

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

UNIVERSITÉ BADJI MOKHTAR-ANNABA
BADJI MOKHTAR UNIVERSITY –ANNABA



جامعة باجي مختار-عنابة

كلية: العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير

قسم: العلوم المالية

مخبر الإنتماء: مخبر الذكاء الإقتصادي والتنمية المستدامة LRIEDD

أطروحة دكتوراه

مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم

مصفوفة الخطر وإشكالية الإستقرار في النظام المالي الدولي

- مقارنة نظامية للخطر في أنظمة مالية متفاوتة التطور -

الشعبة: بنك وهندسة مالية

للطالبة: بوقفة نفيسة

المؤسسة الجامعية

الرتبة

مدير أطروحة التخرج

جامعة باجي مختار-عنابة

أستاذ التعليم العالي

صالح عبد القادر

أمام أعضاء اللجنة

جامعة باجي مختار-عنابة

رئيساً

أستاذ التعليم العالي

- بن ثابت علي

جامعة باجي مختار-عنابة

مقرراً

أستاذ التعليم العالي

- صالح عبد القادر

جامعة باجي مختار-عنابة

عضوا

أستاذ التعليم العالي

- بوريش هشام

المدرسة العليا للتسيير -عنابة

عضوا

أستاذ التعليم العالي

- ربحان الشريف

جامعة الشريف مساعدي -سوق أهراس

عضوا

أستاذ محاضر -أ

- جابر مهدي

المدرسة العليا للتسيير -عنابة

عضوا

أستاذة محاضرة -أ

- حمدي جلييلة إيمان

السنة الجامعية: 2020/2019



تصريح

أنا الممضية أسفله الطالبة الباحثة: بوقفة نفيسة، أصرح بشرفي أن العمل البحثي المتمثل في أطروحة الدكتوراه الموسومة:

"مصفوفة الخطر وإشكالية الإستقرار في النظام المالي الدولي
- مقارنة نظامية للخطر في أنظمة مالية متفاوتة التطور - "

والمقدم لنيل شهادة دكتوراه علوم، هو عمل أكاديمي خاص بي، كما أنه غير مقدم لا جزء منه ولا كله لأية مؤسسة علمية أخرى بهدف نيل شهادة أكاديمية أو غير ذلك.
وأتحمل المسؤولية كاملة عن كل ما جاء في مضمونه.

المعنية بالأمر: بوقفة نفيسة

الإمضاء:

ملخص

يهدف البحث إلى دراسة مصفوفة الخطر في النظام المالي الدولي المركب، كدلالة عن الترابط والتفاعل بين مختلف مكونات النظام المالي الجزئية والكلية، المحلية والدولية، التقنية والإنسانية... والمخاطر الناجمة عنها في مستوياتها المتعددة، في لحظة معينة أو عبر الزمن؛ والتي يتعذر دراستها بواقعية دون اللجوء للمقاربة النظامية كمنهجية للفكر المركب، ما يؤكد تكريس التوجه نحو البراديغم الإقتصادي الجديد خصوصا بعد أزمة الـ Subprimes التي أثبتت إخفاق النسق النيوكلاسيكي لعلم الإقتصاد التقليدي.

يحيل هذا إلى فحص مضمون مفهوم الخطر النظامي الذي يُعبر عن ذلك الخطر الذي يهدد بتحقيقه عمل كامل النظام المالي ويزعزع استقراره وقدرته على مواجهة أي اضطرابات أو صدمات محتملة. يتميز الخطر النظامي بأبعاده المتعددة، ديناميكيته وتطوريته؛ وسعيا لضبطه، يتم التركيز على بعدين رئيسيين: الزمني وعبر-القطاعي. يمثل البعد الزمني تراكم المخاطر في النظام المالي عبر الزمن وطابعها المسابير للدورية، بينما يلخص البعد عبر-القطاعي كثافة الشبكة المالية وخصائصها وآليات انتقال العدوى فيها. يسمح إسقاط المفاهيم السابقة على أزمة منطقة اليورو بمحاولة تشخيص الطابع النظامي لهذه الأزمة وأبعاد الخطر النظامي فيها باعتبارها مصادر لعدم الإستقرار المالي، خصوصا في سياق الإتحاد النقدي والتفاوت الموجود بين بلدانه؛ ومن ثمّ التّعرف على أهم التطورات في الإطار المؤسسي والتنظيمي للوقاية من الخطر النظامي والحفاظ على الإستقرار المالي للمنطقة ككل على ضوء دروس الأزمة.

توصلت الدراسة إلى أن الحفاظ على الإستقرار المالي النظامي لا يزال يمثل رهانا كبيرا لهيئات الضبط التي فشلت جهودها السابقة، ما برّر حتمية التوجه النظامي للضبط المالي، وذلك بإعتماد سياسة احترازية كلية يكون هدفها الواضح والصريح هو ضمان استقرار النظام المالي كـ "كل" والوقاية من الخطر النظامي. بالإضافة إلى تعزيز الأطر العامة للإستقرار المالي وإعادة دمج أهداف النظام المالي ضمن أهداف النظام الإجتماعي والإيكولوجي بعدما انحرف عنها. وهي كلها نتائج تنطبق على منطقة اليورو التي يبقى أمامها أيضا أبرز تحدي وهو ضرورة إتمام الأجزاء المفقودة في بنية الإتحاد النقدي الأوروبي.

الكلمات المفتاحية: مقارنة نظامية، خطر نظامي، استقرار مالي، ضبط مالي، سياسة احترازية كلية، منطقة اليورو.

Résumé

La présente recherche vise à étudier la matrice de risque dans le système financier international complexe, comme une indication de l'interconnection et de l'interaction entre les différentes composantes du système financier, micro et macro, locales et internationales, techniques et humaines... et les risques qui en résultent à leurs multiples niveaux, à un moment particulier ou dans le temps; qui ne peuvent pas être étudiés de manière réaliste sans recourir à l'approche systémique comme méthodologie de la pensée complexe, ce qui confirme le dévouement de la tendance vers le nouveau paradigme économique, notamment après la crise des Subprimes, qui a prouvé l'échec du système newclassique de l'économie traditionnelle.

Il s'agit d'examiner le contenu du concept de risque systémique, qui exprime le risque qui menace le travail de l'ensemble du système financier et le déstabilise ainsi que sa capacité à faire face à d'éventuelles perturbations ou chocs. Le risque systémique se caractérise par ses multiples dimensions, son dynamisme et son évolution; et pour le réguler, l'accent est mis sur deux dimensions principales: temporelle et intersectorielle. La dimension temporelle représente l'accumulation des risques dans le système financier dans le temps et leur nature procyclique, tandis que la dimension intersectorielle résume l'intensité du réseau financier, ses caractéristiques et ses mécanismes de contagion. Projeter les concepts antérieures sur la crise de la Zone Euro permet d'essayer de diagnostiquer l'aspect systémique de cette crise et les dimensions du risque systémique en tant que sources d'instabilité financière, en particulier dans le contexte de l'union monétaire et de la disparité qui existe entre ses pays; puis d'identifier les développements les plus importants du cadre institutionnel et organisationnel pour prévenir le risque systémique et préserver la stabilité financière de toute la Zone à la lumière des leçons de la crise.

L'étude a conclu que le maintien de la stabilité financière demeure un pari majeur pour les organismes de régulation dont les efforts antérieurs ont échoué, ce qui justifiait l'impératif de l'orientation systémique de régulation financière, en adoptant une politique macroprudentielle dont l'objectif clair et explicite est d'assurer la stabilité du système financier dans son ensemble et de prévenir le risque systémique. En plus de renforcer les cadres généraux de stabilité financière et de réintégration des objectifs du système financier dans les objectifs du système social et écologique après qu'il s'en soit écarté. Ce sont tous des résultats qui s'appliquent à la Zone Euro, qui est également confrontée au défi le plus important, à savoir la nécessité de compléter les parties manquantes de la structure de l'Union Monétaire Européenne.

Mots clé: Approche systémique, Risque systémique, Stabilité financière, Régulation financière, Politique macroprudentielle, Zone Euro.

Abstract

The research aims to study the risk matrix in the complex international financial system, as an indication of the interconnectedness and interaction between the various components of the financial system, micro and macro, local and international, technical and humanitarian ... and the resulting risks at their multiple levels, in a particular moment or over time; which cannot be studied realistically without resorting to the systemic approach as a methodology of complex thinking, what confirms the dedication of the trend towards the new economic paradigm, especially after the Subprimes crisis, which demonstrated the failure of the newclassical paradigm of traditional economics.

This refers to examining the content of systemic risk concept, which expresses that risk that threatens to achieve the work of the entire financial system and destabilizes it and its ability to face any possible disturbances or shocks. Systemic risk is characterized by its multiple dimensions, dynamism and evolution; and in order to regulate it, the focus is on two main dimensions: temporal and cross-sectional. The time dimension represents the build-up of risks in the financial system over time and its procyclicality nature, while the cross-sectoral dimension summarizes the intensity of the financial network, its characteristics and contagion mechanisms. Dropping previous perceptions of the Euro Area crisis allows trying to diagnose the systemic nature of this crisis and the dimensions of the systemic risk therein as sources of financial instability, especially in the context of monetary union and the disparity that exists between its countries; and then to identify the most important developments in the institutional and organizational framework to prevent systemic risk and maintain the financial stability of the Area as whole in light of the lessons of the crisis.

The study found that maintaining financial stability is still a big bet for control bodies whose previous efforts have failed, which justified the imperative of the systemic approach to financial regulation by adopting a macroprudential policy whose clear and explicit goal is to ensure the stability of the financial system as "whole" and to prevent systemic risk. In addition to strengthening the general frameworks for financial stability and reintegration of the goals of the financial system into the goals of the social and ecological system after it deviated from it. These all results are apply to the Euro Area, which also faces the most prominent challenge, which is the necessity of completing the missing parts of the structure of the European Monetary Union.

Keywords: Systemic approach, Systemic risk, Financial stability, Financial regulation, Macroprudential policy, Euro Area.



الإهداء

بسم الله الرحمن الرحيم

﴿وَقَالُوا الْحَمْدُ لِلَّهِ الَّذِي هَدَانَا لِهَذَا وَمَا كُنَّا لِنَهْتَدِيَ لَوْلَا أَنْ هَدَانَا اللَّهُ﴾

[سورة الأعراف: الآية 43]

إلى الوالدين الكريمين أطال الله في عمرهما

﴿رَبِّ ارْحَمْهُمَا كَمَا رَبَّيَانِي صَغِيرًا﴾ [سورة الإسراء: الآية 24]

إلى إخوتي وأخواتي

إلى الصغيرين آدم عبد الغفور وأنس مصطفى

إلى صديقاتي وزميلاتي

إلى كل من أضاء بعلمه عقل غيره

إلى كل من غرس فينا حب العلم والمعرفة

أهدي ثمرة جهدي

نفيسة



شكر وتقدير



بسم الله الرحمن الرحيم

﴿وَمَا تَوْفِيقِي إِلَّا بِاللَّهِ عَلَيْهِ تَوَكَّلْتُ وَإِلَيْهِ أُنِيبُ﴾

[سورة هود: الآية 88]

أول الشكر لله الواحد القهار صاحب الفضل والإكرام، أكرمنا بنعمة الإسلام ويسر لنا سبيل العلم، فله الشكر حتى يرضى وله الشكر بعد الرضا، والصلاة والسلام على المصطفى سيدنا محمد صلى الله عليه وسلم تسليما كثيرا.

ثم كامل الشكر والتقدير لأستاذي الفاضل: الأستاذ الدكتور "صالح عبد القادر" الذي أشرف على هذا العمل برحابة صدر وطيب خاطر، وعلى كل جهوده المبذولة في سبيل إخراجه في أفضل صورة، فجزاه الله خير الجزاء.

الشكر موصول أيضا للجنة المناقشة التي أخذت على عاتقها مهمة قراءة هذا العمل وتقييمه. كما أتوجه بالشكر إلى كل من ساهم في هذا العمل من قريب أو من بعيد.



فهرس المحتويات

الصفحة	التعيين
	التصريح
	الملخص باللغة العربية
	الملخص باللغة الفرنسية
	الملخص باللغة الانجليزية
	الإهداء
	شكر وتقدير
	فهرس المحتويات
	قائمة الأشكال
	قائمة الجداول
	قائمة المختصرات والرموز
أ- م	مقدمة
55-1	الفصل الأول: قراءة في إسهام الفكر المركب والمقاربة النظامية في إثراء الفكر الإقتصادي
2	تمهيد
3	المبحث الأول: مدخل مفاهيمي وابستمولوجي للفكر المركب والمقاربة النظامية
3	المطلب الأول: ابستمولوجيا الفكر المركب
3	أولاً- تجاوز مرتكزات الفكر العلمي الكلاسيكي والإبستمولوجيا الوضعية
3	1- الإبستمولوجيا الوضعية والعقلانية العلمية
6	2- نقد مرتكزات الفكر العلمي الكلاسيكي وتجديد الإشكالية العلمية
8	ثانياً- ابستمولوجيا التركيب
9	المطلب الثاني: الأسس النظرية للفكر المركب
10	أولاً- علم التحكم (Cybernétique) لـ Wiener
10	ثانياً- نظرية المعلومات لـ Shannon
11	ثالثاً- النظرية العامة للأنظمة لـ Bertalanffy
13	رابعاً- نظرية الفوضى (La Théorie de Chaos)
14	المطلب الثالث: المقاربة النظامية كمنهجية علمية للفكر المركب
14	أولاً- المقاربة النظامية مقارنة بالمقاربة التحليلية
17	ثانياً- المبادئ الأساسية للمقاربة النظامية
17	1- التركيب (Complexité)
18	2- النظام (Système/System)

20	3- الشمولية (La globalité)
20	4- التفاعل (L'interaction)
21	ثالثا - أدوات المقاربة النظامية
21	1- التثليث النظامي (La triangulation systémique)
23	2- التفكير (التجزيء)
23	3- التماثل (analogie)
24	4- اللغة البيانية
25	المبحث الثاني: تأثير الفكر المركب والمقاربة النظامية على تطور علم الاقتصاد
25	المطلب الأول: النسق الفكري النيوكلاسيكي لعلم الاقتصاد (البراديغم التقليدي)
25	أولا- جذور البراديغم التقليدي لعلم الاقتصاد
27	ثانيا- مرتكزات وفرضيات النسق الإقتصادي النيوكلاسيكي
28	1- فرضية الفردانية (individualism) التعاقدية
28	2- فرضية التوقعات العقلانية (Rational Expectations Hypothesis/ REH) وتعظيم المنفعة
29	3- فرضية التوازن التلقائي أو كفاءة الأسواق ((Efficient Markets Hypothesis /EMH)).
30	ثالثا - المعالجة النيوكلاسيكية للمعلومات
31	رابعا- الصياغة الرياضية التبسيطية كمنهجية للنسق النيوكلاسيكي
34	المطلب الثاني: حدود النسق النيوكلاسيكي ونقد مرتكزاته
34	أولا- بعض المواقف الفكرية المعارضة للنسق النيوكلاسيكي
34	1- اعتراض Marx على التبسيط والإختزال
35	2- Keynes والعوامل البسيكولوجية الأساسية
36	3- Herbert Simon والعقلانية الإجرائية
37	ثانيا- مفاهيم نظامية تنقد مرتكزات النسق النيوكلاسيكي وتؤكد حدوده التفسيرية
37	1- مغالطة التعميم (fallacy of composition)
39	2- اللاتأكد ولا تماثل المعلومات
41	3- الآثار الخارجية السلبية (Negatives externalities) أو التكلفة النظامية
42	المطلب الثالث: علم الاقتصاد، الواقع المركب والأزمات النظامية: نحو براديغم جديد؟
42	أولا- النماذج النظرية التبسيطية والواقع المركب (أزمة النمذجة)
45	ثانيا- التيارات الإقتصادية البديلة في إطار النسق الإقتصادي الجديد
45	1- الإقتصاد التجريبي والمالية السلوكية
46	2- الإقتصاد المؤسسي والتطوري (l'économie institutionnelle)
47	3- اقتصاد التركيب (l'économie de la complexité) وتحليل الشبكات

48	ثالثا - تكريس التحول نحو البراديغم الجديد لعلم الإقتصاد
49	1- النسق الإقتصادي الجديد كتوجه حتمي في سيرورة تطور علم الإقتصاد
51	2- ضرورة تحديث المناهج العلمية الدراسية لمواكبة التطور في علم الإقتصاد
55	خلاصة الفصل الأول
-56 156	الفصل الثاني: مصفوفة الخطر في النظام المالي المركب
57	تمهيد
58	المبحث الأول: النظام المالي كنظام مركب
58	المطلب الأول: الجانب الهيكلي والوظيفي للنظام المالي
58	أولا- مفهوم النظام المالي وأهميته
58	1- مفهوم النظام المالي والعناصر المؤثرة فيه
60	2- أهمية النظام المالي
61	ثانيا- هيكل النظام المالي
61	1- المؤسسات المالية
62	2- الأسواق المالية
63	3- البنية التحتية المالية (les infrastructures financières)
66	ثالثا - وظائف النظام المالي وكفاءته
66	1- وظائف النظام المالي
68	2- كفاءة النظام المالي
69	المطلب الثاني: مستويات تطور الأنظمة المالية
70	أولا- التفسير النظري لتفاوت التطور المالي بين الدول
70	1- الهيئات (Les institutions) كمحدد للتطور المالي
72	2- العوامل والهيكل السياسية
73	3- أهمية رأس المال الإجتماعي
73	ثانيا- المؤشرات الشاملة لقياس التطور المالي
74	ثالثا - العلاقة بين التطور المالي والنمو الإقتصادي
75	المطلب الثالث: مظاهر التركيب (التعقيد) في الأنظمة المالية والنظام المالي الدولي
75	أولا- التركيب كخاصية متأصلة في الأنظمة المالية
77	ثانيا- الهندسة المالية وتساعد التركيب في الأدوات والعمليات المالية
77	1- فلسفة الهندسة المالية
78	2- الابتكار المالي بين الفعالية والمخاطر

79	ثالثا - الشبكة المالية وكثافة الترابطات المتبادلة (les interconnections financières)
80	1- التحليل الشبكي للنظام المالي
82	2- تعاضد دور المؤسسات غير التقليدية في الشبكة المالية (بنوك الظل وصناديق التحوط مثالا)
84	3- النمو الآسي للأسواق غير المنظمة (les marchés de gré à gré/ OTC)
85	المبحث الثاني: فلسفة الخطر في الشبكة المالية المعاصرة
85	المطلب الأول: تحليل الخطر في النظام المركب
85	أولا- المفهوم العام للخطر
87	ثانيا- المكونات الأساسية للخطر (les composantes du risque)
87	1- المعلومات والالتأكد
89	2- التكلفة
90	3- المنفعة
91	ثالثا- مقاربات دراسة الخطر
91	1- المقاربة الحتمية (approche déterministe)
92	2- المقاربة الإحصائية (approche probabiliste)
92	3- المقاربة النظامية
93	المطلب الثاني: مقترحات النظرية النيوكلاسيكية لآليات تسيير الخطر في النظام المالي
93	أولا- الوساطة البنكية وتسيير خطر القرض
93	1- خصوصية الوساطة البنكية
94	2- دور الوساطة البنكية في تسيير خطر القرض
95	ثانيا- دور السوق المالي في تسيير الخطر في ظل فرضية الكفاءة
95	1- كفاءة السوق المالي وتقاسم المخاطر
98	2- تقييم خطر السوق
99	ثالثا- مخاطر السيولة في النظام المالي
100	رابعا- دور أسواق التأمين
101	المطلب الثالث: اختلالات في وظيفة تسيير الخطر في الأنظمة المالية المعاصرة
101	أولا- التسيير السوقي لخطر القرض
102	1- تحويل خطر القرض
102	2- استعمال الأدوات المالية السوقية لتسيير خطر القرض
104	ثانيا- إخفاق الأسواق المالية في تقاسم وتوزيع الخطر
104	1- تنامي رافع الإستدانة والفجوة الهيكلية لتحويل الإستحقاقات
105	2- فقدان المعلومات وحجب المخاطر

106	ثالثا - تصاعد اللاتأكد المالي وحدود النمذجة التقليدية للخطر
106	1- تصاعد اللاتأكد المالي
107	2- حدود النمذجة التقليدية للخطر المالي
109	المبحث الثالث: الخطر النظامي: المفهوم المركب لمصفوفة المخاطر والأزمات المالية
109	المطلب الأول: مفهوم الخطر النظامي
109	أولا- تعريف الخطر النظامي
109	1- تعريف الخطر النظامي في الأدبيات الإقتصادية والمالية
111	2- التعريف المعتمد من قبل الهيئات المالية الدولية
112	3- تعريف البنوك المركزية
113	ثانيا- العناصر الأساسية لتعريف الخطر النظامي في النظام المالي المركب
113	1- اللاتأكد النظامي
114	2- الخطر الداخلي (Endogenous risk)
114	3- آليات التضخيم والآثار الخارجية
117	ثالثا - الخطر النظامي والمفاهيم ذات العلاقة
117	1- الخطر المنتظم (risque systématique)
118	2- الصدمة والحدث النظاميين
119	3- الخطر المجمع (aggregate risk)
120	المطلب الثاني: البعد الزمني للخطر النظامي
120	أولا- التراكم الدوري للخطر النظامي
120	1- الدورة المالية وسلوك الخطر
121	2- مسابقة النظام المالي للاتجاهات الدورية (Procyclicality)
123	3- الرافع المالي والخطر النظامي عبر الدورة المالية
125	ثانيا- التفسيرات النظرية للدورة المالية
125	1- نظرية الهشاشة المالية لـ Minsky
126	2- نظرية المسرع المالي لـ Bernanke وآخرون
128	3- خصائص الدورة المالية عند Borio
129	ثالثا- دور السياستين النقدية والمالية العامة والعوامل التنظيمية في تضخيم تقلبات الدورة المالية
129	1- دور السياسة النقدية المسابقة للاتجاهات الدورية
131	2- دور سياسة المالية العامة المسابقة للاتجاهات الدورية
133	3- دور العوامل التنظيمية
135	المطلب الثالث: البعد عبر-القطاعي للخطر النظامي وتفاعله مع البعد الزمني

135	أولاً- العدوى كعنصر مفتاحي للبعد عبر-القطاعي للخطر النظامي وآليات إنتشارها
135	1- مفهوم العدوى المالية وأثرها
137	2- العدوى المالية المباشرة وأثر الدومينو
138	3- القنوات غير المباشرة لإنتشار العدوى
141	ثانياً- الأهمية النظامية للمؤسسات المالية وتأثيرها على العدوى في الشبكة المالية
141	1- الأهمية النظامية للمؤسسات المالية ومخاطرها
144	2- معايير تحديد المؤسسات المالية البنكية ذات الأهمية النظامية
147	3- نماذج من المؤسسات المالية غير البنكية المؤثرة نظامياً
150	ثالثاً- الأزمات النظامية كتعبير عن الطابع التطوري والديناميكي للخطر النظامي
150	1- تشابك وتفاعل مصادر وأبعاد الخطر النظامي
153	2- ديناميكية الخطر النظامي في أزمة الـ Subprimes
156	خلاصة الفصل الثاني
-157 260	الفصل الثالث: المقاربة النظامية للإستقرار المالي والأفق الإحترازي الكلي للضبط المالي
158	تمهيد
159	المبحث الأول: تفسير جوهر ومضامين مفهوم الإستقرار المالي النظامي
159	المطلب الأول: التأسيس النظري للإستقرار المالي النظامي
159	أولاً- مفهوم الإستقرار المالي
160	1- مفاهيم الإستقرار المالي في الأدبيات الإقتصادية
161	2- مفاهيم الإستقرار المالي من وجهة نظر بعض البنوك المركزية
163	ثانياً- أهمية الإستقرار المالي
163	1- الإستقرار المالي كسلعة عامة
164	2- الإستقرار المالي والنمو الإقتصادي المستدام
165	ثالثاً- علاقة الإستقرار المالي بالإستقرار النقدي والمرونة (résilience) النظامية
165	1- علاقة الإستقرار المالي بالإستقرار النقدي
166	2- علاقة الإستقرار المالي بمرونة النظام المالي
167	المطلب الثاني: الفاعلين الرئيسيين للإستقرار المالي
167	أولاً- صندوق النقد الدولي والبنك الدولي
168	1- مجالات تدخل صندوق النقد الدولي لدعم الإستقرار المالي الدولي
170	2- تكامل الأدوار بين صندوق النقد الدولي والبنك الدولي
170	3- الإنتقادات الموجهة لسياسات صندوق النقد الدولي والبنك الدولي

171	ثانياً - بنك التسويات الدولية ولجنة بازل
171	1- بنك التسويات الدولية وهيئاته
173	2- لجنة بازل للرقابة البنكية
174	ثالثاً - مجموعة العشرين، مجلس الإستقرار المالي والمؤسسات المستحدثة للوقاية من الخطر النظامي
174	1- مجموعة العشرين (G 20) ومجلس الإستقرار المالي
176	2- المؤسسات المستحدثة للوقاية من الخطر النظامي
176	رابعاً - مهمة الإستقرار المالي للبنوك المركزية
177	1- المكانة المحورية للبنوك المركزية في الحفاظ على الإستقرار المالي
178	2- أهمية تعزيز دور البنوك المركزية في الحفاظ على الإستقرار المالي على ضوء دروس الأزمة
179	المطلب الثالث: تحليل الإستقرار المالي
179	أولاً - مواطن الضعف في النظام المالي وتأثيرها على الإستقرار المالي
181	ثانياً - قياس الخطر النظامي
181	1- في المؤسسات المالية
182	2- في البنى التحتية المالية
183	3- مؤشرات قياس الترابط في الشبكات بين-البنكية
184	ثالثاً - تقييم وقياس الإستقرار المالي
184	1- مؤشرات الدورة المالية
184	2- مؤشرات السلامة المالية
185	3- المؤشرات التركيبية وأنظمة الإنذار المبكر
186	المبحث الثاني: السياسة الإحترازية الكلية كاستجابة لضبط الخطر النظامي والحفاظ على الإستقرار المالي
186	المطلب الأول: مدخل نظري للسياسة الإحترازية الكلية
186	أولاً - مفهوم السياسة الإحترازية الكلية وتطورها
186	1- مفهوم وأهمية السياسة الإحترازية الكلية
188	2- لمحة تاريخية موجزة عن نشأة وصعود مصطلح "الإحتراز الكلي"
191	3- التوجه الإحترازي الكلي للإشراف البنكي في إطار بازل III
192	ثانياً - أهداف السياسة الإحترازية الكلية
193	1- البعد الزمني لأهداف السياسة الإحترازية الكلية
194	2- البعد عبر-القطاعي لأهداف السياسة الإحترازية الكلية
194	3- الأهداف الوسيطة للسياسة الإحترازية الكلية
195	ثالثاً - الإطار المؤسسي للسياسة الإحترازية الكلية

195	1- أهمية تعيين السلطة الإحترازية الكلية وتحديد عهدتها
197	2- النماذج المؤسسية للسلطات الإحترازية الكلية وتقوم دور البنوك المركزية
198	المطلب الثاني: أدوات السياسة الإحترازية الكلية
198	أولاً- الأدوات الإحترازية الكلية المضادة للدورية
198	1- المتطلبات الإضافية لرأس المال المضاد للتقلبات الدورية (CCB)
200	2- متطلبات رأس المال القطاعي (SCRs)
201	3- نسبة الرفع المالي
202	4- أدوات إدارة خطر السيولة النظامية
204	ثانياً- الأدوات الإحترازية الكلية المضادة للعدوى عبر-القطاعية
204	1- التدابير الهيكلية لفصل وتقسيم النشاطات البنكية
205	2- الأعباء والمتطلبات الإضافية على رأس مال المؤسسات المالية ذات الأهمية النظامية
207	3-الهامش الوقائي من الخطر النظامي (SRB)
207	4- ضبط النظام البنكي الموازي (بنوك الظل)
209	ثالثاً- الأدوات المعاد تكييفها ودمجها في علبه الأدوات الإحترازية الكلية
209	1- الأدوات المكيفة ذات البعد الزمني
210	2- الأدوات المكيفة ذات البعد عبر-القطاعي
210	المطلب الثالث: تنسيق السياسة الإحترازية الكلية مع بعض السياسات الإقتصادية وأليات تنفيذها
211	أولاً- التفاعل وتضارب الأهداف بين السياسة الإحترازية الكلية وبعض السياسات الاقتصادية
211	1- مع السياسة الإحترازية الجزئية
212	2- مع السياسة النقدية
213	3- مع سياسة المالية العامة
215	ثانياً- آليات تنفيذ السياسة الإحترازية الكلية
215	1- مراحل تنفيذ السياسة الإحترازية الكلية
215	2- معايير اختيار الأدوات الإحترازية الكلية وتنفيذها
217	ثالثاً- فعالية الأدوات الإحترازية الكلية وأهمية التنسيق الدولي
217	1- فعالية أدوات السياسة الإحترازية الكلية من وجهة نظر تجريبية
218	2- أهمية التنسيق الدولي في تنفيذ السياسة الإحترازية الكلية
220	المبحث الثالث: آفاق إصلاح النظام المالي الدولي وتعزيز استقراره النظامي
220	المطلب الأول: إصلاح "الخطايا الأصلية" للنظام المالي الدولي
220	أولاً- خطايا تصميم النظام النقدي القانوني الدولي
220	1- مخاطر نظام الإحتياطي البنكي الجزئي

222	2- مخاطر التعامل بالفائدة -رؤية إسلامية-
224	ثانيا- مظاهر تأثير الخطايا الأصلية على استقرار النظام المالي الدولي
224	1- الإختلالات النظامية في ظل أنظمة الصرف المعمومة وهيمنة الدولار كعملة إحتياطي دولية
226	2- صعود النشاط المضاربي والإنفصال بين القطاع المالي والقطاع الحقيقي
228	3- إخفاق سياسات المؤسسات المالية الدولية في الحفاظ على الإستقرار النقدي والمالي
228	ثالثا- المحاور الرئيسية لإصلاح "الخطايا الأصلية" للنظام المالي الدولي
229	1- نظام الإحتياطي البنكي الكامل كبديل عن النظام الإحتياطي البنكي الجزئي
230	2- إعادة الإعتبار لدور النقود كسلعة عامة وإرساء سياسة عملة دولية قوية
231	3- إصلاح عميق للمؤسسات الفاعلة في مجال الإستقرار النقدي والمالي
232	المطلب الثاني: تكريس الانضباط السوقي، تحسين البنى التحتية المالية وإقامة شبكة أمن مالي متينة
232	أولاً- فرض انضباط السوق المالي (تصحيح إخفاقات السوق المالي)
232	1- تعزيز ممارسات الإفصاح والشفافية
234	2- إصلاح دور وكالات التصنيف الائتماني
235	3- فرض ضريبة على المعاملات المالية
236	ثانيا- توسيع مجال الضبط المالي
236	1- الضبط المالي لشركات التأمين
237	2- ضبط نشاط صناديق التحوط والحد من الجنات الضريبية
238	3- ضبط مخاطر التكنولوجيا المالية والمخاطر الإلكترونية
240	ثالثا- تحسين البنى التحتية المالية
240	1- المرجعيات المركزية للبيانات
242	2- الأطراف المقابلة المركزية (غرف المقاصة)
243	رابعا- دعائم شبكة الأمن المالي الدولية والوطنية
243	1- إستحداث جهاز لإدارة الأزمات والسيولة النظامية
243	2- نظام التأمين على الودائع
245	3- اعتماد نظام التصفية وحل المؤسسات المالية الفاشلة للحد من الخطر الأخلاقي
247	المطلب الثالث: ترقية كفاءة النظام المالي في خدمة القطاع الحقيقي بتحقيق الشمول والإستدامة
247	أولاً- تعزيز الشمول المالي
247	1- نشأة وتطور مفهوم الشمول المالي
248	2- تعريف ومقاييس الشمول المالي
249	3- العلاقة المتداخلة بين الإستقرار المالي والشمول المالي

251	ثانيا- متطلبات التحول نحو النظام المالي المستدام كنموذج جديد للمالية
251	1- مضمون ومحددات إستدامة النظام المالي وعلاقته بالإستقرار المالي
253	2- ترقية الإستثمار المسؤول التحدي الأساسي للتمويل المستدام
255	3- أهمية تكيف أطر الإشراف والضبط الكلي مع متطلبات التمويل المستدام
257	4- النظام المالي المستدام كنموذج جديد للمالية بمرتكات نظامية
260	خلاصة الفصل الثالث
-261 371	الفصل الرابع: الخطر النظامي، السياسة الإحترازية الكلية والإطار العام للإستقرار المالي في الإتحاد النقدي الأوروبي على ضوء دروس أزمة منطقة اليورو
262	تمهيد
263	المبحث الأول: تشخيص الطابع النظامي لأزمة منطقة اليورو
263	المطلب الأول: أزمة منطقة اليورو بين إخفاق سياسات النسق النيوكلاسيكي وبعدها النظامي المركب
263	أولا- لمحة عامة عن أزمة منطقة اليورو
263	1- بطاقة تعريفية لمنطقة اليورو
266	2- التطور الزمني لأزمة منطقة اليورو ودور أزمة الرهون العقارية الأمريكية فيها
268	ثانيا- أزمة منطقة اليورو ومعالم إخفاق سياسات النسق النيوكلاسيكي
268	1- نقاط ضعف النظريات التقليدية لمنطقة العملة المتلى (OCA) وتطبيقها في منطقة اليورو
270	2- المرجعية النظرية النيوكلاسيكية لإتفاقية ماستريخت
272	3- الخيارات النيوكلاسيكية لسياسات البنك المركزي الأوروبي
274	ثالثا- البعد المركب للأزمة: ثلاث أزمات في أزمة واحدة وآليات تفاعلها
274	1- الأزمة البنكية
275	2- أزمة الديون السيادية
276	3- أزمة نمو
277	4- آليات العدوى، التضخيم والتغذية الرجعية في أزمة منطقة اليورو
279	المطلب الثاني: أسباب الأزمة النظامية في منطقة اليورو
279	أولا- الأسباب المتعلقة مباشرة بأخطاء التصميم الأصلية للإتحاد النقدي الأوروبي
279	1- السياسة النقدية الموحدة والصدمات غير المتماثلة في الإتحاد النقدي الأوروبي
282	2- عيوب البنية الجبائية لمنطقة اليورو
283	3- ضعف إطار الإشراف البنكي المشترك على مستوى منطقة اليورو
284	ثانيا- الأسباب الرئيسية الأخرى لأزمة منطقة اليورو
284	1- فجوة القدرة التنافسية بين بلدان منطقة اليورو
286	2- تراكم العجز الهيكلي في الميزانيات العمومية والمديونية في دول منطقة اليورو

