

إطار الاستقرار المالي وسياسات السلامة الاحترازية الكلية

د. صديقي مليكة*

أ. بن علي عبد الغاني**

Résumé :

La politique macro prudentielle a pour objectif la stabilité financière et la limitation du risque systémique. Par risque systémique, on entend les turbulences qui frappent le système financier dans sa globalité, entraînant l'instabilité de l'économie. La crise financière (2007 /2009) a renforcé et intensifié les efforts pour l'instauration d'un cadre de politique macroprudentielle en recourant à un ensemble d'instruments qui permettront à leur tour une meilleure gouvernance et avec plus de crédibilité et de clarté des instruments utilisés.

Mots clés : crise financière, stabilité financière, politique macroprudentielle, gouvernance du système financier.

ملخص: تهدف السياسة الاحترازية الكلية إلى تحقيق الاستقرار المالي والتخفيف من الخطر النظامي، ويقصد به تلك الاضطرابات التي تصيب النظام المالي برمته وتؤدي إلى زعزعة استقرار الاقتصاد. ولقد ساهمت الأزمة المالية العالمية (2008/2007) في تعزيز الجهود قصد إقامة إطار للسياسة الاحترازية الكلية بواسطة مجموعة من الأدوات والتي تسمح بحوكمة أفضل للنظام المالي من خلال مصداقية ووضوح الأدوات المستعملة.

الكلمات المفتاحية: الأزمة المالية، الاستقرار المالي، السياسة الاحترازية الكلية، حوكمة النظام المالي العالمي.

* أستاذة محاضرة قسم أ، كلية العلوم الاقتصادية، علوم التسيير والعلوم التجارية، جامعة الجزائر 3.

** أستاذ مساعد، كلية العلوم الاقتصادية، علوم التسيير والعلوم التجارية، جامعة 20 أوت 1955، سكيكدة.

مقدمة :

شهدت الأسواق المالية على مدار العقود الثلاثة الماضية تغيرا جذريا وتوسعا سريعا، مدفوعا برفع القيود التنظيمية وتحرير النشاط المالي في ظل عولمة مالية غير مسبوقة. الأمر الذي أدى إلى استحداث أدوات مالية جديدة متطورة بفضل الهندسة المالية وزيادة سرعة وسهولة تنفيذ المعاملات المالية زيادة بالغة، ولقد لعبت البنوك دورا رئيسيا في هذا التوسع الحاد والمتواصل. وعلى الرغم من أن هذه التغيرات كانت مفيدة في المجمل إلا أنها اقترنت باضطرابات مالية متكررة وشكلت بعض هذه الموجات تهديدا ليس فقط للاقتصاديات الوطنية والإقليمية بل للاقتصاد العالمي أيضا، الشيء الذي أبرز أهمية استهداف الاستقرار المالي بحد ذاته كأحد أهداف السياسة الاقتصادية. ازدادت حدة عدم الاستقرار المالي نتيجة الاضطراب في الأسواق المالية والتقلبات في معدلات الفائدة وأسعار الصرف وأسعار السلع الأساسية وبالأخص تلك المرتبطة بالأصول المالية مما خلق هشاشة مالية وضرا بالآداء الاقتصادي. ويأتي تدهور أداء الاقتصاد العالمي مؤخرا بعد توسع مستمر نتيجة تزايد اندماج الاقتصاديات الصاعدة والنامية في الاقتصاد العالمي. غير أن استقرار الأحداث الماضية يشير إلى احتمال أن يكون تراخي السياسات الاقتصادية الكلية والقواعد التنظيمية قد فتحا الطريق أمام الاقتصاد العالمي كي يتجاوز السرعة المسموح بها، وربما يكون قد أسهما في تراكم الاختلالات في الأسواق المالية وأسواق المساكن والسلع. وقد أدت عيوب الأسواق، مصحوبة بمواطن القصور في السياسات المتبعة إلى الحيلولة دون قيام الآليات الموازنة بدور فعال والسماح بتراكم الضغوط في الأسواق، وبقيت هناك فجوة مزعجة لكنها خطيرة بين أنشطة السوق والنطاق التنظيمي، وعليه يأتي السؤال

المحوري التالي: هل يمكن وضع إطار للاستقرار المالي ضمن سياسة السلامة المالية الاحترازية الكلية؟

1 - الاستقرار المالي: التعريف والأهمية

التعريف:

هناك من يعرف الاستقرار المالي بأنه الوضع الذي يكون فيه القطاع المالي قادرا على التصدي للاضطرابات المختلفة في الاقتصاد، بحيث يكون هذا القطاع قادرا على القيام بعمليات الوساطة، وتسوية المدفوعات، وإعادة توزيع المخاطر بأسلوب سليم.¹ وتعريف آخر للاستقرار المالي هو: "العمل على التأكد من قوة وسلامة عمل جميع مكونات النظام المالي مما ينطوي على غياب التشنجات والتوترات في هذا الجهاز بما ينعكس سلبا على الاقتصاد." بناء على هذا التعريف يمكن فهم الاستقرار المالي من خلال:² استقرار جميع مكونات النظام المالي؛

استقرار أسواق المال والأنشطة المرتبطة بها؛ وكذا أهم المؤسسات التي تولى لها عناية خاصة المصارف التجارية لأهميتها وحساسيتها ولتاريخها المرتبط بالآزمات حين وقوعها سواء كانت هي مبعث تلك الآزمات أو غيرها.

¹ المعهد المصرفي المصري: الاستقرار المالي والنمو، سلسلة حلقات نقاشية العدد الحادي عشر، ص:1.

² أحمد مهدي بلوافي: البنوك الإسلامية والاستقرار المالي: تحليلي تجريبي، كتاب الأزمة المالية العالمية أسباب وحلول من منظور إسلامي، الطبعة الأولى، مركز أبحاث الاقتصاد الإسلامي، مركز النشر العلمي، جامعة الملك عبد العزيز، جدة (المملكة العربية السعودية)، 2009، ص109.

كما يمكن تعريف عدم الاستقرار المالي بالرجوع إلى آثاره وأبسط وأقصر تعريف للاستقرار المالي هو تجنب وقوع الأزمات المالية، إذ تعتبر الأزمة مؤشر على هشاشة وسوء أداء في النظام المالي لهذا البلد أو ذاك. وبالرغم من أنه لا يوجد تعريف محدد فإن معظم التعاريف تركز على كونه اختلالا عميقا واضطرابا حادا ومفاجئا في بعض التوازنات المالية، يتبعها انهيار في المؤسسات المالية ومؤشرات أدائها، وتعتبر كذلك عن انهيار مفاجئ في مجموع المتغيرات المالية، مثل حجم الإصدارات، وأسعار الأسهم/السندات وقيمة القروض والودائع المصرفية، وأسعار الصرف، ويمتد آثار ذلك كله إلى القطاعات الأخرى.

يتم استعمال مصطلح الدورة الاقتصادية³ أحيانا للدلالة على الأزمة بالرغم من وجود فرق بينهما، فالأزمة تدل على الاختلال أو الاضطراب في لحظة أو فترة

³ - وفقا لتعريف A.F.Burns وW.C.Mitchell وهما عضوان بالمكتب الوطني للبحوث الاقتصادية (NBER) - هي حلقة في مرحلة من التوسع المتزامن في العديد من القطاعات الإنتاجية - لفترة تليها مرحلة انكماش مماثلة - ثم الانتعاش الذي يؤدي إلى مرحلة التوسع للدورة القادمة. هذا هو التسلسل المتكرر ولكن ليس الدوري. ومن أشهر الدورات الاقتصادية دورة Juglar، وأوضح الاقتصادي الفرنسي كليمون جوغلار (1819-1905) في عام 1860 أنها دورات تدوم كل واحدة منها لمدة عشر سنوات. ودورة Kitchin وهي للاقتصادي الأمريكي جوزيف كيتشين الدورة الاقتصادية لمدة أربعين شهرا. وأطول الدورات الاقتصادية المشهورة للاقتصادي الروسي نيكولا كوندراتيف وتسمى بدورة Kondratief بين 50 و60 عاما. للتفصيل أنظر:

BEITONE Alain - et Autres : Dictionnaire des Sciences Economiques, Armand Colin, 2^e édition, Paris, 2007, pp : 125-126.

