية"، مجلة دراسات عربية، دار الطليعة، بيروت، العدد 9.  
 ◀ السعد أمير، 2002، "النظام العالمي الجديد و ظاهرة الاستقطاب"، الملتقى الدولي الأول حول الجزائر و النظام العالمي الجديد، كلية العلوم الاقتصادية و التسبير، جامعة عنابة.  
 ◀ السعد أمير، 1999، "إشكالية القطع و التقاطع في التجارة الدولية"، بحوث اقتصادية عربية، القاهرة، العدد 17.  
 ◀ مرسى فؤاد، مارس 1990، "الرأسمالية تجدد نفسها"، عالم المعرفة، أبو ظبي، العدد 147.

- Aninat Eduardo, Mars 2002, "Surmonter les Défis de la Mondialisation", Finances & Développement, Vol 39.  
 ➤ Aurelio. O, Marcela Meirelles, 2006, "Going Global: The Changing Pattern of U.S. Investment Abroad", Federal Reserve Bank of Kansas Economic Review, Third Quarter.  
 ➤ Byun Jennie and William Oswald, 2006, "Emerging Markets External Debt as an Asset Class", (New York: JPMorgan).  
 ➤ Dodd Randall, Juin 2008, "Les Marchés de Gré à Gré", Finances et Développement, Vol 45.  
 ➤ Dodd Randall, Décembre 2007, "Subprime: Topographie d'une Crise", Finances & développement, Vol 44.  
 ➤ El'Erian Mohamed, Mars 2007, "S'Adapter à la Fluidité Mondiale", Finances & Développement, Vol 44.  
 ➤ Hausler Gerd, Mars 2002, "La Mondialisation de La Finance", Finances & Développement, Vol 39.  
 ➤ Jobst Andreas, Septembre 2008, "Qu'est que la Titrisation?", Finances et Développement, Vol 45.  
 ➤ Keynes John Maynard, 1933, "National Self-Sufficiency", Yale Review, Vol 20 (Summer).  
 ➤ Kodres Laura, Jun 2008, "Une Crise de Confiance ... et beaucoup plus", Finances & développement.  
 ➤ Pazarbasıoglu Ceyla, MangalGoswami et Jack Ree, Mars 2007, "L'Evolution de la Base D'Investisseurs", Finances & Développement, Vol 44.  
 ➤ Streeten Paul, juin 2001, "Intégration, Interdépendance et Mondialisation", Finances & Développement, Vol 38.  
 ➤ Wallace Laura, Mars 2007, "Ami ou Ennemi", Finances & Développement, Vol 44.

## أ-التقارير و الملثقيات:

كزكي رمزي، ماي 1993، "ظاهرة التدويل في الاقتصاد العالمي و أثارها على البلدان النامية"، المعهد العربي للتخطيط.

- Banque Mondiale, 2002, "Globalization, Growth and Poverty: Building an Inclusive World Economy", World Bank Policy Research Report, (New York: Oxford University Press for the World Bank).
- FMI, 28 Janvier 2009, "World Economic Outlook".  
Disponible sur: [WWW.IMF.ORG/External/NP/Outlook/2009/Review.HTM](http://WWW.IMF.ORG/External/NP/Outlook/2009/Review.HTM)
- FMI, Déclaration de la mission des services du FMI à Alger, Communiqué de Presse n° 08/293 (F), Le 20 Novembre 2008, Document MHTML, Document (Imprimé).  
Disponible sur: [WWW.IMF.org](http://WWW.IMF.org)
- Fonds Monétaire International, Avril 2008, Rapport sur la Stabilité dans le Monde, Washington.  
Disponible sur: [WWW.IMF.org/External/np/glob-stab/192/2008HTM](http://WWW.IMF.org/External/np/glob-stab/192/2008HTM)
- Fonds Monétaire International, Octobre 2007, Rapport sur la Stabilité dans le Monde, World Economic and Surveys, Washington.  
Disponible sur: [WWW.IMF.org/imfsurvey/186/2007HTM](http://WWW.IMF.org/imfsurvey/186/2007HTM)
- Fonds Monétaire International, 2000, "Financial Sector Assessment Program (FSAP)-Lessons from the Pilot and Issues Going Forward", (November 27).  
Disponible sur: [www.imf.org/external/np/fsap/2001/review.htm](http://www.imf.org/external/np/fsap/2001/review.htm)

## ب-أوراق البحث، العمل، المناسبات:

- Blanchard Olivier, 31 août 2009, "Global Liquidity Provision", Exposé lors de la Conférence sur la Finance et la Banque de la Banque Centrale d'Argentine.
- FMI, 2009, "La Crise Financière Mondiale: Explication des Différences D'Impact entre Pays", Document de Travail du FMI 09/280.
- Fonds Monétaire International, Décembre 2007, Rapport sur la Stabilité dans le Monde, World Economic and Surveys, Washington.  
Disponible sur: [WWW.IMF.org/imfsurvey/188/2007HTM](http://WWW.IMF.org/imfsurvey/188/2007HTM)
- Greenlaw David and Others, 29 Février 2008, "Leveraged Losses: Lessons From the Mortgage Market Meltdown", Paper Presented at the U.S. Monetary Policy Conference.
- Kose. M, Ayhan E. Prasad and Kenneth Rogoff, 2009, "Financial Globalization: A Reappraisal", IMF Working Paper, No 09/189, (Washington: International Monetary Fund).
- Masson Paul, 2001, "Globalization: Facts and Figures", IMF Policy Discussion Paper 01/4 (Washington: International Monetary Fund).
- Mussa Michael, 2000, "Factors Driving Global Economic Integration, In Global Economic Integration: Opportunities and Challenges", Federal Reserve Bank of Kansas City.