288	3- الدور السلبي لوكالات التصنيف الائتماني
288	المطلب الثالث: محدودية السياسات الظرفية لعلاج الأزمة النظامية لمنطقة اليورو
289	أولاً- السياسات الظرفية المنتهجة لعلاج أزمة منطقة اليورو
289	1- مخططات الإنقاذ
290	2- التسهيل الأوروبي للإستقرار المالي والآلية الأوروبية للإستقرار (EFSM و EFSF)
291	3- تدابير التقشف والخصخصة
292	4- دور البنك المركزي الأوروبي
294	ثانياً- محدودية السياسات الظرفية وحتمية التوجه نحو التصحيح العميق
294	1- حدود ونقاط ضعف سياسات البنك المركزي الأوروبي
295	2- نقد سياسات التقشف المفروضة على البلدان
296	3- فقدان تنسيق السياسات والتعامل مع منطقة اليورو كـ "كل"
297	المبحث الثاني: مصفوفة الخطر ومصادر الهشاشة النظامية في منطقة اليورو
297	المطلب الأول: هيكل وخصائص النظام المالي لمنطقة اليورو ومواطن الضعف فيه
297	أولاً- نظام مالي قائم على البنوك (Bank- based)
298	1- حجم القطاع البنكي في النظام المالي
300	2- التركيز في السوق البنكي لمنطقة اليورو
302	3- التحديات الهيكلية للقطاع البنكي في منطقة اليورو
305	ثانياً- التمويل السوقي في منطقة اليورو
305	1- تأثير العملة الموحدة على التمويل السوقي
306	2- تطور التمويل السوقي في منطقة اليورو
307	3- فحص مدى تكامل واندماج الأسواق المالية في منطقة اليورو
309	ثالثاً- البنية التحتية المالية في منطقة اليورو
310	1- أنظمة الدفع الرئيسية في منطقة اليورو
311	2- أنظمة تسوية الشهادات المالية
311	3- الأطراف المقابلة المركزية وأنظمة المقاصة في منطقة اليورو
312	4- السجلات المركزية للبيانات
312	المطلب الثاني: أبعاد الخطر النظامي في منطقة اليورو
312	أولاً- البعد الزمني للخطر النظامي في منطقة اليورو
312	1- الدورة المالية في منطقة اليورو والدول الأعضاء
314	2- تحليل دورات الائتمان والدورات العقارية في منطقة اليورو
316	3- العلاقة بين الدورات المالية ودورات الأعمال في منطقة اليورو

318	ثانياً- البعد عبر-القطاعي للخطر النظامي في منطقة اليورو
318	1- الترابطات المالية المتبادلة المباشرة عبر قطاعات النظام المالي الموسع لمنطقة اليورو
320	2- الترابطات المالية المتبادلة المباشرة عبر فرادى البلدان
322	3- الترابطات المالية المتبادلة غير المباشرة الناشئة عن التعرضات المشتركة
324	ثالثاً- ديناميكية الخطر النظامي في منطقة اليورو
324	1- المؤشر التركيبي للإجهاد النظامي لمنطقة اليورو
326	2- تلخيص التفاعل والتشابك بين المخاطر المهددة للإستقرار المالي في منطقة اليورو
329	المبحث الثالث: الإطار العام للإستقرار المالي والسياسة الإحترازية الكلية في منطقة اليورو -على ضوء دروس الأزمة-
329	المطلب الأول: الأطر المؤسسية والتنظيمية للإستقرار المالي والسياسة الإحترازية الكلية في منطقة اليورو
329	أولاً- تحديات الإستقرار المالي والضبط الإحترازي الكلي في سياق الإتحاد النقدي الأوروبي
329	1- عيوب السياسة الإشرافية الأوروبية المطبقة قبل الأزمة
331	2- أهمية وتحديات السياسة الإحترازية الكلية في منطقة اليورو
332	ثانياً- النظام الأوروبي للإشراف المالي (ESFS) كجهاز للعمل على الإستقرار المالي الأوروبي
333	1- المجلس الأوروبي للخطر النظامي (ESRB)
334	2- سلطات الإشراف الأوروبية الثلاث (ESAs)
335	3- السلطات الإحترازية الكلية الوطنية
336	ثالثاً- النموذج الإحترازي الكلي الجديد في إطار الإتحاد البنكي الأوروبي والقوانين التنظيمية المستحدثة
337	1- فكرة ومشروع الإتحاد البنكي الأوروبي
338	2- دعائم الإتحاد البنكي الأوروبي
340	3- المهمة الإحترازية الكلية للبنك المركزي الأوروبي في إطار "SSM" و "CRD / CRR"
341	المطلب الثاني: أدوات السياسة الإحترازية الكلية في منطقة اليورو وآليات تنفيذها وتنسيقها
342	أولاً- أدوات السياسة الإحترازية الكلية المطبقة في إطار القانون الأوروبي CRR/ CRD IV
342	1- الأدوات الإحترازية الكلية ذات البعد الزمني
346	2- الأدوات الإحترازية الكلية ذات البعد عبر-القطاعي
347	3- الأدوات المرنة والأدوات الإحترازية الجزئية المعاد تكييفها
349	ثانياً- توسيع أطر الضبط الإحترازي الكلي للقطاع غير البنكي والبنية المالية التحتية
349	1- الضبط الإحترازي لقطاع التأمين
351	2- الضبط الإحترازي للمؤسسات المالية الإستثمارية
352	3- ضبط البنية التحتية للسوق المالي الأوروبي

353	ثالثا - آليات تنفيذ وتنسيق السياسة الاحترازية الكلية في منطقة اليورو
353	1- آليات التنسيق بين الهيئات المشتركة في تنفيذ السياسة الاحترازية الكلية
354	2- مراحل تنفيذ السياسة الاحترازية في منطقة اليورو
357	المطلب الثالث: نحو تصحيح أخطاء البنية التصميمية للإتحاد النقدي الأوروبي وتعزيز الإطار العام للإستقرار المالي والإقتصادي
357	أولا- تكريس بناء إتحاد مالي كفؤ ومتين في منطقة اليورو
357	1- إتمام وتفعيل دعائم الإتحاد البنكي
359	2- إطلاق إتحاد أسواق رأس المال الأوروبية
360	ثانيا- السعي نحو تحقيق إتحاد موازني وجبائي لبلدان منطقة اليورو
360	1- السياسات الموازية المسؤولة كداعم لإستقرار الإتحاد النقدي الأوروبي
361	2- وضع آلية للعمل على الإستقرار الموازني لمنطقة اليورو
362	ثالثا- ترقية كفاءة أنظمة إدارة الأزمات المالية النظامية في منطقة اليورو
362	1- أهمية تفعيل البعد الإحترازي الكلي لإختبارات الإجهاد في القطاع البنكي
364	2- الرفع من موثوقية ومصادقية جهاز المعلومات
365	3- تبسيط إجراءات صنع القرار
366	رابعا- جهود تفعيل التحول نحو التمويل المستدام في الإتحاد الأوروبي ومنطقة اليورو
366	1- مبادرات الإتحاد الأوروبي المتعلقة بالتحول نحو التمويل المستدام
367	2- خطة العمل المعتمدة لتحقيق نظام مالي مستدام في الإتحاد الأوروبي
368	3- جهود دمج متطلبات الإستدامة في أطر الضبط الإحترازي والإستقرار المالي في الإتحاد الأوروبي
371	خلاصة الفصل الرابع
372	خاتمة
382	قائمة المراجع

قائمة الأشكال

رقم الشكل	عنوان الشكل	الصفحة
(1-1)	تصنيف الأنظمة حسب M. Bunge	19
(2-1)	مُحصلة تركيبية لمُميّزات نظام مُركب	21
(3-1)	شبكة SAGACE	22
(1-2)	النظام المالي كنظام مركب	65
(2-2)	محددات كفاءة النظام المالي	69
(3-2)	أمثلة عن بعض الهياكل الحقيقية للأنظمة البنكية	81
(4-2)	الشبكة البنكية العالمية (سنة 2007)	82
(5-2)	طبيعة وساطة بنوك الظل مقارنة بالبنوك التجارية	83
(6-2)	تدفق المعلومات وعلاقتها بتقاسم المخاطر في سوق مالي كفو	97
(7-2)	تلاشي المسؤولية في علاقة القرض كمصدر لأزمة الـ Subprimes	104
(8-2)	تطور الرافع المالي لقطاع الأصول المالية للوسطاء والتجار في الولايات المتحدة الأمريكية	105
(9-2)	التفاعل بين الدورة المالية ودورة الأعمال	123
(10-2)	تطور رافع الدورة المالية والخطر النظامي	124
(11-2)	آلية المسرع المالي	127
(12-2)	البيع الطارئ ودوامه الإنخفاض في السيولة النظامية	140
(13-2)	مصادر وأبعاد الخطر النظامي	152
(14-2)	الأزمة النظامية	153
(1-3)	حالات الإستقرار للنظام المالي وعلاقتها بالمرونة والصدمات	167
(2-3)	الدعم اللوجستيكي المقدم من بنك التسويات الدولية للنظام المالي الدولي	173
(3-3)	تطور إستعمال مصطلح الإحتراز الكلي في محركات بحث الأنترنت والمنشورات الأكاديمية	190
(4-3)	هيكل مكونات بازل III	192
(5-3)	تطور الخطر النظامي وقيادة السياسة الإحترازية الكلية على مدى الدورة المالية	193
(6-3)	السلطات الإحترازية الكلية المعينة لسنة 2017 (%)	197
(7-3)	التفاعل بين السياسة الإحترازية الكلية وبعض السياسات الإقتصادية الكلية الأخرى	214
(8-3)	هيمنة الدولار على احتياطات الصرف الأجنبي الرسمية (1978-2017)	225
(9-3)	تطور المعاملات في سوق الصرف (1975-2015)	226

227	تطور النشاط المالي لعينة من الدول للفترة (1870-2008)	(10-3)
239	التطور السريع للتكنولوجيا المالية "Fintech" من خلال الإستثمار الإجمالي المستند على رأس المال الإستثماري	(11-3)
265	التوزيع الجغرافي لبلدان منطقة اليورو	(1-4)
268	التطور الزمني لأزمة منطقة اليورو	(2-4)
276	النمو الإقتصادي لبعض بلدان منطقة اليورو، السويد والمملكة المتحدة (2003-2015)	(3-4)
278	الترباط والتفاعل بين أزمات منطقة اليورو	(4-4)
285	التكلفة الأجرية الوحودية لبعض بلدان منطقة اليورو (1999-2017)	(5-4)
286	الموازنين الجارية لبعض بلدان منطقة اليورو (1998-2017)	(6-4)
298	تطور مجموع الأصول البنكية إلى الـ PIB في أوروبا، الو.م.أ واليابان	(7-4)
299	هيكل النظام المالي في منطقة اليورو مقارنة بالمملكة المتحدة، الو.م.أ واليابان (2017)	(8-4)
300	حصة إجمالي الأصول للقطاع المالي لمنطقة اليورو (%، الربع الأخير من سنة 2017)	(9-4)
301	تركز السوق البنكي في منطقة اليورو والإتحاد الأوروبي (2006-2016)	(10-4)
302	الإندماج والإستحواذ في القطاع البنكي لمنطقة اليورو (قيمة الصفقات، 2000-2017)	(11-4)
303	العائد على الملكية وتكلفة الملكية لمجموعة من بنوك منطقة اليورو (2005-2016)	(12-4)
304	نسبة القروض المتعثرة إلى الـ PIB لمنطقة اليورو سنة 2017	(13-4)
306	تطور التمويل السوقي في منطقة اليورو حسب نوع الهيئات (2009-2015)	(14-4)
308	المؤشرات التركيبية المؤسسة على السعر (Price-based) والمؤسسة على الكمية (Quantity-based) للتكامل المالي في منطقة اليورو	(15-4)
313	الدورات المالية في منطقة اليورو وبعض الدول الأعضاء (1976 - 2016)	(16-4)
315	الدورات الإئتمانية في منطقة اليورو وبعض الدول الأعضاء	(17-4)
316	الدورات العقارية في منطقة اليورو وبعض الدول الأعضاء	(18-4)
317	دورات الأعمال (مدى متوسط) والدورات المالية في منطقة اليورو (1976- 2016)	(19-4)
319	التعرضات العابرة بين قطاعات النظام المالي لمنطقة اليورو للقروض وشهادات الدين (الربع الرابع لسنتي 2015 و2016)	(20-4)
320	التعرضات العابرة بين قطاعات النظام المالي لمنطقة اليورو لأسهم	(21-4)

	صناديق الإستثمار والأسهم المدرجة (الربع الرابع لسنتي 2015 و2016)	
321	تعرض المؤسسات المالية النقدية (MFIs) للقطاعات المالية الموجودة في نفس البلد وفي بلدان أخرى في منطقة اليورو	(22-4)
322	تعرض الوسطاء الماليون الآخرون (OFIs) للقطاعات المالية الموجودة في نفس البلد وفي بلدان أخرى في منطقة اليورو	(23-4)
323	حيازات الأدوات المالية من طرف المؤسسات المالية النقدية (MFIs)	(24-4)
324	الترايط القائم على الميزانية والتعرضات المشتركة في القطاع البنكي لمنطقة اليورو	(25-4)
325	المؤشر التركيبي للإجهاد النظامي لمنطقة اليورو (1999/01/08-2020/01/03)	(26-4)
327	مخطط تلخيصي شامل للخطر النظامي في منطقة اليورو	(27-4)
332	أهمية السياسة الإحترازية الكلية إلى جانب السياسة النقدية الموحدة في منطقة اليورو	(28-4)
339	دعائم الإتحاد البنكي الأوروبي	(29-4)
341	الإطار الإحترازي الكلي الجديد في منطقة اليورو	(30-4)
343	نسبة CCB في البلدان الأوروبية التي قررت تفعيله في أفق 2020	(31-4)
356	سيرورة السياسة الإحترازية الكلية في الإتحاد الأوروبي ومنطقة اليورو	(32-4)
367	مبادرات الإتحاد الأوروبي المرتبطة بالتمويل المستدام	(33-4)

قائمة الجداول

رقم الجدول	عنوان الجدول	الصفحة
(1-1)	مقارنة بين المقاربة النظامية والمقاربة التحليلية	16
(2-1)	مقارنة بين البراديعم الإقتصادي التقليدي والبراديعم الإقتصادي الجديد (OPE Vs NPE)	50
(1-2)	مؤشرات قياس التطور المالي	74
(2-2)	الابتكار المالي: مصدر للنمو أم للأزمات	79
(3-2)	دور مختلف أنواع السيولة في النظام المالي	99
(4-2)	العلاقة بين سلوك الخطر والدورة المالية	121
(5-2)	قنوات تأثير أدوات السياسة النقدية على الدورة المالية	130
(6-2)	مصفوفة العدوى المالية	137
(7-2)	منهجية بازل لتحديد المؤسسات البنكية ذات الأهمية النظامية على المستوى العالمي	145
(1-3)	الأثر المحتمل لخصائص النظام المالي على الخطر النظامي	180
(2-3)	أهداف السياسة الاحترازية الكلية	195
(3-3)	الشرائح الخاصة بالأهمية النظامية للبنوك على المستوى العالمي ومتطلبات رأس المال الإضافية	206
(4-3)	أهم الأدوات الاحترازية الكلية للحد من مخاطر النظام البنكي الموازي	208
(5-3)	النظام المالي المستدام كنموذج جديد للمالية مقابل النظام المالي النيوكلاسيكي	259
(1-4)	البلدان الأعضاء في منطقة اليورو، رمز الإيزو وتاريخ الإنضمام (2017)	265
(2-4)	إختلافات الأداء الإقتصادي بين بلدان منطقة اليورو (1999-2014)	281
(3-4)	النماذج المؤسسية للسلطات الاحترازية الكلية المعينة (العدد والنسبة المئوية، 2017)	336
(4-4)	الجدول الزمني لتطبيق نسبة تغطية السيولة في دول الإتحاد الأوروبي	344
(5-4)	تطور نسب تغطية السيولة LCR في القطاع البنكي لمنطقة اليورو (2011-2019)	344
(6-4)	تطور نسب الرافع المالي في القطاع البنكي لمنطقة اليورو (2011-2019)	345
(7-4)	عينة من الأدوات الاحترازية الكلية المطبقة في منطقة اليورو	348
(8-4)	توصيات NGFS والمبادرات الأوروبية مع التركيز على الإستقرار المالي	369

قائمة المختصرات والرموز

المختصر	معنى المختصر
ABS	Asset Backed Securities
AFI	Alliance of Financial Inclusion
AFSCET	Association Française des Sciences des Systèmes Cybernétiques, Cognitifs et Techniques
AQR	Asset Quality Review
ATM	Automated Teller Machines
BCBS	Basel Committee on Banking Supervision
BIS/ BRI	Bank for International Settlement / Banque de Règlement international
CAPM	Capital Assets Pricing Model
CCB	Countercyclical Capital Buffer
CCPs	Central Counterparties
CDOs	Collateralised Debt Obligations
CDS	Credit Default Swaps
CGES	Committee on the Global Financial System
CISS	Composite Indicator of Systemic Stress
CMU	Capital Market Union
CoVaR	Contagion Value at Risk
CPSS	Committee on Payment and Settlement Systems
CRD	Capital Requirement Directive
CRR	Capital Requirement Regulations
DSTI	Debt Service To Income Ratio
DTCC	Depository Trust and Clearing Corporation
EBA	European Banking Authority
EBS	European Banking Supervisors
EC	European Commission
ECB /BCE	European Central Bank /Banque Centrale Européenne
EFSF	European Financial Stability Facility
EFSI	European Fund for Strategic Investment
EFSM	European Financial Stabilization Mechanism
EIB	European Investment Bank
EIOPA	European Insurance and Occupational Pensions Authority
EIOPS	European Insurance and Occupational Pensions Supervisors
EMH	Efficient Markets Hypothesis

EMIR	European Market Infrastructure Regulation
ESAs	European supervisory authorities
ESFS	European System of Financial Supervision
ESG	Environmental, Social and Governance
ESM	European Stability Mechanism
ESMA	European Securities and Markets Authority
ESR	European Securities Regulators
ESRB	European Systemic Risk Board
FESF	Fonds européen de stabilité financière
FMI/ IMF	Fond Monétaire International/ International Monetary Fund
FPC	Financial Policy Committee
FSAP	Financial Sector Assessment Program
FSB /CSF	Financial Stability Board / Conseil de Stabilité Financière
FSB -TCFD	the Financial Stability Board's Task Force on Climate-related Financial Disclosures
FSC	Financial Stability Committee
FSOC	Financial Stability Oversight Council
G20	Group of Twenty
GSIBs	Global Systemically Important Banks
G-SIIs	Global Systemically Important Insurers
IADI	International Association of Deposit Insurers
IAIS	International Association of Insurance Supervisors
ICPFs	Insurance Corporations and Pension Funds
ICSDs	International Central Securities Depositories
IOSCO	International Organization of Securities Commissions
LCR	Liquidity Coverage Ratio
LGD	Loss Given Default
LLR	Lender of Last Resort
LNCM	Lucas New Classical Macroeconomics
LTD	Loan To Deposits
LTi	Loan to income
LTROs	Long Term Refinancing Operations
LTV	Loan to Value
LVPSs	Large Value Payment Systems
MES	Marginal Expected Shortfall
MES	Mécanisme européen de stabilité

MFIs	Monetary Financial Institutions
NECSI	New England Complex Systems Institute
NGFS	Network for Greening the Financial System
NPE	New Paradigm Economics
NPL	No Performing Loans
NSFR	Net Stable Funding Ratio
OCA	Optimum Currency Area
OCDE	Organisation de Coopération et de Développement Economiques
OFIs	Other financial Intermediaries
OMT	Outright Monetary Transactions
OPE	Old Paradigm Economics
O-SIIs	Other Systemically Important Institutions
OTC	Over The Counter
OTD	Originate To Distribute model
PIB	Produit Intérieurs Brut
PME	Petites et Moyennes Entreprises
REH	Rational Expectations Hypothesis
ROE	Return On Equity
SCRs	Sectoral Capital Requirements
SIFI's	Systemically Important Financial Institutions
SIV	Structured Investment Vehicles
SMP	Securities Markets Programme
SRB	Systemic Risk Buffer
SRISK	Systemic Risk measure
SRM	Single Resolution Mechanism
SSM	Single Supervisory Mechanism
TBTF	Too Big To Fail
TICTF	Too Interconnected To Fail
TPTF	Too Public To Fail
TTF	Taxe sur les Transactions Financières
VaR	Value at Risk

مقدمة

يعتبر التوزيع الأمثل للخطر وتسييره الكفؤ من المبررات الأساسية للعلومة وتحرير الأنظمة المالية تحت تأثير هيمنة النسق النيوكلاسيكي المؤسس على فرضيات الحرية الاقتصادية، كفاءة السوق والعقلانية التامة للأعوان الإقتصاديين كمسلمات رئيسية له. تمتد الجذور الفلسفية والمنطلقات الفكرية للنسق النيوكلاسيكي إلى العلم الكلاسيكي (التقليدي) المبني على مرتكزات الإبستمولوجيا الوضعية المتمثلة في التصور الحتمي والميكانيكي للعالم ومبادئ الإختزال والتبسيط المعرفي. إلا أن الخطر في هذا النظام المالي المعولم وفق الفلسفة النيوكلاسيكية بدلا من أن يتم تسييره بالكفاءة المنتظرة، صار أكثر تركيزا وتراكما، وأكثر ترابطا وتفاعلا عن ذي قبل، لدرجة أنه يشكل مصفوفة يتناسب تركيبها وتعقيدها طرديا مع تطور النظام المالي الذي تنشط فيه.

مثلت الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 والمعروفة بإختصارا بأزمة الـ Subprimes نموذجا واضحا لإخفاق النظام المالي في تسيير الخطر والحفاظ على الإستقرار المالي على المستوى النظامي، وأعادت فتح جملة من النقاشات الجادة بشأن الطبيعة ذاتها للخطر داخل الأنظمة المالية والنظام المالي الدولي -باعتباره المحصلة التركيبية لإتصال الأنظمة المالية الوطنية وعلاقاتها مع بعضها رغم تفاوت درجة التطور بينها-. ورغم أن رهان الإستقرار المالي حاضر دوما في رزمة البحوث الأكاديمية وأهداف السياسات الإقتصادية الكلية، إلا أن واقع الأزمات المالية المتكررة وتداعياتها الضخمة يشهد على الفشل في تحقيق هذا الرهان. فمفهوم الإستقرار المالي وفقا لهذا النسق ينطوي فقط على تحقيق الكفاءة الوظيفية بالإقتصار على تركيز الجهود في محاولة ضبط المخاطر الفردية على المستوى الجزئي، تاركا لعقيدة السوق ضمان الضبط الكلي التلقائي لهذه المخاطر. وبالتالي، فالخطر على مستوى النظام المالي في هذه الحالة عبارة عن مجرد تجميع للمخاطر الفردية الجزئية دون أي علاقات تفاعل وترابط بينها. مما يؤكد على قصور النسق النيوكلاسيكي ومنهجيته العلمية في إدراك وتفسير جوهر الخطر النظامي، بل والديناميكية العميقة لعمل الأنظمة المالية في حد ذاتها وآليات إستقرارها، خاصة مع التطورات الحديثة التي تصاعدت فيها كالابتكار المالي والنماذج الجديدة لنشاط الوسطاء الماليين. ومن هذا المنطلق، يمكن إعتبار أن الأزمة قد شكلت منعرجا حاسما لتكريس التحول الفكري نحو نسق (براديجم) إقتصادي جديد مرتكز على إبستمولوجيا الفكر المركب التي تحاول أن تبني معرفة أكثر واقعية للظواهر وتدرسها كأنظمة مركبة بكل أبعادها، ديناميكياتها وتفاعلاتها وذلك بإنتهاج المقاربة النظامية التي تحاول توسيع دائرة البحث لتشمل كل الجوانب، الظروف والسياقات.

تتيح المقاربة النظامية للخطر في النظام المالي المركب تفسير الطابع التطوري ومتعدد الأبعاد للخطر النظامي، والناجم عن الديناميكيات غير الخطية المعبرة عن التشابك والتفاعل بين مكونات النظام المالي

الوظيفية، الهيكلية والسلوكية الإنسانية التي تعتبر كسيرورة واحدة غير قابلة للفصل. فالخطر وفقا لهذه المقاربة يتجاوز تجميع المخاطر الجزئية أو التعرض للصدمات الخارجية، وإنما هو خطر ملازم للطبيعة المركبة للأنظمة المالية ويشمل في الوقت نفسه كل المخاطر السابقة؛ ولمحاولة ضبطه والحفاظ على الإستقرار، ينبغي الإستفادة من التطورات في المجالات العلمية الأخرى التي قطعت أشواطاً كبيرة في دراسة خصائص الأنظمة المركبة، واستعمالها لدراسة مصادر وأبعاد الخطر النظامي في النظام المالي المركب. يتم التركيز عادة على أهم بعدين، البعد الزمني أي التراكم الدوري للخطر عبر الدورة المالية، والبعد عبر-القطاعي أي انتشار هذا الخطر أو الصدمة المبدئية إلى قطاعات النظام المالي وحتى للقطاع الحقيقي عبر قنوات العدوى. الغرض من التركيز على البعدين السابقين هو وضع إطار واضح لتصميم الإستجابات المناسبة من طرف سلطات الضبط المالي وتلك المهتمة بالوقاية من الخطر النظامي والحفاظ على الإستقرار المالي على المستوى المحلي والدولي.

جاءت إستجابة الفاعلين الرئيسيين للإستقرار المالي الدوليين والمحليين بعد الأزمة بالإعتراف بضرورة التوجه نحو المقاربة النظامية لضبط الخطر، إذ يعتبر إجتماع مجموعة العشرين (G 20) سنة 2009 الإعلان الرسمي لهذا التوافق، لتبدأ بعدها سلسلة الإصلاحات للإطار المؤسسي والتنظيمي الدولي والوطني. ولعل أهمها هو اعتماد سياسة إحترازية كلية يكون هدفها الواضح والصريح ضمان استقرار النظام المالي ككل والوقاية من الخطر النظامي أو على الأقل التخفيف من آثاره حال تحققه، بعد ثبوت قصور السياسة الإحترازية الجزئية ذات الفلسفة الفردية والتخصيصية. فتحت هذه الإستجابة النظامية آفاقاً جديدة لإصلاح النظام المالي الدولي، التي ينبغي أن تعطي الأولوية لتصحيح "الخطايا الأصلية" للنظام النقدي والمالي، وهي نظام الإحتياطي النقدي الجزئي والتعامل بالفائدة، والتي تعتبر المصادر الحقيقية للخطر النظامي بعملها كآلية تضخيم ذاتية للمخاطر. وبعدها التوجه لإصلاح أوجه القصور الرقابية والإشرافية، بتكريس الإنضباط السوقي وتوسيع نطاقه ليضم المجالات التي أثبتت الأزمة المالية علاقتها الوثيقة بتهديد الإستقرار المالي؛ إضافة إلى تدعيم البنى التحتية المالية التي تضمن حسن عمل النظام المالي. وبمأن الضبط الدقيق للنظام المالي المركب غير ممكن، فإن إقامة شبكة أمن مالي متينة كحماية نظامية تصبح ضرورة. وباعتبار أن النظام المالي هو في النهاية جزء من النظام الإجتماعي والإيكولوجي الأكبر، يتأثر به ويؤثر فيه، فإنه يجب ربط أهدافه بأهداف النظام الأكبر من خلال تحقيق التطلعات الإجتماعية بتعزيز الشمول المالي، والإستدامة البيئية بتفعيل التوجه نحو التمويل المستدام خصوصاً مع تنامي المخاطر المناخية وأثرها على الإستقرار المالي.

حرصا على فحص البعد التطبيقي للطروحات السابقة، نقوم بإسقاط المفاهيم النظامية على حالة منطقة اليورو ودراسة إشكالية الحفاظ على الإستقرار المالي النظامي فيها، على ضوء دروس الأزمة العنيفة التي شهدتها بعد أزمة الـ Subprimes أو الشرارة (الصدمة) التي كشفت حجم الإختلالات الهيكلية التي يعاني منها النظام المالي للمنطقة وهشاشته الداخلية، فضلا عن مدى تراكم الخطر النظامي فيه وكثافة الترابطات المتبادلة والتشابك المالي سواء بين بلدان منطقة اليورو ذاتها أو المنطقة ككل مع الخارج. بين الطابع النظامي لأزمة منطقة اليورو أن أبعاد الخطر النظامي هذه تبقى هي نفسها التحديات الراهنة أمام الإستقرار المالي للمنطقة، وترجع بالأساس إلى عيوب متأصلة في بنية الإتحاد النقدي الأوروبي المؤسس على النظريات النيوكلاسيكية، بحيث جعلته غير مكتمل ويفتقد إلى ركائز مالية واقتصادية مهمة لا يمكن أن يستمر الإتحاد دون استيفائها. تسمح مقارنة أزمة منطقة اليورو نظاميا بإدراك المصادر الفعلية لعدم الإستقرار المالي، وبالتالي توجيه الجهود نحو إرساء إطار فعال للإستقرار المالي النظامي في منطقة اليورو ككل، بتصميم إطار مؤسسي شامل وبوضع ترتيبات تنظيمية مكيفة ومرنة تتوافق مع طبيعة الإتحاد النقدي الأوروبي والتفاوت الموجود بين بلدانه، وبالتالي أبعاد الخطر النظامي فيه، مع مواصلة تبني المبادرات التي تدعم الإستقرار المالي والإقتصادي ومنها ما يتعلق بالتمويل المستدام.

1. إشكالية الدراسة:

إن الحفاظ على الإستقرار في النظام المالي الدولي المركب هو تحدي هائل أمام هيئات الضبط المالي، التي أوضحت الأزمات المتكررة والمتتالية إخفاقاتها في هذه المهمة، نظرا لإتباعها نظريات النسق النيوكلاسيكي التي تحمل في جذورها بؤادر الإختلالات وعدم الإستقرار، سواء في تسيير المخاطر من قبل النظام المالي أو في سياسات الضبط ذاتها التي أسهمت في تغذية الهشاشة المالية. من خلال الدراسة، سوف يتم مقارنة مضمون الخطر النظامي من زاوية التصور الأساسي "النظام المركب"، والتعرف على سبل ضبطه التي أتاحها التخلي عن قيود الفرضيات النيوكلاسيكية وانفتاح الفكر الإقتصادي على حقيقة الواقع المركب واستعمال المقاربات المناسبة لدراسته بالتحول إلى نسق اقتصادي جديد.

وبناء على ما سبق، تتبلور معالم السؤال الرئيسي التالي:

كيف يمكن الوقاية من الخطر النظامي والحفاظ على الإستقرار في النظام المالي الدولي لتجاوز إخفاق

النماذج التقليدية وصعود آفاق ضبط نظامية جديدة؟

يمكن تقسيم هذا السؤال الرئيسي إلى الأسئلة الفرعية التالية:

- كيف أسهم الفكر المركب في إثراء الفكر الإقتصادي وصعود البراديغم الجديد لعلم الإقتصاد لدراسة أكثر واقعية لأشد الظواهر الإقتصادية تعقيدا كالأزمات المالية؟
- ما هي مضامين مفهومي الخطر والإستقرار في النظام المالي وفقا للمقاربة النظامية؟
- إلى أي مدى يعتبر الإطار المؤسسي والتنظيمي المعتمد للحفاظ على إستقرار النظام المالي الدولي بعد أزمة الـ Subprimes، وخاصة السياسة الإحترازية الكلية، كافية؟
- فيم تكمن المصادر الفعلية للخطر النظامي وعدم الإستقرار المالي في منطقة اليورو؟ وهل كانت مساعي الحفاظ على الإستقرار المالي مناسبة فيها؟

2. فرضيات الدراسة:

على ضوء ما تقدم يمكن صياغة الفرضيات التالية:

- ❖ **الفرضية الأولى:** إخفاق النظام المالي النيوكلاسيكي في التسيير الكفؤ للمخاطر المالية على المستوى الكلي فتح المجال لصعود المقاربة النظامية للخطر.
- ❖ **الفرضية الثانية:** استقرار النظام المالي مرهون باستيعاب مفهوم الخطر النظامي وطابعه متعدد الأبعاد والتطوري.
- ❖ **الفرضية الثالثة:** يمكن الإكتفاء بتدابير السياسة الإحترازية الكلية لضبط الخطر النظامي والحفاظ على الإستقرار المالي.
- ❖ **الفرضية الرابعة:** أزمة منطقة اليورو لا تقتصر على كونها أزمة ديون سيادية فقط وإنما هي أزمة نظامية.

3. أهمية الدراسة:

يعتبر الخطر النظامي والإستقرار المالي من الموضوعات التي يزيد الإهتمام بها عند كل أزمة، وذلك نظرا للإشكالية العميقة التي يطرحهما هذان المفهومان من حيث الطبيعة المركبة للأنظمة المالية وعلاقتها بالإقتصاد الحقيقي. ومع تنامي مظاهر اللأستقرار المالي الناتجة أساسا عن تفاقم مشاكل الخطر النظامي، والمرادفة كذلك لقصور جهاز الضبط المالي الدولي والوطني عن الوصول إلى هدف الإستقرار، زاد الإلحاح على ضرورة دراسة جانب الخطر النظامي وطبيعته، وهنا تكمن الصعوبة، حيث لا يمكن فهم الخطر في نظام مالي يتميز بالتركيب والديناميكية فهما دقيقا دون الإعتماد على المقاربة النظامية.

وتبرز أهمية الدراسة في مستويين:

« **المستوى المنهجي:** إخفاق المقاربات التقليدية في تفسير والتنبؤ بالأزمات المالية، استدعى حتمية "تجديد المقاربات والمفاهيم" لدراسة النظام المالي والظواهر المتعلقة به؛ والبحث عبارة عن محاولة للإنخراط في هذا المسعى وتكريسه؛

« **المستوى العملي:** المسار الخاطئ للإقتصاد الكلي المالي مثلما أوضحت الأزمات، وخاصة أن مقاربات الضبط الجزئية الفردية المتبناة لم تكن مناسبة نظاميا، وإنما هي نفسها كانت جزء من المشكلة. ومنه فإن الفهم الصحيح للعوامل التي يركز عليها الإستقرار المالي الدولي وتلك التي تهدد هذا الإستقرار، يُمكن من تطوير مقترحات وأطر تنظيمية وسياسية أكثر فعالية.

4. أهداف الدراسة:

تسعى هذه الدراسة لتحقيق جملة من الأهداف، نلخص أهمها فيما يلي:

- تتبع مسار النقاش الإبتيمولوجي لميلاد الفكر المركب وجذوره الفلسفية، وتأثيره على تطور علم الإقتصاد؛
- إبراز حدة الإختلالات التي يعاني منها النظام المالي الدولي في إطار تطبيق نظريات النسق النيوكلاسيكي؛
- توفير إطار مفاهيمي أكثر عمقا وشمولية للخطر النظامي والإستقرار المالي؛
- تسليط الضوء على مستجدات الضبط المالي وأليات عملها في الوقاية من الخطر النظامي والحفاظ على الإستقرار المالي؛
- تشخيص المصادر الفعلية لأزمة منطقة اليورو وطبيعتها النظامية، والتعرف على الإصلاحات المؤسسية والتنظيمية لإطار الإستقرار المالي النظامي في منطقة اليورو ومدى ملائمته للتحديات التي يواجهها الإتحاد النقدي الأوروبي.

5. منهج الدراسة:

- اعتمدت الدراسة على المقاربة النظامية كمنهجية عامة للفكر المركب والتي تحاول أخذ كل العناصر المكونة للنظام بعين الاعتبار دون التركيز عليها كوحدات وإنما على علاقات الارتباط والتفاعل بينها. تستند المقاربة النظامية نفسها إلى مناهج أخرى للوصول إلى الأهداف البحثية، وهي:
- **المنهج الإستقرائي التاريخي:** الذي يدرس الظاهرة من حيث تطورها التاريخي وذلك استنادا إلى الحقائق التاريخية الثابتة في مختلف المصادر، وقد استعمل عند التطرق للتطور الحاصل في ابستيمولوجيا العلوم

بصفة عامة وتأثيرها على علم الإقتصاد؛ وأيضاً عند سرد بعض التطورات التاريخية لمفاهيم خاصة بموضوع الدراسة؛

- **المنهج الوصفي التحليلي:** عند عرض التطورات الحاصلة في النظام المالي الدولي ومستويات الخطر فيه، وتقديم الأدبيات المناسبة لذلك، وأيضاً عند التحليل النظري لعلاقات الارتباط والتفاعل بين مكونات النظام المالي، وذلك للوصول إلى الأهداف المحددة للبحث وكذا النتائج والإقتراحات؛
- **منهج دراسة الحالة:** عند البحث في أبعاد الخطر النظامي في النظام المالي لمنطقة اليورو باعتباره محصلة تركيبية لأنظمة مالية وطنية متفاوتة التطور، ويتميز بخصائص فريدة ناتجة عن كونه إتحاد نقدي، ثم مساعي الحفاظ على الإستقرار المالي في هذه المنطقة على ضوء دروس الأزمة التي لا تزال تعاني من تداعياتها. وذلك بالإستعانة بالبيانات والمعلومات الواردة في التقارير الرسمية الصادرة عن الهيئات الأوروبية وصندوق النقد الدولي.