زمنية أو مكان ما، في حين تتسم الدورة الاقتصادية بانتظام حصولها لفترات متعاقبة.⁴

ونجد عبارة الأزمة المالية والتي ظهرت لأول مرة عند الكاتب (Comte de Las cases) (1766-1842) في عام 1823.⁵ يعرف فريدريك مشكان F. Mishkin الأزمة المالية فيقول "الأزمة المالية عبارة عن اضطراب في أسواق المال والذي يكون فيه سوء الاختيار والمخاطر المعنوية سيئة لدرجة أن سوق المال يكون غير قادر على توجيه الأموال بكفاءة إلى هؤلاء الذين يكون لديهم أفضل الفرص الاستثمارية".⁶ وعموما لا يوجد تعريف أو مفهوم محدد للأزمة المالية لكن من التعاريف المبسطة لمصطلح الأزمة المالية هو أنها: "اضطراب حاد ومفاجئ في أحد مكونات النظام المالي يتبعه انهيار في باقي مكوناته وتمتد آثاره إلى القطاعات الأخرى".

⁴ عبد المجيد قدي: الأزمة الاقتصادية الأمريكية وتداعياتها العالمية، مجلة بحوث اقتصادية عربية، العدد السادس والأربعون، ربيع 2009. الجمعية العربية للبحوث الاقتصادية- القاهرة. ص 8.

⁵ بلعباس عبد الرزاق سعيد: قراءة في مجلس التحليل الاقتصادي الفرنسي الموجه للوزير الفرنسي الأول حول أزمة السبرايم (subprime)، كتاب الأزمة المالية العالمية أسباب وحلول من منظور إسلامي، الطبعة الأولى، مركز أبحاث الاقتصاد الإسلامي، مركز النشر العلمي، جامعة الملك عبد العزيز، جدة (المملكة العربية السعودية)، 2009، ص 8.

⁶ عبد النبي اسماعيل الطوخي: التنبؤ المبكر بالأزمات المالية باستخدام المؤشرات المالية الفائدة، كلية التجارة، جامعة أسيوط، مصر العربية، ص 1.

الأهمية: يمكن إدراك أهمية الاستقرار المالي من خلال ما يلي:⁷

1. أن الاضطرابات المالية تقف على رأس المخاطر التي تهدد استقرار الاقتصاد العالمي. فقد أشار تقرير منتدى الاقتصاد العالمي الذي صدر في جانفي 2008 وحمل عنوان "المخاطر العالمية 2008" أن النظم المالية المضطربة وخاصة أزمة الرهن العقاري التي تمثل تحديا كبيرا يؤثر على استقرار الاقتصاد العالمي. وبهذا فقد طالب التقرير بزيادة التدخل في أسواق المال لتقليل حدة المخاطر وتحسين حوكمة النظام المالي العالمي من خلال شبكة مسؤولين لإدارة المخاطر.

2. غياب الاستقرار المالي يؤثر على النمو الاقتصادي، ففي ظل تداعيات أزمة الرهن العقاري التي انطلقت شرارتها من أمريكا انخفض معدل النمو في الولايات المتحدة إلى غاية 3,5 % سنة 2009.

3. انتشار الاضطرابات المالية على نطاق واسع على مستوى الاقتصاد المحلي وعلى المستوى العالمي، فالاهتزازات المالية تحدث تأثيرا متزايدا على كل من قنوات الائتمان المصرفية وغير المصرفية في الاقتصاديات المتقدمة. وحسب دراسة قام بها صندوق النقد الدولي وجد أنه منذ الثمانينيات من القرن الماضي فإن 130 دولة من أصل 180 دولة عضوا في الصندوق تعاني من اضطرابات مالية مرتبطة بأسواق المال، وأن الوضع ازداد بعد الأزمة التي أصابت دول جنوب شرق آسيا في أواخر التسعينات من القرن الماضي، كما أن انتشار هذه الاضطرابات يبين مدى هشاشة النظام المالي القائم، وهذا ما عكسته أزمة الرهن العقاري.

⁷ أحمد مهدي بلوافي: البنوك الإسلامية والاستقرار المالي، مرجع سابق، ص ص: 110-

113، بتصرف.

4. نتائج الاضطرابات المالية كارثية على جميع الأصعدة الاقتصادية والسياسية والاجتماعية وممتدة لسنوات بعد حدوثها. وتبين نماذج من أمثلة كثيرة ممتدة عبر تاريخ طويل لم تتعد فيها دورة حدوثها الواحدة تلو الأخرى أكثر من عشر سنوات، كما يذكر مؤرخ ومحلل الأزمات المالية كيندلبرجر وغيره مثل الاقتصادي الأمريكي الشهير مينسكي H. Minsky الذي توصل إلى نتيجة مفادها أننا نحاول تحقيق الاستقرار لنظام هش بطبيعته، غير مستقر ومعرض للأزمات المالية.

5. ونتيجة لما سبق ذكره وغيره من آثار للاضطرابات المالية، فقد أصبح أمر تحقيق الاستقرار المالي يحتل مركز الصدارة ضمن الاهتمامات الرئيسية التي تشغل بال وأعمال واجتماعات الجهات المعنية من أفراد ومؤسسات على المستوى العالمي، فلا يكاد يخلو اجتماع مهم لقادة الدول الثماني أو غيرها، كما لا يخلو بنك مركزي إلا وبه وحدة خاصة ينصب عملها على الاستقرار المالي بإصدار التقارير والدراسات وتوجيه التحذيرات والتنبيهات، ومن المبادرات التي يمكن ذكرها فيما يلي:⁸

- إنشاء معهد خاص بالاستقرار المالي من قبل بنك التسويات الدولية ولجنة بازل عام 1999 على إثر أزمة دول جنوب شرق آسيا بهدف مساعدة هيئات الرقابة المالية على مستوى العالم على تقوية وتمتين أنظمتها المالية؛
- إنشاء منتدى خاص بالاستقرار المالي في أبريل 1999 من قبل ست وعشرين سلطة مالية محلية وعالمية بغرض المساهمة في الاستقرار المالي العالمي من خلال تبادل المعلومات والتعاون في مجالي الإشراف والمراقبة.

⁸ أحمد مهدي بلوافي: البنوك الإسلامية والاستقرار المالي، مرجع سابق، ص: 114.

وقد درج المنتدى على إصدار تقارير دورية للتجمعات الدولية المهمة مثل التجمع السنوي لوزراء مالية الدول السبع؛

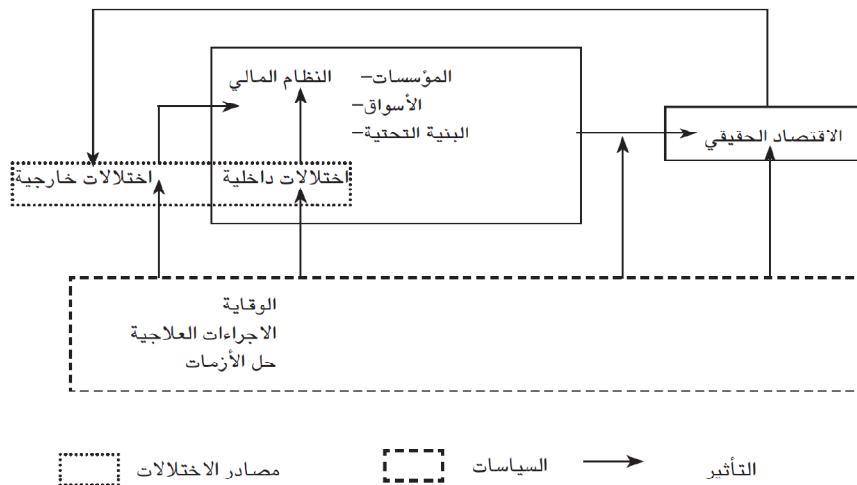
- استحداث خارطة من قبل صندوق النقد الدولي يحاول من خلالها التنبؤ بالأزمات قبل وقوعها، كما أنه أصبح يصدر تقريراً دورياً مرتين في السنة يحاول من خلاله رصد التوترات المالية لاحتوائها والحد من انتشارها.