6. الدراسات السابقة:

اعتمدت الدراسة على مجموعة من البحوث والدراسات السابقة التي مثلت القاعدة المرجعية لأدبياته؛ نعرض أهمها ذات الصلة بالموضوع فيما يلي:

أولاً: مجموعة بحوث ودراسات مركز الخطر النظامي "Systemic Risk Centre/ SRC" التابع لكلية لندن للإقتصاد "London School of Economics/ LSE" والذي حمل على عاتقه محاولة الإجابة على سؤال سبب فشل مهنة الإقتصاد والمالية في منع (الحد) أو حتى التنبؤ بالأزمة المالية. **نذكر أهمها:**

❖ **دراسة: Jon Danielsson (2013)،** وبعض الفصول المُحيّنة على الخط (On-line chapters version 4.1)،

بعنوان: **"Global Financial systems: Stability and risks"**

كتاب أكاديمي (2013)، وتحيين إلكتروني لبعض فصوله (2016) صادر عن PEARSON Education Limited، United Kingdom.

ينصب تركيز هذا الكتاب على توضيح كيفية عمل النظام المالي الدولي، كيف بنى نقاط الضعف التي أدت إلى الأزمات، والخيارات السياسية المختلفة المتاحة للحكومات. كما تم تحليل الأنواع المختلفة من هشاشة النظام المالي بالرجوع للدروس المستفادة من الأزمات الماضية. قدم الكاتب مفاهيم أساسية خاصة بالإستقرار المالي مثل الخطر النظامي وخاصة الداخلي "endogenous risk"، الدور الأساسي للبنك المركزي، مفهوم السيولة متعدد الأوجه... وغيرها. هدف الكتاب إلى محاولة الإجابة عن جملة من الأسئلة منها: تحت أي

ظروف يمكن تحقيق الإستقرار المالي؟ كيف يمكن الإستفادة من دروس الأزمات السابقة للوقاية والحد من أزمات مستقبلية؟

❖ دراسة: Jean-Pierre Zigrand، (2014)، بعنوان:

“Systems and Systemic Risk in Finance and Economics”

ورقة بحثية خاصة رقم 01.

هدفت الدراسة إلى تأسيس قاعدة إبستمولوجية لمفهوم الخطر النظامي، مما يسمح بتمييزه عن غيره من أشكال المخاطر المالية. ويرى كاتبه أن الخطر النظامي هو مفهوم ينبغي تفسيره في سياق الأنظمة المركبة، ويعتبر أن هذا الخطر ليس خارجي فقط (صدمة خارجية)، لكنه كذلك هو الخطر الداخلي الذي ينشأ من قبل النظام ذاته، حتى لو كانت طريقة عمل النظام نفسه لا تتطوي على خطر. كما شاهد النظام باعتباره آلية عاملة وليس كما كان سابقا كحصيلة لأجزائه. استعمل الكاتب مفاهيم نظامية وشرحها من قبيل مغالطة التعميم، حلقات التغذية الرجعية... وتوصل إلى أن قياس الخطر النظامي يبقى دون جدوى نظرا لتعقيد الأنظمة المالية، وبدلا من ذلك ينبغي محاولة تحديد "اللاتأكد" النظامي.

❖ دراسة: Pawel Smaga، (2014)، بعنوان: “The concept of Systemic Risk”

ورقة بحثية خاصة رقم 05.

هدفت الدراسة إلى تحليل مفهوم الخطر النظامي، واستعرضت العديد من التعريفات لهذا الأخير في الأدبيات. حددت الدراسة كذلك العوامل التي قد تسهم في تراكم الخطر النظامي (البعد الزمني)، وانتشار العدوى (البعد عبر-القطاعي)، ووفرت مخططاً مفاهيمياً يربط هذه الظواهر والأبعاد. يسهل هذا المخطط من عملية تحديد مصادر الخطر النظامي والتخفيف اللاحق له من خلال تعيين التدابير الإحترازية المناسبة.

ثانيا: مجموعة من البحوث والدراسات باللغة الفرنسية، نذكر أهمها:

❖ دراسة: Jean-Claude Trichet، (Février 2011)، بعنوان:

“Les défis intellectuels qui se posent à l’analyse de la stabilité financière à l’ère de la surveillance macroprudentielle ”

مقال علمي في مجلة الإستقرار المالي الصادرة عن بنك فرنسا، العدد رقم 15.

تناولت الدراسة التحديات الفكرية الرئيسية المتعلقة بالأسس النظرية، النماذج التحليلية وأدوات التقييم التنظيمية لتحليل الإستقرار المالي، وطرق الكشف عن الخطر النظامي واحتوائه. أبرزت الدراسة المجالات التي ظهرت فيها التحديات الرئيسية لفهم الاستقرار المالي والخطر النظامي بشكل أفضل. وخلصت إلى الحاجة إلى

تعميق المعرفة بالأداء الأساسي للأنظمة المالية المعاصرة والمخاطر التي تولدها؛ تطوير نماذج تدمج التفاعلات بين عدم الاستقرار المالي وأداء الاقتصاد وتوسيع هذه النماذج لتقييم فعالية السياسات الاحترازية الكلية. أوصت الدراسة في الأخير أن تحقيق هذه الأهداف مرهون بإعادة توجيه الموارد المهمة في هذا الإتجاه لدى الأوساط الأكاديمية وصانعي القرار. إضافة إلى ضرورة إثراء طرق التفكير في مجال الاقتصاد والمالية، وأن لا تستند الأساليب الجديدة إلى مفهوم التوازن والعقلانية والكفاءة، وإنما ينبغي تجاوزها والانفتاح على المقاربات الناجحة في مجالات أخرى مثل العلوم الطبيعية، والاستفادة منها في هذا الصدد.

❖ دراسة: Olivier de Bandt و Françoise Drumetz و Christian Pfister، (2013)، بعنوان:

“Stabilité financière”

كتاب أكاديمي صادر عن de Boeck، كتب تقديمًا له Jean Tirole الحائز على جائزة نوبل للاقتصاد لسنة 2014.

هَدَفَت الدراسة إلى إلقاء الضوء على الأسس النظرية والتجريبية لمفهوم الاستقرار المالي، وتقييم قدرة الأدوات والسياسات والمؤسسات على الحد من تكلفة الأزمات من خلال مدى فاعليتها في الواقع. وذلك بالعودة إلى الأساسيات النظرية والملاحظات التجريبية عن أسباب وعواقب عدم الاستقرار المالي، والدروس التي يمكن تعلمها من التطورات الحديثة في الاقتصاد. قدمت الدراسة أيضا فحصا لأسباب وآليات انتشار أزمة الـ Subprimes، كما عَرَضَت تحليلا عن أزمة منطقة اليورو والإجراءات المتخذة لمحاولة إيجاد حلول لها، بما فيها إصلاح وتعزيز الإطار العام للاستقرار المالي.

❖ دراسة: Taryk Bennani وآخرون، (2017)، بعنوان:

“Politique macroprudentielle: Prévenir le risque systémique et assurer la stabilité financière”

كتاب أكاديمي صادر عن Pearson، فرنسا، وقد قَدَّمَ له كذلك Jean Tirole.

بيَّنت الدراسة أن أزمة الـ Subprimes هي نموذج جلي للأزمة النظامية، إذ أنها نشأت عبر مجموعة من الاختلالات الكبرى للنظام المالي التي انتشرت إلى الاقتصاد الحقيقي. وعرضت الدراسة ردود الفعل تجاه هذه الأزمة لمواجهة أضرارها سواء تلك التقليدية أو غير التقليدية؛ إلا أنها لم تكن بالنجاعة المطلوبة، مما أدى بشكل خاص إلى قرار مجموعة العشرين (G20) بإصلاح عميق للضبط المالي. ومنها اعتماد السياسة الاحترازية الكلية كأساس لتعزيز الاستقرار المالي، والتي تهدف إلى الوقاية والحد من الخطر النظامي. اقترحت هذه الدراسة - الموجهة خصيصا للتعريف بالسياسة الاحترازية الكلية - شبكة من التحليل لأركان الإطار الاحترازي الكلي، مع تسليط الضوء على قضاياها الرئيسية.

❖ دراسة: Jézabel COUPPEY-SOUBEYRAN et Salim DEHMEJ، (2017)، بعنوان:

“Le rôle de la politique macroprudentielle dans la prévention et la correction des divergences au sein de la zone euro”

ورقة بحثية لفائدة وحدة دعم الحوكمة الإقتصادية للبرلمان الأوروبي.

ركّزت الدراسة على الاختلافات الإقتصادية والمالية التي تعاني منها منطقة اليورو، وحاولت إبراز كيف يمكن للسياسة الإحترازية الكلية أن تساعد في معالجة هذا الأمر، من خلال تدخلها لضبط الدورة المالية وضمان سلامة المؤسسات النظامية وبالتالي التخفيف من الخطر النظامي ببعديه الزمني وعبر-القطاعي وتعزيز الإستقرار المالي.

ثالثا: مجموعة من البحوث والدراسات باللغة العربية، نذكر أهمها:

❖ دراسة: بوحديدة محمد، (2011)، بعنوان:

"النظام المالي الإسلامي -التجارب، التحديات والآفاق -"

كتاب صادر عن كليك للنشر، الجزائر؛ أصل الكتاب أطروحة دكتوراه علوم (2009)، كلية العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر.

هدفت الدراسة إلى الوصول إلى رسم المعالم الأساسية لنظام مالي إسلامي ينسجم أكثر مع التطلعات الإقتصادية والإجتماعية للدول الإسلامية، بعدما أوضحت ما آل إليه النظام المالي العالمي من أزمات مطردة. حاولت الدراسة الكشف عن مكونات هذا النظام المالي وكيف تؤثر في مختلف الوحدات الإقتصادية الفاعلة فيه مع اعتبار هذا الكل كمجموعة مركبة يصعب فصلها عن بعضها لدراسة أداء أجزائها المكونة لها. وترتبط الدراسة تفاعلات هذا النظام مع النظام المالي العالمي لإبراز فكرة التحليل النظامي الذي يحصل بين مختلف الأنظمة المتبادلة من خلال علاقات التأثير والتأثير.

❖ دراسة: ذهبي ريمة، (2012-2013)، بعنوان:

"الإستقرار المالي النظامي - بناء مؤشر تجميعي للنظام المالي الجزائري (2003-2011)"

أطروحة دكتوراه الطور الثالث، كلية العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير، جامعة قسنطينة 2، الجزائر.

حاولت الدراسة توضيح الإطار العام للخطر النظامي وآليات تشكله، وتحليل أهم النشاطات المالية ذات البعد النظامي. كما ركزت على إبراز نقائص الإستراتيجيات السابقة لإدارة هذا الخطر، ومن ثم تحليل الإتجاهات نحو المقاربة الإحترازية الكلية والتحديات التي تواجهها. وهدفت الدراسة إلى بناء مؤشر تجميعي لقياس الإستقرار

المالي الجزائري باستعمال قاعدة بيانات للفترة 2003-2011، وقد أظهر المؤشر ارتباط الإستقرار المالي النظامي الجزائري بشكل كبير بالتقلبات في أسعار النفط.

❖ دراسة: بونعاس شيماء، (2018-2019)، بعنوان:

"إشكالية إصلاح النظام المالي الدولي بين: نظرية التعديل والنموذج البديل"

أطروحة دكتوراه علوم، كلية العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير، جامعة باجي مختار - عنابة.

طرحت الدراسة إشكالية مدى قدرة المقاربات التعديلية على ضبط إنحرافات النظام المالي الدولي، وهل بإمكان الطرح البديل التكفل بأوجه القصور في النموذج المرجعي للمالية؟ وهدفت الدراسة إلى إبراز كيف أدى مسار تطور النظام المالي الدولي إلى التسريع من وتيرة وقوع الأزمات المالية الدولية، الأمر الذي يتطلب تحليل نوعي لمضامين المالية المرجعية وتبسيط الضوء على محدودية النماذج القياسية القائمة على فرضياتها. توصلت الدراسة إلى أن المقاربات المرجعية للمالية المعتمدة على النماذج التعديلية تتنافى وواقع الصدمات والأزمات المالية، ما دفع بالإقتصاديين والأكاديميين للبحث في الطروحات البديلة وبروز توجهات مختلفة في النمذجة، كطرح Mandelbrot، Taleb Nassim،... وغيرها، وهي طروحات تنتمي لمحاولة إسقاط نظرية الفوضى على المالية، وقد أثبتت جدواها.

أما بالنسبة للإضافة العلمية التي تسعى هذه الأطروحة للإسهام بها، فيمكن إيضاحها في مستوياتها

النظري والتطبيقي:

- **المستوى النظري:** محاولة تتبع الجذور الفلسفية لموضوع الدراسة والتعمق في أصوله الإبتيمولوجية لإبراز التطورات التي حدثت في علم الإقتصاد وتأثره بالمجالات العلمية الأخرى؛ ومن ثم إستعمال المقاربة النظامية المنبثقة عن الفكر المركب لدراسة الخطر في النظام المالي المعولم باعتبار أن التركيب هو خاصية متأصلة فيه. وبالتالي محاولة الإلمام بأبعاد الخطر النظامي وديناميكياته وآليات تفاعله، وصولاً إلى تحوله إلى أزمة نظامية. وبعدها رصد مستجدات التحول إلى المقاربة النظامية للإستقرار المالي الدولي والأفق الكلي للضبط المالي، دائما دون عزل النظام المالي عن النظام الإجتماعي والإيكولوجي الذي ينتمي إليه؛
- **المستوى التطبيقي:** حاولت الدراسة تقديم قراءة في المصادر الفعلية لأزمة منطقة اليورو والتي تعود جذورها إلى عيوب التصميم الأصلية للإتحاد النقدي المؤسس على الفكر النيوكلاسيكي. وركّزت على تشخيص الطابع النظامي لهذه الأزمة وأبعاد الخطر النظامي فيها كمصادر مستمرة لعدم الإستقرار المالي. وعرضت الدراسة الإصلاحات المؤسسية لإطار الإستقرار المالي النظامي في منطقة اليورو القائم على المقاربة

النظامية للضبط المالي والسياسة الاحترازية الكلية، كما قيّمت مدى ملائمة هذه الأطر الإصلاحية وبيّنت ضرورة تصحيح أخطاء تصميم الاتحاد النقدي الأوروبي لتعزيز الاستقرار المالي والإقتصادي المستدام.

7. حدود الدراسة:

يمكن تقسيم حدود الدراسة إلى حدود موضوعية، مكانية وزمانية، يمكن إيجازها فيما يلي:

الحدود الموضوعية: دراسة الخطر في النظام المالي المركب وسبل ضبطه دون الغوص في تفاصيل المخاطر الجزئية والفردية.

الحدود المكانية: تشمل الحدود المكانية الاتحاد النقدي الأوروبي (منطقة اليورو).

الحدود الزمانية: التغيرات التي شهدتها الأنظمة المالية اعتباراً من ثمانينات القرن الماضي، والتحولات التي طرأت عليها بعد أزمة الـ Subprimes إلى غاية سنة 2018. مع التركيز بشكل خاص على الفترة 2010-2015 لأنها تمثل أوج أزمة منطقة اليورو والتفاعل بين حلقاتها الثلاث [البنكية، السيادية والحقيقية] والتوجه نحو تفعيل الحلول النظامية.

8. هيكل الدراسة:

لتحقيق أهداف الدراسة، والإجابة عن الإشكالية الرئيسية والأسئلة الفرعية التي أثارناها فيما سبق، واختبار الفرضيات المقدمة وتحليلها، ارتأينا تقسيم الدراسة إلى أربعة فصول، حاولنا من خلالها الإلمام بكل جوانب البحث، مع الحرص قدر الإمكان على الترابط والتسلسل المنطقي للأفكار، وجاء هيكل الدراسة كالآتي:

مقدمة عامة لموضوع البحث، اشتملت على كل من الإشكالية الرئيسية، التساؤلات الفرعية وفرضيات الدراسة، إضافة إلى العناصر الأخرى.

يعتبر الفصل الأول الذي جاء بعنوان "قراءة في إسهام الفكر المركب والمقاربة النظامية في إثراء الفكر الإقتصادي" بمثابة فصل تمهيدي لتوضيح الإطار الإبتيمولوجي والمفاهيمي للمقاربة النظامية كمنهجية لدراسة "الأنظمة المركبة"، وذلك بالتعرف على الجذور الفلسفية والمنطلقات الفكرية للفكر المركب ومسار صعوده. وبعدها تقديم قراءة عامة في مدى تأثير هذا الفكر على تطور علم الإقتصاد، وظروف تسريع وتيرة تحقيق التوافق حول ضرورة التحول نحو النسق الإقتصادي الجديد بدلا من النسق النيوكلاسيكي.

ينصب اهتمامنا في الفصل الثاني المعنون بـ "مصفوفة الخطر في النظام المالي المركب" على إبراز خصائص التركيب في الأنظمة المالية المعاصرة والنظام المالي الدولي، المقترحات النظرية النيوكلاسيكية لتسيير الخطر فيها وأسباب إخفاقها، ومن ثم الطبيعة الفعلية للخطر في النظام المالي المركب ومفهوم الخطر النظامي وأبعاده، مع التركيز على البعدين الرئيسيين الزمني وعبر-القطاعي وديناميكية التفاعل بينها، وصولاً إلى الأزمات النظامية، وأزمة الـ Subprimes كنموذج عنها.

سعى الفصل الثالث الذي جاء بعنوان "المقاربة النظامية للإستقرار المالي والأفق الإحترازي الكلي للضبط المالي" إلى تفسير جوهر ومضامين مفهوم الإستقرار المالي في إطار المقاربة النظامية، والذي تبين حتمية الإعتماد على السياسة الإحترازية الكلية كاستجابة مستجدة لضبط الخطر النظامي؛ ثم معاينة آفاق إصلاح النظام المالي الدولي وتعزيز استقراره النظامي بتكريس التحول إلى النموذج الجديد للمالية.

الفصل الرابع بعنوان "الخطر النظامي، السياسة الإحترازية الكلية والإطار العام للإستقرار المالي في الإتحاد النقدي الأوروبي على ضوء دروس أزمة منطقة اليورو"، تناول إشكالية الحفاظ على الإستقرار المالي النظامي في منطقة اليورو على ضوء دروس الأزمة النظامية التي شهدتها وبلغت ذروتها في الفترة 2010-2015، وضرورة التعمق في مصادرها الفعلية بتحديد مكامن الخلل الأصلية مع التركيز على الإعتبارات الخاصة التي تفرضها الدراسة لسياق الإتحاد النقدي الأوروبي.

أخيراً، تضمنت الخاتمة نتائج الدراسة، اختبار الفرضيات، مجموعة من الإقتراحات والآفاق البحثية.

الفصل الأول

قراءة في إسهام الفكر المركب والمقاربة النظامية

في إثراء الفكر الإقتصادي

تمهيد:

رغم التطورات الهائلة والفتوحات العلمية التي شهدتها العالم بفضل الفكر الكلاسيكي، إلا أن الثورة العلمية اللاحقة كشفت حتمية تجاوز قيود وفرضيات هذا الفكر المبنية على ابستيمولوجيا التبسيط والإختزال والرؤية الميكانيكية الجامدة والإعتماد على المقاربة التحليلية كمنهجية. إن إدراك خاصية تركيب (تعقيد) الأنظمة المحيطة بنا (البيولوجية، الإقتصادية، الإجتماعية، الإصطناعية...) والوعي بأهمية بناء معرفة لا تتجاهل هذا التركيب بل تتأسس عليه، هو ما دفع إلى صعود الفكر المركب كنسق فكري له ابستيمولوجيته الخاصة وتطبيقاته الكثيرة والمتنوعة؛ وذلك باستعمال المقاربة النظامية وأدواتها لدراسة هذه الأنظمة المركبة.

ترك الفكر الكلاسيكي بصمته الواضحة في كل الفروع العلمية، ومنها علم الإقتصاد الذي تأثرت مفاهيمه ونظرياته بفلسفة هذا الفكر؛ ومن ثم تبلور معالم علم الإقتصاد التقليدي أو ما يعرف بالنسق (Paradigm) النيوكلاسيكي ذو المرتكزات الإختزالية والصياغة الرياضية التبسيطية. حمل هذا النسق بداخله بذور الإعتراضات الأولى، بالموازاة مع صعود أعمال فكرية متأثرة بالتطورات الحاصلة في الحقول العلمية الأخرى مُشكّلة بؤادر التوجه نحو جديد نسق لعلم الإقتصاد؛ ومع ذلك فقد ظل النسق النيوكلاسيكي هو السائد. تصاعد التشكيك في علم الإقتصاد التقليدي وقدرته التفسيرية والتنبؤية في أعقاب الأزمة المالية العالمية لسنة 2008. بكشفها عن حدود النظريات الإقتصادية التقليدية السائدة، أجبرت الأزمة الإقتصادية على ضرورة التخلي عن قيود النيوكلاسيكية وانفتاح الفكر الإقتصادي على حقيقة الواقع المركب والديناميكي والإستفادة في دراسته بما توصل إليه الفكر المركب، والعمل على تكريس التحول نحو البراديجم الجديد لعلم الإقتصاد.

نتتبع من خلال هذا الفصل مسار صعود الفكر المركب ومقاربتة النظامية بالعودة إلى الأسس الفلسفية التي يرتكز عليها؛ وبعدها تقديم قراءة عامة في مدى تأثير هذا الفكر على تطور علم الإقتصاد، وظروف تسريع وتيرة تحقيق التوافق حول ضرورة التحول نحو النسق الإقتصادي الجديد. وذلك من خلال المبحثين التاليين المكونين لهذا الفصل وهما:

المبحث الأول: مدخل مفاهيمي وابستيمولوجي للفكر المركب والمقاربة النظامية

المبحث الثاني: تأثير الفكر المركب والمقاربة النظامية على تطور علم الإقتصاد

المبحث الأول: مدخل مفاهيمي وإبستمولوجي للفكر المركب والمقاربة النظامية

إن الإدراك المتزايد للطبيعة المركبة للأنظمة المحيطة بنا بمختلف أنواعها، واشتداد هذا التركيب في العالم المعاصر بفعل زيادة الترابطات والتفاعلات، أدى إلى رفع الوعي بشأن ضرورة عدم تجاهل هذا التركيب وإنما الإنطلاق منه لبناء معرفة إنسانية أكثر واقعية. وهو ما دفع إلى صعود الفكر المركب كنموذج فكري له إبستمولوجيته الخاصة وتطبيقاته الكثيرة والمتنوعة. ومع قصور المقاربة التحليلية كمنهجية عن فهم وتفسير الظواهر المركبة، ظهرت المقاربة النظامية كمنهجية بديلة لدراسة الأنظمة باعتبار التركيب ميزتها الأساسية.

المطلب الأول: إبستمولوجيا(*) الفكر المركب

يمثل الفكر المركب نموذجاً فكرياً جديداً تولّد عن حدود العلوم التقليدية وتطورها معاً، فهو لا يتخلّى تماماً عن مرتكزات العلم الكلاسيكي وإبستمولوجيته الوضعية، ولكنّه ينقدها بواقعية ويعيد إدماجها في سيروية أوسع وأشمل لإثراء المعرفة الإنسانية بعلم يعكس الواقع ويستجيب لتطلعاته.

أولاً- تجاوز مرتكزات الفكر العلمي الكلاسيكي والإبستمولوجيا الوضعية:

منذ القرن السابع عشر وبفضل René Descartes (1596-1650)، أصبحت الوضعية (positivisme)(**) منذ القرن التاسع عشر والنصف الأول من القرن العشرين العصر الذهبي لها؛ وهو التطور ذاته في العلوم الذي أدّى إلى ظهور البدايات الأولى لطرح التساؤل حول عبارة التركيب خاصة.

1- الإبستمولوجيا الوضعية والعقلانية العلمية:

تشكلت الوضعية كإبستمولوجيا مُهيمنة على العقلانية العلمية "الكلاسيكية" المعاصرة بعد فترة مخاض طويلة قامت على القطيعة الثقافية للقرن السابع عشر. عرفت الوضعية نُسختها الأكثر كمالاً مع Auguste Comte (1798-1857)؛ إلا أنّ جذورها ترجع إلى الفلسفة الإغريقية.

(*) الإبستمولوجيا (épistémologie): تُعرّف في التقليد الفلسفي للغة الفرنسية كنظرية العلم في العموم فنقول إبستمولوجيا علم الفيزياء، الكيمياء، الأحياء أو حتى المنطق؛ هذه الأخيرة "إبستمولوجيا المنطق" تقترب من التعريف الأنجلوساكسوني الذي يهتم بمختلف أشكال الفكر المنظور لها من خلال نظرية المعرفة. وهي نظرية تبحث عن فهم أسس المعرفة، تطورها، موضوعها، غاياتها وأهدافها؛ وقد برز مصطلح "إبستمولوجيا" كفلسفة للعلوم (philosophie des sciences) خاصة مع Bachelard.

(**) وضعية (positivisme): فلسفة Auguste Comte التي يقصر اهتمامها على الظواهر والوقائع اليقينية، مهملة كل تفكير تجريدي في الأسباب المطلقة، وهي كل فلسفة تعتمد على معرفة الوقائع وعلى التجربة العلمية.

لا يمكن فهم ميلاد الوضعيّة إلا إذا أخذ في سياق النقاش الفلسفي اللامتناهي الذي لم يتوقف عن التقابل منذ جذور الفلسفة الإغريقية أي منذ الفيلسوفان أفلاطون وأرسطو (Platon et Aristote). ركّز أفلاطون على التمثّل (تكوّن الصور الذهنية وتوالدها)، بالنسبة له الحقائق المدركة بالعقل (لا بالحواس) والتي يمكن للإنسان أن ينفذ ويتوصل إليها مباشرة من خلال الفكر هي أكثر "صحة" من الحقائق المدركة بالحواس والتي ليست إلا صور متدرجة. ينطلق مسعى أرسطو، عكس ذلك، من ملاحظة الوقائع أي من التجربة الحسية. فهو يبحث، من خلال التجريد، عن اكتشاف ما وراء مظهر الأشياء عن حقيقة أولى مخفية ولكنها جوهرية، شكل يُعطي معنى لما هو قابل للملاحظة. تم إيجاد عبارات أو مفاهيم لتفكير منطقي يركز على المنطق الشكلي ويبحث بعد ذلك عن التمهّل في نظرية متناسقة وشاملة.⁽¹⁾

انتصرت الأفلاطونية في الغرب المسيحي في الألفية الأولى تحت تأثير علماء الدين مثل Augustin الذي نجح في إعطاء مظهر للنقاش المسيحي. في حين أن الغرب أعادوا اكتشاف أرسطو مرة ثانية في القرن الثاني عشر مقادراً بتعليقات العرب أو مقروءاً مباشرة من المؤلفات الإغريقية المجلوبة من الحملات، فكان التأثير الفكري كبير حيث ربط الكثير من علماء الدين اسمهم بقراءة مسيحية لأرسطو كـ Thomas و Albert le Grand و d'Aquin.

موازاه مع هذا الحوار الإبستمولوجي، إعادة إكتشاف أرسطو سيكون أكثر تحفيزاً خاصة بالنسبة للغرب المسيحي الذي عرف بين القرنين الحادي عشر والرابع عشر تحوّلًا تكنولوجياً واقتصادياً هائلاً حيث صنفه التاريخيون على أنه ثورة صناعية أولى. بإلحاحه على تفوق الملاحظة والتجربة، منح مذهب أرسطو إطاراً فعلياً من الشرعية لأعمال عدة باحثين "تكنولوجيين" ناشطين، وقد تم وضع علاقة واضحة بين النظرية والملاحظة. ما عُرفوا بعد حين على أنهم ميكانيكيين، علماء فلك، كيميائيين، أقدموا على استغلال التجريب (L'empirisme) في الفنون والمهن لخدمة المعرفة؛ استعملت المناهج الإستقرائية لإيجاد وبناء نظريات وإخضاعها للاختبارات التجريبية لفحصها والتي تبدأ بتعيين المراحل والشروط. هنا أين الخطأ المحدود للأدوات التكنولوجية المتطورة نوعاً ما والصياغة الرياضية الدقيقة كافية للسماح بالقياس الكمي (quantification) وإيجاد قواعد وصيغ أولية تجريبية مُفصّلة، مما سمح لأرسطو بالذهاب بعيداً بمسعى ملاحظته ومكّن الملاحظين التكنولوجيين لعصر النهضة من إحراز تقدّمات باهرة. يمكن أن يتبين جيداً ميلاد هذا المسعى العلمي "المعاصر" من خلال تطور علوم الفلك خلال الثلاثة قرون اللاحقة. ما يلفت الإنتباه في هذا التاريخ هو الغليان الهائل، حتى لا نقول اللبس، في الأفكار والمراجع الفلسفية لمختلف المفكرين. حاول Descartes أن يخرج الفكر الغربي من مثل حالة

⁽¹⁾ Gérard Donnadiou, (2004): *Systémique et science des systèmes: Quelques repères historiques*, <http://www.afscet.asso.fr/HistoireSystémique.pdf>, p 01.

الغموض هذه الغنية بالنقاشات، حيث دشنت أعماله وكتابه الشهير "مقال في المنهج" (1637) حقيقة العلم الكلاسيكي".⁽¹⁾

شهد القرن السابع عشر، في عدة عشرينات منه، بناء تصور جديد للعالم والذي لم يرافق ما يسمى حالياً بالميكانيكية الكلاسيكية فحسب، ولكنه سمح بازدهار ونمو العلم المعاصر في فتحه الفكري والتقني لحقيقة خارجية عن الإنسان. إذا شكّل مقال في المنهج ميلاده، فإن مؤلف Isaac Newton (1687) بعنوان *Philosophiae Naturalis Principia Mathematica* كان نقطة الإنطلاق بلا منازع. لقد أسس Newton (1642-1727) الميكانيكية الكلاسيكية فعلياً، والتي لم تبلغ تطورها الكامل إلا مع Lagrange (1736-1813)، Laplace (1749-1827) و Hamilton (1805-1865)، وهذا بفضل الحساب التفاضلي الذي أنشأه Leibniz. من خلال أعماله على الضوء، كان Maxwell (1831-1879) أصل الفيزياء المسماة كلاسيكية والتي جمعت الميكانيك، البصريات والكهرباء، حيث أصبح مُنظراً كبيراً فيها؛ وهي الفيزياء التي هيمنت طيلة نهاية القرن التاسع عشر والنصف الثاني من القرن العشرين. في فورة المسعى التحليلي لـ Descartes، دشّن Newton منهجية عملياتية يمكن تسميتها بـ "ذرية" (*) *atomistique* لأنها تشتمل على تحليل وفصل كل حقيقة تُدرّس إلى عناصرها أو مكوناتها "الذرية" لبناء بعد ذلك النموذج من خلال "الجمع والإجمال" *sommation*. منذ Descartes ولحد تلك الحقبة بقي العلم استقرائي ويعتمد على اختبار الفرضيات (*inductive et abductive*)، ولكنه مع Galilée، Copernic، Léonard de Vinci اصطبغ بشدة بالعقلانية الإستنتاجية؛ تلك العقلانية التي ستمجّد لاحقاً وتُرفع إلى درجة "فكر وحيد" حقيقي من طرف فلاسفة وعلماء قرن الأنوار، ثم من طرف الفلسفة الألمانية لـ Kant وHegel.⁽²⁾

كلمة "وضعية" *positivisme* هي كلمة مبتكرة من قبل Auguste Comte عند إعداداته لدرس الفلسفة اليقينية (الإختبارية/ التجريبية)، ثم أسس بعد ذلك الجمعية الوضعية الفرنسية (*La société positiviste de France*) في 08 مارس 1848. تُقدم الوضعية على أنها مشروع ضخم لفلسفة العلوم مؤسس على تصنيف

(1) DuyKhanh Pham, (1999): *La systémique et l'intervention historique de la systémique 1920-1998*, Presses de l'Université de Montréal et Fidès, Volume: *L'approche systémique en santé mentale*. https://www.academia.edu/7826503/LA_SYST%C3%89MIQUE_ET_LINTERVENTION_HISTORIQUE_DE_LA_SYST%C3%89MIQUE_1920-1998_1.pdf, p 08.

(*) ذرية (Atomisme): مذهب الذرة القائل بأن المادة مؤلفة من ذرات فردية، وأن الأجسام تتكون ونقصد باجتماع هذه الذرات وافتراقها، وأن الظواهر تتحلل في النهاية إلى عناصر بسيطة.

(2) Gérard Donnadiou, (2004): *Op.Cit*, p p 02-03.

ينطلق من علوم المادة (الفيزياء، الكيمياء ...) ويشمل علوم الحياة (بيولوجيا، علم النبات، علم الحيوان ...)، ومن ثم يتناول العلوم الاجتماعية (علم النفس، علم الاجتماع ...).⁽¹⁾

تكمّن أهمية مشروع Comte في تطبيقه لطرق رياضية واعتماده على البرهنة على كل الحقل الواقعي المادي، الاجتماعي والإنساني. لم يستعمل Comte الرياضيات دون قيد أي بشكل مطلق وإنما أدرك جيداً حدودها، وخاصة عندما يتعلق الأمر بعلوم الحياة والعلوم الاجتماعية، ولكنه يعتقد أن الملاحظة الأحسن تسييراً والمرفقة بمنطق استنتاجي مرتكز بقوة على مبدأ السببية تسمح بأخذ معرفة صحيحة عن الموضوع المصمم كمجموع مغلق لعناصر مادية منفصلة عن القائم بالملاحظة (le sujet) وتخضع كلياً بفضل هذا لعمل هذا الأخير، وبهذا التصور ينبغي أن تلقى الطبيعة تفسيراً عقلانياً ويميل كل الواقع ليصبح عقلانياً.

بعد Auguste Comte استشهد سلسلة من العلماء والفلاسفة المنطقيين بمسعاها، فالبعض منهم والذين يصنفون كـ "وضعيين جدد" néo-positivistes قاموا بتعديلات جوهرية على فكره في بداية القرن العشرين. ومع تصحيحها وتنقيحها وإعادة شرحها، بقيت الوضعية الكونتية الإطار المرجعي لفكر الكثير من العلميين، إطار مسلم به ولا يقبل النقاش لاسيما وأن التأمل الإستمولوجي لا يُشكّل بالنسبة لهم الإهتمام الحقيقي.⁽²⁾

2- نقد مرتكزات الفكر العلمي الكلاسيكي وتجديد الإشكالية العلمية:

بُني الفكر العلمي الكلاسيكي على ثلاث مرتكزات هي: "الترتيب/الانتظام l'ordre"، "القابلية للإنفصال" و"العقل". والحال أن أسس كل واحد منها قد تزعزع بسبب تطورات العلوم ذاتها التي بُنيت في الأصل على هذه المرتكزات الثلاث.

نشأ مفهوم "الانتظام" وهو المرتكز الأول للفكر الكلاسيكي عن التصور الحتمي والميكانيكي للعالم، وعليه كان اللانتظام الظاهر نظام خفي يتطلب الإكتشاف. ومعناه أن الوجود يخضع لنظام ثابت فمن باب أن العلم مؤسس على تفسير للظاهرة التي أمامه فيلزم افتراض أن كل ظاهرة يقف وراءها شروط وأسباب لا بد من معرفتها والبحث عنها، وإزاحة هذا المرتكز يعد إنكاراً للحتمية وبدونه لا يمكن تعميم الحكم ولا التنبؤ بالمستقبل.

تم التشكيك في فكرة الانتظام الكلي أولاً من قبل الديناميكا الحرارية (thermodynamique) التي اعترفت بوجود اضطراب جسيمي غير منظم في الحرارة، ثانياً من قبل الفيزياء الجزيئية، ثالثاً من طرف الفيزياء الكونية وحالياً من طرف فيزياء الفوضى.

⁽¹⁾ DuyKhanh Pham, (1999): Op.Cit, p 09.

⁽²⁾ Gérard Donnadiou, (2004): Op.Cit, p 5-7.

أما **المرتکز الثاني للفكر الكلاسيكي** فهو مفهوم "القابلية للإنفصال" الذي يناظر المبدأ الديكارتي، مفاد هذا الأخير أن دراسة الظاهرة أو حل المشكل يستلزم تفكيكه إلى عناصر بسيطة. تُرجم هذا المبدأ في المجال العلمي من جهة إلى التخصص ثم إلى التخصص الدقيق في الميادين المعرفية، ومن جهة أخرى إلى فكرة إمكان اعتبار الواقع الموضوعي بغض النظر عن الملاحظ.⁽¹⁾

انتقد Pascal الإختزالية التحليلية وإدعائها تفسير المجموع من خلال عناصره حيث كتب: "كل الأشياء هي مُسَبَّبة ومتسببة، مُعينة ومُستعينة، وسيطة أو مباشرة، تتداعم كلها برابط طبيعي وغير محسوس الذي يربط الأكثر تباعدا والأكثر إختلافا، من المستحيل معرفة الأجزاء دون معرفة الكل، وكذلك لا يمكن معرفة الكل دون معرفة خاصة بالأجزاء".⁽²⁾

هناك ميزة أخرى للقابلية للإنفصال هي التمييز بين الملاحظ والملاحظة، غير أن الفيزياء المعاصرة قد أعادت النظر فيها، فكما بيّن Heisenberg في الفيزياء المجهرية أن الملاحظ يتفاعل مع ملاحظته.

إن **المرتکز الثالث لأسلوب التفكير الكلاسيكي** هو المنطق الإستقرائي-الإستنباطي التماثلي (La logique inductive-déductive-identitaire) الذي يكافئ العقل المطلق. كان العقل الكلاسيكي يقوم على المبادئ الثلاثة: الإستقراء والإستنباط والهوية (أي رفض التناقض).

وجهت أول ضربة للإستقراء، الذي يسمح باستنتاج قوانين عامة من حالات جزئية، من طرف Karl Popper؛ فقد أصاب Popper عندما أقر باستحالة استنتاج قانون عام من قبيل "كل جع أبيض" لمجرد أننا لم نجد أبدا بجعا أسود. لاشك في أن للإستقراء قيمة تفسيرية لكن ليس له قيمة البرهان القاطع. يبين برهان عدم التمام (أو النقص) (l'incomplétude) لـ Kurt Gödel أن النظام الإستنتاجي المصاغ لا يستطيع البرهنة بإطلاق على صحته ذاتيا. والشيء نفسه برهن عليه Alfred Tarski في المنطق الدلالي: لا نظام يتوفر على الوسائل الكافية لتفسير ذاته. من الممكن أن نجد في بعض الحالات برهانا أو تفسيرا في الأنظمة الفوقية، لكن هذه الأخيرة تتضمن هي نفسها ثغرات. أخيرا، أدت تطورات بعض العلوم من قبيل الفيزياء الذرية أو الفيزياء الكونية، بشكل تجريبي وعقلاني، إلى تناقضات يستحيل تجاوزها كما هو حال الطبيعة المتناقضة الظاهرة للذرة (موجة/جسيم)، وتلك الخاصة بأصل الكون والمادة والزمان والمكان.

⁽¹⁾ إدغار موران، (2009): **نحو براديغم جديد**، ترجمة وتقديم: يوسف تيبس، مجلة رؤى تربوية، العدد 29، مؤسسة عبد المحسن القطان، المملكة المتحدة، ص 119، بتصرف.

⁽²⁾ Gérard Donnadieu, (2004): Op.Cit, p 8.

هكذا، وعلى الرغم من أننا لا نستطيع الإستغناء عن المنطق الإستقرائي -الإستنباطي -التمائلي، فإنها ليست مع ذلك سبيلاً لليقين والبرهان المطلقين.⁽¹⁾

زحزحت تطورات العلوم المعاصرة المرتكزات الثلاث للعلم الكلاسيكي: الإنتظام، القابلية للإنفصال والعقل المطلق، فانعكس ذلك على أسلوب التفكير العلمي. وعليه كيف سيكون التقدم في عالم لم يعد الإنتظام فيه مطلقاً، وحيث القابلية للإنفصال محدودة، أما المنطق فيشمل في ذاته ثغوراً؟ هذا هو الإشكال الذي أدى إلى ميلاد وصعود الفكر المركب.

ثانياً - ابستيمولوجيا التركيب:

تمّ بناء الفكر المركب خلال النصف الثاني من القرن الماضي، لم يحدث هذا دون مواجهة صعوبات بمأنه اصطدم ولا يزال يصطدم مع عادات التجزيء والفصل بين الاختصاصات الراسخة في الأدبيات الأكاديمية. كذلك وجد الفكر المركب نفسه مكبوحاً بنمط التعليم والثقافة المحيطة الملتزمان كثيراً بالديكارتيّة والوضعية. ورغم هذا نجح الفكر المركب في أن يوجد له مكانة، وهو فصاعداً له مختصيه، مجلاته الدورية، مؤتمرات، ملتقيات ... تكمن مشكلته الرئيسية اليوم دون شك في تفادي تحوله إلى اختصاص من بين الاختصاصات الأخرى، وأن يحافظ على طابعه التداخلي بين الاختصاصات، التماثلات الخصبة والانتقالات الجريئة.

ولكن مع تطويرهم التدريجي والبراغماتي غالباً لمنهجيتهم، لم يحسب المفكرون الرواد أنهم يقومون ببناء لبنة بلبنة لطريقة جديدة لرؤية الأشياء ومعرفة الواقع، باختصار بناء ابستيمولوجيا ضمنية مختلفة بقوة عن العقلانية والتي تهيمن فلسفتها منذ ما يزيد على ثلاثة قرون على معظم العلوم. وبفضل جهود هؤلاء زاد الوعي وظهر نقاش ابستيمولوجي وأخذ شكلاً، تمحور هذا النقاش بسرعة حول رهانات محددة بدقة.⁽²⁾

كان إدغار موران (Edgar Morin) أحد فلاسفة القرن العشرين الذي حاول قراءة معطيات العالم ونتائجه، ليس انطلاقاً من الإبستيمولوجيا الكلاسيكية الإختزالية، بل انطلاقاً من التفكير في ابستيمولوجيا جديدة هي ابستيمولوجيا التركيب، وبراديجم جديد هو براديجم التركيب.

عبارة Edgar Morin حين قال "التركيب يستدعي الإستراتيجية" هو تأمل قوي، فعلاً فـ"النظامية والفوضى" هما في قلب التركيب، مما يستلزم وضع استراتيجي بهندسة متغيرة؛ استراتيجية "ترابط" (reliance) لربط، دمج، تفريق وتوحيد في نفس الوقت، نسج وجدل - في ظل تنوع وتعقيد الوضعيات والظواهر التكنولوجية، الطبيعية

⁽¹⁾ إدغار موران، (2009): مرجع سبق ذكره، ص ص 119-120، بتصرف.

⁽²⁾ Gérard Donnadiou, (2004): Op.Cit, p 20.

والإنسانية- لإستراتيجية لعب على الأصعدة الجزئية-الكلية. لن يكون للمعارف العلمية والخبرات التكنولوجية معنى أساسي إذا لم تفسح المقاربة الكلاسيكية (بإدعاءاتها الحتمية، منطقياتها التفسيرية السببية وقدرتها على التنبؤ) المجال لمقاربة جديدة. يمكن للنظرة الموازية للتركيب التي تدمج التناقضات والتصارعات، التساؤلات ولا تماثل الأشكال، الوظائف، الفضاء والزمان.. أن تتطور وتتشعب حسب زمانية لانعكاسية (temporalité irréversible)؛ وهو قلب فكر Edgar Morin ومفهومه "Unitax Multiplex". قبل هذا، أكد Gaston Bachelard في نظريته للمعرفة أن العبقرية العلمية عليها دوماً أن تواجه غير المتوقع واللايقين والعشوائية. وهو نفس موقف Karl Popper وابستمولوجيته المركزة على مفهوم "الدحض réfutation". تشهد هذه الهوية الفلسفية لوجهة النظر والموقف العلمي على فائدة الفعل النقدي في كل مسعى علمي.⁽¹⁾

كشف التركيب من جهة أخرى أنه لا يمكن تناول المعرفة العلمية انطلاقاً من أسلوب التبسيط والإختزال، بل لابد من رؤية جديدة للتعامل مع الواقع، من ابستمولوجيا جديدة تأخذ في حساباتها هذه التطورات، من هنا كان العقل العلمي بحاجة إلى براديغم جديد يستوعب هذا التركيب، ولم تكن هذه الإبستمولوجيا سوى الإبستمولوجيا المركبة، ولم يكن هذا البراديغم سوى براديغم التركيب. يعتبر الإهتمام بهذه الإبستمولوجيا ضروريا لفهم هذا التحول في التصور العلمي والذي يعتبر إطاراً مرجعياً لفهم حقيقة المعرفة العلمية المعاصرة وما تتناوله من ظواهر ديناميكية لاختطية.

المطلب الثاني: الأسس النظرية للفكر المركب

حدث تغيير في المناخ الفكري العالمي بعد الحرب العالمية الثانية، فاشتهد بناء النماذج والتعميمات المجردة. تبعت عدّة حركات علمية كبرى خطوط فكرية موازية للفكر الكلاسيكي السائد وشكلت الأسس النظرية للفكر الصاعد، يمكن ذكر أبرزها وهي:

- علم التحكم لـ Wiener - نظرية المعلومات لـ Shannon - النظرية العامة للأنظمة لـ Bertalanffy
- نظرية الفوضى للكثير من الرواد كـ (Poincaré, Boltzmann, Einstein, Prigogine, Atlan, Lorenz, Mandelbrot, Feigenbaum,...) والتي ترجمت النزعة الواضحة للفكر "المركب" الجديد.

⁽¹⁾ Aziz Belkhatir, (Septembre 2010): **Système, complexité, lois du chaos et MCR: Nouveaux Concepts et construits pour une science du danger en devenir**, <http://docplayer.fr/27476472-Systemie-complexite-lois-du-chaos-et-mcr-nouveaux-concepts-et-construits-pour-une-science-du-danger-en-devenir-.pdf>, p 04.

أولاً- علم التحكم (Cybernétique) لـ Wiener:

اشتهر علم التحكم بعد ظهور نظرية الديناميكا الحرارية (théorie thermodynamique) التي تقوم على المبدأ الشهير لـ Lavoisier: "لا يُفقد شيء، لا يُخلق شيء، الكل يتحول"؛ بين Carnot Sadi أن هذه التحولات (مثلاً سائل/ بخار) تستهلك الطاقة التي تأخذها من محيط الآلة (البخارية). في سنة 1850 أثبت Clausius أنه عندما تكون هناك تغيرات سينشأ لانتظام يسمى "قصور حراري entropie". بين Wiener Norbert سنة 1948 كيف يمكن تسيير والتحكم في هذه التغيرات والسيطرة عليها، علاوة على ذلك مراقبة التغيرات (باستعمال مقياس حراري thermostat) يفترض السيطرة على المعلومات عن حالة النظام (درجات الحرارة) والتفاعلات بين النظام ومحيطه، وذلك بزيادة أو الحد من التبادلات، وهذا ما يُعرف بـ "الضبط la régulation". علم التحكم (cybernétique) هو دراسة الضوابط ضمن النظامية (intra-systémiques) أي داخل الأنظمة ذاتها.⁽¹⁾

وهو يمثل نظرية في حد ذاتها للآلات المستقلة، فقد خرقت فكرة رد الفعل الرجعي (rétroaction) التي أدخلها Wiener مبدأ السببية الخطية (la causalité linéaire) عندما استبدلها بفكرة السببية الدائرية (causalité en boucle)، أي السبب يؤثر في المسبب، وهذا بدوره يؤثر في السبب؛ كما أن الضبط يسمح باستقلالية الآلات.⁽²⁾

ثانياً- نظرية المعلومات لـ Shannon:

هي أداة لمعالجة اللاتأكد وغير المتوقع. يسمح مفهوم المعلومة بالدخول في عالم يوجد فيه الإنتظام (التكرار) واللاتنظام (الضجيج) وأن يستخرج منه الجديد (المعلومة ذاتها). إضافة إلى أن المعلومة يمكن أن تتخذ صيغة تنظيمية أي تُبرمج في آلة ذاتية التحكم فتصبح المعلومة هي ما يتحكم في الطاقة وما يمنح الآلة الإستقلالية.⁽³⁾

نظرية المعلومات هي نظرية إحصائية للاتصال، يعود العرض التركيبي لهذه النظرية لـ Claude Shannon المهندس في BELL Telephon، وهي تقود إلى دراسة من جهة المعلومة نفسها (كمية المعلومات، القصور الحراري) ومن جهة أخرى خصائص القنوات (الإمكانات)، وأخيراً العلاقة الموجودة بين المعلومات المحولة والقناة المستعملة من أجل الإستخدام الأمثل لها. يمكن اعتبار نظرية المعلومات كنظرية ذات معنى واسع.

⁽¹⁾ Guy Turchany, (2008): **La théorie des systèmes et systémiques: Vue d'ensemble et définitions**, <https://inventin.lautre.net/livres/Turchany-Theorie-des-systemes.pdf>, p 20.

⁽²⁾ إدغار موران، (2009): مرجع سبق ذكره، ص 120، بتصرف.

⁽³⁾ نفس المرجع، ص 120.

تعمل نظرية المعلومات على تمثيل عملية الإتصال -مهما كانت طبيعتها- في مخطط بياني، حيث كل معلومة هي عبارة عن رسالة من المرسل إلى المرسل إليه بدلالة رمز محدد. وليقوم Shannon بإخضاع المعلومة للنظرية اختار أن يتجاهل مدلول الرسائل، بمعنى أن مضمون الرسالة ليس له في حد ذاته تأثير على أدوات نقلها، والتي تحمل كمية من المعلومات قابلة للقياس. هدف Shannon هو الإستعمال الأكثر فعالية لقنوات نقل وتحويل المعلومات. تجمع نظرية المعلومات لـ Shannon قوانين رياضية تتعلق بتحويل الإشارات في قنوات مهيأة بصلّة إشارة/ تشويش (ضجيج)، حيث بيّن أنه يوجد ترميز مثالي يؤدي إلى سرعات تحويل قريبة جدا مما يُتوخى الحصول عليه من قناة التحويل، والتي تسمح بجعل احتمال خطأ التحويل أقل ما يمكن.⁽¹⁾

أخذ نقل المعلومات معنى تنظيميا مع علم التحكم. في الواقع، إن "برنامجا" حاملا للمعلومات لا يقوم سوى بإيصال رسالة إلى حاسوب حيث يأمره بالقيام بعدد معين من العمليات. وكانت إمكانية تعميم النظرية لتشمل وتكشف المجال البيولوجي أكثر إدهاشا من ذلك.⁽²⁾

تقف نظرية Shannon عند مستوى القصور الحراري وتبدد المعلومة، إنها تتموضع داخل إطار هذا التبدد، وما أتاحته هو معرفة الوسائل القادرة على تأخير الأثر السيء لـ "التشويش"، وهذا يعني أن النظرية الحالية غير قادرة على فهم نشوء ونمو المعلومة.⁽³⁾

قياس Shannon لكمية المعلومات التي يمكن أن يتم تحويلها أو المتبددة في نظام ما يوحي في الحقيقة بتقييم ما يظهر أنه تعقيد هذا النظام، ورغم ذلك فالقليل فقط من الباحثين الذين فحصوا بعناية العلاقة بين المعلومة المُحوّلة أو المُتبدّدة والتعقيد.⁽⁴⁾

ثالثا - النظرية العامة للأنظمة لـ Bertalanffy:

في سنوات 1920-1950، ونظرا للتقسيم والنمو المتواصل للتخصص، بحث العلماء عن مبادئ يمكن أن تُدمج فيها العلوم الطبيعية والاجتماعية. اقتنع Ludwig Von Bertalanffy وهو بيولوجي -عالم أحياء- بضرورة تعريف القواعد "التي تنظم العلاقات في التفاعلات بين أجزاء البنية" مما يجعل "سلوكات هذه العناصر تكون مختلفة عندما تُدرس بشكل منعزل عنه داخل هذه البنية"؛ وقد قام بتطوير عناصر النظرية العامة للأنظمة

⁽¹⁾ Guy Turchany, (2008): Op.Cit, p 23.

⁽²⁾ إدغار موران، (2004): الفكر والمستقبل - مدخل إلى الفكر المركب -، ترجمة: أحمد القصور ومنير الحجوجي، دار توبقال للنشر، الطبعة الأولى، المغرب، ص 28.

⁽³⁾ نفس المرجع، ص 30.

⁽⁴⁾ Jean-Louis Le Moigne, (1990): *Conception de la complexité et complexité de la conception*, Revue internationale de systémique, Vol. 4, N° 2, p 298.

منذ 1932 ولكنه لم يتم بنشرها إلا سنة 1950 بسبب الحرب، وحتى يكتب نصا مكتملا أكثر سنة 1955، ليعيده في صيغته النهائية سنة 1968 بعنوان "النظرية العامة للأنظمة General System Theory". وقد انتقد التجزيء والإختزال الذي ميّز العلوم الطبيعية وقال بأن "الأنظمة الحية لا تتبع نفس قواعد الفيزياء"، وبالتالي "لا يمكن إختزال المستويات البيولوجية، السلوكية والإجتماعية إلى مستوى الفيزياء": فالأولى هي أنظمة مفتوحة والأخيرة هي أنظمة مغلقة. وأشار إلى ضرورة الخروج من الميكانيكية للتوجه نحو النسبية والتعقيد، كما حاول إلغاء التناقضات بين مختلف النظريات بتطوير مبادئ يمكن تطبيقها على كل الظواهر الملاحظة واقترح تعريفها كـ "أنظمة، أو مجموع عناصر في علاقات متداخلة فيما بينها ومع المحيط".

يمكن ترجمة معادلاته الرياضية بالنسبة للعلوم الإنسانية من خلال المبادئ التالية: يجب اعتبار النظام كـ "مجموع" (ensemble) وليس كمكونات، لا يمكن فهم نظام ما بدراسة أجزائه بطريقة متفرقة، الأنظمة الإنسانية هي أنظمة مفكرة- ذاتية (auto-réflexifs) أي يمكنها أن تلاحظ وتحلل بنفسها، إعداد أهدافها الخاصة، فحص ما إذا كانت الوسائل المتخذة مناسبة وفعالة، تحصيل تصحيحات آتية من الداخل أو من الخارج. وبالتالي فالنظام الإنساني يشتغل إذا بفضل مستوى مرتفع من التبادلات المعلوماتية، فهو نظام تحكمي (cybernétique) أساسا. صُمم الطابع العام لنظرية الأنظمة كمصدر أكثر توسعا للفهم والإدراك، طريقة جديدة لرؤية المواضيع والعالم الذي توجد فيه، وقد استعملت حاليا من طرف علماء ذوي مستوى رفيع في عدة ميادين كالكيمياء الحيوية، إدارة الأعمال، الإقتصاد، علم الاجتماع.... وغيرها.⁽¹⁾

انطلاقا من هذا المنظور يمكن القول أنّ نظرية الأنظمة جاءت:⁽²⁾

- لتحقيق الوحدة بين العلوم والإستفادة المتبادلة بينها كنمهج علمي؛
- بنظرة شمولية لتحليل الواقع؛
- اعتماد مفهوم النظام في تمثيل الواقع.

وبالتالي فإن تأثير خصائص الفكر العلمي الحديث تظهر بوضوح في نظرية الأنظمة من خلال:

- الإتجاه نحو الشمولية والتعميم والتجديد، وهي خصائص أو عناصر يعتمد عليها في بناء النماذج التي تصور الواقع؛

⁽¹⁾ DuyKhanh Pham, (1999): Op.Cit, p .02

⁽²⁾ حسين بلعجوز، (2009): نظام المعلومات المحاسبي ودوره في اتخاذ القرارات الإنتاجية، مؤسسة الثقافة الجامعية، الإسكندرية، ص 53.

◀ تقوم النظرية على تمثيل الواقع -المشكلة-، وهذا الأخير في حركة مستديمة وديناميكية متفاعلة، مما يشير إلى سيادة حالة عدم التأكد والمخاطرة، كما أن الواقع تؤثر فيه العديد من المتغيرات الداخلية منها والخارجية، وهذا ما يوحي بتحقيق خاصية السببية اللاخطية الإحتمالية.

رابعاً - نظرية الفوضى (La Théorie de Chaos):

تبتدئ نظرية الفوضى من الحدود التي يتوقف عندها العلم التقليدي ويعجز... إن الجانب غير المنظم من الطبيعة، غير المنسجم وغير المتناسق والمفاجئ والإنقلابي، أعجز العلم دوماً. شرعت تلك الصورة في التغير تدريجياً في سبعينات القرن العشرين عندما همّت كوكبة من العلماء الأمريكيين والأوروبيين في الإهتمام بأمر الإضطراب وفوضاه. وتألّفت تلك الكوكبة من علماء الفيزياء والرياضيات والكيمياء الذين سعوا للإمساك بالخيوط التي تجمع ظواهر الفوضى كلها. وبعد عشر سنوات من تلك الجهود، صار مصطلح الفوضى اختصاراً لحركة متصاعدة أعادت صوغ المؤسسة العلمية عالمياً.⁽¹⁾

التأثر بالشروط الأولية (أثر الفراشة)، الجاذب الغريبة، الأشكال الهندسية المتكررة (les Fractals) ... هي من المواضيع الأساسية لنظرية الفوضى التي ظهرت في الأرصاد الجوية ثم في علوم الطبيعة. من الناحية العلمية، تتضمن الفوضى "العشوائية" (randomness) غير المرغوبة؛ لكن مفهوم "التنظيم الذاتي" (auto-organisation) عند حافة الفوضى يشير إلى انبثاق النظام من الفوضى.⁽²⁾

تطرح نظرية الفوضى عند Ilya Prigogine فرضية تعقيد الهياكل المتبددة نتيجة المبدأ الثاني للديناميكا الحرارية، القصور الحراري (l'entropie) المحرّر من قبل نظام مفتوح المرادف لللاترتيب والفوضى يؤلّد مخاطر (اضطرابات حرارية) مما يتيح ظهور توازنات وسلوكات جديدة للنظام. كما أن نظام مفتوح يقوم بضبطه الذاتي بطريقة ديناميكية بتوسيع القيود التي تربط مختلف مكونات فضاءه متعدد الأبعاد إلى أقصى حد. سيرورة التنظيم الذاتي والتي يطلق عليها الفيزيائيين اسم "استكشاف فضاء أطوار الأنظمة" يضمن تجدد وتطور الأنظمة بالمرور بأطوار متعاقبة من النشوء إلى النضج ثم الموت.⁽³⁾

تعد نظرية الفوضى أسلوب جديد للتفكير في المعلومات القديمة، خصوصاً تلك التي أهملت بسبب خروجها عن المألوف، واقتنع العلماء بأن الإفراط في تفريغ وتجزئة التخصصات علمياً يشكل عائقاً أمام بحوثهم.

⁽¹⁾ جيمس غليك، (2008): نظرية الفوضى -علم اللامتوقع-، ترجمة: أحمد المغربي، دار الساقى بالإشتراك مع مركز البابطين للترجمة، الطبعة الأولى، لبنان / الكويت، ص ص 16-17.

⁽²⁾ معين رومية، (2004): مدخل إلى نظرية التعقيد والشواش، http://maaber.50megs.com/issue_december03/epistemology

2014/02/16 :_1.htm

⁽³⁾ Aziz Belkhatir, (Septembre 2010): Op.Cit, p p 02-03.

فمن العيب -في رأيهم- التركيز على الأجزاء بمعزل عن الصورة الكلية، فنظرية الفوضى أنهت الأسلوب الإختزالي في التفكير العلمي وأقنعت كل أولئك العلماء بضرورة المساهمة في ولادة علم جديد، سواء تخصصوا في البيولوجيا أو الرياضيات أو الفيزياء، أيا كان حقل إختصاصهم فإن مهمتهم تتمثل في فهم التركيب كظاهرة في ذاتها. لذلك يمكن القول عن نظرية الفوضى أنها نظرية عن الطبيعة الكلية للأنظمة، استطاعت أن تجمع مفكرين من حقول علمية متباعدة تقليديا، فإذا كانت أزمة العلم بسبب توزيعه إلى اختصاصات تتفرع منها اختصاصات أخرى فإن نظرية الفوضى غيرت تلك الصورة جذريا وأثبتت أن العلوم ليست جزرا متفرقة وإنما هي نظام واحد.⁽¹⁾

مكنت الإقتباسات من الفيزياء والكيمياء الحديثان من إيضاح الظواهر الطبيعية، الإنسانية والتكنولوجية والتي تطورت في مختلف الميادين والإختصاصات العلمية كعلوم المعلومات، الإحصاء، علوم الحياة والأرض، العلوم الطبيعية، علم الاجتماع، الإقتصاد، الجغرافيا، تنظيم المدن، التكنولوجيا... وغيرها.⁽²⁾

المطلب الثالث: المقاربة النظامية كمنهجية علمية للفكر المركب

إن الفكر المركب بشكل مبسّط هو البراديغم الفكري الذي يتعامل مع النظام في مجموعه، وبالتالي يأخذ في الحسبان التعقيد الموجود بين مكونات هذا النظام والملازم لمسعى دراسته، ولهذا فإن مصطلح "فكر التركيب النظامي" يصبح أعمق وأثرى لأنه يُعبّر صراحة عن أهم خاصية في الأنظمة التي تُستعمل فيها المقاربة النظامية كمنهجية دراسة. وهو ما يدعونا للتعرف أكثر على هذه المنهجية بمقارنتها بالمقاربة المقابلة لها أي التحليلية، عرض أهم مبادئها ثم التطرق لأدواتها.

أولا- المقاربة النظامية مقارنة بالمقاربة التحليلية:

إن دراسة الأنظمة المعقدة تُمثل منهجية جديدة لعل يتحرى كيفية العلاقات بين أجزاء تؤدي إلى السلوكات الجماعية للنظام ككل وكيف يمكن لنظام أن يتفاعل وبشكل علاقات مع بيئته. أهم خصائص هذه الأنظمة أنها تتشارك في كونها متداخلة بطريقة أو بأخرى، وطريقة ترابطها معقدة أو غير سهلة التمثيل، وقد تحتوي على مكونات مختلفة ومتبادلة التأثير؛ ولكن لكل نظام مركب خصائصه ومميزاته وحتى علاقاته بين مكوناته، والخاصية المشتركة هي صعوبة أو محدودية نمذجة هذه الأنظمة رياضيا.⁽³⁾

⁽¹⁾ جايمل غليك، (2008): مرجع سبق ذكره ، ص ص 360-361.

⁽²⁾ Aziz Belkhatir, (Septembre 2010): Op.Cit, p p 02-03.

⁽³⁾ نظام معقدّ، http://ar.wikipedia.org/w/index.php?title=نظام_معقد&oldid=12769727 :2014/06/14.

تُعرّف المقاربة النظامية حسب الجمعية الفرنسية لعلوم الأنظمة التحكمية، الإدراكية والتقنية (AFSCET^(*)) المذكور في المجلة الدولية للنظامية (la Revue Internationale de Systémique) بأنها: "ميدان جديد يجمع المساعي النظرية، التطبيقية والمنهجية المتعلقة بدراسة كل ما هو معروف على أنه جد مُركّب ليتم تناوله بطريقة مختزلة وجزئية؛ والذي يطرح مشاكل الحدود، العلاقات الداخلية والخارجية، الهيكل، مشاكل قانونية أو الخصائص الناشئة المميّزة للنظام كما هو، أو مشاكل نمط الملاحظة، التمثيل، النمذجة أو المحاكاة لكليّة مُعقّدة".⁽¹⁾

وقد نشأت كمنهجية مخالفة للمقاربة التحليلية، معتمدة على أساس أن النظام المركّب من مجموعة وحدات له من الخصائص العامة التي قد تكون أولى بالدراسة من خصائص كل وحدة من وحداته منفردة عن باقي وحدات النظام. ولذلك تُعد المقاربة النظامية متناقضة مع المقاربة التحليلية؛ إذ خلافاً لهذه الأخيرة التي تدعو إلى التجزيء والتفكيك وعزل الوحدات والعوامل بعضها عن بعض، تقوم المقاربة النظامية على دراسة النظام الواحد بأبعاده المختلفة، من زوايا متعددة، اعتماداً على عدد من الهياكل والنظم المعرفية، ومن خلال فهم العلاقات والمؤثرات الداخلية والخارجية. وهذا ما يجعل المقاربة النظامية قادرة على تجاوز النقائص والأخطاء التي تتجر عن المقاربة التحليلية التي تقوم على اعتبار الموضوعات الضخمة والمتشعبة غير قابلة للدراسة بدون تجزئتها وفصل أجزائها بعضها عن بعض، بما يسمح بالتعمق في تفاصيل كل جانب من الجوانب على حدى.⁽²⁾

يمثل الجدول التالي رقم (1-1) مقارنة بين المقاربتين من خلال إبراز خصائص كل واحدة.

(*) AFSCET: l'Association Française des Sciences des Systèmes Cybernétiques, Cognitifs et Techniques

(1) Gérard Donnadiou et autres, (2003): **L'Approche systémique : de quoi s'agit-il?**, Synthèse des travaux du Groupe AFSCET, Diffusion de la pensée systémique, <http://www.afscet.asso.fr/SystemicApproach.pdf>, p p 01-02.

(2) محمد بن جماعة، (2009): **منهجية تعاونية لإنجاز موسوعة إلكترونية شاملة للقرآن الكريم وعلومه**، ندوة القرآن الكريم والتقنيات المعاصرة، مجمّع الملك فهد لطباعة المصحف الشريف، المدينة المنورة، المملكة العربية السعودية، https://ia800402.us.archive.org/6/items/mbenjemaApproachQuranicEncyclopaediaOctober2009/mbenjema_approach_quranic_encyclopaedia_october2009.pdf : 09/05/2013، ص ص 04-07، بتصرف.

الجدول رقم (1-1): مقارنة بين المقاربة النظامية والمقاربة التحليلية

المقاربة النظامية	المقاربة التحليلية
تتأمل للنظام ككل، بجميع ما فيه من تركيب وديناميكيات	مقاربة تقليدية، تزد النظام إلى أبسط مكوناته الأساسية
• غير خطية؛ • تتطور عبر الزمن؛ • متعددة الأبعاد؛ • شمولية؛ • تسعى لفهم مكونات النظام؛ • تسعى لتحديد المؤثرات؛ • تحاول التأثير على العلاقة بين الجهات الفاعلة وليس على الأفراد؛ • تسعى لتحديد النظام من خلال النظر لهدف معين.	• مقارنة خطية؛ • متتابعة؛ • أحادية البعد؛ • تجزئية؛ • تسعى لفهم الإشكالية؛ • تسعى لتحديد المسؤوليات؛ • تحاول تغيير الأفراد من خلال الوعي بالأسباب؛ • تسعى لإدخال النظام في إطار نموذج محدد.
- معرفة الأهداف، لكن التفاصيل أقل وضوحاً؛ - مقاصدية، تهتم بمعرفة الوجهة (إلى أين).	- معرفة أدق للتفاصيل، لكن الأهداف أقل دقة؛ - تهتم بمعرفة الأسباب (لماذا).
- التركيز على العلاقات يضعف الإهتمام بتفاصيل الوحدات وجزئياتها؛ - منطق متكامل.	- تفصل، تعزل، تقسم، تفرق؛ - منطق الفصل والإستبعاد غير سليم.
المقاربتان متناقضتان منهجياً، ولكن متكاملتان في حال اعتمادهما بالتوازي	

المصدر: محمد بن جماعة، (2009): منهجية تعاونية لإنجاز موسوعة إلكترونية شاملة للقرآن الكريم وعلومه، ندوة القرآن الكريم والتقنيات المعاصرة، مجمع الملك فهد لطباعة المصحف الشريف، المدينة المنورة، المملكة العربية السعودية، <https://ia800402.us.archive.org/6/items/mbenjemaApproachQuranicEncyclopaediaOctober2009/mbenjemaApproachQuranicEncyclopaediaOctober2009.pdf>: 56 ص.

المقاربة النظامية هي نتاج منهجية جديدة للبحث العلمي في دراسة مختلف الظواهر، قصد استيعابها، تمثيلها وتفسيرها، لعرضها في شكل بناء كلي حددت له غايته وقسمت فيه أدوار ومسؤوليات الأجزاء المكونة له، ليكتسب فيما بعد خصائص القابلية للتصميم، للتنفيذ، للتكييف والمراقبة والتصحيح. كما يسمح أخذ النظام في مجموعه بعين الاعتبار بعمل خيارات أكثر وضوحاً والتكفل بالأسباب العميقة للمشاكل بدلاً من التصرف مع الأعراض فقط. فالمقاربة النظامية تسعى لتحقيق أربعة (04) أهداف وفقاً لـ J.L. Le Moigne هي: (1)

◀ وضع نظرية تفسر الكون على أساس أنه نظام مركب؛

◀ محاولة وضع نماذج لفهم التركيب؛

(1) محمد بن جماعة، (2009): مرجع سبق ذكره، ص ص 07-08، بتصرف.

◀ البحث عن المفاهيم والقوانين والنماذج المتشابهة التي يمكن تطبيقها على أنظمة مختلفة؛
◀ وضع تصورات للأدوات والوسائل المستخدمة.

ثانياً - المبادئ الأساسية للمقاربة النظامية:

وهي أربعة مبادئ، نتطرق لها فيما يلي:

1 - التركيب (Complexité):

يحيل مصطلح التركيب (Complex) إلى المصطلح اللاتيني Complexus، الذي يقصد به توحيد جملة من الوقائع الجزئية في تصور تركيبى، وقد أُستخدم هذا المفهوم خاصة في القرن السادس عشر كتوصيف للأشياء التي تتألف من عناصر مختلفة وقد تكون غير متجانسة.