II: تحليل الاستقرار المالي

يتعين على تحليل الاستقرار المالي أن يشمل جميع مصادر الخطر ومواطن الضعف مما يقتضي اتباع أسلوب منهجي في رصد مختلف قطاعات النظام المالي والاقتصاد الحقيقي

مصادر عدم الاستقرار المالي: يتضح من الشكل البياني 1 مخاطر ومواطن الضعف إما داخليا من داخل النظام المالي، أو خارجيا في الاقتصاد الحقيقي على سبيل المثال.

شكل رقم 1 : عرض مبسط للعوامل المؤثرة في النظام المالي



المصدر: غاري شيناسي: الحفاظ على الاستقرار المالي، سلسلة قضايا اقتصادية، العدد 36،

صندوق النقد الدولي، 2005، ص 5.

الجدول رقم 1: مصادر عدم الاستقرار المحتملة

المخاطر الخارجية	المخاطر الداخلية
اضطرابات اقتصادية كلية	مخاطر على أساس المؤسسات
مخاطر قائمة على البيئة الاقتصادية	المخاطر المالية
اختلالات السياسات	. الائتمان
	. سوق السيولة
	. سعر الفائدة
	. العملة
	المخاطر التشغيلية
	جوانب الضعف في تكنولوجيا المعلومات
	المخاطر القانونية/المتعلقة بالنزاهة
	مخاطر السمعة
	مخاطر استراتيجية الأعمال
	تركز المخاطر
	مخاطر كفاية رأس المال
	مخاطر على أساس الأسواق
	مخاطر الطرف المقابل
	عدم اتساق أسعار الأصول
	. الائتمان
	. السيولة
	العدوى
	مخاطر على أساس البنية التحتية
	مخاطر نظم المقاصة والدفع والتسوية
	مواطن الهشاشة في البنية التحتية
	. القانونية
	. التنظيمية
	. المحاسبية
	. الرقابية
	انهيار الثقة المؤدي إلى موجات السحب
	سلسلة الآثار التعاقبية

المصدر: غاري شيناسي، مرجع سابق، ص: 6

ولا بد كذلك لتحليل الاستقرار المالي مراعاة الروابط بين القطاعات والروابط بين الحدود، نظراً لأن الاختلالات غالباً ما تحدث بفعل مجموعة من مواطن الضعف من مصادر مختلفة، فقد تنشأ المخاطر ومواطن الضعف إما داخليا من داخل النظام المالي أو خارجياً:⁹

فالمخاطر الداخلية: قد تنشأ في أي من عناصر النظام المالي الأساسية الثلاثة: المؤسسات والأسواق والبنية التحتية (الجدول رقم 1)، كما قد تنشأ المشاكل في مؤسسة مالية معينة وتنتشر لاحقاً إلى قطاعات أخرى من النظام المالي أو تتأثر بها عدة مؤسسات أخرى على نحو متزامن نظراً لتعرضها لمخاطر مماثلة. عادة ما تكون الأسواق معرضة لمخاطر الطرف المقابل وعدم اتساق أسعار الأصول، وموجات السحب والعدوى. فعلى سبيل المثال: في أزمة الرهن العقاري لم يبدأ الاضطراب في السوق القائمة فيما بين البنوك إلا عندما أعلن البنك الفرنسي BNP Paribas في جوان 2007 أنه أوقف المسحوبات من صندوق التحوط نتيجة الخسارة التي تكبدها لاستثماراته في أوراق مالية مرتبطة بقروض الرهن العقاري الثانوية وأحد هذه الصناديق احتاج إلى رؤوس أموال، مما أدى بالبنك إلى ضخ 3.2 مليار دولار له كقروض، وخلال شهر واحد (شهر جويلية) قامت وكالتي التصنيف الائتماني ستاندر أندبورز وموديز بتخفيض التصنيف الائتماني لعدد من الأوراق المالية المرتبطة بقروض الرهن العقاري عالية المخاطر مما أدى إلى انهيار الأوراق المالية التي كان يحتفظ بها البنك الفرنسي BNP Paribas.¹⁰

⁹ غاري شيناسي مرجع سابق، ص ص: 6، 7.

¹⁰ – BIZIMANA Olivier, TOUYA Florence, Déroulé de la crise, Eclairages, N°119, Février 2008, p3.

قد يترتب على المشاكل الناشئة في المؤسسات المالية (مثل حالات توقف النظم التشغيلية، وتركز المخاطر وسلسلة الآثار التعاقبية) حدوث مشاكل في البنية التحتية المالية -في نظامي المقاصة والتسوية- وينجم عنها مضاعفات أكبر على النظام المالي، وفي هذا السياق يمكن ذكر أشهر حالة في هذا المجال هي حالة صندوق إدارة رؤوس الأموال طويلة الأجل (LTCM).¹¹ وفي المقابل فإن مواطن الضعف الناشئة في البنية التحتية -في الجهازين القانوني والمحاسبي مثلاً- قد يترتب عليها حالات من التوقف عن العمل (كان انهيار شركة "انرون" الأمريكية مرتبطاً بجوانب الضعف في الجهاز المحاسبي). أما المخاطر الخارجية: فتنبع من مشاكل خارج النظام المالي، فالاستقرار المالي يتصف بالحساسية إزاء الصدمات الخارجية مثل الكوارث الطبيعية، التغيرات في ميزان التبادل التجاري لبلد ما، الأحداث السياسية، التقلبات في أسعار النفط، الابتكارات التكنولوجية أو التحولات المفاجئة في السوق، أو توقف بلد مجاور عن سداد دين سيادي (أزمة الديون السيادية باليونان). وقد تؤدي الأحداث المتعلقة بالاقتصاد الكلي مثل انهيار شركة كبرى (شركتي فاني ماي

¹¹ هو صندوق شهير للتحوط خسر كل رأس ماله في خريف عام 1998. إن انهيار هذا الصندوق حدث لسببين رئيسيين: ضعف نظم إدارة المخاطر في الصندوق والبنوك التابعة له، وأن المراكز الاستثمارية للصندوق أصبحت أضخم مما يجب بالنسبة للحجم الكلي للسوق في هذه الأصول، وعندما انقلبت الأسعار ضده لم يستطع الصندوق أن يبيع حيازاته بالسرعة الكافية، وتضاعفت خسائره بسرعة، ونظراً لأن مراكز الصندوق كانت ضخمة ومرتبطة بعدد كبير جداً من المؤسسات المالية الأخرى، أصبح الصندوق يمثل مخاطرة دائمة شاملة. المصدر: أنجيل أوبيد: تبديد الحيرة بشأن صناديق التحوط، مجلة التمويل والتنمية، جوان 2006. ص ص: 41-42.

وفريدريك ماي) إلى إضعاف ثقة السوق وخلق اختلالات تؤثر في النظام المالي بأكمله.

فرضية عدم الاستقرار المالي: تتكون فرضية عدم الاستقرار المالي لمينسكي من شقين: الشق الأول يتمثل في أن للاقتصاد الرأسمالي أنظمة تمويل تساهم في استقراره وأخرى تعمل عكس ذلك؛ أي في عدم استقراره، أما الشق الثاني فإنه يتمثل في أن طول فترة الرخاء والازدهار يؤدي بالاقتصاد إلى أن ينتقل من العلاقات الاقتصادية المستقرة إلى العلاقات المالية غير المستقرة، حيث يقول: "إن أزمات المديونية المفرطة تمهد -في بعض الأحيان- للاقتراض إلى ما وراء المعقول عندما يسير كل شيء على ما يرام ويستفيد الفاعلون الاقتصاديون (الشركات، العائلات...) من معدلات النمو المرتفعة ومن معدلات الفائدة المنخفضة، لكن عندما تتقلب معدلات الفائدة نحو الارتفاع وبخاصة نتيجة للتضييق النقدي، فإن المديونية التي كانت تبدو محتملة نظرا للمستوى المعتدل لمعدلات الفائدة تصبح غير مطابقة وتميل إلى المديونية المفرطة".¹² وبمعنى آخر: "فإن فرضية عدم الاستقرار تمثل نظرية أثر الدين على سلوك الاقتصاد كما أنها تأخذ في الحسبان الكيفية التي تسوى بها هذه الديون".

ولشرح الفرضية ميز مينسكي بين ثلاث علاقات للوحدات الاقتصادية، ويتعلق الأمر بدخلها والديون المترتبة عليها:¹³

¹² Patrick Artus et autres, la crise des subprimes, les rapports du conseil d'analyse économique, Edition La Documentation française. Paris, 2008, P12.

¹³ احمد مهدي بلوافي: هيمان منسكي: ماذا يمكن أن يستفيد منه الاقتصاديون المسلمون؟، مجلة جامعة الملك عبد العزيز: الاقتصاد الاسلامي، مجلد 24، العدد: 1، سنة 2011، ص 110، 113 بتصرف.

النوع الأول: هو الوحدات القادرة على سداد جميع ما عليها من التزامات من التدفقات النقدية التي تحققها من عملياتها المختلفة (أصل المبلغ المقترض والفوائد المترتبة عليه) وسماها وحدات التحوط (hedge Units)؛

النوع الثاني: هو الوحدات التي تستطيع دفع الفوائد من العوائد التي تجنيها لكنها تبقى على أصل الدين إما بتأخير موعد السداد أو بمزيد من الاقتراض وأطلق عليها وحدات المجازفة (speculative)،

النوع الثالث: وهي الوحدات التي لا تملك الدخل الكافي المحصل من التدفقات النقدية لعملياتها المختلفة لسداد ما عليها من التزامات، مما يدفعها إلى مزيد من الاستدانة أو بيع ما لديها من أصول أو أن تعجز عن السداد ونعتها بوحدة بونزي (ponzi¹⁴) ويمكن وصفها بوحدة الملاءة المنخفضة.

ويخلص مينسكي من هذا الشرح إلى أن الاقتصاد الذي يغلب على تركيبته وحدات التحوط هو الأكثر استقراراً، وأن الذي يغلب على تركيبته وحدات

¹⁴ أطلق هذا الاسم على التمويل غير القابل للاستمرار، إما بسبب الخداع، أو بسبب الوهم أو الاغراء الحاصل من تطور أسعار وعوائد أصل من الأصول بطريقة غير قائمة على أساسات اقتصادية، وإنما مردها إلى الفقاعة وعوامل السياسات النقدية التي تسهم في زيادة إقبال الوحدات الاقتصادية على تلقي (المقرضون) ومنح (المقرضون) مزيد من الائتمان، وكلمة بونزي تعود تسميتها إلى الإيطالي المحتال تشارلز بونزي (charles ponzi) الذي عاش في الولايات المتحدة في عشرينات القرن الماضي ومارس عمليات احتيال واسعة قائمة على هرم غير قابل للاستمرار؛ حيث أنه كان يقدم معدلات عوائد مرتفعة، (45%) مثلاً، وفي فترة قصيرة، وكان يعتمد إلى التسديد ودفع العوائد للذي يحل أجل استحقاقه من المبالغ التي تدفع له من الزبائن الجدد، وهكذا فإنه بمجرد انكشاف هذا الأمر في لحظة ما وتأثر فئة تتبعها الفئات الأخرى للترابط الهرمي. وقد عمم بعد ذلك المصطلح وأصبح يعرف في الأدبيات المالية بمخطط أو برنامج بونزي (ponzi scheme).

المجازفة والبونزية هو الاقتصاد الهش الذي يكون محلا للتعرض للأزمة المالية في أية لحظة نتيجة سياسة نقدية متشددة كرفع معدلات الفائدة أو غيره، مما يدفع بوحدة المجازفة إلى أن تتحول إلى بونزية بإقدامها على بيع أصول كانت محل مجازفتها، مما يؤدي إلى انهيار كبير في قيم الأصول محل الإشكال، فتساقط الوحدات الواحدة بعد الأخرى "البونزية"، "فالمجازفة" ثم "المتحولة". وفي ثانيا التحليل للفرضية ولهذه التركيبة من العلاقات المالية يصل مينسكي إلى أن الوحدات التي يكون غالب التزاماتها أو تمويلاتها مبني على التمويل القائم على المشاركة (Equity Financing) كلما أمكن وصفها "بالوحدة التمويلية المتحولة"، والعكس صحيح. ومن جهة أخرى فإن طول فترة الرخاء يدفع بالاقتصاد إلى أن يطغى على عمليات وحداته الاقتصادية جانب المجازفة والبونزية أو التمويلات الهشة، بمعنى أن نشوة الرخاء والآمال التي يعلقها الفاعلون الاقتصاديون على تطور الاقتصاد أو تطور قيم أصل من أصوله كقيم الأسهم أو العقار مع وجود سياسات نقدية رخوة متمثلة في معدلات الفائدة المنخفضة يدفع بالفاعلين وخاصة مؤسسات الوساطة المالية،¹⁵ التي تعتقد أن الابتكار يضمن مزيدا من الأرباح بتصميم منتجات غاية في التعقيد، تسمح لها بإنشاء مزيد من الديون مع القيام بتسويقها والمتاجرة فيها إلى الاقبال على الديون بشكل قياسي مما يؤثر على مزاج التوجه العام للاقتصاد بانقلابه من وضعية قوية إلى وضعية هشة. بالنسبة لمينسكي، وضعية مالية هشة مرادفة للإفراط في المديونية، وهذا التحول في المزاج بات يعرف بلحظة مينسكي (Minsky Moment) التي أطلقها أول مرة ماكولي

¹⁵ يصف مينسكي هذه المؤسسات بتجار الديون (Merchants of Debt)، لأنها تسعى إلى الابتكار في الأصول التي تحوزها والمتاجرة في الالتزامات التي عليها.

(McCulley) في أزمة روسيا عام 1998، أو ما يعرف بأن الاستقرار في ظل العلاقات المالية المعقدة للنظام الرأسمالي القائم يقود إلى عدم الاستقرار. والأمر الآخر الذي تظهره الفرضية أو نظرية مينسكي في تفسير الأزمات هو أن السبب الرئيسي داخليا وليس خارجيا، أي أنه مرتبط ببنية النظام المالي التي تتسم بالتطور والديناميكية والذي يؤدي إلى تغلغل عوامل الهشاشة فيه، مما يتطلب التدخل والتقنين لكي يعمل هذا النظام في الحدود المعقولة.

III: سياسة السلامة المالية الاحترازية الكلية

يتوافق تحليل الاستقرار المالي إلى حد ما مع تحليل السلامة المالية الاحترازية الكلية المتعارف عليه، ففكرة السلامة المالية الاحترازية ليست بالجديدة كلية، ولكن صناعات السياسات لم يقدروا تماما احتمالات حدوث اضطرابات نظامية في الأسواق المالية الحديثة وما يترتب عليها من آثار سلبية والحاجة إلى إبقاء المخاطر النظامية تحت السيطرة إلا بعد وقوع الأزمة المالية العالمية. ومن ثم، فهذا المنهج أخذ في التطور من طرف مجلس الاستقرار المالي، وصندوق النقد الدولي وبنك التسويات الدولية).¹⁶

¹⁶ لويس جاكوميه، ارلند نير: حماية الكل، مجلة التمويل والتنمية، مارس 2012، ص30.

وقد أعد صندوق النقد الدولي بياناً أساسياً يشتمل على متغيرات ضمن "المجموعة الأساسية لمؤشرات السلامة المالية" (الجدول رقم 2)، ويعمل على استخدام هذه المؤشرات للحيطة من الأزمات بدلاً من التنبؤ بها فقط وهذا للسماح باتخاذ إجراءات تمنع وقوع الأزمة، وتساعد على تقييم مدى قابلية القطاع المالي للتأثر بالأزمات المالية وهي أيضاً تعمل كأداة للإنذار المبكر في حالات تعرض الجهاز المصرفي والمالي للمخاطر".¹⁷

تنقسم مؤشرات سياسة السلامة الاحترازية الكلية إلى مؤشرات جزئية وأخرى كلية كما يوضحه الجدول التالي:¹⁸

¹⁷ طلفاح أحمد: مؤشرات الحيطة الكلية لتقييم سلامة القطاع المالي، على الموقع:

يوم 10 جوان 2012. http://www.arab-api.org/course19/c19_6.htm.

¹⁸ - للتفصيل أنظر:

- Evans, Leone, Gill et Hibers : macroprudential indicators of financial system soundness, Washington, FMI, 2000.

- أحمد طلفاح: مرجع سابق.