ما هو التركيب؟ يجيب Edgar MORIN عن هذا السؤال: "من أول وهلة نقول أن التركيب هو نسيج (complexus: ما نسيج ككل) من المكونات المتناثرة المجمعة بشكل يتعذر معه التفريق بينها؛ إنه يطرح مفارقة الواحد والمتعدد. ثانياً، إن التركيب هو نسيج من الأحداث والأفعال والتفاعلات والإرتدادات والتحديدات والمصادفات التي تشكل عالمنا الظاهر".⁽¹⁾

التركيب هو ظاهرة كمية، أي هو الكمية القصوى للتفاعلات والتداخلات بين عدد كبير من الوحدات. لكن التركيب لا يشمل فقط على كميات من الوحدات والتفاعلات التي تتحدى إمكانياتنا الحسابية، بل يشتمل أيضاً على عدد من اللايقينيات واللاتحديدات. إن المشكلة النظرية للتركيب هي إمكانية ولوج العلبة السوداء، أي النظر إلى التركيب التنظيمي والتركيب المنطقي.⁽²⁾

تعريف "التركيب" أو ما يطلق عليه "النظام المركب" جد كثيرة وبعضها ذو دلالة اختصاصية قوية. في إطار أكثر عمومية، من الممكن تعريف التركيب وفقاً للقدرة على الإدراك. يعرف معهد انجلترا الجديدة للأنظمة المركبة (NECSI^(*)) النظام المركب كنظام: "بعدد كبير من المكونات أو العناصر في تفاعل، حيث لا يمكن استنتاج سلوكه ببساطة من سلوك مكوناته"؛ وهكذا يجب تحديد ما يميز الاستنتاج البسيط عن الاستنتاج الصعب (أو المركب). إضافة إلى ذلك يخضع التركيب لقدرتنا على الفهم والإدراك، وبالتالي فإن مثل هذه التعاريف ستجعل التركيب ميزة تاريخية خاضعة لتقدم العلم نفسه الذي يدرسه.

⁽¹⁾ إدغار موران، (2004): مرجع سبق ذكره، ص 17.

⁽²⁾ نفس المرجع، ص ص 37-38.

^(*) NECSI: New England Complex Systems Institute.

أخيراً، مشكل تعريف التركيب (أوبالأحرى مشكل قياسه) يبقى إجمالاً مفتوح، إلا أن هذه الثغرة لا تمنع من دراسة الأنظمة المركبة ولكنها تصبح إشكالية طالما أُسْتُعْمِلَ مفهوم التركيب لتعريف سياسة علمية.⁽¹⁾ إن توافقاً في الآراء بشأن تعريف عالمي واحد للأنظمة المركبة لا وجود له حتى الآن.⁽²⁾

يمكن القول أن مفهوم التركيب يشير إلى كل الصعوبات المصادفة (إبهام، لاتأكد، عدم القدرة على التوقع، غموض، عشوائية...) التي قد تعترض الإحاطة بحقيقة مركبة والتي قد تُترجم من طرف الملاحظ أو الباحث على أنها نقص في المعلومة (يمكن الحصول عليها أو لا).

2- النظام (Système/System):

تُشتق هذه الكلمة من الكلمة اليونانية *sustêma* والتي تعني "مجموع متناسق ومتناسك"؛ ويمكن إعطاء عدة تعاريف للنظام نقتصر على أهمها:

- ◀ التعريف الموسع لـ Jacques Lesourne: "النظام هو مجموع عناصر في تفاعل ديناميكي"؛
- ◀ التعريف الضيق لـ Joël de Rosnay: "النظام هو مجموع عناصر في تفاعل ديناميكي منظم لخدمة هدف معين". يركز هذا التعريف على الغاية أو الهدف الذي يصبو إليه النظام.

تم إقتراح عدة تصنيفات للأنظمة من طرف الباحثين:

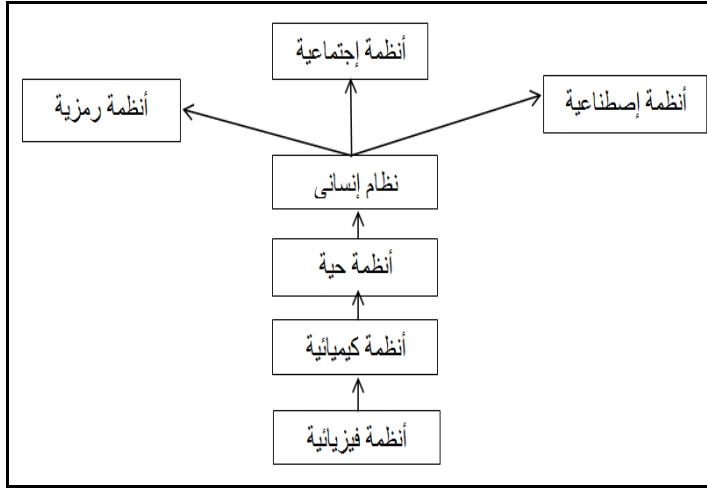
- ◀ أنظمة مفتوحة/ أنظمة مغلقة على بيئتها؛
- ◀ أنظمة طبيعية/ إصطناعية/ إجتماعية؛
- ◀ أنظمة هرمية/ أنظمة شبكية؛
- ◀ تصنيف الأمريكي M. Bunge (الشكل رقم 1-1)، وهو تصنيف مثير للإهتمام، حيث يتأسس على الترتيب المفترض لظهور مختلف الأنظمة في الزمن، ويمكن قراءة ازدواج العناصر المرتبطة فيما بينها من الأسفل إلى الأعلى، فبعد الأنظمة الحية ظهرت الأنظمة ذات التنظيم الذاتي المبتكرة؛ تصنف مثل هذه الأنظمة على أنها أنظمة مفرطة التركيب (Systèmes hyper-complexes).⁽³⁾

⁽¹⁾ Éric Bertin et autres, (2011): **Les complexités: point de vue d'un institut des systèmes complexes**, Livre-hermes 60, https://www.cairn.info/load_pdf.php?ID_ARTICLE=HERM_060_0145&download=1, p 160.

⁽²⁾ نظام معقد، مرجع سبق ذكره.

⁽³⁾ Gérard Donnadiou et autres, (2003): Op.Cit, p 03.

الشكل رقم (1-1): تصنيف الأنظمة حسب M. Bunge



Source: Gérard Donnadieu et autres, (2003): **L'Approche systémique : de quoi s'agit-il?**, Synthèse des travaux du Groupe AFSCET, Diffusion de la pensée systémique, <http://www.afscet.asso.fr/SystemicApproach.pdf>, p 04.

كما يمكن أن يَعْرِفَ النظام عدة حالات:⁽¹⁾

- ساكن "statique"، مع حالة واحدة؛
- ديناميكي "dynamique"، مع عدة حالات متعاقبة؛
- تناسق إتزان "homéostatique"، مع حالة واحدة في محيط ديناميكي (المحافظة على ثبات داخلي وعلى استقلال عن البيئة خاصة في الأنظمة الحية).

فيما يتعلق بدرجة تركيب الأنظمة فتُحدد غالبا بالسلوك اللاخطي وبدرجة التفاعل بين مكونات النظام. هناك سلم تقييمي يمكن اعتماده هنا بنهائيتين متطرفتين، إحداها هي الأنظمة البسيطة والأخرى الفوضوية؛ ويمكن تعيينها من خلال مستوى التوافق واليقين في العلاقة "من السبب إلى الأثر" التي تحدد مستوى تعقيد نظام ما. توصف عادة مستويات هذه العلاقة بالصفات التالية: بسيط (simple)، أقل تركيبا (composé)، مركب (complexe)، وفوضوي (chaotique). في نظام بسيط هناك إجماع على أن أي فعل سيعطي أثر ما (علاقة خطية)، بينما في نظام مركب الأثر الذي سينتج عن فعل معين يكون غالبا قد مرّ في وقت ما بدرجة مرتفعة من اللاتأكد بسبب الروابط الديناميكية بين مختلف عناصر النظام (علاقة لاخطية).⁽²⁾

⁽¹⁾ Guy Turchany, (2008): Op.Cit, p 24.

⁽²⁾ Manuel d'Approche systémique, (2012): **Pensée systémique et complexité des systèmes en toxicomanie**, Centre Canadien de lutte contre l'alcoolisme et les toxicomanies, <https://www.ccsa.ca/sites/default/files/2012-05/nts-systems-approach-system-thinking-complexity-2012-fr.pdf>, p 08.

3- الشمولية (La globalité):

تتعلق بإحدى خصائص الأنظمة المعقدة، والتي يُعبّر عنها عادة بمقولة "الكل أكبر من مجموع الأجزاء" والتي لا يمكن، حسبها، التعرف على الأجزاء دون أخذها في مجموعها. تعبّر هذه الشمولية كذلك عن الترابط المتبادل بين عناصر النظام ووحداته وانسجام المجموع. ورغم أن هذا المفهوم غني، إلا أنه يُترجم بشكل سطحي من خلال الجملة الغامضة "الكل في الكل" (tout est dans tout) .

تحت إسم المقاربة الشاملة، يشير المفهوم كذلك إلى طريقة الولوج في المقاربة النظامية؛ يُفهم من هذا أنه يجب التطرق إلى كل جوانب المشكل تدريجيا وليس تسلسليا، أي الإنطلاق من نظرة عامة (شاملة) للتعلم تدريجيا في التفاصيل، مع العديد من الإعادات والرجوع إلى الخلف لإكمال وتصحيح الرؤية السابقة.

4- التفاعل (L'interaction):

يكمل هذا المفهوم مفهوم الشمولية لأنه يهتم بالتركيب على مستوى الوحدات لكل علاقة بين مكونات النظام، والمستوحاة من الميكانيك أين يتقلص التفاعل إلى لعبة قوى. تترجم العلاقة بين المكونات في الأنظمة المركبة غالبا من خلال علاقة تأثير أو تبادلية تعتمد على تدفقات مادية، طاقة، معلومات... وغيرها. وكما يبينه مفهوم الأثر المرتد أو التغذية الرجعية، فإن مفهوم التفاعل يتجاوز كثيرا العلاقة السببية البسيطة التي تهيم في العلوم الكلاسيكية. إن معرفة طبيعة وشكل التفاعل في النظام أكثر أهمية بالنسبة للباحث النظامي من معرفة طبيعة كل مكون للنظام.⁽¹⁾

وصف WALLISER ثلاثة (03) أنواع من التفاعلات:⁽²⁾

- بين النظام ومحيطه، مما يسمح بقياس درجة تبعية النظام؛
- بين الأنظمة الفرعية نفسها داخل النظام، مما يسمح بقياس درجة تناسق وتماسك (cohérence) النظام؛
- بين حالات النظام في الزمن (حالة 1، حالة 2، ...)، مما يسمح بقياس درجة ديمومة أو استمرارية النظام.

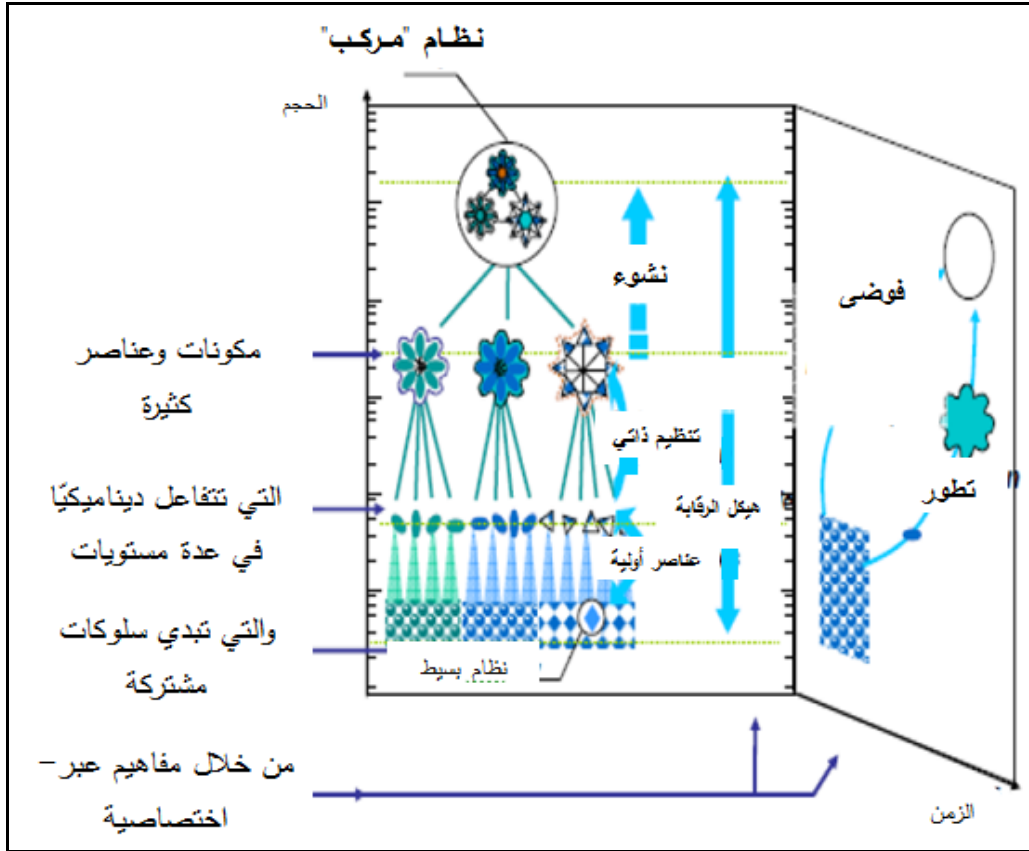
إضافة لهذه المبادئ الأربعة (04) الأساسية لمقاربة النظامية هناك مبادئ أخرى ثانوية وهي جد ضرورية خاصة في الميدان التطبيقي، ومنها: الغاية، الأثر المرتد أو التغذية العكسية أو الرجعية (feed-back)، السببية الدائرية، الضبط، التنوع، الإنفتاح/الإنغلاق، ... وغيرها.

⁽¹⁾ Gérard Donnadiou et autres, (2003): Op.Cit, p 03.

⁽²⁾ Guy Turchany, (2008): Op.Cit, p 25.

يمثل الشكل رقم (2-1) تركيب لمميزات نظام معقد ومختلف التفاعلات والديناميكيات الموجودة فيه.

الشكل رقم (2-1): مُحصّلة تركيبية لمُميّزات نظام مُركّب



Source: Aziz Belkhatir, (Septembre 2010): **Systémie, complexité, lois du chaos et MCR: Nouveaux Concepts et construits pour une science du danger en devenir**, <http://docplayer.fr/27476472-Systemie-complexite-lois-du-chaos-et-mcr-nouveaux-concepts-et-construits-pour-une-science-du-danger-en-devenir.pdf>, p 23.

يؤكد الشكل رقم (2-1) في الواقع، أن المبادئ الأساسية - وكذلك الثانوية - للفكر المركب متداخلة ومتشابهة على الصعيدين النظري والتطبيقي.

ثالثاً - أدوات المقاربة النظامية:

نعرض ثلاثة (03) أدوات قاعدية (التثليث النظامي، التفكيك، التماثل) قبل التطرق إلى اللغة البيانية وهي اللغة الطبيعية للمقاربة النظامية.

1 - التثليث النظامي (La triangulation systémique):

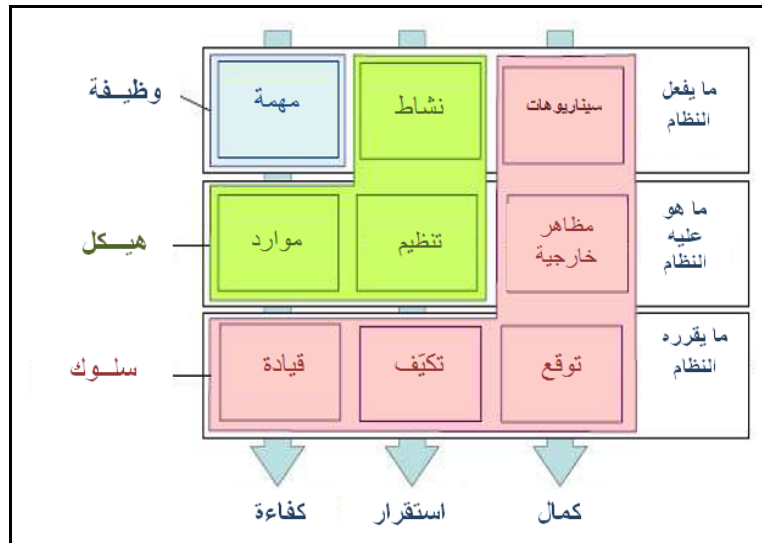
يتم اعتماده بشكل ملحوظ في مرحلة التقصي عن نظام مُركّب، فالتثليث سيُمكن من ملاحظة هذا الأخير من ثلاثة (03) جوانب مختلفة ولكنها متكاملة، وكل واحدة منها مرتبطة بوجهة النظر الخاصة بالملاحظ.

- **الجانب الوظيفي:** وهو حساس خاصة لغاية أو لغايات النظام. البحث التلقائي لهذا الجانب هو الإجابة عن الأسئلة: ماذا يفعل النظام في بيئته؟ بماذا ينفع؟؛
- **الجانب الهيكلي:** يهدف إلى وصف هيكل النظام، ترتيب مختلف مكوناته. نجد هنا المسعى التحليلي مع فارق وتباين في الوزن من حيث التركيز أكثر على العلاقات بين المكونات عوضا عن المكونات في حد ذاتها، وعلى الهيكل وليس العنصر؛
- **الجانب التاريخي:** (أو الوراثة أو الديناميكي) وهو مرتبط بالطبيعة التطورية للنظام المتميز بذاكرة ومشروع، والقادر على التنظيم الذاتي. يسمح تاريخ النظام عادة بإحتساب بعض جوانب تشغيله.

يتطور التثليث النظامي بالتنسيق بين هذه الطرق الثلاثة، ويتم الانتقال من جانب إلى آخر عبر سيرونة حلزونية.⁽¹⁾

يمثل الشكل رقم (3-1) شبكة SAGACE وهي محاولة لدمج بين هذه الجوانب الثلاث:

الشكل رقم (3-1): شبكة SAGACE



Source: Aziz Belkhatir, (Septembre 2010): **Systémie, complexité, lois du chaos et MCR: Nouveaux Concepts et construits pour une science du danger en devenir**, <http://docplayer.fr/27476472-Systemie-complexite-lois-du-chaos-et-mcr-nouveaux-concepts-et-construits-pour-une-science-du-danger-en-devenir.pdf>, p 23.

تسمح شبكة SAGACE بالتطرق لهذه الجوانب والتساؤلات في جوهر طبيعة النظام، أهدافه وحالاته بإدماج آثار الحجم، الترتيب، القيم والزمن.⁽²⁾

⁽¹⁾ Gérard Donnadiou et autres, (2003): Op.Cit, p p 07-08.

⁽²⁾ Aziz Belkhatir, (Septembre 2010): Op.Cit, p 23.

2- التفكير (التجزيء):

إختلافا عن التجزيء التحليلي، لا يتم البحث عن الهبوط إلى مستوى المكونات الوحدوية ولكن تعيين الأنظمة الفرعية (المقاييس، الأعضاء، المجموعات الفرعية...) التي تلعب دور في تشغيل النظام. وهذا يفرض التعريف الواضح لحدود هذه الأنظمة الفرعية لإظهار بعد ذلك العلاقات التي تحدث بينها وكذلك غايتها بالمقارنة مع المجموع. نلاحظ أن مشكل الحد الفاصل يطرح أيضا بالنسبة للنظام ذاته: كيف نعرفه مقارنة مع بيئته، وأي تفصيل؟

فالمقصود من التفكير في هذا السياق هو تحديد الأنظمة الفرعية التي يتكون منها النظام الأصلي وذلك بتعيين الحدود التي تفصل بينها والعناصر التي تكون كل واحد منها، ومنها تحديد التفاعلات الداخلية التي تنشأ بين عناصرها، والتفاعلات الخارجية التي تنشأ بين هذه الأنظمة في حد ذاتها، أو بينها وبين النظام الأصلي، أو بينها وبين البيئة. وهو ما يختلف تماما عن التفكير في المقاربة التحليلية التي تسعى وراء التفاصيل بصفة رئيسية ولا تهتم كثيرا بالعلاقات التي تعطي لكل نظام هويته حتى لو كان نظاما فرعيا داخل نظام أعم منه. لتحقيق التفكير بالكيفية الأكثر ملائمة يتعين الإرتكاز على بعض المعايير، والمقترحة من طرف المقاربة النظامية نفسها، المعياران الأولان مأخوذان من التثليث:

- معيار الغاية: ماهي وظيفة النظام الفرعي مقارنة مع المجموع؟
- المعيار التاريخي: هل تتقاسم مكونات النظام الفرعي تاريخ خاص؟
- معيار مستوى التنظيم: مقارنة مع تسلسل مستويات التنظيم، أين يقع النظام الفرعي المدروس؟
- معيار الهيكل: بعض الهياكل لها طابع تكراري وتوجد في مستويات تنظيمية عدة، نتحدث في هذه الحالة عن الهياكل المجزئة والمتناثرة. لتحليل هذه الهياكل يكفي إذن الإهتمام بواحد من هذه الجزئيات والذي سيخضع للتكبير (zoom)؛ للتكبير استعمال واسع ومع ذلك يجب الوعي بحدوده.

3- التماثل (analogie):

بخصوص التماثل، هناك ثلاث (03) مستويات يمكن التمييز بينها:

- الإستعارة (التشبيه) (La métaphore): التي تنشئ تطابق خارجي غالبا بين سلسلتين من الظواهر المختلفة أو نظامين من طبيعتين مختلفين. ولأنها تتأسس على المظهر ينبغي استخدام الإستعارة بحذر، مع أنها جد ناجعة عند إستعمالها جيدا لأنها تحفز التخيل وتسهل إبتكار نماذج جديدة؛

- **التوحد الشكلي (L'homomorphisme):** الذي ينشئ توافق بين بعض معالم النظام المدروس ومعالم نظام نظري أو نظام مجسد آخر أكثر بساطة أو يمكن دراسته بسهولة (يسمى كذلك نموذج مصغر)؛ فمن خلال الملاحظات المثارة عن هذا النظام يمكن التنبؤ ببعض جوانب سلوك النظام المدروس؛
- **التقابل الشكلي (L'isomorphisme):** وهو التماثل الوحيد المقبول في المقاربة التحليلية التقليدية، ويخص الأمر إعداد توافق بين كل معالم الموضوع المدروس وتلك للنظام، ولا يجب إهمال شيء. يستخدم خصوصا في الأنظمة ضعيفة التركيب في الفيزياء والكيمياء، ولا يحتمل الأنظمة كثيفة التركيب، وهو ما يدعو إلى قبول نقائص النموذج وحتى إعتبار أن هذا النقص شرط ضروري لكل ولوج إلى المعرفة.

4- اللغة البيانية:

تستعمل اللغة البيانية بشكل كبير في الميدان التقني، نشير بأن الأمر يتعلق بلغة حقيقية توجد جنبا إلى جنب مع اللغات الطبيعية الإستدلالية الأخرى المكتوبة أو المنطوقة، وكذلك اللغة الرياضية الشكلية. كما أن هذه اللغات تستفيد من اللغة البيانية عن طريق الرسوم البيانية والتصويرية من خلال الهندسة وكل النظريات الأخرى. اللغة البيانية أربعة مزايا هي:

- تسمح بفهم إجمالي وسريع للنظام الممثل (بعد التمرن)؛
- تحتوي على كثافة معلومات قوية في مجال محدود؛
- سهولة الترجمة نظرا لسهولة قراءتها؛
- تملك قدرة استكشافية جيدة (وخاصة عند العمل ضمن فريق).⁽¹⁾

رغم أن مرتكزات ومفاهيم الفكر المركب والمقاربة النظامية قد أرستها الفلسفة، علوم الفيزياء، الرياضيات والبيولوجيا، إلا أنها تلائم جيدا السياقات الاجتماعية كعلم الإقتصاد الذي تأثر بشدة بصعود هذا الفكر. كيف تجسد هذا التأثير، وإلى أي مدى لاقى الإجماع الأكاديمي والتطبيقي؟ هذا ما نسعى لإبرازه في المبحث التالي.

⁽¹⁾ Gérard Donnadiou et autres, (2003): Op.Cit, p 09.

المبحث الثاني: تأثير الفكر المركب والمقاربة النظامية على تطور علم الإقتصاد

تتوالى الأعمال البحثية الأكاديمية والتطبيقية المنخرطة في إطار السعي نحو إرساء نسق جديد لعلم الإقتصاد يستجيب لطموحات الإقتصاديين وصانعي القرار في أحسن فهم للظواهر والقضايا الإقتصادية المعقدة، وبالتالي تصميم أنسب الحلول، خاصة بعد تصاعد التشكيك في علم الإقتصاد التقليدي -ذو الجذور الفلسفية الكلاسيكية- وقدرته التفسيرية والتنبؤية في أعقاب الأزمة المالية العالمية.

بكشفها عن حدود النظريات الإقتصادية التقليدية السائدة، أجبرت الأزمة المالية الإقتصاديين على ضرورة التخلي عن قيود النيوكلاسيكية وافتتاح الفكر الإقتصادي على حقيقة الواقع الإقتصادي المركب والديناميكي والإستفادة في دراسته بما توصل إليه الفكر المركب وتكريس التحول نحو البراديغم الجديد لعلم الإقتصاد.

المطلب الأول: النسق الفكري النيوكلاسيكي لعلم الإقتصاد (البراديغم التقليدي)

ترك الفكر الكلاسيكي بصمته الواضحة في كل الفروع العلمية، ومنها علم الإقتصاد الذي تأثرت مفاهيمه ونظرياته بالفلسفة الميكانيكية الجامدة. ومن ثم تَبَلُّرُ معالم علم الإقتصاد التقليدي أو ما يعرف بالنسق الفكري النيوكلاسيكي ومرتكزاته الإختزالية المتمثلة في فرضية الفردانية، التوقعات العقلانية وتعظيم المنفعة وفرضية التوازن التلقائي أو كفاءة الأسواق. يمتاز النسق النيوكلاسيكي كذلك بمعالجة المعلومات على أنها كاملة (مثلى) ما ينعكس بدوره في الصياغة الرياضية التبسيطية كمنهجية لهذا النسق.

أولاً- جذور البراديغم التقليدي لعلم الإقتصاد:

ساد الاعتقاد المبني على النظرة الآلية للكون، القائل بأن المعرفة في مجال العلوم الإجتماعية لا تختلف عن المعرفة في مجال العلوم الفيزيائية، وأنه يمكن من حيث المبدأ التنبؤ والتحكم بالسلوك البشري كما هو الحال بالنسبة للعالم المادي. وقد أخذ Adam Smith عن الفيزياء النيوتونية النظرة التي مفادها أن الحياة الإجتماعية والإقتصادية شأنها في ذلك شأن الكون المادي هي نظام وانسجام لا مثيل له وأن "المجتمع البشري يبدو حين نتأمله من إحدى الزوايا المجردة والفلسفية مثل آلة ضخمة تنتج حركاتها المنتظمة والمنسجمة ألوفا من الآثار المحببة إلى النفس". ومنذ ذلك الحين وعلماء الإقتصاد متأثرون بقوة بقوانين الفيزياء، كما أنهم يساقون أحيانا وراء الأمل في وجود مجموعة من قوانين الحركة الإقتصادية تماثل في قوتها قوانين Newton.⁽¹⁾

(1) موسى زواوي، (2015): مدخل عام للإقتصاد -العلم الذي يحكمنا-، منشورات الدار الجزائرية، الجزائر، ص 13.

فالكون بالنسبة للنظرية الكلاسيكية من حيث المبدأ كالساعة التي تمت صناعتها في الماضي، والتي تعمل بنفس الطريقة وستواصل ذلك إلى أجل غير معلوم، وهي الرؤية النيوتنية للكون؛ حيث تتبع كل الكائنات قوانين موحدة للحركة. ويرجع رسوخ هذا المفهوم للتأثير القوي للفيزياء على علم الإقتصاد في القرن التاسع عشر: فالكون وفقا لهذه الرؤية ثابت وكامل، لا يحدث التغيير فيه إلا بشكل متكرر وميكانيكي. والإقتصاد بناء على ذلك مجرد آلة عملاقة تعمل ميكانيكيا.⁽¹⁾

انطلقت الحركة الفكرية الأولى مع المدرسة الكلاسيكية ذات الأصل الإنجليزي (Ricardo، Smith، Malthus، ...)، والتي طورها فرنسيون أمثال J.B. Say. وضع هؤلاء الرواد المفاهيم المؤسسة للتيار الكلاسيكي: القيمة، العمل، الإنتاج ثم التبادل. انصببت كل جهودهم المعرفية على هذه المفاهيم الأربعة مع ميل إلى العلاقة مع السوق، وقد كان ذلك بداية سيرورة اكتسب فيها الجانب الذاتي روحا نقدية من خلال دور السوق. لقد أولى رواد الكلاسيكية، وبصورة نهائية، مكانة متميزة لما يتم تبادله في السوق، لما له سعر بعد أن يتم إنتاجه، وفي نفس الوقت أقصوا من حقل التحليل كل العلاقات المؤسسة التي كانت تحرك النمط الإقطاعي. لكن هذه التبسيطية الإختزالية (réductionnisme) بُنيت بالتكرار لكل تفسير للإضطرابات الإجتماعية التي انجرت عن الإنتقال من النظام الإقطاعي إلى الديمقراطية الصناعية.⁽²⁾

مع بداية العقد السابع من القرن التاسع عشر، أصبحت معالم التشكل لتيار جديد في الفكر الإقتصادي أكثر وضوحا. ولقد عبر هذا التيار عن رغبته بتحرير "برنامج البحث العلمي" لـ A. Smith من غلافه الإيديولوجي، متوخيا أن يجعل الإقتصاد "علما وضعيا" (science positive)، بعيدا عن أن يكون قيما منفصلا عن الأحداث القابلة للوقوع عبر الزمن. بالنسبة لمناصري تلك المدرسة، كانت تتوجب العودة إلى النموذج الأساس "الفرد العقلاني" l'homo-economicus، وذلك بهدف الإنتقال بالعلم الجديد لكي يصبح علما للعقلانية الإقتصادية.⁽³⁾

يشكل التحول الذي حصل من هيمنة المدرسة الكلاسيكية إلى النيوكلاسيكية نقلة نوعية لأنه يأتي في مضمونه ليس فقط ممثلا لموقف فلسفي حاسم، وإنما أيضا لأن آثاره لما تزال متواصلة في تأثيرها على التوجه الفكري الإقتصادي وخاصة في جوانبه التطبيقية. تحول التأكيد في إطار الإقتصاد كعلم إلى دراسة تصرفات

⁽¹⁾ سامي السويلم، (2012): الإقتصاد الإسلامي في عالم مركب -دراسة استطلاعية باستخدام المحاكاة على مستوى الوحدة-، دراسة مدعومة من كرسي سابك لدراسات الأسواق المالية الإسلامية، المشروع رقم 01-13، ص 16.

⁽²⁾ موسى زواوي، (2015): مرجع سبق ذكره، ص 14.

⁽³⁾ وسام ملاك، (2012): تطور الفكر الإقتصادي -النيوكلاسيكية والحديثة والهجوم النيوكلاسيكي المضاد-، دار المنهل اللبناني، لبنان، ص 25.

الفرد بمعزل عن مرحلته التاريخية ومجتمعه والزمن، فجاء ممعنا في التجريد وبعيدا عن الواقعية المرادفة لطبيعة العلوم الإجتماعية وارتباطاتها.⁽¹⁾

تتحدّر الأفكار القاعدية للبراديغم التقليدي لعلم الإقتصاد (Old Paradigm Economics /OPE) في المقام الأول من اقتصاديي النصف الثاني من القرن التاسع عشر، (*) William Stanley Jevons و Léon Walras، وكلاهما مع خلفية في علوم الفيزياء. وقد كان مشروعهما صياغة الحتمي والجزئي - الإختزالي لعالم الإقتصاد في صورة الميكانيكيات (الآليات) النيوتنية، وفيه يُعامل كل عون اقتصادي كجزينات (عناصر) خاضعة للقوانين الميكانيكية، وكل سلوكه يمكن وصفه أساسا وفي نفس الوقت بنظام معادلات قابل للحل. يتطلب هذا الوصف التعامل مع الرغبات الإنسانية كمعطيات أساسية، مثل كتل الأجسام الفيزيائية في الميكانيكا الكلاسيكية، لا تتأثر بالعلاقات التي تم نمذجتها. وقد أصبح هذا هو الوصف والسرّد الحاسم للنظرية الإقتصادية والذي يأخذ بالتماثلات الشكلية الميكانيكية والتشبيهية (في المعنى) التي وصلت إلى الإقتصاد السائد.⁽²⁾

وقد أكد Morowski على أن الإقتصاد في ذلك العصر أعاد إنتاج الخصائص الأساسية للفيزياء في القرن التاسع عشر، خصوصا فيما تعلق بمفهوم الطاقة وقوانين حفظها. بإيجاز، إن الإقتصاد النيوكلاسيكي، من وجهة النظر هذه، ما هو سوى صيغة مخففة لفيزياء القرن التاسع عشر، أو على وجه أكثر تحديدا الديناميكا الحرارية الذي ظهر تباعا في سنوات الأربعينات. هذا ويؤكد Morowski أن Jevons و Walras ولاحقا Fisher و Pareto و Edgeworth صاغوا قوانين المنفعة الحدية حرفيا على أنها تقليد لقوانين فيزياء الطاقة.⁽³⁾

ثانيا - مرتكزات وفرضيات النسق الإقتصادي النيوكلاسيكي:

هناك فرضيات عريقة يرتكز عليها النسق التقليدي (النيوكلاسيكي) لعلم الإقتصاد، والذي ظلّ حبيسا لثلاث (03) رئيسية منها تعتبر بمثابة الأساس الفلسفي لعلم الإقتصاد السائد، وهي:

- فرضية الفردانية (individualism) التعاقدية؛
- فرضية التوقعات العقلانية (Rational Expectations Hypothesis/ REH) وتعظيم المنفعة؛
- فرضية التوازن التلقائي أو كفاءة الأسواق (Efficient Markets Hypothesis /EMH).

(1) باسل البستاني، (1985): الفكر الإقتصادي - من التناقض إلى النضوج -، دار الطليعة للطباعة والنشر، بيروت - لبنان، ص 63.

(*) أعمالهما المنشورة: - Théorie de l'économie politique (S. Jevons, 1871);

- Les éléments d'économie politique pure (L. Walras, 1874).

(2) Conducted by Paul Rosenberg, (13 January 2014): Interview with Edward Fullbrook, **New Paradigm Economics versus Old Paradigm Economics**, real-world economics review, issue N° 66, <http://www.paecon.net/PAERreview/issue66/Fullbrook66.pdf>: 21/01/2015, p 131.

(3) وسام ملاك، (2012): مرجع سبق ذكره، ص ص 37-38.

هذه الفرضيات الثلاث مترابطة مع بعضها البعض بشكل وثيق.

1- فرضية الفردانية (individualism) التعاقدية:

تُعبر هذه الفرضية عن ارتباط مصالح الأفراد بعلاقات تعاقدية. كل واحد وهو يحرص على حماية مصالحه الخاصة يقرر بكل سيادة الإتفاقيات التي يعقدها مع أفراد آخرين، والذين يكونون بدورهم حريصين على مصالحهم الخاصة.⁽¹⁾

ترى الفرضية أن العالم يمكن أن يدرس انطلاقاً من أفعال أو سلوكيات فردية، وأن كل فعل إجتماعي لا بد أن يكون خاضعاً لإرادة الأفراد العقلانيين الذين يكونون المجتمع، وطبقاً لهذه النظرة، فإن المجتمع ليس أكثر من تجمع للأفراد الذين يشكلونه، وبناء على ذلك فإنه -معياريًا- لا يتعين تطبيق أية أخلاق خارجية على القرارات الإجتماعية. كما تُستبعد أية قيم خارجية تفرض على المجتمع لتطبيق العدالة والمساواة، لأن هذه القيم في إطار هذه الفرضية وكما يراها منظروها التقليديون، تكون جزءاً من الحوار الإجتماعي - فقط - إذا استحضرها الأفراد في المجتمع، فهي التي تعظم حقوقهم ومصالحهم، وهي الفكرة التي أكد عليها Lucas في فلسفته ومفادها أن الناس يملكون حقاً ثابتاً في أن يحتفظوا بما كسبوه، فهي الفكرة التي أسهمت في تأسيس الفلسفة الفردية، كما يعتقد أنصار مسلمة الفردانية. وبالتالي فإن أية سلطة ليس لها الحق في الإنتقاص من هذه المكاسب.⁽²⁾

2- فرضية التوقعات العقلانية (Rational Expectations Hypothesis/REH) وتعظيم المنفعة:

تفترض هذه الفرضية أن الأعوان الإقتصاديين والإجتماعيين يتسمون بالعقلانية، من زاوية أنهم يدركون تماماً تفضيلاتهم الخاصة بهم، وأنهم قادرون على إجراء الحسابات الضرورية في متابعة مصالحهم على نحو فعال. ومن هنا جاء مفهوم "الإنسان الإقتصادي الرشيد /العقلاني" homo economicus، الذي أصبح محور علم الإقتصاد الحديث.⁽³⁾

وللعقلانية عنصران أساسيان يقوم الأول على **تعظيم المنفعة**، في حين أن الثاني يتسم بالأنانية. فطبقاً لتعظيم المنفعة يرى الإقتصاديون والإجتماعيون أنهم يتخذون القرارات التي تعود عليهم بالإشباع الأعظم، وفي ضوء العنصر الثاني ينظرون إلى أثر حالة اجتماعية "مثل توزيع الدخل" بعلاقتها بحصتها الخاصة بهم في

(1) موسى زواوي، (2015): مرجع سبق ذكره، ص 17.