- زيتوني عبد القادر: نظام الإنذار المبكر والأزمة المالية العالمية... شاهد ومشهود، مداخلة ضمن الملتقى الدولي للمركز الجامعي بالوادي : واقع التكتلات الاقتصادية في زمن الأزمات، فيفري 2012.

- علي عبد الرضا حمودي العميد: مؤشرات الحيطة الكلية وإمكانية التنبؤ المبكر بالأزمات، ورقة بحث مقدمة إلى المديرية العامة للإحصاء والأبحاث، البنك المركزي العراقي، 2010.

الجدول رقم 2: مؤشرات السلامة الاحترازية الكلية.

مؤشرات الاقتصاد الكلي	مجموع مؤشرات الحزمة الجزئية
<u>النمو الاقتصادي:</u>	<u>كفاية رأس المال:</u>
معدل النمو العام	نسب رأس المال التجميعية المعدلة بالمخاطر
تدهور القطاعات	التوزيع التكراري لمعدلات رأس المال.
<u>ميزان المدفوعات:</u>	<u>جودة الأصول:</u>
عجز الحساب الجاري	<u>مؤشرات المؤسسات المقرضة:</u>
مستوى الاحتياطي من النقد الأجنبي	تركيز الائتمان القطاعي
الديون الخارجية	الإقراض المقيم بالعملة الأجنبية
معدل التبادل التجاري	القروض غير العاملة
تركيب واستحقاق تدفقات رأس المال	القروض للمؤسسات العامة الخاسرة
<u>التضخم:</u>	مخاطر الأصول
عدم استقرار التضخم	الإقراض المرتبط بها
<u>أسعار الفائدة والصرف:</u>	مؤشرات الرفع المالي
التقلب في أسعار الفائدة والصرف	<u>مؤشرات المؤسسة المقرضة:</u>
مستوى أسعار الفائدة الحقيقية المحلية	نسبة الدين إلى حقوق الملكية
ثبات معدلات الصرف	ربحية الشركات
ضمانات سعر الصرف	مؤشرات أخرى لظروف الشركات
<u>ازدهار الإقراض وسعر الأصول:</u>	مديونية القطاع العائلي
نوبات ازدهار الإقراض	<u>سلامة الإدارة:</u>
نوبات ازدهار أسعار الأصول	معدلات الإنفاق
<u>أثار العدوى:</u>	نسبة الإيرادات لكل موظف
ارتباط الأسواق المالية	التوسع في عدد المؤسسات المالية
الآثار الجانبية للتجارة	<u>الإيرادات والربحية:</u>
<u>عوامل أخرى:</u>	عائد الأصول
القروض والاستثمارات الموجهة	عائد الأسهم
لجوء الدولة للنظام المصرفي	معدلات الدخل والإنفاق
تأخر عمليات السداد في الاقتصاد	مؤشرات الربحية الهيكلية
	<u>السيولة:</u>
	تسهيلات البنك المركزي للبنوك التجارية
	التجزئة في معدلات التعامل بين البنوك

	الودائع بالنسبة للإجمالي النقدي نسبة القروض إلى الودائع. هيكل استحقاق الأصول والخصوم قياس السيولة في السوق الثانوية <u>الحساسية بالنسبة لمخاطر السوق:</u> مخاطر الصرف الأجنبي مخاطر سعر الفائدة مخاطر أسعار الأسهم مخاطر أسعار السلع القاعدية <u>مؤشرات خاصة بالسوق:</u> أسعار السوق للأدوات المالية مؤشرات على العوائد المفرطة تصنيف الائتمان هوامش العائد السيادي
--	---

Source : Evans, Leone, Gill et Hibers : macroprudential indicators of financial system soundness, Washington, FMI, 2000, p : 4.

مؤشرات الاقتصاد الجزئي: وتعرف بمؤشرات الحديقة الجزئية لتقييم سلامة مؤسسات القطاع المالي كل على حدى. وتعتمد على ستة مؤشرات تجميعية أساسية لتحليل وضع المؤسسات المالية: (CAMELS) ويشمل:

Capital adequacy	. كفاية رأس المال
Asset quality	. جودة الأصول
Management soundness	. سلامة الإدارة
Earnings and profitability	. الإيرادات والربحية
Liquidity	. السيولة
Sensitivity to market risk	. الحساسية بالنسبة لمخاطر السوق

ويضاف إليها المؤشرات الخاصة بالسوق، وبالرغم من أن هذه المؤشرات لا تدخل ضمن إطار مؤشرات الحيلة الجزئية الستة الداخلة ضمن CAMELS ولكنها تبقى مؤشرات مهمة تدل على قوة المؤسسات المالية. ومن هذه المؤشرات: الأسعار السوقية للأدوات المالية التي تصدرها المؤسسات المالية، العوائد المفرطة، التصنيف الائتماني، وهامش العائد السيادي. ويعرف مؤشر (CAMELS) بأنه عبارة عن مؤشر سريع للإلمام بحقيقة الموقف المالي لأي مصرف ومعرفة درجة تصنيفه، وبعد أحد الوسائل الرقابية المباشرة التي تتم عن طريق التفتيش الميداني. وقد بدأ استخدام هذا المؤشر عام 1979 بواسطة خمس جهات رقابية في الولايات المتحدة الأمريكية بما فيها البنك الاحتياطي الفيدرالي. ويمكن تلخيص أهم مميزات معيار (CAMELS) بما يأتي:¹⁹

1. تصنيف المصارف وفق معيار موحد؛
2. توحيد أسلوب كتابة تقارير التفتيش؛
3. اختصار زمن التفتيش بالتركيز على خمسة بنود رئيسية وعدم تشتيت الجهود في تفتيش بنود غير ضرورية أو مؤثرة على سلامة الموقف المالي للمصرف؛
4. الاعتماد على التقييم الرقمي أكثر من الأسلوب الانشائي في كتابة التقارير مما يقلل من حجم التقارير؛
5. عمل تصنيف شامل للنظام المالي المصرفي ككل وفق منهج موحد وتحليل النتائج أفقياً لكل مصرف على حدة ولكل مجموعة متشابهة من المصارف

¹⁹ علي عبد الرضا حمودي العميد: مرجع سابق، ص 6.

ورأسيا لكل عنصر من عناصر الأداء المصرفي الخمسة المشار إليها للجهاز المصرفي ككل؛

6. يعتمد عليه في اتخاذ القرارات الرقابية والإجراءات التصحيحية التي تعقب التفتيش؛

7. يحدد درجة الشفافية في عكس البيانات المرسلّة بواسطة المصارف للبنك المركزي ومدى مصداقية المراجع.

مؤشرات الاقتصاد الكلي:

يؤثر ويتأثر الجهاز المالي بمجمل النشاط الاقتصادي، إذ أن بعض التطورات الاقتصادية الكلية تسبق الأزمات المالية. وعليه يجب مراقبة بعض المتغيرات على مستوى الاقتصاد ككل ولاسيما تلك التي تتعلق بهروب رأس المال وأزمات سعر الصرف. وهذه العوامل تشمل ما يأتي: النمو الاقتصادي؛ ميزان المدفوعات؛ أسعار الفائدة وأسعار الصرف؛ ازدهار الإقراض وسعر الأصول. ويضاف عوامل أخرى الاقتراض والاستثمار الموجه، وعلاقة الحكومة بالقطاع المصرفي والاختلالات في الموازنة، وحجم المتأخرات في الاقتصاد حيث تعكس المتأخرات في الاقتصاد صعوبات في خدمة الدين من قبل الحكومة والقطاع الخاص، وهذا يؤثر مباشرة على درجة السيولة والإعسار المالي في المؤسسات المالية.

إن سياسات السلامة الاحترازية الكلية مصممة لتحديد المخاطر التي تهدد الاستقرار النظامي وتخفيفها مما يؤدي بدوره إلى تخفيض التكلفة التي يتكبدها الاقتصاد جراء اضطراب الخدمات المالية: ويمكن أن تنشأ هذه الاضطرابات من الضعف العام أو الكلي في القطاع المالي أو إخفاق ما يسمى بالمؤسسات المنفردة المؤثرة على النظام المالي - وهي مؤسسات كبيرة تربطها علاقات

مالية بكثير من المؤسسات الأخرى.²⁰ وينشأ الضعف الكلي حينما يصبح القطاع المالي ككل معرضا بشكل مفرط لنفس المخاطر، سواء كانت ائتمانية (حيث يتوقف المقرضون عن السداد) أو سوقية (تراجع قيمة الضمانات) أو متعلقة بالسيولة (عدم إمكانية بيع الأصول بسهولة أو إعادة تمويل الديون). ففي الفترة السابقة على الأزمة الأخيرة، على سبيل المثال، كان الائتمان في الولايات المتحدة وغيرها من البلدان يزداد ارتباطا بقيمة الضمان العقاري، وعندما انهار سوق المساكن، كان المقرضون معرضون لكل من مخاطر السوق بسبب تراجع قيمة العقارات، ومخاطر الائتمان نتيجة تراجع قدرة المقرضين على سداد قروضهم، علاوة على ذلك، ففي عدد من البلدان، تزايد اقتراض مقدمي الائتمان للأموال التي كانوا يقرضونها في أسواق التمويل بالجملة (من صناديق الاستثمار المشترك في سوق المال مثلا)، وانخفض اعتمادهم على الودائع التقليدية من العملاء. وحينما نضب التمويل في هذه الأسواق (خاصة بعد إفلاس ليمان براذرز عام 2007) واجه هؤلاء المقرضون مخاطر السيولة نتيجة لعدم تمكنهم من إعادة تمويل الديون التي انتهت مدتها، كما يمكن أن تنشأ الاضطرابات بسبب فشل مؤسسة منفردة حينما تضعف قدرة المؤسسات الأخرى على الاستمرار في تقديم الخدمات المالية للاقتصاد. وعادة لا تنشأ هذه التداعيات إلا عن مؤسسة كبرى تربطها علاقات مكثفة بعدد كبير من المؤسسات الأخرى ويسفر إخفاقها عن تهديد الاستقرار النظامي. ويمكن أن تحدث هذه التداعيات من خلال قناة أو أكثر من أربع قنوات لانتقال العدوى²¹:

²⁰ لويس جاكوميه، ارلند نير: مرجع سابق، ص 30-32.

²¹ لويس جاكوميه، ارلند نير: مرجع سابق، ص 32.

. انكشاف المؤسسات المالية الأخرى مباشرة للمؤسسات المتضررة؛
. اضطراب المؤسسة المتضررة إلى بيع الأصول بأسعار بخسة مما يسبب انخفاض قيمة جميع الأصول المشابهة، ويضطر المؤسسات الأخرى إلى تكبد خسائر من الأصول التي في حيازتها؛
. اعتماد المؤسسات المالية الأخرى على استمرار المؤسسة المتضررة في تقديم الخدمات المالية مثل الائتمان والتأمين وخدمات أداء المدفوعات؛
. ارتفاع تكاليف التمويل وتزايد السحب الجماعي للأرصدة من المؤسسات الأخرى في أعقاب إخفاق المؤسسة المؤثرة في النظام.
فإخفاق ليمان براذرز عام 2007 مثلاً لم يسفر عن تكبد المؤسسات المالية الأخرى خسائر مباشرة فحسب، وإنما أدى أيضاً إلى زيادات حادة في تكاليف التمويل التي تتحملها جميع المؤسسات المالية نتيجة لعدم يقين مقدمي الأموال بشأن أي المؤسسات التي لحقت بها خسائر جراء انهيار ليمان براذرز، ومن ثم كانوا حذرين في إقراض أي مؤسسة. والمؤسسات المؤثرة على النظام المالي لا تقتصر على البنوك الكبرى فحسب، وإنما تضم أيضاً تلك التي تقدم خدمات أداء المدفوعات والتأمين الأساسية للمؤسسات المالية الأخرى. وعلى سبيل المثال، كانت المجموعة الأمريكية (AIG) تقدم في الأساس خدمات التأمين للمؤسسات المالية الأخرى من خلال حماية قيمة الأوراق المالية المضمونة برهون عقارية في حيازة هذه المؤسسات، وإذا كانت المجموعة الأميركية الدولية تركت لتلقى مصير الانهيار، لاختلفت هذه الحماية التأمينية وتعرضت مؤسسات أخرى لخسائر جمة. ويتضمن نطاق سياسة السلامة الاحترازية الكلية كل مقدمي الائتمان الممولين بالرفع المالي (الذين يقرضون

أموالا مقترضة) بغض النظر عن أحجامهم لأن مواطن ضعفهم مجتمعة هي التي يمكن أن تؤثر على توفير الائتمان للاقتصاد ككل.
مؤشر الضغط المالي:

يمكن لمؤشرات السلامة الاحترازية الكلية أن تشارك في تقدير أهمية المؤشرات المختلفة للاستقرار المالي والتنبؤ بالضغط المالي. وقد أثبتت متغيرات عدة أهميتها كمؤشرات للتوتر المالي، فالارتفاعات الحادة في أسعار الفائدة، مثلاً، تنبئ غالباً بحدوث تصحيحات كبيرة في أسعار الأصول. وخلصت العديد من الدراسات إلى أن ارتفاع نسبة الائتمان إلى إجمالي الناتج المحلي، لاسيما إذا اقترنت بطفرة في الاستثمارات، هو مؤشر رائد لحدوث فقاعات أسعار الأصول والأزمات المالية. ويبحث الفصل الرابع من تقرير آفاق الاقتصاد العالمي أكتوبر 2008 الروابط بين الضغط المالي ونوبات هبوط النشاط الاقتصادي، ويقدم هذا الفصل وصفا تفصيليا لمفهوم الضغط المالي ويستخدم هذا المفهوم لتحديد الاضطراب المالي على مدار العقود الثلاثة الماضية.

تعريف نوبات الضغط المالي:

الكثير من الآراء تناولت الأزمة على أنها ظهرت في سبتمبر 2008 مع بداية انهيار بنك ليمان برذرز، لكن المتبع لهذه الأزمة يجد أن نوبة الضغط المالي بدأت في أوائل 2007 كعملية منتظمة عموماً لإعادة تسعير مخاطر الأصول المرتبطة بالقروض العقارية الأمريكية عالية المخاطر، وبحلول فصل الصيف، تصاعدت حدة نوبة الضغط حتى تحولت إلى ضائقة حادة في السيولة بالأجهزة المصرفية في الولايات المتحدة وأوروبا الغربية وتسببت في وقوع اهتزازات عنيفة في سوق التمويل بين البنوك.

ويعرف صندوق النقد الدولي نوبات الضغوط المالية باعتبارها قيما متطرفة لمتغير مركب (مؤشر الضغوط المالية) الذي يتم إنشاؤه باستخدام مؤشرات قائمة على السوق في الوقت الحقيقي وذات درجة عالية من التواتر، ويتم إنشاء مؤشر الضغوط المالية لكل بلد كمتوسط المؤشرات التالية:

- ثلاث متغيرات مرتبطة بالبنوك: "معامل بيتا" لأسهم القطاع المصرفي؛²² والفروق بين أسعار الفائدة على القروض بين البنوك والعائد على أذون الخزانة قصيرة الأجل - والمعروف بفرق تيد (TED) - الذي يقيس العلاوة على أسعار الفائدة التي تفرضها البنوك على بعضها البعض على أذون الخزانة ؛ وميل منحنى العائد؛
- ثلاث متغيرات مرتبطة بأسواق الأسهم: فروق العائد على سندات الشركات وعائدات أسواق الاسهم ودرجة تقلب عائدات الأسهم مع تغير الوقت؛
- متغير واحد مرتبط بالصرف الأجنبي: درجة تقلب سعر الصرف الفعلي مع تغير الوقت؛

²² معامل بيتا للأسهم المصرفية هو مقياس للعلاقة التبادلية بين نسبة مجموع العائد إلى مؤشر أسهم القطاع المصرفي ومؤشر البورصة الكلي. فإذا تجاوز معامل بيتا الواحد صحيح -مما يشير إلى زيادة حركة الأسهم المصرفية مقارنة بسوق الأوراق المالية الكلية- فإن ذلك يفيد بأن القطاع المصرفي تزيد فيه المخاطرة نسبيا. ويحسب المؤشر الضغوط المالية معامل بيتا باعتباره المعامل على العائدات المتحركة للمؤشر الفرعي للقطاع المصرفي في كل بلد منحدرًا على عائدات مؤشر سوق الأوراق المالية الكلية للبلد. ويراعي مؤشر الضغوط المالية معامل بيتا فقط أثناء الفترات التي تكون فيها العائدات سلبية وذلك بغية التركيز على الصدمات المعاكسة على البنوك، وبالتالي فإن هذا المؤشر سوف يعكس في نوبات الضغط المرتفعة هبوطا كبيرا غير معتاد في أسعار الأسهم المصرفية مقارنة بأسعار السوق الكلية.