(2) جاسم الفارس، (2011): **الرأسمالية تنقد نفسها**، دار مجدلاوي للنشر والتوزيع، عمان - الأردن، ص ص 19 - 20.

(3) بن منصور عبد الله وجلطي غانم، (2009): **أخلفة الفكر الإقتصادي كآلية لتجسيد الحوكمة العالمية**، مداخلة مقدمة ضمن فعاليات الملئقى الدولي "الأزمة المالية والإقتصادية الدولية والحوكمة العالمية"، كلية العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس-سطيف، يومي: 20-21 أكتوبر، ص 05.

المنتجات بدون اعتبار المآلات التي قد تكون لتلك الحالة بسبب حصص غيرهم من الأعوان، وهو ما ذهب إليه Smith حين أكد على أنه لا شيء أكثر من الأنانية يكون ضروريا للمجتمع من أجل تحقيق النواتج الاجتماعية المثلى.⁽¹⁾

ابتكر Vilfredo Pareto معيارا يحكم بواسطته على فعالية الحالات الاجتماعية وهو المنفعة أو كما تسمى الباريتية، وهي عادة متوجهة نحو الكفاءة في حساباتها. وفي ضوء هذه الخاصية يتم جمع التفضيلات (ربما معبرا عنها بالوحدات النقدية)، وباستخدام معيار Pareto، فإن اختيار البديل سيكون هو اختيار المجتمع كله. تقوم القرارات هنا على أساس التفضيلات الفردية وهو ما ينسجم مع مسلمة الفردانية.

لقد جرى تصوير الإنسان الإقتصادي فردا يتصرف على نحو ميكانيكي عقلائي كأن دوره في الحياة حل مشاكل تعظيم بقيود ومعطى أسعارا ثابتة، الأمر الذي جعل فكرة العقلانية مرتبطة بالتعظيم في علم الإقتصاد.⁽²⁾ لقد سوت النظرية الإقتصادية بين التصرف العقلاني والعمل للمصلحة الذاتية، بل إن Edgeworth أعلن بفخر "أن المبدأ الأول لعلم الإقتصاد هو أن كل عامل لا تحركه إلا المصلحة الذاتية". وقد قامت جميع النماذج الإقتصادية الحديثة تقريبا على هذا المبدأ.⁽³⁾

3- فرضية التوازن التلقائي أو كفاءة الأسواق (Efficient Markets Hypothesis /EMH):

الفرضية الثالثة كانت نتيجة هامة لتطبيق قوانين الفيزياء النيوتونية على علم الإقتصاد، من حيث التأكيد على أن علم الإقتصاد، شأنه في ذلك شأن الكون، يبلغ حد الكمال إذا ما ترك وشأنه، وأن أي خلل سوف يصح تلقائيا. فالقوانين الإقتصادية قوانين قوية ولا تطبق التدخل، ولا تستطيع الحكومة إذا أن تفعل معها أي شيء ولذلك يتعين عليها عدم التدخل؛ فإمكان قوى السوق نفسها أن توجد النظام والإنسجام والكفاءة والعدالة، وأي جهد للتدخل في السوق التي تقوم بالتكيف التلقائي لا يمكن إلا أن يؤدي إلى حالات من التشويه وعدم الكفاءة. وهكذا فقد أدى المفهوم الآلي للكون والإنسان إلى نشوء إيمان أعمى بكفاءة قوى السوق.⁽⁴⁾

على الرغم من أن فكرة التوازن العام قد تكون مستوحاة من كتابات مفكرين سابقين ك Isnard و Cournot، إلا أن المصادر الفعلية لنظرية Walras حول التوازن العام تجد جذورها الراسخة في كتابات Poinot حول

(1) جاسم الفارس، (2011): مرجع سبق ذكره، ص 20.

(2) نفس المرجع، ص 27.

(3) بن منصور عبد الله وجلطي غانم، (2009): مرجع سبق ذكره، ص 05.

(4) نفس المرجع، ص 06.

الميكانيك في مؤلفه « éléments de statiques » المنشور عام 1803، الذي يعتبر العمل المُلهِم لـ Walras على امتداد حياته.⁽¹⁾

في ظل هذه الفرضية يفترض النسق النيوكلاسيكي لعلم الإقتصاد أن حلقات رد الفعل السلبية والعلاقات الخطية تهيمن دائما على حركات السوق، مؤدية بذلك بالأسواق إلى التوازن.⁽²⁾

أحد أكثر النماذج الاقتصادية استمرارًا هو النموذج الناشئ عن فرضية الأسواق الكفوءة، والتي تتفاعل بموجبها في السوق المصالح المتنافسة للأعوان الاقتصاديين، بحيث تكون النتيجة نظامًا متوازنًا وفعالًا. كما أوضح Smith، فإن "اليد الخفية" تتدخل وتنظم الأسواق بحيث تميل نحو التوازن. تم تبني هذه الأفكار بحماس من قبل إقتصاديي جامعة شيكاغو، الذين كانوا مخلصين لأساسيات السوق أو سياسات "laissez-faire" والذين جادلوا بأن الأسواق بحكم طبيعتها هي عقلانية، كفوءة وقادرة على الضبط التلقائي.⁽³⁾

إن هذه الخاصية (الإيمان بمنطق السوق وتوازنه التلقائي) تعني أنه إذا ترك الأفراد لوحدهم، وإذا أُتيح لهم أن يتعاقدوا طواعية، فإن رفاه المجتمع سوف يُعزز، وأي تدخل في هذه العملية، سيقود الأوضاع إلى الأسوأ.⁽⁴⁾

ثالثا - المعالجة النيوكلاسيكية للمعلومات:

منذ الإقتصاديين الكلاسيكيين الأوائل، كان كثيرا ما يتم افتراض أن المعلومات كاملة (مثلى) تماما كالعقلانية الكاملة. وقد كانت النيوكلاسيكية المعاصرة أكثر تضليلا، إذ نجد أن أحد ركائزها هو "فرضية التوقعات العقلانية (Rational Expectations Hypothesis (REH) والفرضية الملازمة لها "فرضية الأسواق الكفوءة Efficient Markets Hypothesis (EMH)". تؤمن REH أن التوقعات المُشكّلة من قبل المتعاملين الإقتصاديين ستكون على نحو مناسب صحيحة عند سوق تنافسي يؤدي الضغط فيه إلى ضمان إلغاء أخطاء التوقعات المنهجية، حيث يتم أخذ جميع المعلومات غير المقيدة في الحسبان؛ وكنتيجة لذلك، ستكون التوقعات مغلوطة فقط حول "العشوائية والأخطاء غير ممكنة التنبؤ".

بنتبع Muth (1961)، الإفتراض القوي غالبا يكون أن توقعات الأعوان ستعكس التنبؤ المتولد عن نموذج الإقتصاد (المفترض أنه صحيح) والذي يعتبر قد تمّ اختباره ضمنيا في أهم النظريات.

⁽¹⁾ وسام ملاك، (2012): مرجع سبق ذكره، ص 275.

⁽²⁾ Conducted by Paul Rosenberg, (13 January 2014): Interview with Edward Fullbrook, Op.Cit, p 130.

⁽³⁾ Ioana Andrada Moldovan, (2015): **New paradigms imposed by the global financial crisis**, Theoretical and Applied Economics, Volume XXII, N^o. 2 (603 Summer), p 267.

⁽⁴⁾ جاسم الفارس، (2011): مرجع سبق ذكره، ص 21.

REH يتضمن بدوره الـ EMH ، أين يثبت أن أسعار السوق مؤشرات موثوقة للقيمة الأساسية والمعلومات المتاحة هي فقط موضوع تغير عشوائي أساسي. وما يوجد ضمناً في كلا الفرضيتين هو افتراض أن العالم الإقتصادي هو جامد "ergodic"، بمعنى أن "المستقبل ليس إلا الظل الإحصائي للماضي" (المستقبل صورة عن الماضي). وكنتيجة، يمكن أن تأخذ التوقعات بشأن المستقبل عادة شكل احتمالات محسوبة.⁽¹⁾

رابعا- الصياغة الرياضية التبسيطية كمنهجية للنسق النيوكلاسيكي:

أدى الجهد الرامي إلى تفسير وظائف البشر تفسيراً آلياً إلى جعل العلوم الاجتماعية علوماً مادية وحتمية تتميز بالدقة كالرياضيات والفيزياء. لقد أدى إدخال هذه الأفكار في الإقتصاد إلى نشوء عدد من المفاهيم التي عملت بشكل شعوري أو لا شعوري على تكوين أساس هذا العلم وصياغة مبادئه الرئيسية.⁽²⁾

صار الإقتصاد علماً يضاهي العلوم الرياضية والطبيعية في دقتها على يد بعض العلماء مثل Cournot الذي تابع جهود Bernoulli و Laplace، عن طريق الإيمان بأن المجتمعات تعمل بقوانين معينة، ويمكن تطوير الأنظمة الاجتماعية عن طريق تطوير هذه القوانين عبر وسائل علمية بحتة من دون الإهتمام بالقيم الجماعية، إلا تلك القيم الناتجة عن تصور أفلاطوني الطابع -إذا جاز هذا التعبير- ذات الصلة المسبقة الجامدة غير القابلة للمناقشة، واعتمد هؤلاء العلماء على الرياضيات الحديثة التي سخرت لإعادة تمثيل الواقع الإقتصادي عبر معادلات ووظائف رياضية معقدة وطرائق الحساب الحديث. ما شجع هذا الإتجاه هو صعود الفكر الوضعي (positiviste) الذي افترض إمكانية اكتشاف قوانين في كل ميادين الحياة المجتمعية، وساعد على ذلك بطبيعة الحال تطور علم الإحصاء وحاجة الدولة الحديثة إلى الإعتماد على إحصاءات دقيقة في كل الميادين. كما أدى تطور المؤسسة الإقتصادية إلى توسيع دائرة استعمال الإحصاء خارج نطاق الدولة وأجهزتها إلى قطاع المؤسسات الإنتاجية الخاصة، وتم حل المعضلات الإقتصادية الشائكة بمعادلات رياضية يفترض أنها تمثل تعقيدات الوضع الإقتصادي المعزول عن أية علاقة بأوضاع مجتمعية أخرى.⁽³⁾

يشير سجل تطور المنهجية والأدوات التحليلية للعلوم الاجتماعية إلى حصول تقدم هائل فيها خلال العقود الأخيرة من القرن الحالي. وفي إطار علم الإقتصاد، يشهد على ذلك تأثيرها في حقول عديدة من أمثلتها هي

⁽¹⁾ Richard Bronk, (November 2011): **Epistemological difficulties with neoclassical economics**, Conference Paper Presented to SEA (Southern Economic Association), <http://eprints.lse.ac.uk/39423/>, consuted 09/04/2016, p 04.

⁽²⁾ بن منصور عبد الله وجلطي غانم، (2009): مرجع سبق ذكره، ص 05.

⁽³⁾ سلام سميسم، (2010): **التوازن الإقتصادي العام في النظام الإقتصادي الوضعي والنظام الإقتصادي الإسلامي**، دار مجدلاوي للنشر والتوزيع، عمان - الأردن، ص ص 22-23.

تحليل المدخلات- المخرجات (In put- Out put)، نظرية الألعاب (Games theory)، البرمجة الخطية... وغيرها، تطوقها الرياضيات حتى سمي التقدم الذي حصل فيها "بالثورة الرياضية".

ويمثل التقدم في الرياضيات عموماً والإقتصاد الرياضي والإحصائي خصوصاً القاسم المشترك الأعظم الذي يشد جوانب التنظير ويفسر ترابطها.

أما أهم الأسباب الكامنة وراء هذا التقدم المحسوس فيمكن اختصارها في الآتي:⁽¹⁾

- أن الرياضيات طورت لغة عامة من التجريد والرمزية التي تتميز بعدم الغموض والدقة؛
- التحول في التأكيد من التحليل التوازني الجزئي إلى التحليل التوازني الشمولي؛
- قدرة الرياضيات ولغتها الهائلة في الكشف عن التناقضات في البناء النظري والفرضيات المرافقة له.

تاريخياً يجيء هذا التطور مرافقاً لمسيرة الفكر الإقتصادي وتدفق تياراته. والتحول النوعي في هذا حصل أولاً في انتقال أهم تيارات التنظيم من المدرسة الكلاسيكية إلى نظرية المنفعة والتأكيد فيها بصورة خاصة على المنفعة الحدية؛ ومع هذا الانتقال جاءت الرياضيات والتي وعدت بفتح جديد باتجاه جعل الإقتصاد علماً حقيقياً. وأبرز من مثّل هذا الإتجاه هو Jevons حينما يؤكد أن "الإقتصاد من أجل أن يكون علماً لا بد وأن يكون علماً رياضياً. فنظيرتي في الإقتصاد تتميز بأنها رياضية خالصة". كان حلم Jevons هو الوصول إلى اليوم الذي يمكن فيه القياس كمياً على الأقل للقوانين الأساسية في الإقتصاد؛ وقد جعل التقدم المعاصر في الإقتصاد الرياضي هذا حقيقة واقعة.

ولكن القفزة النوعية التي قدمها الرواد أمثال Jevons و Cournot و Walras وغيرهم تعتبر محدودة قياساً بما حصل بعدها من قفزة هائلة وخاصة منذ نهاية الحرب العالمية الثانية. فمنذ ذلك الحين تحولت الرياضيات بمفهومها ومجالها الواسع من أداة متممة إلى كيان ضخم قائم بذاته، رموزاً ومنطقاً. ويمكن القول بهذا الصدد أن المساهمات التي قدمها Samuelson في محاولته لخلق بناء اقتصادي نظري كامل مستخدماً المنطق الرياضي يمثل أهم مجهود بهذا الإتجاه.⁽²⁾

إن الغرض من استخدام الأدوات والأدلة في التنظير الإقتصادي هو تحويل الأفكار الإقتصادية إلى كم، أي جعلها ممكنة القياس.

⁽¹⁾ باسل البستاني، (1985): مرجع سبق ذكره، ص 59.

⁽²⁾ نفس المرجع، ص ص 59-60.

وباعتبار أن مجموعة الاختيار معطاة، فإن المشكلة لا تتمثل في اكتشاف خيارات جديدة، بل تختزل بكل بساطة في إختيار القرار الأمثل من المجموعة المعطاة وبناء على ذلك تصبح الأنظمة الرياضية معلما بارزا في التنظير الإقتصادي، والتي يتم من خلالها اشتقاق الخيارات الإقتصادية وترسيخها. وبناء عليه، وعلى الرغم من جاذبية نماذج التوازن الإقتصادية للنظرية، إلا أنه لا يمكن وصف كل الخصائص الإقتصادية لهذه النماذج عبر المنهج الإستنباطي، فالحقيقة تمتد إلى ما هو أبعد من هذا المنهج. وهذا لا يعني أن الإستنتاج الرياضي غير مفيد أو ليس ذا أهمية، لكن القول بأنه مفيد شيء واعتباره المنهج المثالي للتحليل الإقتصادي شيء آخر.⁽¹⁾

وفي الإطار التاريخي لتطور الأدوات، كان القسم الأول من القرن العشرين شاهدا على تقدم كبير باتجاه بداية التفكير الحقيقي في الإقتصاد الرياضي. غير أن الإنجاز الذي حصل منذ ذلك الحين على الرغم من ضخامته فإنه يمثل سلاحا ذا حدين. فاستخدام الرياضيات في العلوم الإجتماعية ينطوي على خطر محسوس وهو أنها تفرض التبسيط وبالتالي تبعد تحليل متغيرات ديناميكية مهمة وذات تأثير فعال على تطور كل من الفكر والتطبيق الإقتصادي. وقد عرض الكثير من الإقتصاديين المخاطر العديدة التي تنتج عن هيمنة المنطق الرياضي على المنطق النظري والتحليلي، ودفعهم إلى التحذير من مسيطرة الإتجاه نحو بناء النماذج الرياضية بكل محدوديتها باعتبارها موضوعة (تقليعة) يجدر مجاراتها؛ كما أنها تهدد بتحويل العالم إلى شكل شبحي من الرياضيات.⁽²⁾

من الواضح أن منطق الإستنتاج الرياضي للنظرية النيوكلاسيكية يتسم بأوجه قصور عدة؛ فهو يركز على التجريد والتعميم، ويتجاهل الفروقات والتغاير. وهذا ينعكس بوضوح في الفرضيات المعتادة في النظرية الإقتصادية حول المنافسة المثالية: منتج متجانس وسوق آلية تتألف من عدد كبير من الوحدات "الذرية" التي لا يكون لأي منها على حدى تأثير ملموس في السوق. كما يفترض أن يكون للوحدات الإقتصادية معلومات متطابقة ونماذج متطابقة لتفسير واستخدام هذه المعلومات.⁽³⁾

⁽¹⁾ سامي السويلم، (2012): الإقتصاد الإسلامي في عالم مركب -دراسة استطلاعية باستخدام المحاكاة على مستوى الوحدة-، مرجع سبق ذكره، ص 26، ص 28.

⁽²⁾ باسل البستاني، (1985): مرجع سبق ذكره، ص 68.

⁽³⁾ سامي السويلم، نفس المرجع، ص 30.

المطلب الثاني: حدود النسق النيوكلاسيكي ونقد مرتكزاته

يفقد النسق النيوكلاسيكي قوته التفسيرية ويقف عند حدوده عندما يرقى البحث إلى دراسة الظواهر المركبة ويسعى إلى إيجاد الحل للإشكاليات الإقتصادية العميقة، وهذا ما توصل له أهم رواد الإقتصاد. في المقابل، تبرز جملة من المفاهيم البديلة التي تمنح البعد النظامي وتسمح بتوسيع دائرة الإهتمامات البحثية، ولعل من أهمها: مغالطة التعميم، اللاتأكد ولا تماثل المعلومات والآثار الخارجية (les externalités) أو التكلفة النظامية.

أولاً- بعض المواقف الفكرية المعارضة للنسق النيوكلاسيكي:

نسوق اعتراضات أهم رواد الإقتصاد والإدارة: Marx، Keynes و Herbert Simon.

1- اعتراض Marx على التبسيط والإختزال:

على عكس الإقتصاديين الكلاسيك ومعظم اقتصاديي القرن التاسع عشر، حل Marx الإقتصاد من وجهة نظر سوسيولوجية وتاريخية، وأساس هذا التحليل يجد جذوره في فلسفة مستوحاة عن Hegel. وقد بين Marx أنه لا وجود لقوانين اقتصادية أزلية، كما وضّح أن تصرفات المتعاملين الأفراد، نظراً لتعارضها وتوجه كل فرد إلى تحقيق أرباحه الخاصة، تؤثر سلباً على المجتمع وتؤدي إلى نتائج عكسية.⁽¹⁾

رفض Marx تكلفة التبسيطية، فموضوع دراسته هو العلوم الإجتماعية، وبالتالي فهذه العلوم تستند إلى قاعدة اقتصادية. احتوت أعمال ماركس قبل كل شيء على تأكيد أهمية العامل الإجتماعي الحاوي لكل المواقف البشرية، حتى في حالة ما تحدد هذا العامل من طرف الإقتصاد. وهو ما يعتبر انحراف ثوري مبكر عن فلسفة الإقتصاد السائدة.

بالنسبة لـ Marx فإن المعرفة الإقتصادية ليست سوى جزء من المعرفة الإجتماعية، وبعدها سيُعرف بصورة نهائية أن هذه المعرفة محدودة. وكما كان الشأن مع ظهور ميكانيكا الكم والتي كشفت عن حدود العلوم الفيزيائية، فإن الفكر الماركسي كان يبرهن عن عدم إمكانية عزل ملاحظ الشيء عن الملاحظة في الساحة الإقتصادية والإجتماعية.⁽²⁾

⁽¹⁾ نادية العقون، (2013): العولمة الإقتصادية والأزمات المالية: الوقاية والعلاج -دراسة لأزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية-، أطروحة دكتوراه غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الحاج لخضر -باتنة، الجزائر، ص 28.

⁽²⁾ موسى زواوي، (2015): مرجع سبق ذكره، ص 14.

2- Keynes والعوامل البسيكولوجية الأساسية:

بدأ Keynes تحليله الإقتصادي بتوجيه نقده إلى النظرية النيوكلاسيكية، ويتحدد الوسط التاريخي لتحليله للإقتصاد الرأسمالي أثناء أزمته الكبرى، أو ما يسمى بالكساد الكبير الذي بدأ سنة 1929 ووصل إلى عمقه في الفترة [1931-1932] واستمر بصفة عامة حتى نشوب الحرب العالمية الثانية عام 1939.⁽¹⁾

تحكم البسيكولوجيا الإنسانية، أو ما يسميه Keynes "العوامل البسيكولوجية الأساسية"، مجمل التقلبات الإقتصادية. يتعلق الأمر بالميل للإستهلاك، تفضيل السيولة وتقلبات المشاهدات في المستقبل؛ تنجم كلها عن "الأرواح الحيوانية" esprits animaux، التي تحدد تقدير الفعالية الهامشية لرأس المال. إن الأهمية الجوهرية لهذه "العوامل البسيكولوجية الأساسية" التي تفسر بأن الإقتصاد ينبغي أن يعتبر كـ "علم أخلاقي".⁽²⁾

ولأن الأمر يتعلق بالأفراد المتميزين بالنوايا، التفضيلات، القيم، التفكير ... فإن الإقتصاد لا يمكن تناوله كما تتناول الفيزياء الجزيئات الوحيدة. بالموازاة مع الفيزياء النيوتنية فإن اصطلاح عليه Keynes بـ "الفيزياء الإجتماعية" نتج لثلاث أسباب ميزها Keynes وتتمثل في: النوايا، التفضيلات والأخطاء؛ وهذا ما يعقد الأمور. مع أن النيوكلاسيك عالجوا الأخطاء بافتراض العشوائية مما جعلهم دائما يتمسكون بفرضية العقلانية، فطرحهم لوحدة الكائن الحي لا تقول إلا أن: بالطبع الظواهر الإجتماعية هي جد معقدة بسبب البسيكولوجيا خاصة، لكن لا يوجد هناك قطيعة مع الظواهر الطبيعية، لذلك يبقى النيوكلاسيك دائما في دائرة الحتمية.

يُدقق Keynes ويقول أن "اللاإستقرار الإقتصادي يجد سبب آخر ملازم لطبيعة الإنسان"، ويضيف "لأن هذه الأفعال بالتجربة -المسؤولة عن تقلبات النشاط- لا تنجم عن ضرورة منطقية، ينبغي افتراض أن الشروط والميول البسيكولوجية للعالم المعاصر هي بالضرورة ذات طبيعة منتجة لمثل هذه النتائج".

ميّزت أصالة التحليل الكينزي بين "العوامل البسيكولوجية الأساسية الثلاث" المؤثرة على كل النظام الإقتصادي وهي: الميل للإستهلاك، تفضيل السيولة وتغير المشاهدات حول المستقبل الناجم عن الأرواح الحيوانية. جوهر تحليل Keynes يدور حول تمفصل هذه العوامل، فالإقتصاد يمكن أن يكون قوانين شاملة وغير قابلة للتغير ونماذج لقوانين ميكانيكية لولا دور البسيكولوجيا الإنسانية.⁽³⁾

⁽¹⁾ نادية العقون، (2013): مرجع سبق ذكره، ص 31.

⁽²⁾ Michaël Lainé, (2014): *Quelle rationalité pour les esprits animaux? Le comportement d'investissement des entrepreneurs en incertitude non probabilisable*, thèse de Doctorat en sciences économiques, université de Bordeaux, France, p 50.

⁽³⁾ Ibid, p 51.

لكن مع انهيار نظام بريتون وودز وبروز أزمات جديدة كأزمة التضخم الركودي وتراجع معدلات النمو تبين فشل النظرية الكينزية على المستوى التطبيقي، وساد الفكر النيوكلاسيكي بمدارسه المتعددة وأهمها المدرسة النقدية.⁽¹⁾

3- Herbert Simon والعقلانية الإجرائية:

Herbert Simon حائز على جائزة نوبل في الإقتصاد، اهتم خلال النصف الثاني من القرن العشرين بمسألة التعقيد وجاء بمفهوم العقلانية المحدودة للأفراد.

يعد Simon من المفكرين الذين انتقدوا بشدة الفرضيات التي تقوم عليها نظرية العقلانية التامة، واقترح مفهوم العقلانية المحدودة أو العقلانية الإجرائية من أجل تحليل السلوك التنظيمي واتخاذ القرارات. وقال بأن المنظمة عبارة عن نظام مركب متعدد الفاعلين يقود لحالات من العقلانية المحدودة.

بحسب H. Simon يتميز متخذ القرار بثلاث خصائص كبرى:⁽²⁾

- ليس لديه نظرة شاملة للبيئة المحيطة بالمنظمة وبالتالي لا يمكنه معالجة كل المعلومات المتوفرة؛
 - ليس للفرد تفضيلات واضحة ومتسلسلة، ولكن لديه طموحات تتغير بتغير الوقت؛
 - متخذ القرارات لا يبحث عن تعظيم نتائج اختياراته بقدر ما يبحث عن بلوغ مستويات مرضية.
- فبالنسبة له الأمثلة (optimisation) تعتبر مجرد وهم.

ربما ليس من قبيل المبالغة القول أن Herbert Simon هو المعارض الأكثر شهرة لـ "العقلانية المثالية المطلقة" المنسوبة إلى اقتصاديات "الفرد العقلاني" التي تشتهر بها نظريات الإقتصاد النيوكلاسيكي. فقد وضع أسس بديلة توضح الرؤية للعقلانية المحدودة، وذلك بسبب الآثار المشتركة للقدرات المحدودة لفهم الإنسان وتعد العالم. إنه يقابل العقلانية المطلقة للاقتصاد التقليدي النيوكلاسيكي، والذي يهدف إلى تحسين النتائج لأغراض غير إشكالية بالعقلانية الإجرائية التي تركز على كيفية حل المشكلات غير الشفافة. ينتج عن هذا التركيز على معيار القرار البديل مفهوم "الرضا satisficing"، بدلاً من مفهوم التعظيم "maximisation".

تتنوع انتقادات Simon الرئيسية، فهو ينتقد أولاً وقبل كل شيء الحتمية المفرطة للنموذج النيوكلاسيكي وتجاهله للتعقيد والقدرات البشرية المحدودة. كما أنه يرفض الفصل الواضح بين الوسائل والغايات، كما لو كانت شفافة ومعطاة. تضاف إلى هذه الانتقادات الثلاثة نظرية البحث عن المعلومات، وجهة نظر إجرائية للعقلانية

⁽¹⁾ نادية العقون، (2013): مرجع سبق ذكره، ص 32.

⁽²⁾ الهادي بوقلقول، (2015): محاضرات في مادة مدخل إلى إدارة الأعمال، مديرية النشر، جامعة باجي مختار - عنابة، ص 21.

تشير إلى أوجه القصور في الرؤية الساكنة للتفضيلات المنسوبة إلى هذا النموذج. وفي النهاية، نقد التعظيم كمعيار للقرار.

قبل أن يكون منظراً معروفاً بمفهومه للعقلانية المحدودة، يُعد Simon منظراً للحتمية والتركيب. يدعم Simon بقوة هذه العبارة "تعظيم السلوك هو وظيفة محضة للبيئة، ومستقل تماماً عن الفاعل". الأشياء (وكذا الأهداف وتفضيلات الأفراد) غير مثبتة ليس مسبقاً فقط، ولكن الفاعلين لديهم القدرة على الإرتجال والإبتكار التي تسمح لهم بإيجاد حلول فعالة للمشاكل التي يواجهونها.⁽¹⁾

ثانياً - مفاهيم نظامية تنقد مرتكزات النسق النيوكلاسيكي وتؤكد حدوده التفسيرية:

في مقابل فرضيات النسق النيوكلاسيكي، ظهرت مجموعة من المفاهيم الإقتصادية ذات البعد النظامي والتي أكدت على الحدود التفسيرية للنسق السابق وشكلت القواعد البديلة التي ينبغي مراعاتها. من أهم هذه المفاهيم: مغالطة التعميم، اللاتأكد ولا تماثل المعلومات، والآثار الخارجية أو التكلفة النظامية.

1 - مغالطة التعميم (fallacy of composition):

ارتكزت النيوكلاسيكية على مبدأ الفردية المطلقة، إلا أن مفهوم مغالطة التعميم يدحض هذا المبدأ، ويقدم مبررات لذلك. تبنى الفيلسوف الألماني Immanuel Kant في فلسفته الأخلاقية ما أسماه "الواجب المطلق categorical imperative"، وهو أن تقوم بالعمل الذي ترجو أن يعمل به الجميع. وعلى النقيض من هذا المبدأ ما يسمى **مغالطة التعميم (fallacy of composition)**، وهو العمل الذي يحقق مصلحة للفرد بشرط ألا يفعله الآخرون، فإن فعله الآخرون تضرروا جميعاً. وفي مجال الموارد الإقتصادية يطلق عليه مصطلح "مأساة الموارد المشتركة" tragedy of the commons resources. وتعتبر هذه عن سوء استخدام الموارد الطبيعية المشتركة؛ كالمياه أو الثروات الطبيعية المحدودة الأخرى.⁽²⁾

هذا التعارض بين مصلحة الفرد على حدى وبين مصلحة المجموع يبرز في صور وتطبيقات كثيرة، ويسمى "المعضلات الإجتماعية social dilemmas"، ومن أشهر صورها ما يسمى "معضلة السجين prisoner's dilemma"، وهي نفسها مشكلة "الراكب المجاني free rider" في علم المالية العامة. جميع هذه الظواهر تنشأ عن تناقض العلاقة بين الفرد كوحدة وبين المجموع. فما دام البقية يتصرفون بطريقة معينة، فالفرد يستطيع أن ينفرد عنهم ليحقق مكاسب إضافية على حسابهم. ولكن هذه المكاسب تشترط ألا يفعل الآخرون مثله، فإن فعلوا

⁽¹⁾ Michaël Lainé, (2014): Op.Cit, p 181.

⁽²⁾ جاسم الفارس، (2011): مرجع سبق ذكره، ص 33.

تضرر الجميع، وهذا تناقض. وإذا كان كل فرد ينظر إلى مصلحته الخاصة فحسب، فلا مفر من الوصول إلى النتيجة المؤسفة وهي فقدان التعاون بين الأفراد ومن ثم خسارة الكل. ووفقا للنظرية الإقتصادية السائدة فإن هذه المعضلات ليس لها حل سوى خسارة الجميع؛ لأن الإفتراض الذي تقوم عليه النظرية هو المصلحة الفردية دون اعتبار للمصلحة الجماعية.⁽¹⁾

قدم التفسير الكينزي لمفارقة التوفير مثالا عن مغالطة التعميم في التحليل الإقتصادي: "قد ينخفض إجمالي الإدخار والاستثمار حتى عندما يحاول جميع الأعوان الإقتصاديين زيادة مدخراتهم" (Keynes, 1936 و Hicks, 1937). نظراً لأن هذا التناقض هو عنصر أساسي في الإقتصاد الكينزي، فإن مغالطة التعميم نفسها غالباً ما يتم رفضها من قبل نقاد كينز، وخاصة الإقتصاديين بالمدرسة النيوكلاسيكية والنمساوية. بصرف النظر عن حقيقة أن نفس المفهوم قد شرحه Adam Smith نفسه، فإن إنكار مغالطة التعميم ليس مجرد خطأ منطقي، بل خطأ اقتصادي أيضاً. تم توضيح ذلك بوضوح من قبل أحد المنتقدين الرئيسيين للكينزية وهو Milton Friedman.⁽²⁾

يُصرّح Friedman (1980) بشأن هذه المسألة: "الخطأ الكبير الذي يفعله الكل هو الخلط بين ما هو صحيح للفرد مع ما هو صحيح بالنسبة للمجتمع ككل. هذا هو الشيء الأكثر روعة في الاقتصاد. في هذا الطريق، الإقتصاد هو أتفه موضوع في العالم، ولكن من الصعب جدا أن يفهم الناس لماذا؟ أعتقد أن السبب الرئيسي هو تقريبا أن أي مشكلة اقتصادية مثيرة للاهتمام لديها السمة التالية: ما هو صحيح بالنسبة للفرد هو عكس ما ينطبق على الجميع معا".⁽³⁾

ويترتب على مغالطة التعميم أن أي تحليل ذو معنى للخطر على نطاق النظام الإقتصادي، والطرق والوسائل والسياسات لمنع/الحد من مظاهره، يتطلب مقارنة نظامية لتقييم إجراءات وتفاعلات الأعوان والسياسات الإقتصادية. أدى الإهمال المشترك لهذه المغالطة إلى "الأثر الملازم" للإقتصاد الكلي النيوكلاسيكي لـ Lucas (Lucas New Classical Macroeconomics /LNCM)، المرتبط بإفتراضات التوقعات العقلانية والأسواق الكفوءة. وكما هو معروف جيداً في هذه المقاربة، يصبح النظر إلى الإنحرافات عن التوازن الإقتصادي ناجم عن الصدمات الخارجية، مثل "الأخبار" غير المتوقعة؛ وبالتالي فتقلب الأسعار هو انعكاس للمخاطر الخارجية.⁽⁴⁾

⁽¹⁾ سامي السويلم، (2013): مدخل إلى أصول التمويل الإسلامي، مركز نماء للبحوث والدراسات، الطبعة الأولى، بيروت- لبنان، ص ص 33-34.

⁽²⁾ Rainer Masera, (2015): **Macroprudential policy as a reference for economic policies: a Hicksian perspective**, http://www.lincoi.it/files/centro_lincoi/Masera_20151027.pdf, p 05.

⁽³⁾ Systemic Risk Centre, (2015): **Systemic risk: What research tells us and what we need to find out**, The London School of Economics and Political Science, London, p 09.

⁽⁴⁾ Rainer Masera, Ibidem, p 06.

2- اللاتأكد ولا تماثل المعلومات:

إن فكرة الأفراد العارفين والمحيطين بكل المعلومات (Omniscients)، والذين يتمتعون بقدرة كبيرة على الحساب الإقتصادي، لم يحملها أبدا كبار الإقتصاديين على كاهلهم؛ فقد كانت النقاشات بين الليبراليين والكنيزيين دائما أكثر نباهة وركزت بالأحرى على قدرة اقتصاد السوق على تسيير اللاتأكد.

• بالنسبة لـ Hayek لا تقوم قوة اقتصاد السوق على الإحاطة بكل المعلومات بالنسبة للأعوان

الإقتصاديين، وإنما على قدرة الأسواق على جمع معلومات مشتتة:

– المشكل الإقتصادي الرئيسي هو ذلك الخاص بتقسيم -تجزئ- المعرفة، فالمعارف الجلية والضمنية

تكون مشتتة ومبعثرة وكل فرد لا يمكنه إلا أن يحوز على معرفة مجزأة؛

– تسمح لعبة الأسواق والأسعار بإدماج معلومات، معارف وخبرات مشتتة في مجموع المجتمع،

بتسهيل الاختيار والإنتشار السريع للأفكار الجديدة. وبالتالي فإن تجزئ المعارف يجعل من غير

الممكن أن يكون تدخل الدولة فعالاً؛

– يطلق Hayek اسم لعبة "catallaxie" على النظام التلقائي المنتج من قبل السوق ويقول: "إنها لعبة

خلاقة للثروة لأنها تحمل لكل لاعب معلومات حيث وجودها سيقى غير معروف بالنسبة له إذا لم

توجد اللعبة".

• بالنسبة لـ Knight يسمح اللاتأكد بتحقيق الربح، يتعين على المؤسسات أن تقوم بالتنبؤات وأخذ

المخاطر، الأرباح (والخسائر) هي نتيجة لنوعية تنبؤاتها وللصدفة؛

• Kynes وخلفاؤه (Akerlof، Stiglitz، Minsky ...) أكدوا على أهمية "الأرواح الحيوانية" (esprits

animaux) في السلوك الإنساني وتكلفة اللاتأكد للإقتصاد:

– تكاليف البحث عن المعلومات؛

– تكاليف لاتماثل المعلومات؛

– ظواهر التقليد (mimétisme)، (الإستعارة الكينيزية "مسابقة الجمال")؛

– وغيرها.⁽¹⁾

⁽¹⁾ Jean-Pierre Landau et Alain Quinet, (2010): **Risque, incertitude et choix public**, https://hal-univ-tlse3.archives-ouvertes.fr/AO-ECONOMIE/search/index?q=%2A&docType_s=UNDEFINED+OR+REPORT&submitType_s=annex+OR+notice&page=25:28/05/2015,p01.

إن الوعي بآلية عمل السوق الحرة غير المقيدة يؤكد أن جميع النظريات المتحدثة عن السوق تامة الكفاءة، وجميع النظريات التي انطلق الإقتصاديون منها في تفسير ظواهر العالم الإقتصادية أسست زيفا لا طائل منه، فالإنسان الإقتصادي الذي تفترضه النماذج الإقتصادية النظرية أنه يتصرف تصرفا رشيدا ظهر فجأة أنه كائن تحركه عوامل نفسية لم تؤخذ في الحسبان في المؤلفات الإقتصادية التقليدية، كالجشع والنشوة، الخوف والذعر، وهي العوامل التي تؤدي لا محالة إلى أن تصيب الاختلالات أسواق المال المرة تلو الأخرى.⁽¹⁾

لقد كانت فرضية التوقعات العقلانية REH وفرضية السوق الكفاءة EMH وراء الكثير من النظريات المالية وفي الإقتصاد التطبيقي. بعد أزمة 2008 صار يُنظر إلى التوقعات السوقية والتسعير على أنها مظلة وكذلك وهمية منذ فترة طويلة، فالنماذج المنتجة من طرف الإقتصاديين والمعممة عن طريق أغلب مديري الخطر والمتعاملين الإقتصاديين تبين أنها منهجيا خاطئة مُتسببة في أخطاء مترابطة. اعترف العديد من الإقتصاديين المنتمين إلى النيوكلاسيك منذ سنوات عدة أن REH و EMH غير معقولة وغير جديرة بأخذها كنماذج عامة. وقد افترضوا أن أمثلة (optimization) الأفراد للتفضيلات المتاحة ونزعة السوق إلى التوازن الكفو تقسد غالبا ببعض مشاكل المعلومات خاصة، مثل مشكل لاتماثل المعلومات.⁽²⁾

في مقالة بعنوان The market for lemons quality, uncertainty and market mechanism — Akerlof عالج فيها وضعا يمكن أن تفشل فيه الأسواق، ويتم حدوث الفشل حين لا تأخذ أية صفقة مكانها بالرغم من حقيقة أن هناك عملاء وتجارا في السوق ستفيدهم هذه الصفقات بشكل متبادل. إن الأنموذج الذي يستخدمه Akerlof هو الذي تسود فيه العقلانية الفردية المقترنة بمعلومات غير متماثلة، وهي التي ستفسد ناتج السوق الحرة؛ لأنه بحكم عدم تماثل المعلومات عن السلع ستؤدي إلى أن يبيع البعض سلعهم الرديئة بأسعار أعلى أو مماثلة للسلع الجيدة، الأمر الذي سيؤدي في النهاية إلى أن السلع الرديئة ستطرد السلع الجيدة من السوق، وستخمل السوق، الأمر الذي يعود في النهاية إلى أن هذه الأسواق ربما تكون مرشحة للضبط والتدخل الحكومي. Stiglitz (2011) من بين آخرين كذلك من انتقدوا عيوب ونقائص التنبؤ المعاصر للنظريات الإقتصادية وإخفاق النزعة الفردانية عند الأخذ بعين الاعتبار للاتماثل المعلومات واختلالات السوق.⁽³⁾

(1) جاسم الفارس، (2011): مرجع سبق ذكره، ص 194.

(2) Richard Bronk, (November 2011): Op.Cit, p 05.

(3) Ibidem, p 06.

3- الآثار الخارجية السلبية (Negatives externalities) أو التكلفة النظامية:

يرجع الفضل في بدء دراسة الآثار الخارجية (externalities) رسمياً إلى الإقتصاديّين البريطانيّين Henry Sidgwick (1838-1900) الذي ينسب له وضع المصطلح، بينما ينسب إضفاء الطابع الرسمي على المفهوم لـ Arthur C. Pigou (1877-1959).

الآثار الخارجية في علم الإقتصاد هي التكلفة أو الفائدة التي يتأثر بها طرف لم يختار أن يتحمل تلك التكلفة أو أن يستفيد من تلك الفائدة. تحدث الآثار الخارجية عادة عندما لا يعكس سعر التوازن لسلعة أو خدمة التكلفة أو الفائدة الحقيقية لها، فيسبب ذلك أن يكون التوازن التنافسي للآثار الخارجية غير كفء وفقاً لقانون Pareto (Pareto optimality). تكون الآثار الخارجية إيجابية أو سلبية.

يُحدّد الأثر الخارجي السلبي بالفرق بين تكلفة فعل أو قرار على الطرف الإقتصادي وتكلفته الإجتماعية. بعبارة بسيطة، الأثر الخارجي السلبي هو أي شيء يتسبب في تكلفة غير مباشرة على الأفراد. على سبيل المثال الغازات السامة التي تنبعث من الصناعات أو المناجم. تسبب هذه الغازات ضرراً للأفراد في المناطق المحيطة ويجب أن تتحمل تكلفة (غير مباشرة) التخلص من هذا الضرر. وعلى العكس، الأثر الخارجي الإيجابي هو الفرق بين المنفعة العائدة خصوصاً على العون الإقتصادي من فعل أو قرار والمنفعة المجتمعية. الأثر الخارجي الإيجابي هو أي شيء قد يحقق منفعة غير مباشر للأفراد.⁽¹⁾

تفشل الأسواق في دمج الكثير من تكاليف الإنتاج، فعلى سبيل المثال هي لا تأخذ بعين الاعتبار تكاليف التلوث التي تسببها الصناعة. وقد أصبحت هذه التكاليف تعرف باسم التكاليف الإجتماعية وكذلك باسم الآثار الخارجية السلبية ومثبطات الإقتصاد والآثار الجانبية... وغيرها؛ وهي أنواع من إخفاق السوق. الآثار الخارجية هي أثر بعض فعاليات الإنتاج أو الاستهلاك على عناصر غير تلك المرتبطة مباشرة بالصفقة والتي لا تنعكس في سعر التوازن. وفي هذه الحالة فإن سعر التوازن (الخاص) يفشل في عكس التكلفة الخارجية أو المنافع الخارجية مما يؤدي إلى توزيع غير كفء اجتماعياً للموارد، أي أن الحد المثالي الخاص يختلف عن الحد المثالي الإجتماعي.

توجد هذه الآثار الخارجية أيضاً في الميدان المالي، وخاصة أثناء الأزمات عن طريق ظواهر العدوى، أين يمكن لأعوان بهياكل مالية سليمة أن يتعرضوا للعجز بسبب بسيط هو تعرضهم في تعاملاتهم لهيئات عاجزة. تقترب فكرة الخطر على مستوى النظام ككل من حيث التعريف بروابط متينة بين التكاليف الخاصة والتكاليف الإجتماعية، لأن أي عون واحد يساهم بشكل عام في الخطر لا يتحمل عادة بالكامل جميع التكاليف

⁽¹⁾ Wikipedia, **Externality**, <https://en.wikipedia.org/wiki/Externality>: 29/06/2019.

المفروضة على كل الأعوان الآخرين، وبالتالي لا يستوعب (يحتوي داخليا / internalise) العواقب. يمكن للإجراءات التي تحددها وتتخذها السلطات أن تطبق أفضل تخصيص. ومن الأمثلة على ذلك، حالة الآثار الخارجية الواضحة مثل مشكلة الملوث الواحد حيث سوق حقوق ملكية التلوث أو الضريبة (الشخصية) على التلوث يمكن أن تحسن الأمور، عن طريق إجبار الملوث على استيعاب (احتواء) التكاليف عن طريق شراء الفعلي لحقوق التلوث بالسعر المناسب. بشكل عام، يبدو مع ذلك أن تعيين الانتقال من "الملوث الأصلي" إلى "التلوث" على مستوى الأنظمة نادرا ما يكون واضحا، وبدلا من ذلك تتوسط خلالهما شبكة من التفاعلات الداخلية وغير القابلة للرصد إلى حد كبير.⁽¹⁾

المطلب الثالث: علم الإقتصاد، الواقع المركب والأزمات النظامية: نحو براديغم جديد؟

عبرت الأزمة المالية العالمية عن الفشل النظامي الشامل للنسق النيوكلاسيكي وتضمنت انهيارا كبيرا لمرتكزاته. أصبح علم الاقتصاد ضمن البراديغم الإقتصادي التقليدي السائد متخصصا ومنغلقا ومهتما بالمصالح الفردية فقط وبشكل مبالغ فيه، دون النظر إلى العواقب على النظام ككل، ونتيجة لذلك، ينبغي تكريس الإنفتاح والتحول إلى البراديغم الإقتصادي الجديد خصوصا مع النجاح الذي حققته مبادرات التيارات الإقتصادية البديلة، والخطوة المهمة التي يتوجب تفعيلها هي تحديث المناهج العلمية وجعلها مواكبة للتطورات الحاصلة في علم الإقتصاد.

أولاً- النماذج النظرية التبسيطية والواقع المركب (أزمة النمذجة):

تعتبر الأزمة المالية التي اندلعت في الولايات المتحدة الأمريكية سنة 2008 في حقيقتها عن مجموعة من الأزمات المترابطة والمتشابكة، نذكر منها:

- أزمة الطاقة والبيئة التي أبرزتها أكثر التغيرات المناخية؛
- الأزمة الغذائية والمائية، مع ارتفاع المجاعة في العالم رغم الإمكانيات التي يتوفر عليها الكوكب؛
- الإرتفاع المتصاعد لعوائد رأس المال على حساب مداخيل العمل، والذي يعمق من اللامساواة سواء داخل البلدان الغنية نفسها، أو بينها وبين بقية بلدان العالم.

تعكس هذه الظروف ما يمر به الإقتصاد باعتباره اختصاصا علميا من أزمة خطيرة. إضافة لذلك، تحول الأزمة المالية إلى أزمة اقتصادية، ليس فقط لأن الإقتصاديين لم يتمكنوا من الإنذار بإمكانية حدوث مثل هذه

⁽¹⁾ Jean-Pierre Zigrand, (2014): *Systems and Systemic Risk in Finance and Economics*, Systemic Risk Centre special paper N° 1, London School of Economics, www.systemicrisk.ac.uk/sites/default/files/downloads/.../sp-1_0.pdf, p 39.

الأزمة، ولكن أيضا وبالأخص لأن الفكرة نفسها عن إمكانية حدوث عجز نظامي ذو نطاق واسع اختفت من تأملاتهم الفكرية.

مثل هذه الفجوة بين التنظير والحقيقة لا يمكن إلا أن تقود إلى صدمة شرعية. إضافة لذلك، فقد لعب الإقتصاديون دور جد مهم في تبرير أمولة (مالية) الإقتصاد، إذ عملوا كثيرا على تمجيد ليبرالية (حرية) الأسواق، بينما القليل فقط من الأصوات غير الموافقة التي تنبأت بالعواقب السلبية الممكنة.⁽¹⁾

من الواضح أن مهنة علم الإقتصاد لم تدرك التراكم الطويل لمسببات الأزمة المالية، وخاصة فهم أبعادها الحقيقية. من وجهة نظر المؤرخ الإقتصادي David Colander هذا القصور في الفهم ناجم عن التخصيص السيئ لجهود البحث في علم الإقتصاد. عند تتبع الجذور العميقة لهذا الإخفاق نجد أنها تعود إلى إصرار المهنة على بناء نماذج تُهمل من حيث تصميمها العناصر المفتاحية المؤدية للنتائج والمحصلات في العالم الواقعي، كعدم تناسق قواعد القرار، السياق الإجتماعي.. من الواضح أن هذه النماذج أخفقت في تصور العالم الإقتصادي الحقيقي.⁽²⁾

ولا يمكن إنكار المجهودات المعتمدة التي بذلها دعاة النمذجة من أجل حل مشاكل فنية عديدة صعبة داخل علاقات اقتصادية بحتة، مثل المسائل المتعلقة بأداء السوق لوظائفها، ودراسة مبدأ الأمتلية داخل المؤسسة الإقتصادية، ومشاكل التوازن العام وتوازن المستهلك، وتأثير العوامل الإقتصادية على بعضها البعض التي يدرسها الإقتصاد القياسي، وهي كلها مقاربات هندسية ولوجستية تعتمد في جوهرها على تثبيت عوامل معينة ودراسة تأثير عوامل أخرى على الظاهرة المدروسة.⁽³⁾

لا ينبغي فهم الأزمة الشاملة بطريقة اختزالية وثنائية، وهي عادةً بصمة السببية المتشددة وكذلك الحتمية، أين يتم عزل الأسباب من جهة والنتائج من جهة أخرى. المسألة ليست تقليص الحدث المولد لأزمة الـ subprimes فهي كذلك انحراف لتسلسل منطقي من الأحداث المختلفة المنبثقة من التاريخ وكذلك الآليات التي غلفت في إطار العولمة.⁽⁴⁾

رغم أن الرزنامة الأكاديمية السائدة راكمت كمّ معتبر من الأبحاث حول الأسباب الملازمة للآزمات المالية، وأيضا محاولة بناء أنظمة إنذار مبكر، إلا أن استعراض الأدبيات الإقتصادية الكلية والمالية تُظهر

(1) André Orléan, (octobre 2011): **Comment refonder la science économique**, Propos recueillis par Christian Chavagneux, L'Economie politique N° 052, http://www.alternatives-economiques.fr/page.php?controller=article&action=htmlarticle=56214&id_parution=1110: 21/03/2016.

(2) David Colander and others, (February 2009): **The Financial Crisis and the Systemic Failure of Academic Economics**, Kiel working papers N° 1489, Kiel Institute for the world economy, p 03.

(3) بن منصور عبد الله وجلطي غانم، (2009): مرجع سبق ذكره، ص 09.

(4) André Orléan, Ibid.

الأزمات المالية وكأنها "حدث غائب عن النماذج الإقتصادية"، وأغلب النماذج لا تتيح امكانية إدارة أو التعامل مع هذه الظاهرة المتكررة. يعتبر هذا إخفاقا نظاميا لمهنة علم الإقتصاد بالنسبة للعديد من الإقتصاديين.

الرؤية الضمنية الكامنة خلف النماذج المعيارية هي أن الأسواق والإقتصادات في الأصل مستقرة، وأنها أحيانا فقط (مؤقتا) تتحرف عن المعتاد. معظم الإقتصاديين فشلوا في تنبيه واضعي السياسات عن تهديد أزمة مالية وتجاهلوا أعمال أولئك الذين قاموا بذلك. وكما بينت الأزمة، لم يكن لدى الإقتصاديين أي خيار إلا التخلي عن نماذجهم المعيارية وإنتاج علاجات ذات توجه جماعي. رغم امكانية استعمال مثل هذه العلاجات، إلا أنها من قبيل "قياسات استثنائية لأوقات استثنائية"، والذي ينبغي توفيره هو نماذج قادرة على تصور وتوقع مثل هذه "الأوقات الإستثنائية".⁽¹⁾

وجّه العديد من الكتاب نقدا قويا للإقتصاد غير القادر حسبهم على إدماج التطورات الأكثر حداثة في بعض الحقول الخاصة (اقتصاد التركيب، الإقتصاد السلوكي ...)، والتي كانت من الممكن أن تسمح بتفسير وبالأخص التنبؤ بالأزمة المالية. وهنا أيضا تعرضت مهنة الإقتصاديين للإستهداف، إذ يؤكد مثلا Alan Kirman و Michael Goldber في تقريرهما: "نحن نؤمن أن الإقتصاد وقع في فخ التقدير المبالغ فيه للتوازن المثالي بحيث أن جهود البحث لم توجه مباشرة للحاجات السائدة للمجتمع. المفارقة أن أثر التعزيز الذاتي للتغذية الرجعية داخل المهنة أدّى إلى هيمنة نسق فكري (براديغم) لم يكن متين في أسسه المنهجية أين كان أدأؤه التجريبي متواضعا على الأقل. بابتعادها أكثر عن المشاكل السائدة في الإقتصاد المعاصر وعجزها عن التصريح بحدود وفرضيات نماذجها الخاصة، تتحمل مهنة الإقتصاد مسؤولية أكيدة في الأزمة المعاصرة؛ فقد أخفقت في مهمتها وواجبها تجاه المجتمع في إعطاء ما أمكن من الأعمال الناجعة للإقتصاد وتزويده بالأدوات اللازمة التي تخلقها، وقد أصبحت كذلك معارضة لتأكيد حدود تحليلاتها. نحن نعتقد أن الإخفاق في تفسير أي من المشاكل الحالية للنظام المالي العالمي وعدم أهلية المعايير الكلية ونماذج المالية لتوفير أي بعد نظر للأحداث القادمة يصنع دافع قوي لإعادة توجيهه عزيمة لهذا المجال وإعادة النظر في مسلماته الأساسية".⁽²⁾

⁽¹⁾ David Colander and others, (February 2009): Op.Cit, p p 03-04.

⁽²⁾ Cyril Hédoin, (2010): **Vers un changement de paradigme en économie? -Une réponse à James K. Galbraith-**, www.laviedesidees.fr....pdf, p 05.

ثانيا - التيارات الإقتصادية البديلة في إطار النسق الإقتصادي الجديد:

توجد مقاربات نظرية مشهورة تقع على الأقل جزئيا في قلب علم الإقتصاد ولها قوة تفسيرية حقيقية لظواهر مركبة على شاكلة الأزمة المالية. سنركز على ثلاثة (03) منها وهي:

- الإقتصاد التجريبي (السلوكي) - الإقتصاد المؤسسي - اقتصاد التركيب

1 - الإقتصاد التجريبي والمالية السلوكية:

وهو المنظور الطموح الأول الذي حاول استكشافه العديد من الكتاب كـ Daniel Kahneman (الحائز على جائزة نوبل للإقتصاد في 2002) و Richard Thaler (الحائز عليها سنة 2017). لعب الإقتصاد التجريبي دورا بارزا في إعادة النظر للصورة التقليدية لـ "الفرد الإقتصادي العقلاني" ابتداء من تجارب تحت المراقبة في المختبر. في هذا المنظور يعمل الإقتصاديون للكشف عن بعض الانحرافات السلوكية (التعرض للخسائر مثلا)، أو بعض التفضيلات التي تفقد السلوكيات الحقيقية إلى التناقض مع تنبؤات التحليلات المعيارية.⁽¹⁾

يشكك بعض الباحثين التقليديين في الإقتصاد التجريبي والمالية السلوكية، ويرون أنها تقترح نظرية جديدة لموافقة كل نتيجة جديدة. بطبيعة الحال إذا ما كان نموذج واحد بإمكانه التنبؤ بالسلوك البشري، فالأشياء بالتأكيد ستكون أقل تعقيدا. ولكن هل حقا أن السلوكيات البشرية يمكن تلخيصها بطريقة بسيطة؟ إضافة لذلك فمن المهم الاحتفاظ بنظرة اللاتأكد.⁽²⁾

رفض الإقتصاد السلوكي يبقى محل نقاش لأن هذه المقاربة وثيقة الصلة مباشرة بالإقتصاد المالي، ولفهم الأزمات الإقتصادية كما يشهد على ذلك المؤلف الحديث لـ George Akerlof و Robert Shiller (2009). باستحضار الصيغة الشهيرة لـ Keynes، طور هذين الكاتبين الأطروحة التي وفقها يكون أصل الدورات الإقتصادية هو "الأرواح الحيوانية" لكل فرد. الأرواح الحيوانية تعني بالضبط عدد معين من الانحرافات السلوكية التي تؤدي إلى التفاؤل المفرط في فترات التفاؤل والانتعاش، متبوع بتشاؤم مفرط في فترة الأزمة. على العموم، يشكل الإقتصاد التجريبي خاصة بالتركيز على أعمال Thaler بديل حقيقي للمقاربات المؤسسة على فرضية التوقعات العقلانية وكفاءة السوق في الإقتصاد المالي مثلما تم تطويرها منذ أزيد من ثلاثين (30) سنة خاصة داخل "مدرسة شيكاغو". صورة الرجل الإقتصادي لم تعد أبدا العلامة المميزة لعلم الإقتصاد، فالإقتصاد التجريبي أسهم كثيرا في الإشارة إلى هذا التطور لفهم الظواهر الإقتصادية.

⁽¹⁾ Cyril Hédoïn, (2010): Op.Cit, p 06.

⁽²⁾ Lucy F. Ackert و Richard Deaves, (2014): المالية السلوكية - علم النفس، صناعة القرار والأسواق -، ترجمة: محمد عثمان، دار الفكر، عمان - الأردن، ص 39.

شهدت سنوات الثمانينات ثورة في علم الإقتصاد في الأدوات المستخدمة من أجل البحث في الفرضيات الإقتصادية، وبدأ الإقتصاديون بإنجاز تشكيلة واسعة من التجارب الإقتصادية، هدفها دراسة المحتوى التنبؤي للنظريات الإقتصادية وملامح الأداء المميزة لمؤسسات توزيعية مقترحة. لقد أصبح المنهج التجريبي بهذا أحد قوى ثورة علم الإقتصاد، حيث عمد الإقتصاديون إلى استخدام ذواتا بشرية لقاء مبالغ لدخول المختبر، وطلب منهم المشاركة في تجربة صنع قرار مع تكرار الشروط الموجودة في أسواق تظهر بشكل طبيعي، أو تلك التي في النظريات الإقتصادية المعترف بها. إن نتائج هذه التجارب المتكررة تفيد في تصميم مؤسسات سوقية. وعلى الرغم من أنه لم تكن في رزنامة علم الإقتصاد التجريبي اختبار المسلمات التي تبناها الإقتصاد التقليدي، إلا أن Scooter استخدم المنهج التجريبي لتوضيح أدلة ضد صحة تأكيدات الإقتصاد التقليدي، إضافة إلى كل من Spitzer وHoffmann (*) على سبيل المثال. (1)

قد يُنظر إلى النموذج النيوكلاسيكي كمعيار نمطي مثالي، ويساعد الإقتصاد السلوكي في تفسير الانحرافات عن هذا المعيار، بغض النظر عن أنه يفنقر إلى الطابع النمطي. يعتبر الإقتصاد السلوكي مكملاً قيماً عند محاولة فهم الأسواق المالية، ولكن حتى الآن لا ينبغي التعامل معه كنظرية بديلة صارمة ومكتملة. (2)

2- الإقتصاد المؤسسي والتطوري (P'économie institutionnelle):

مجموعة ثانية من البحوث المجددة هي تلك الخاصة بدراسة وتطور المؤسسات/الهيئات (Les institutions). المؤسسات هي المعايير، القواعد والإتفاقيات التي تحكم وتدير التفاعلات الإقتصادية والاجتماعية. على الرغم من أن بعض الإقتصاديين (Schmoller, Veblen, Commons) كانوا قد أشاروا لأهمية هذه الهيئات منذ نهاية القرن التاسع عشر، إلا أن التحليل الإقتصادي بدأ في إدماج هذه المقاربة فقط بدءاً من سنوات الثمانينات من القرن العشرين أي بشكل متأخر نسبياً، كما بدأ في أخذها في الحسبان بطريقة منهجية. ما يطلق عليه بالإقتصاد المؤسسي هو اليوم حقل بحثي في أوج انتشاره ويلجأ إلى استعمال تشكيلة متنوعة من الأدوات المنهجية. يتفق كل الإقتصاديين اليوم على أنه من غير الممكن تفسير الظواهر الإقتصادية بتجريدتها عن المؤسسات. تلعب المؤسسات دوراً أساسياً خصوصاً عندما يوجد لاتماثل المعلومات، وهناك أسباب

(*) التجارب الإقتصادية لـ Scooter وزميليه Bull و weight وكذلك لـ Spitzer وHoffmann التي أثبتت نتائجها أن مسلمات العقلانية والأنانية التي بُني عليها الإقتصاد التقليدي غير كافية لتفسير سلوك الأعوان الإقتصاديين، وأن الكثير من السلوكات لا تتفق ومسلمات الإقتصاد التقليدي.

(1) جاسم الفارس، (2011): مرجع سبق ذكره، ص ص 46-47.

(2) Ioana Andrada Moldovan, (2015): Op.Cit, p 281.

متينة للتفكير بأن الأزمة المالية في جانب كبير منها هي نتيجة لمثل هذا اللاتماثل، سواء بين الهيئات المالية وسلطات الضبط أو داخل الهيئات المالية في حد ذاتها. في ملف مشابه، أشار Raghuram Rajan (2005) إلى أن التغيرات المؤسساتية التي أثرت على القطاع المالي خلال آخر عشرين من القرن العشرين كانت حاملة لمخاطر لكل النظام المالي. بيّن Rajan كذلك أن هناك خطر لا يمكن إهماله لصدمة مالية موجود بسبب بعض التحفيزات المشوهة التي ولّدتها القواعد المؤطرة للنظام المالي. غير أن تنبيهه Rajan لم يتم أخذه بجديّة لأن صاحبه كان في "قلب" الاختصاص.

من منظور أكثر بعدا عن المسائل المالية، نلاحظ في السنوات الأخيرة بروز أعمال تحاول إشراك نماذج شكلية لنظرية الألعاب مع دراسات حالة تاريخية بهدف تحليل أهمية وأصل خصوصيات مختلف الاختصاصات في العالم. تستعمل أعمال متزايدة اليوم نماذج الألعاب التطورية (La théorie des jeux évolutionnaires) المستوحاة أصلا من علوم البيولوجيا من أجل أحسن فهم للكيفية التي يمكن بها لأفراد بعقلانية محدودة أن يتعلموا من تفاعلاتهم الماضية وبالتالي تكييف سلوكياتهم. تسمح هذه النماذج أيضا بأحسن حصر للآليات المؤثرة على تطور المؤسسات. إحدى أكبر الإستحقاقات التي تمكنت من تحقيقها مقارنة مع نماذج الإقتصاد النيوكلاسيكي للقرن الماضي هي تبين أنه لا يوجد بالضرورة توازن وحيد ومثالي، بحيث قد يجد الإقتصاد نفسه مقيدا بشكل دائم مع مؤسسات غير كفوة.

في الأخير، الإقتصاد المؤسسي والتطوري اليوم هو بصدد المساعدة على فهم الآثار في نفس الوقت الإيجابية والسلبية التي قد تحدثها بعض المؤسسات مثل القواعد الإحترازية في الأسواق المالية، وكذلك المسارات المتبعة من طرف هذه الأخيرة.⁽¹⁾

3- اقتصاد التركيب (l'économie de la complexité) وتحليل الشبكات:

مجموعة أخرى من التطورات مرجعها هو كل الفرع الذي يطلق عليه "اقتصاد التركيب". وكما في التيارات المذكورة سلفا، يجد هذا الفرع أصله في الإسهام المبدئي للتقنيات والأدوات المنهجية المستمدة من العلوم الإجتماعي والطبيعية الأخرى. الأعمال المتعلقة به تتأسس على استعمال المحاكاة المعلوماتية (simulations informatiques) الهادفة إلى فهم العواقب (النتائج) النظامية لسلوكات الأفراد اللامركزيين. الفائدة من هذا الشكل من النمذجة هو السماح بدراسة الديناميكيات اللأخطية التي يتم إعدادها بشكل سيء باستعمال النمذجة التقليدية المستعملة من طرف الإقتصاديين. في هذه النماذج لا يتم افتراض أن الأعوان عقلانيين بصفة تامة، فهم

⁽¹⁾ Cyril Hédoïn, (2010): Op.Cit, p 07.

بالأحرى يتبعون بعض القواعد السلوكية البسيطة نوعا ما. قوة الحواسيب تسمح اليوم ببناء نماذج أكثر واقعية وكذلك بنمذجة مجتمعات غير متجانسة مع أعوان بتفضيلات وقواعد سلوكية جد متغيرة. ديناميكية الأنظمة التي تنتج هي غالبا معقدة وغير ممكنة التنبؤ بفعل وجود سيروورات تراكمية ناجمة عن حلقات التغذية الرجعية. كما في السابق، اقتصاد التركيب هو جد نافع لفهم نشوء المؤسسات وديناميكية السلوكات الفردية. إلا أن له أيضا وثاقة مباشرة كبيرة بدراسة الظواهر الإقتصادية الكلية والمالية. إضافة لذلك تحليلات Hyman Minsky استطاعت أن تكون أكثر عمقا بفضل اقتصاد التركيب بتدقيق قطعي للشروط التي توضح فرضيات اللإستقرار المالي التي فحصها هذا الأخير.

تحليل الشبكات هي مقارنة تابعة لإقتصاد التركيب، وبالنسبة لها فهي تسمح بأحسن فهم لأهمية الترابطات المتبادلة (interconnexions) بين المتعاملين داخل النظام المالي؛ إنها توفر إطار تحليلي مناسب لفهم الآليات التي اختفي وراءها عبارة "جد كبير ليفلس". استقرار شبكة ما يمكن في الواقع أن يكون عرضة لخطر معتبر في حالة ما إذا كان هذا الأخير متمركز بشكل مكثف ومفرط حول بعض العُقد (المتعاملين)، سقوط متعامل ما جد مهم قادر إذا على أن يؤدي إلى آثار نظامية بعواقب وخيمة. أحسن إدراك وفهم لهذه الآليات قد يسمح بإعداد تشريع أكثر ملاءمة يهدف بأكثر دقة إلى تفادي نشوء متعامل جد مهم. مركز البحث Santa Fe Institute ذو الإختصاصات المتداخلة هو لحد اليوم المكان الرئيسي أين يتم تطوير أعمال من هذا النوع، ولكنها صارت معتادة أكثر فأكثر في الإقتصاد.⁽¹⁾

ثالثا - تكريس التحول نحو البراديغم الجديد لعلم الإقتصاد:

فقد النسق النيوكلاسيكي مصداقيته من خلال التناقضات الداخلية التي أبانها من جهة، وعدم مجاراته للتطورات والتغيرات التي حدثت على الساحة الإقتصادية والمالية من جهة ثانية؛ لذلك فإن استمرار هيمنة هذا النسق غير مبررة. لذلك ينبغي تكريس التوجه نحو البراديغم الإقتصادي الجديد كسيروورة حتمية في تطور علم الإقتصاد. من الجدير بالذكر أيضا، أن تدريس علم الإقتصاد في الجامعات (التعليم العالي) صار يفضل ويتجه أكثر نحو التقنية بدلا من الجوهر الفكري والمضمون النظري، لذلك فإن إدماج التطورات الحديثة للإختصاص هو دون شك جد ضروري.

⁽¹⁾ Cyril Hédoïn, (2010): Op.Cit, p 06.

1- النسق الإقتصادي الجديد كتوجه حتمي في سيروية تطور علم الإقتصاد:

تاريخ علم الإقتصاد هو تاريخ ضغط مستمر بين الإرادة في أن يكون عالم الإقتصاد علميًا حسب توقعات الفيزياء النيوتنية والحتمية الصارمة، أي الرغبة في التبسيط؛ وبين الرغبة في الإلمام بكل التصرفات البشرية، فردية أو جماعية، عاطفية أو عقلانية.

إن ظهور ثم تطور علم الإقتصاد هما في علاقة وثيقة مع ظهور وتطور المعارف. إن تطور علم الإقتصاد تأثر على الأقل، تأثرا كبيرا بثلاث خصائص للمعرفة العلمية:⁽¹⁾

- ◀ التصور أو السيروية الزمنية للتراكم العلمي؛
- ◀ المصالحة الدائمة للواحد وللمتعدد داخل كل مجال علمي؛
- ◀ التردد الملح لموضوع علم الإقتصاد بين المجالين الذين يدرس علاقتهما (الطبيعي -الجماد؛ الإنساني-الحي).

مما لا شك فيه أن علم الإقتصاد يشترط تحويلا جذريا للطريقة التي تدرس بها الظواهر الإقتصادية. والمطالبة بأن يجري بناؤه تبعا لمسعى أكثر انتباها لواقع الظواهر التي يسعى لإلقاء الضوء عليها، وليس عليه أن يتخلى عن مكتسباته المتعلقة بمنطق عمل نظام الفاعلين المرتبطين بعضهم ببعض، لكنه يتوجب عليه إعادة المنطق إلى مكانه واستخدامه لبناء علم الظواهر التي نقابلها حقا في الطبيعة، وليس علما للظواهر التي يمكن أن تحدث فقط. في مثل هكذا إعادة بناء، يجب عليه أن يأخذ بعين الاعتبار ودون تردد مسألة كون الظواهر "الإقتصادية" لا تجري في محيط مستقل، يمكن فصله عن المحيط الذي تجري فيه الظواهر الإجتماعية الأخرى. يجب تقبل أن هذه الظواهر لا يمكن أن تُفهم إذا ظلت ضمن النزعة الطبيعية العامة التي بقيت حتى الآن إحدى العلامات المميزة للإقتصاد.

ولذلك، ينبغي إعادة النظر في مجموع البراديغم الإقتصادي التقليدي لأن النظريات الموروثة عن الماضي ثبت ابتعادها عن التفسير المناسب للظواهر الإقتصادية. لقد تغير العالم كثيرا في القليل من العشرات الماضية، وأنظمتنا الإقتصادية والمالية تعقدت وظهرت فيها هي نفسها خصائص تعرف بالناشئة، والسلوكات الجديدة التي الناتجة عنها جعلت بعض النظريات الإقتصادية غير مناسبة وقلبت مجموع السببيات الذي كانت تبدو بديهية.

يجمل الجدول رقم (1-2) خصائص البراديغم الإقتصادي الجديد ومقارنته النظامية في تفسير الظواهر الإقتصادية بالمقارنة مع البراديغم التقليدي أو النسق النيوكلاسيكي.

⁽¹⁾ موسى زواوي، (2015): مرجع سبق ذكره، ص 10، ص 16.