وتتمثل الفائدة من استخدام مثل هذا المؤشر في إمكانية تحديد التاريخ بدقة أكبر حسب ربع السنة بالنسبة لبداية نوبة الضغط المالي وذروتها ونهايتها وبالتالي حساب مدتها، وإضافة إلى ذلك يسهل هذا المؤشر من تحديد السمات الأساسية الأربعة لأحداث الضغط المالي:

1. التحولات الكبيرة في أسعار الأصول (عائدات اسواق الأسهم والسندات)؛
2. الزيادة المفاجئة في المخاطر/عدم اليقين (تقلب أسعار الأسهم والنقد الأجنبي)؛

3. التحولات المفاجئة في السيولة (فروق "تيد")؛

4. مدى سلامة الجهاز المصرفي (معامل بيتا).

لقد تم تحديد 113 نوبة من نوبات الضغط المالي على مدار الثلاثين سنة الماضية في السبعة عشر بلدا قيد الدراسة (الجدول رقم 3) ومن هذه النوبات، كانت هناك 43 نوبة مدفوعة أساسا بضغط في القطاع المصرفي (أي أن المتغيرات المصرفية كانت المسؤولة عن معظم الزيادات في مؤشر الضغوط المالية)، و50 نوبة كانت تعكس أساسا اضطرابات في سوق الأسهم و20 نوبة ترجع في الأساس لاضطرابات في سوق النقد الأجنبي. وفي بعض الحالات، انتقلت الضغوط في نهاية الأمر من أحد قطاعات النظام المالي إلى قطاعات أخرى، فعلى سبيل المثال، في 17 نوبة من النوبات السبعين التي عكست ضغوطا في الأساس في أسواق الأسهم أو أسواق النقد الأجنبي، كانت المتغيرات المصرفية مسؤولة عن ثلث مستويات الذروة على الأقل في مؤشر الضغوط المالية.

الجدول رقم 3: إحصاءات وصفية حول نوبات الضغط المالي

عدد النوبات ¹ مدة النوبات						
المجموع	الثمانينات	التسعينات	الألفينات	الحالية	(متوسط؛أربع)	
113	37	42	34	16	2.4	الضغط المالي
منه :						
43	12	19	12	4	2.4	المرتبط بالقطاع المصرفي
50	19	12	19	11	2.4	المرتبط بأسواق الأسهم
20	6	11	3	1	2.4	المرتبط بالنقد الأجنبي

المصدر: صندوق النقد الدولي، تقرير آفاق الاقتصاد العالمي أكتوبر 2008، ص: 134.

البلدان المتضمنة هي أستراليا، النمسا، بلجيكا، كندا، الدانمارك، فنلندا، فرنسا، ألمانيا، إيطاليا، اليابان، هولندا، النرويج، إسبانيا، السويد، سويسرا، المملكة المتحدة والولايات المتحدة.

وهو ما يفيد بأن هناك 60 نوبة ضغط مالي على الأقل في العينة التي تضم نوبات الضغط المالي المرتبطة بالقطاع - أي النوبات التي كان القطاع المصرفي يشكل فيها أهم عامل أو ثاني أهم عامل - تسهم في ثلث مستويات الذروة على الأقل في مؤشر الضغوط المالية.

ويرصد مؤشر الضغوط المالية بدقة على ما يبدو النوبات المالية العالمية،²³ فالأزمة المالية الراهنة التي بدأت في 2007 تتسم ببعد عالمي كبير بحيث تؤثر بالفعل في كل البلدان التي اشتملت عليها العينة. ومن بين النوبات السابقة التي أثرت في آن واحد على غالبية البلدان التي اشتملت عليها العينة انهيار سوق الأسهم في عام 1987، وانهيار مؤشر نيكاي/ السندات الرديئة في أواخر الثمانينات، والأزمات المصرفية الاسكندنافية في 1990، وأزمة آلية أسعار الصرف الأوروبية في 1992 وانهيار صندوق «إدارة رؤوس الأموال طويلة

²³ من 113 نوبة ضغوط مالية تم تحديدها في العينة، هناك 87 نوبة أثرت في نفس الوقت في بلدين أو أكثر

الأجل» إلا أن تأثير نوبة الضغط المالي الحالية يبدو الأوسع نطاقا. وبناءا على التعاريف المذكورة أعلاه نجد أنه من بين نوبات الضغط المالي المحددة هنا والبالغ عددها 113 نوبة ضغط مالي، هناك 29 نوبة أعقبها موجات تباطؤ و 29 نوبة أعقبها فترات ركود، أما النوبات المتبقية والبالغ عددها 55 فلم يعقبها موجات هبوط اقتصادي، والأهم من ذلك أن موجات التباطؤ والركود التي سبقتها نوبات ضغط مالي كانت أطول أمدا. وكانت بسبب ذلك إلى حد ما أكثر حدة من تلك الموجات التي لم تسبقها نوبات ضغط مالي، وبلغت خسائر النتائج التراكمية الوسيطة (مقارنة بالاتجاه العام أو حتى حدوث الانتعاش) حوالي 3% من إجمالي الناتج المحلي لموجات التباطؤ التي جاءت في أعقاب الضغط المالي و 4,5% من إجمالي الناتج المحلي لموجات الركود التي أعقبت الضغط المالي وكانت أكبر من ذلك كثيرا لموجات التباطؤ والركود التي لم تسبقها نوبات ضغط مالي (حوالي 1,5 % و 2,5% على الترتيب) فعالية السياسات الاحترازية الكلية:

نظرا لأن سياسة السلامة الاحترازية الكلية لا تزال في مرحلة مبكرة من التنفيذ، فهي تواجه ثلاث قضايا حاسمة قبل أن يتسنى أن تصبح فعالة بصورة تامة: ²⁴

- . بناء -أو تنقيح- ركائزها المؤسسية:
- . تصميم إطار تحليلي لتحقيق الفعالية في رصد المخاطر النظامية وتقييمها للاسترشاد به في اتخاذ إجراءات مناسبة على صعيد السياسات؛
- . وضع أسس التعاون الدولي.

²⁴ لويس جاكوميه، ارلند نير: مرجع سابق، ص ص: 32-33.

ومع الاختلاف الذي طرأ على طبيعة المخاطر التي تهدد النظام بأكمله، ففي المقام الأول، زادت المؤسسات المالية من أنشطتها السوقية ومستوى تعرضها لمخاطر الأسواق، كما زادت الشركات غير المالية والعائلات من حجم مشاركتها في الأسواق. ثانياً، تحسنت أدوات تنوع المخاطر من خلال أنشطة الوقاية من المخاطر وتحويل المخاطر الائتمانية وتوريق القروض المصرفية. وقد أدت هذه التطورات إلى الحد من مخاطر إعسار فرادى البنوك وسلسلة الآثار التعاقبية التقليدية. غير أنه من المحتمل اختفاء الأثر الإيجابي لزيادة اقتسام المخاطر بفعل زيادة التعرض للصدمات على مستوى النظام المالي بأكمله حيث ازداد مجمل التعرض لمخاطر الأسواق المالية زيادة حادة، وهو ما انطوى على امكانية زيادة التأثير المترامن للأحداث السلبية الحادة في هذه الأسواق. ولا عجب أن نجد أن الأطر الحالية للتأكد من الاستقرار المالي الدولي -والتي تجمع بين الانضباط وفق شروط السوق الخاصة والرقابة الاحترازية على الصعيد الوطني- عاجزة عن متابعة وتيرة التحديث والعولمة في الأسواق المالية وذلك للأسباب:²⁵

- 1.. شهد النظام المالي توسعا تجاوزت وتيرته التوسع في الاقتصاد الحقيقي؛ فقد ارتفع مجموع الأصول المالية في الاقتصاديات المتقدمة بحيث أصبح يشكل حالياً أكثر من ضعف إجمالي الناتج المحلي السنوي؛
- 2.. تغيرت عناصر الأصول المالية حيث تسهم الأصول غير النقدية بحصة متزايدة مما يعني زيادة اعتماد القاعدة النقدية على الديون للتمويل؛
- 3.. مع انتشار التكامل بين مختلف الأنشطة الاقتصادية وبين مختلف البلدان، أصبحت النظم المالية أكثر استقلالاً مما زاد من مخاطر العدوى؛

²⁵ غاري شيناسي: مرجع سابق، ص ص: 1-8.

4.. أصبح النظام المالي أكثر تعقيدا من حيث زيادة تعقيدات الأدوات المالية، وتنوع الأنشطة وانتقال المخاطر. وعلى الرغم من أن هذه الاتجاهات العامة أدت إلى تعزيز الكفاءة الاقتصادية وزيادة قدرة الأنظمة المالية على الصمود أمام التحديات، فقد غيرت كذلك من طبيعة المخاطر المالية وأحدثت موجات من عدم الاستقرار المالي.

الخلاصة : من خلال ما سبق توصلنا إلى جملة من النتائج يمكن تلخيصها فيما يلي:

- المغزى من الاستقرار المالي يتجاوز المفهوم البسيط لعدم وقوع الأزمات، فالاستقرار المالي يرتبط بالنظام المالي ومكوناته والأنشطة المرتبطة به وإن كانت مترابطة في ذات الوقت؛
- يتوافق تحليل الاستقرار المالي إلى حد ما مع تحليل السلامة المالية الاحترازية الكلية المتعارف عليه، ومنه فإن التحدي المتمثل في تحقيق الاستقرار المالي والحفاظ عليه يعتمد إلى حد ما على هيكل النظام الاقتصادي ومدى نضجه، ويرتبط على نحو وثيق بالنظم المالية الأكثر نضجا.
- يجمع هذا الإطار بين عناصر الاستقرار المالي التحليلية والمتعلقة بالسياسات ويسمح لصناع السياسات بتقييم الاستقرار المالي على أساس العناصر الاقتصادية الكلية، والنقدية والرقابية والتنظيمية المتعلقة بالسوق المالية.
- ينبغي أن يراعي صناع السياسات أن سياسة السلامة الاحترازية الكلية كأى سياسة عامة لا تخلو من التكاليف وربما تنشأ الحاجة إلى القيام بمفاضلات بين الاستقرار المالي وكفاءة النظم المالية. على سبيل المثال، حينما يشترط

على المؤسسات المالية الحفاظ على مستوى عال من رأس المال والسيولة، قد يعزز صناع سياسات الاستقرار المالي، ولكن هذه التدابير تزيد من تكلفة الائتمان وربما تؤدي بالتالي إلى الحد من النمو الاقتصادي، أما تحقيق التوازن بين المنافع والتكاليف فسوف يقتضي في الغالب التوصل إلى أحكام تقديرية صعبة.

- على الرغم من وجود الاشراف واليقظة على أعلى درجة ممكنة، فإنه يستحيل توفير حماية تامة (عزل تام) لأي نظام مالي من كافة أنواع الاضطرابات التي يمكن وقوعها، حتى أفضل سياسات السلامة الاحترازية الكلية لا يسعها منع كل الأزمات المالية. ومن ثم تنشأ الحاجة إلى وجود ملاذ أخير للإقراض يتمتع بالقوة والمرونة وهو عادة البنك المركزي لتخفيف النقص المؤقت في السيولة، وإلى وضع سياسات موثوقة لتسوية أوضاع المؤسسات المتعثرة أو إغلاقها، فضلا على ذلك، فسياسة السلامة الاحترازية الكلية لا تعمل في العدم، فسلامة السياسات النقدية والمالية مطلب ضروري لتوفير بيئة مستقرة تعمل على إرساء نظام مالي سليم

- ويمكننا أن نختم هذا المقال بما طرحه مينسكي في بداية مقدمة ورقة العمل التي أعدها لمجلس محافظي الاحتياط الفيدرالي عام 1970، والتي خطت مسودتها عام 1966، بشأن ما لاحظته بخصوص الاقتصاد الأمريكي: "إن تجربة الاقتصاد الأمريكي أظهرت خاصية تكرار الأزمات المالية، لقد مضى أكثر من أربعين عاما على الصدمة المالية التي أشعلت فتيل الكساد الكبير في القرن التاسع عشر"، وهو ما يقود إلى تساؤل غاية في الأهمية: فهل تحسين إطار التحليل الاقتصادي الكلي الموجود لدينا يرجح أن يكون كافيا لتفادي

الأزمات في المستقبل؟ حيث أن النظر إلى المشكلة باعتبارها قضية اقتصادية كلية أعم وليس مجرد قضية تتعلق بالاستقرار المالي.

المراجع:

بالعربية

• أحمد مهدي بلوافي: البنوك الإسلامية والاستقرار المالي: تحليلي تجريبي، كتاب الأزمة المالية العالمية أسباب وحلول من منظور إسلامي، الطبعة الأولى، مركز أبحاث الاقتصاد الإسلامي، مركز النشر العلمي، جامعة الملك عبد العزيز، جدة (المملكة العربية السعودية)، 2009.

• أحمد مهدي بلوافي: هيمان منسكي: ماذا يمكن أن يستفيد منه الاقتصاديون المسلمون؟، مجلة جامعة الملك عبد العزيز: الاقتصاد الإسلامي، مجلد 24، العدد 1، سنة 2011.

• أحمد طلفاح- مؤشرات الحيلة الكلية لتقييم سلامة القطاع المالي، على الموقع يوم 10 جوان 2012. http://www.arab-api.org/course19/c19_6.htm

• بلعباس عبد الرزاق سعيد: قراءة في مجلس التحليل الاقتصادي الفرنسي الموجه للوزير الفرنسي الأول حول أزمة السبرايم (subprime)، كتاب الأزمة المالية العالمية أسباب وحلول من منظور إسلامي، الطبعة الأولى، مركز أبحاث الاقتصاد الإسلامي، مركز النشر العلمي، جامعة الملك عبد العزيز، جدة (المملكة العربية السعودية)، 2009.

• أنجيل أوييد: تبديد الحيرة بشأن صناديق التحوط، مجلة التمويل والتنمية، جوان 2006.

• عبد المجيد قدي: الأزمة الاقتصادية الأمريكية وتداعياتها العالمية، مجلة بحوث اقتصادية عربية، العدد السادس والأربعون، ربيع 2009. الجمعية العربية للبحوث الاقتصادية- القاهرة.

• عبد النبي اسماعيل الطوخي: التنبؤ المبكر بالأزمات المالية باستخدام المؤشرات المالية الفائدة، كلية التجارة، جامعة أسيوط، مصر العربية.

• علي عبد الرضا حمودي العميد: مؤشرات الحيلة الكلية وإمكانية التنبؤ المبكر بالأزمات، ورقة بحث مقدمة إلى المديرية العامة للإحصاء والأبحاث البنك المركزي العراقي، 2010.

- لويس جاكوميه، ارلند نير: حماية الكل، مجلة التمويل والتنمية، مارس 2012.
- زيتوني عبد القادر: نظام الانذار المبكر والأزمة المالية العالمية... شاهد ومشهود، مداخلة ضمن الملتقى الدولي للمركز الجامعي بالوادي : واقع التكتلات الاقتصادية زمن الأزمات فيفري 2012.
- المعهد المصرفي المصري: الاستقرار المالي والنمو، سلسلة حلقات نقاشية العدد الحادي عشر.
- صندوق النقد الدولي: تقرير آفاق الاقتصاد العالمي، أكتوبر 2008.

باللغة الأجنبية

- Beitone Alain - et autres : Dictionnaire des sciences économiques, Armand Colin, 2^e édition, Paris, 2007.
- Bizimana Olivier, Touya Florence, Déroulé de la crise, Eclairages, N°119, Février 2008.
- Evans, Leone, Gill et Hibers : macroprudential indicators of financial system soundness, Washington, FMI, 2000.
- Patrick Artus et autres, la crise des subprimes, le rapport du Conseil d'Analyse Economique, Edition La Documentation Française. Paris, 2008.