الجدول رقم (2-1): مقارنة بين البراديغم الإقتصادي التقليدي والبراديغم الإقتصادي الجديد (OPE Vs NPE)

البراديغم الإقتصادي التقليدي (OPE ^(*))	البراديغم الإقتصادي الجديد (NPE ^(**))
1 - أحادي البعد (Monist) كما في الفيزياء الكلاسيكية؛	- متعدد الأبعاد (Pluralist) كما في الفيزياء الحديثة؛
2 - الأسبقية للإستنتاج الرياضي؛	- يدرك أن طبيعة الكثير من الظواهر الإقتصادية لا تخضع لمتطلبات الإستنتاج الرياضي؛
3 - البدء بالنموذج الرياضي البحث يمنح للإقتصاد تعاريف وجودية (كيانية) مما يجعله مشابه للعلاقات الرياضية؛	- اختيار الرياضيات، كما في الرياضيات الكلاسيكية أو الحديثة معاً، على أساس تماثلها الشكلي مع ظواهر العالم الحقيقي، بما فيها بناء النماذج التجريبية للعالم الواقعي باستعمال معطيات حقيقية؛
4 - يفترض أن الأسواق تميل نحو التوازن وبناء عليه ينبغي أن توضع النظريات في إطار مفهوم التوازن؛	- يدرك أهمية أن الأسواق لا تتجه نحو التوازن، وبناء عليه يشجع نظرية ونموذج النمو الذي لا يعتمد على مفهوم التوازن؛
5 - يفترض أنه عند التوازن قد تمت المقاصة بالأسواق؛	- لا يفترض أن التوازن هو وضعية مقاصة سوق؛
6 - يفترض أن الأعوان الإقتصاديين لديهم تفضيلات مستقرة وسلوك متوسط للتعظيم (max) بأسلوب ثابت مع التعريف النيوكلاسيكي للعقلانية؛	- يهتم بالعالم الحقيقي لتفضيلات الأعوان الإقتصاديين وسلوكهم، سواء كان "عقلانياً" أو غير عقلاني، وبتداعياتها الكلية؛
7 - يفترض فردانية الأعوان، ويسعى إلى تفسير كل الظواهر الإقتصادية الوسيطة والكلية (meso/ macro من خلال الظواهر الجزئية (micro)؛	- ينظر للأعوان ككائنات اجتماعية، يدرك الخصائص الناشئة والهياكل كأساس للحقيقة والواقع الإقتصادي وبذلك يحتاج إلى أنطولوجيا متعددة الأبعاد؛
8 - يعتمد على الفرضيات الجامدة (ergodic)، كتنقليص واختزال اللاتأكد إلى خطر؛	- يرفض الفرضيات الجامدة، ينظر إلى وجود اللاتأكد غير القابل للاختزال كعامل أساسي لا ينبغي إخفاءه أبداً؛
9 - يعامل الكوكب "الموارد" كمجموعة فرعية (subset) للإقتصاد؛	- يعامل الإقتصاد كمجموعة فرعية للكوكب ومحيطه الحيوي؛
10 - يدعي إمكانية التمييز بين المعياري والوضعي (الإيجابي) في السياق الأحادي.	- يدرك أن تطبيق أي إطار مفاهيمي لوضعية العالم الإقتصادي الحقيقي ينطوي على بعد معياري أو إيديولوجي.

Source: Edward Fullbrook, (27 September 2013): **New paradigm economics**, real-world economics review, issue N°. 65, <http://www.paecon.net/PAEReview/issue65/Fullbrook65.pdf>: 21/01/2015, p 129.

(*) OPE: Old Paradigm Economics.

(**) NPE: New Paradigm Economics.

إن التطورات التي يحملها البراديغم الجديد لعلم الإقتصاد مهمة وتفتح آفاقا واعدة أمام دراسة الظواهر الإقتصادية المركبة، مما يؤكد على أهمية الإنخراط في سيرورة التحول نحو هذا البراديغم بسرعة.

2- ضرورة تحديث المناهج العلمية الدراسية لمواكبة التطور في علم الإقتصاد:

تظهر المشكلة في علم الإقتصاد بصورة أكبر من جهة الجمود على النظريات السائدة وعدم الإستفادة من النظريات المنافسة الأخرى. فالطالب يدرس النظرية النيوكلاسيكية كما لو لم يكن هناك غيرها في علم الإقتصاد والتمويل، وكما لو كانت كل مقولاتها وأدواتها فوق النقد. وهذا يجعل الطالب أو الباحث يتوهم أن الإقتصاديين متفقون على معظم القضايا التي تثير الكثير من الجدل. وهذا الخلل ناتج عن جمود في دراسة النظريات المعاصرة وعدم الخروج من "صندوق" النظرية السائدة التي تزعم كفاءة الأسواق ومثالياتها.⁽¹⁾

أثيرت تساؤلات جوهرية على إثر الأزمة المالية العالمية عن الأسس والمنطلقات الفكرية التي ألفت على أساسها الكتب التدريسية واستخدمت كمراجع للطلبة في الجامعات والكليات والأقسام المختلفة للنظر في مدى رصانتها وواقعيتها؟ وهل تمثل فعلا العلم الذي تتفق عليه جميع المدارس ويستوعب جميع الظروف والملابسات والثقافات والقيم؟ هذه تساؤلات غاية في الأهمية لأنها مفيدة جدا لتلتمس المعالم المنهجية الصحيحة التي تستطيع على أساسها تدريس علم الإقتصاد تدريسا نافعا، ومفيدا للفرد والمجتمع، ورافدا مهما من روافد دعم اقتصاد الدولة.⁽²⁾

لقد كانت الإنتقادات جد دقيقة وقوية، وتمحورت حول التدريس من طرف الإقتصاديين الذين أسهموا في تكوين "عارفين ناقصي الإدراك"، مؤدين إلى بناء نماذج رياضية معقدة ولكنها متسمة بوجود ثغرات خطيرة فيما يخص التحصيل العلمي. ومن الإنتقادات الأكثر بروزا تلك الذي جاءت في إطار مقال محرر من طرف مجموعة من الإقتصاديين المشهورين، والذين يعتبر البعض من بينهم من المساهمين الأوائل في تطوير الإقتصاد "السائد" أو النيوكلاسيكي، على غرار Alan Kirman و Michael Goldberg خصوصا. طور هؤلاء الكتاب نقد قوي موجه للإقتصاد الكلي، غير القادر حسبهم على إدماج التطورات الأكثر حداثة في بعض الحقول الخاصة (تحليل الشبكات، اقتصاد التركيب، الإقتصاد السلوكي)، والتي كانت سوف تسمح بتفسير وبالأخص التنبؤ بالأزمة المالية.⁽³⁾

⁽¹⁾ سامي السويلم، (2013): مرجع سبق ذكره، ص ص 24-25.

⁽²⁾ أحمد بلوافي، (جوان 2017): تدريس الإقتصاد والتمويل في كليات الإقتصاد والأعمال: دروس مستفادة من الأزمة، مجلة رؤى اقتصادية، العدد 12، جامعة الشهيد حمة لخضر، الوادي- الجزائر، ص 14.

⁽³⁾ Cyril Hédoïn, (2010): Op.Cit, p 06.

تعتبر مبادرة معهد الفكر الإقتصادي الجديد^(*) من أقوى المبادرات المرصودة لإصلاح المناهج والمقررات الدراسية الجامعية، لأنها مدعومة وشارك في برامجها الكثير من الشخصيات العلمية والمهنية المؤثرة. كما أنها دخلت في شراكات معتبرة مع مؤسسات علمية عريقة، ولذا بدأت بعض بواكير مشاريعها في الإنطلاق. ومن ثم يمكن القول أن ما طرحه المعهد من طريقة مفتوحة وموسعة لمراجعة وتطوير مقررات الإقتصاد آلية يمكن الاستفادة منها لتوسيع نطاق المشاركين في مثل هذه المبادرات. كما يمكن الاستفادة من الفلسفة التي أقيمت على أساسها مبادرة إعادة النظر في المقررات والمناهج الدراسية الإقتصادية؛ الأخذ بعين الاعتبار التطورات الأخيرة (المواكبة)، إشراك الأطراف ذات العلاقة بأخذ وجهات نظرهم بعين الاعتبار، وكذلك عدم الإقتصار على تخصص الإقتصاد بالمعنى الضيق السائد، بل إشراك تخصصات اجتماعية وعلمية أخرى.⁽¹⁾

إضافة للمبادرة السابقة، نذكر المبادرة التي قام بها مجموعة من طلبة الإقتصاد بجامعة مانشيستر ببريطانيا بتأسيس جمعية أطلقوا عليها اسم "جمعية ما بعد الأزمة الإقتصادية". أصدرت الجمعية عام 2014 تقريراً مفصلاً عن وضعية تعليم الإقتصاد بقسم الإقتصاد بذات الجامعة، وقام بالتقديم له Andrew Haldane المدير التنفيذي لوحدة الإستقرار المالي ببنك إنجلترا. تناول التقرير مسائل متعددة وقدم بعض المقترحات بشأن تطوير عملية تدريس الإقتصاد في الجامعة. وأشار التقرير أن ما تضمنه ينطبق إلى حد كبير على باقي الجامعات البريطانية، بل والعالمية لأن مفردات المقررات والكتب المعتمدة تكاد تتطابق في المبادئ الأساسية لعلم الإقتصاد. ومن النتائج التي تضمنها التقرير يمكن الإشارة إلى ما يلي:⁽²⁾

تشخيص مكان الخل في ما يدرس في قسم الإقتصاد بجامعة مانشيستر ومن ذلك؛ هيمنة مدرسة وجهة نظر واحدة وتقديمها على أساس أنها "علم الإقتصاد". ومن ثم تهميش آراء المدارس الأخرى، ولا شك في تأثير هذه النظرة بفلسفة أحد روادها وهو Milton Friedman، الذي لا يؤمن بوجود مدارس اقتصادية مختلفة، وإنما وجود "علم اقتصاد جيد، وآخر سيئاً؛

(*) معهد الفكر الإقتصادي الجديد هو مؤسسة بحثية تعليمية غير ربحية تتخذ من نيويورك مقراً لها، نشأ على إثر الأزمة المالية الأمريكية بإقتراح من أحد الصحفيين على رجل الأعمال George Soros على هامش قمة منتدى دافوس العالمي للإقتصاد عام 2009. (نقلاً عن: أحمد بلوافي، (جوان 2017)، ص 15).

(1) أحمد بلوافي، (جوان 2017): مرجع سبق ذكره، ص 27.

(2) نفس المرجع، ص 19.

✍ تحليل مفردات مادتي مبادئ الإقتصاد الجزئي والكلي التي تدرس للطلبة في المراحل الجامعية الأولى، والتي أبانت عن غياب موضوعات وقضايا ذات أهمية بالغة بالنسبة للمجتمعات المعاصرة، ومن ذلك التفاوت في مستويات الدخل وعدم الإستقرار المالي، وعلاقة الإقتصاد بالعلوم الإجتماعية الأخرى؛

✍ الحاجة إلى إصلاح التعليم في المجال الإقتصادي، وما تمثله الأزمة من فرصة ذهبية للقيام بذلك مع مناقشة وتفنيد الحجج التي تساق ضد الإصلاح والمعوقات التي تحول دون تطبيقه؛

✍ الحديث عن بعض المبادئ المهمة لنجاح عملية الإصلاح على أحسن وجه ومن ذلك المطالبة بإستبعاد طريقة الصح والخطأ في الأسئلة واعتماد أسلوب التحليل المثالي في الأسئلة لتنمية المهارات، ومنها كذلك اعتماد منهجية الإنفتاح والتعددية؛ أي تعدد الآراء الإقتصادية في تناول المسائل الإقتصادية مع الجمع بين المنهج الإستنتاجي والإستقرائي في التحليل ورسم السياسات الإقتصادية المناسبة.

كما أكدت دراسة مسحية لإقتصاديين أستراليين حول فحص لمحتويات مواد تدريس الإقتصاد الكلي لطلبة الإقتصاد في عدد من جامعات أستراليا ونيوزلندا وبعض الجامعات الأمريكية، على التوصيات التالية التي يمكن الإسترشاد بها كذلك:⁽¹⁾

- ✍ الإهتمام بقضايا البيئة والأخلاق والبحث عن البدائل التي تقيس مستوى الرفاه والسعادة لدى الأفراد والمجتمعات في مقررات ومناهج البرامج الإقتصادية على المستوى الجامعي، خاصة المراحل الجامعية الأولى منه؛
- ✍ الإهتمام بالإقتصاد السلوكي لأنه يسمح بالوقوف على بعض العوامل التي تؤثر في التصرفات الإقتصادية للأعوان الإقتصادية؛
- ✍ تعريف الطلبة بوجود بدائل ونظريات متعددة، وعدم الإقتصار على رؤية أو "مقاربة واحدة"؛ وهي النموذج أو البراديغم النيوكلاسيكي؛
- ✍ توسيع مدارك الطلاب في شمولية وتنوع أهداف الأعوان الإقتصاديين وعدم حصرها في تعظيم المنافع بالنسبة للأفراد، وتعظيم الأرباح بالنسبة للشركات، وتحقيق معدلات نمو اقتصادي معتبرة بالنسبة للسياسات الإقتصادية على المستوى الكلي؛

(1) أحمد بلوافي، (جوان 2017): مرجع سبق ذكره، ص ص 20-21.

◀ البحث عن نماذج تكون قريبة من الواقع الفعلي للسلوك الإنساني المتسم بالتعقيد، وهذا ما يتطلب إدراج مجالات أخرى في المنهج مثل نظرية الفوضى، وتحليل الأنظمة المركبة، وغيرها من الأدوات التي أثبتت فعالية استخدامها في الحقول العلمية القريبة في حقل الإقتصاد.

من المهم أيضا التأكيد على أهمية إعطاء البعد الأخلاقي مكانته العلمية التي يستحقها في مناهج كليات الإقتصاد والأعمال وإبراز مكانة المبادئ والقيم، مع تعزيز الجانب التربوي في مقررات كليات الإقتصاد والأعمال. ويدخل في ذلك التربية على تعظيم المسؤولية المهنية والاجتماعية وتعزيز الإهتمام بالمصلحة العامة. فهذا الإهتمام المتزايد بتأكيد ضرورة احترام الأخلاق وتدريس "أخلاقيات الأعمال الإقتصادية" لتحل محل الفراغ الكبير الذي أحدثه زوال الفكر النقدي وانكفاء العلوم الإقتصادية على ذاتها، وعلى الأساليب الرياضية الشكلية المهيمنة عليها، يهدف إلى توعية خاصة الأعوان الإقتصاديين بأن العمل الإقتصادي له طابع اجتماعي، ولذلك لا يمكن لهذا العمل أن يجري في فراغ أخلاقي، وأن يسئ إلى بعض فئات المجتمع أو إلى سلامة البيئة مثلا.⁽¹⁾

فرض البراديغم الإقتصادي التقليدي العقيدة النيوكلاسيكية المؤسسة على الأعوان الإقتصاديين العقلانيين كوحدات جزئية يسعون إلى الأمثلية وتعظيم التفضيلات، ومجموعهم يحدد سلوك النظام، كما أن التوازن حسبها تلقائي. إلا أن حدة الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 عجلت من وتيرة الإهتمام بالتيارات الإقتصادية البديلة التي أبانت عن قدرة كبيرة في تفسير الظواهر المعقدة على شاكلة الأزمة والتنبؤ بها. تندرج هذه التيارات ضمن البراديغم الإقتصادي الجديد المنبثق عن الفكر المركب والمقاربة النظامية، والذي ينبغي الإنخراط في المساعي الحالية لترسيمة كبراديغم سائد عوضا عن السابق.

(1) سلام سميسم، (2010): مرجع سبق ذكره، ص 31.

خلاصة الفصل الأول:

سمح تجاوز الصورة الميكانيكية التبسيطية والإختزالية التي رسمها العلم الكلاسيكي وابستيمولوجيته الوضعية بفتح آفاق واسعة أمام تجديد الإشكالية العلمية وفهم أعمق وأكثر استيعاباً للظواهر، تشابكاتها وتفاعلاتها باعتبارها أنظمة مُركّبة. ومنه يمكن القول أن جوهر الفكر المركب ومقارنته النظامية يتلخص في محاولة الإجابة عن السؤال المحوري التالي: ما هو النظام المُركّب وكيف يتم التعامل مع هذا النظام؟

أدى الإنفتاح على الفكر المركب إلى التأثير على كل الفروع العلمية ومنها علم الإقتصاد، إذ شهد هذا الأخير ميلاد العديد من التيارات الإقتصادية البديلة التي أتاحها التفكير خارج صندوق النسق النيوكلاسيكي والإستفادة من التطور في الإختصاصات العلمية الأخرى. إلا أن المرحلة الحاسمة الحاملة للتوافق حول إلزامية التعجيل بتكريس التحول نحو البراديغم الإقتصادي الجديد كانت الأزمة المالية العالمية سنة 2008، بعد حالة التشتت الفكري التي أعقبتها سواء من ناحية الفشل في التنبؤ بها، القصور في تفسيرها، وأيضاً الخلل في استجابة السياسات العلاجية التي عملت الكثير منها كعوامل تضخيم.

إن دراسة إشكاليات معقدة على غرار الأزمات المالية يستدعي إستعمال المقاربة النظامية لتفسير علاقات التفاعل والترابط بين مكونات النظام المالي باعتباره نظاماً مركباً، والذي تبين أنه لمحاولة ضبط الخطر فيه يتوجب التعامل معه كـ "كل". وهذا ما سنتطرق له في الفصل الموالي.

الفصل الثاني

مصفوفة الخطر في النظام المالي المركب

تمهيد:

النظام المالي هو نظام مركب ابتداءً، إذ تتجلى فيه كل خصائص الأنظمة المركبة من حيث كونه قائماً على آليات الترابط والتفاعل بين مختلف مكوناته. من جهة أخرى، حملت التطورات المتسارعة المزيد من التعقيد في هيكل هذا النظام، فالتطور المالي المبني على انتهاج سياسات التحرير المالي جعل الأنظمة المالية شبكة جد معقدة تحتل فيها المؤسسات والأسواق المالية غير التقليدية مكانة متعاظمة بفعل عمليات الهندسة والإبتكار المالي. يشير مفهوم التطور المالي إلى الرفع من كفاءة النظام المالي في أداء وظائفه ولعل أهمها وظيفة تسيير وتوزيع الخطر سواء عبر آليات الوساطة البنكية وآليات السوق؛ إلا أن الاختلالات المشاهدة على هذه الوظيفة في الأنظمة المالية المعاصرة والتي تدل عليها الإضطرابات والأزمات المتكررة تدفع للتساؤل عن الطبيعة الفعلية للخطر في هذا النظام المالي المعولم، ولماذا لم يعد النسق النيوكلاسيكي يجدي في دراسته، والذي يفترض أن هذا الخطر يقتصر على تجميع المخاطر الفردية (الجزئية)؟

إن الإعتماد على التحليل الفردي للمخاطر في النظام المالي وإلغاء الديناميكيات والتفاعلات بين هذه المخاطر وما تتطوي عليه من آليات التضخيم، التغذية الرجعية، العلاقات اللاخطية، اللاتأكد ... يعتبر غير واقعي ولا يؤدي إلى بناء حلول ملائمة، وبالتالي ينبغي دراسة الخطر في النظام المالي كـ "كل" مع الأخذ بعين الاعتبار لكل هذه العناصر، وهو مضمون مفهوم الخطر النظامي ذو الطابع التطوري ومتعدد الأبعاد، والذي يمكن تمثيله بالمصفوفة. وبهذه المقاربة النظامية للخطر يمكن استيعاب الأزمات المالية النظامية وإيجاد تفسير مناسب لها، وأزمة الـ Subprimes نموذج واضح عنها، عندما تحول فيها خطر واحد إلى خطر هدد استقرار كامل النظام المالي الدولي.

ينصب اهتمامنا في هذا الفصل المعنون بـ "مصفوفة الخطر في النظام المالي المركب" على توضيح خصائص التركيب في الأنظمة المالية المعاصرة والنظام المالي الدولي، الأساليب النظرية لتسيير الخطر فيها وأسباب إخفاقاتها، ومن ثم الطبيعة الفعلية للخطر على مستوى النظام ككل ومفهوم الخطر النظامي. وقد تم تقسيم هذا الفصل إلى المباحث التالية:

المبحث الأول: النظام المالي كنظام مركب

المبحث الثاني: فلسفة الخطر في الشبكة المالية المعاصرة

المبحث الثالث: الخطر النظامي: المفهوم المركب لمصفوفة المخاطر والأزمات المالية

المبحث الأول: النظام المالي كنظام مركب

تتنوع مكونات النظام المالي من مؤسسات، أسواق وبنية تحتية، مُشكّلة هيكله المميز له والملائم لمتطلبات الإقتصاد الحقيقي، من خلال وظائفه التي يؤديها وتحكم مدى كفاءته. هناك العديد من المحددات للتطور المالي جعلت منه متفاوتا من نظام مالي لآخر، ورفعت في الوقت نفسه من تركيب هذه الأنظمة خاصة بفعل مستجدات العولمة والهندسة المالية، مؤدية إلى نشوء أنماط مستحدثة للنشاط في الشبكة المالية المعاصرة. نهدف في هذا المبحث إلى عرض الجانب الهيكلي والوظيفي للنظام المالي، مستويات تطور الأنظمة المالية، ثم إبراز مظاهر التركيب في هذه الأخيرة وفي النظام المالي الدولي.

المطلب الأول: الجانب الهيكلي والوظيفي للنظام المالي

يلعب النظام المالي دورا محوريا في الإقتصاد بما يؤديه من وظائف مهمة، لذلك فإن تصميم هيكله يتناسب عادة مع متطلبات تحقيق الكفاءة في أدائه.

أولاً- مفهوم النظام المالي وأهميته:

على خارطة العالم اليوم، تنتشر مختلف الأنظمة المالية بكلّ مكوناتها: البنوك، الأسواق المالية، الأسواق النقدية، البنوك المركزية... وغيرها، وهي في مجموعها وإن كانت تبدو متباينة جغرافيا إلا أنها مترابطة فيما بينها من خلال شبكات عنكبوتية ومعلوماتية لا تنقطع، تُستعمل فيها وسائل الدفع الإلكترونية المتطورة إلى أقصى الحدود، مستندة في ذلك بما استحدثت من تقنيات الإعلام والاتصال.⁽¹⁾

1- مفهوم النظام المالي والعناصر المؤثرة فيه:

بما أن نظام أي بلد يسوده تشابك معقد وجب تقسيمه إلى أنظمة فرعية مثل النظام السياسي، النظام الإقتصادي... وغيره. كما أن كل نظام من هذه الأنظمة ينقسم بدوره إلى أنظمة فرعية، كالنظام المالي، نظام الأسعار... وبناء على ذلك يتضح أن النظام المالي ما هو إلا فرع من النظام الإقتصادي، له هيكله الذي يجعله في حد ذاته نظاما.

يُعرّف النظام المالي على أنه عبارة عن مجموعة من المؤسسات والقواعد والآليات، والتي تسمح بالتحويل التعاقدي للثروة خلال الزمن بين متعاملين لديهم القدرة على التمويل، والذين يهدفون إلى تحقيق عائد من خلال

⁽¹⁾ بوحيدة محمد، (2015): إدارة مخاطر السيولة في المصارف الإسلامية: مقارنة نظامية في تفسير علاقات الإرتباط بين المصارف والأسواق ومؤسسات الرقابة، مداخل مقدمة ضمن فعاليات المؤتمر الدولي الثاني للمالية والمصرفية الإسلامية: "إدارة السيولة في المصارف الإسلامية"، كلية الشريعة- قسم المصارف الإسلامية، الجامعة الأردنية، يومي: 28-30 جويلية، ص 03.

إقراض أموالهم مع تحمل مخاطر، إلى متعاملين يعانون العجز عن التمويل، وبالتالي فإن المخاطر والزمن عنصرين أساسيين في النظام المالي.

ويُعرّف كذلك على أنه شبكة من المؤسسات المالية والأسواق التي تتعامل بعدة أنواع من الأصول المالية والتي تسهل تحويل النقود واقتراض الأموال واقرضها، بهدف التشغيل الكفء للموارد المالية وضمان التنسيق والتوازن المستمر بين عرض الأموال المتاحة والطلب عليها بما يتناسب وحاجات الإقتصاد والمجتمع.⁽¹⁾

يتكون النظام المالي من عناصر مالية تربطها علاقات مالية خاصة بتكوين واستخدام الموارد المالية، وهذه العناصر هي عبارة عن شبكة من الأسواق والمؤسسات المالية والهيئات التي تضم وتضبط عمليات النظام. والنظام المالي إذاً هو أيضاً: "تجمع الأسواق والوسطاء، ومؤسسات مالية مختلفة".⁽²⁾

يضم النظام المالي الوسطاء الماليين، الأسواق ومجموع الهيئات والآليات المؤسساتية (تنظيمية، أنظمة المقاصة، نظام الصرف ...) التي تجعل المبادلات المالية ممكنة وتسهم في حسن سيرها.⁽³⁾

واستناداً لهذه التعاريف يكون النظام المالي عبارة عن تنظيم مالي كلي له علاقات متبادلة مع محيطه الداخلي والخارجي، ويهدف هذا "التنظيم المركب" إلى تشجيع وترقية العمليات المالية بين مختلف الوحدات الإقتصادية -والتي هي جزء من هذا التنظيم- بحيث تضع بعض هذه الوحدات فوائضها -بشروط معينة وبأدوات متنوعة- تحت تصرف الوحدات الإقتصادية ذات العجز لتغطية نفقاتها الإستثمارية و/أو الإستهلاكية. ومن هنا ينشأ "تركيب" النظام المالي لأنه يشمل في آن واحد السلوك المالي للوحدات الإقتصادية، والدورات أو القنوات المالية (les circuits financières) بمعناها الشامل وعمليات الضبط (Régulations) والتي تعني آليات تسوية وتنظيم القرارات المالية للوحدات الإقتصادية.⁽⁴⁾

تتم عملية التمويل في هذا النظام بإحدى الطريقتين التاليتين:⁽⁵⁾

➤ التمويل المباشر، وفيه لا تكون وساطة بين وحدات الفائض ووحدات العجز، بل هناك اتصال مباشر بينهما؛ وهو ما يعرف بالسوق المالي وتحديدًا على مستوى السوق الثانوي من هذا السوق؛

(1) حكيم براضية، (جوان 2015): إدارة مخاطر السيولة النظامية كمدخل لدعم سلامة النظام المالي، مجلة رؤى اقتصادية، العدد 08، جامعة الشهيد حمة لخضر، الوادي -الجزائر، ص 92.

(2) بن قدور أشواق، (2013): تطور النظام المالي والنمو الإقتصادي - دراسة قياسية لعينة من الدول خلال الفترة 1965-2005-، دار الراية للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان -الأردن، ص 32.

(3) Jézabel Couppey-Soubeyran, (Sans date): Les systèmes financiers, <http://team.univ-paris1.fr/teamperso/couppey>: 10/06/2013, p 01.

(4) محمد بوحديدة، (2011): النظام المالي الإسلامي -التجارب، التحديات والآفاق-، كليك للنشر، الجزائر، ص ص 232-233.

(5) نفس المرجع، ص 233.

◀ التمويل غير المباشر، تظهر فيه الوساطة المالية متمثلة في البنوك وهي -على نطاق واسع- تضم كل الجهاز البنكي الذي يقبل الودائع من مختلف الوحدات ليقدمها -ولو جزئيا- في شكل قروض لوحدات اقتصادية أخرى.

ما يمكن استنتاجه مما سبق هو أن:⁽¹⁾

- ❖ النظام المالي شبكة من الأسواق والمؤسسات المالية؛
- ❖ النظام المالي يسهل التمويل والإستفادة من المدخرات والفوائض المالية؛
- ❖ تتم من خلال أو في وجود النظام المالي عمليات الإقراض والإقتراض؛
- ❖ تظهر من خلال النظام المالي الأطر التشريعية لعمل المؤسسات العاملة والمكونة له.

يقوم النظام المالي للدولة على ثلاثة أركان تمثل معا تنظيميا ماليا متكاملا هي: أهداف النظام المالي، الأدوات التي يعتمد عليها لتحقيق أهدافه والإطار الفني لإستعمال هذه الأدوات وهو ما يعرف بالفن المالي. تختلف أهداف الأنظمة المالية باختلاف الأنظمة الإقتصادية، ففي البلدان الرأسمالية يهدف النظام المالي إلى تحقيق التوزيع العادل للدخل الوطني ودعم النمو الإقتصادي والمحافظة على استقرار الإقتصاد، أما عن هدفه في ظل النظام الإشتراكي فينحصر في تحقيق أقصى مساهمة في إشباع الحاجات العامة للمجتمع مع تنفيذ الخطط المالية، وفي البلدان النامية فالهدف هو الخروج من التخلف والتخلص من التبعية للدول المتقدمة.⁽²⁾ ينبغي أن يتركز هدف النظام المالي في البلدان الإنتقالية على الرفع من معدل النمو الإقتصادي من خلال التوجه نحو الإستثمارات المنتجة، وذلك للعمل على تعزيز التّحول نحو الفاعلية الإقتصادية.

2- أهمية النظام المالي:

يؤثر النظام المالي على معدل الإدخار، حجم الإستثمار الحقيقي، الإنتاجية ومستوى الإنتاج الإجمالي في الإقتصاد. إن مستوى الثقة التي يضعها أفراد المجتمع في مؤسساته المالية، طبيعة أدواته المالية التي ينبغي أن تكون سهلة المنال، تنوع أدوات الإدخار والتحفيزات المالية ... هي كلها عوامل تؤثر بطريقة معتبرة في معدلي الإدخار والإستثمار؛ وبالتالي فالعمل الجيد للنظام المالي هو جد مهم لكل الإقتصاد.⁽³⁾

⁽¹⁾ بن شيخ عبد الرحمن، (2008-2009): إتجاهات تقييم إستقرار النظام المالي في الإطار العولمي الجديد - دراسة حالة الجزائر -، مذكرة ماجستير غير منشورة، كلية العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، ص 21.

⁽²⁾ بن قدور أشواق، (2013): مرجع سبق ذكره، ص 33.

⁽³⁾ Système financier, zonecours.hec.ca/documents/H2005-1-155312.ChapitreI-II.doc: 16/03/2011, p 08.

وتبرز أهمية النظام المالي فيما يلي:⁽¹⁾

- تعزيز أركان الاستقرار الإقتصادي؛
- تجنب حدوث أي أزمات مالية في المستقبل من خلال التخصيص الأمثل للموارد المتاحة وفقا للأولويات الوطنية التي تساهم في تحقيق النمو الإقتصادي الذي ينعكس إيجابا على المستوى المعيشي للمواطنين؛
- الترابط الوثيق بين أداء القطاع المالي ومختلف قطاعات الإقتصاد الوطني وخاصة قطاع الإستثمارات الذي يعتبر المحرك الأساسي للنشاط الإقتصادي في الدولة؛
- تعزيز تنافسية الإقتصاد الوطني في ظل مظاهر الإنفتاح والعولمة التي أصبحت تسود الإقتصاد العالمي؛
- مواكبة الإدارة المالية لأفضل المعايير الدولية المالية المطبقة دوليا، والإستفادة من التقدم المتسارع في مجال الإتصالات وتكنولوجيا المعلومات.

ثانيا - هيكل النظام المالي:

يمكن إنشاء تصور عن هيكل النظام المالي في بنية أساسية تتمثل في ثلاث مكونات رئيسية، ترتبط فيما بينها بعلاقات وآليات مختلفة تحكم عملها؛ وهي: المؤسسات المالية، الأسواق المالية، البنية التحتية المالية، والتي نعرضها بإختصار في النقاط التالية:

1- المؤسسات المالية:

وفقا لما جاء في دليل الإحصاءات النقدية والمالية الصادر عن صندوق النقد الدولي سنة 2000، فإن القطاع المالي وباعتباره يحتل مكانة هامة بين القطاعات الأخرى المكونة لأي اقتصاد يتشكل من جملة من المؤسسات المختلفة من حيث الأهداف والوظائف التي يتم تجميعها في قطاعات تضم وحدات متماثلة الخصائص. فباعتبارها -أي المؤسسات المالية- حلقة وصل بين عارضي الأموال وطالبيها فإنه يمكن تعريفها على أنها مؤسسات تنشط في:⁽²⁾

- قبول الودائع والمدخرات بأنواعها المختلفة؛
- حيازة الأصول المالية مثل القروض والأوراق المالية؛
- تأدية مهام السلطة النقدية؛

⁽¹⁾ شقيري نوري موسى وآخرون، (2009): المؤسسات المالية المحلية والدولية، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، الطبعة الأولى، عمان -الأردن، ص 25.

⁽²⁾ بن قدور أشواق، (2013): مرجع سبق ذكره، ص 34.

- الإستثمار في الأوراق المالية؛

- تقديم تشكيلة من الخدمات المالية مثل التأمين؛

- تعمل داخل أسواق سواء كانت منظمة أو غير منظمة.

أما عن تصنيفها، فقد تمت إعادته من قبل دليل الإحصاءات ليعكس التطور الذي حدث في المؤسسات، الأسواق، والأدوات المالية. وقسم قطاع المؤسسات المالية إلى وسطاء ماليين ومؤسسات مالية مساعدة.

إذ أن الوساطة المالية هي: "نشاط إنتاجي تقوم فيه الوحدات المؤسسة بتدبير الأموال من خلال تكبد خصومها على حسابها الذاتي، بغرض توجيه هذه الأموال إلى وحدات مؤسسة أخرى عن طريق امتلاك أصول مالية. إذ يقوم الوسيط المالي بدور الوساطة بين العارضين والطالبين للأموال، ويتميز هذا الوسيط بما يلي:⁽¹⁾

◀ يمكن أن يقوم بالتعاقد على التزامات لحسابه الخاص؛

◀ يستطيع تقديم ضمانات وخدمات خاصة وأدوات مالية معينة، أو أي شكل من أشكال المساعدة لتسهيل عمليات الإقراض والإقتراض؛

◀ لا يتوقف دوره على مجرد الوسيط لنقل الأموال، فهو يستطيع تغيير طبيعة الأموال التي يريدتها لتسهيل عمليات الإقراض والإقتراض؛

◀ يستطيع أن يتحمل المخاطر المالية كما يستطيع أن يعدل هذه المخاطر.

يضم قطاع المؤسسات المالية خمسة (05) قطاعات فرعية هي:

- البنك المركزي؛ - مؤسسات الإيداع الأخرى؛ وتشكل مؤسسات الإيداع.

- مؤسسات الوساطة المالية الأخرى باستثناء شركات التأمين وصناديق معاشات التقاعد؛

- شركات التأمين وصناديق معاشات التقاعد؛ - المؤسسات المالية المساعدة.

2- الأسواق المالية:

وهي أماكن جغرافية أو افتراضية أين يتم إلتقاء الأعوان ذوي الفائض في رؤوس الأموال (المقرضين)، وأولئك الذين في حاجة إلى التمويل (المقترضين). وتضم سوق رؤوس الأموال العديد من الأسواق، تتعدد التصنيفات التي تتخذها حسب عدة معايير من بينها: معيار نوع الأداة وتُميز وفقه سوق أدوات الدين مثل السندات وسوق أدوات الملكية مثل الأسهم، ومعيار أجل الإستحقاق الذي يميز بين السوق النقدي والسوق

⁽¹⁾ شقيري نوري موسى وآخرون، (2009): مرجع سبق ذكره، ص 100.

المالي. حيث أن المؤسسات يمكن أن تمويل نشاطها في أكثر من سوق وفي نفس الوقت. كما أن الأدوات المالية المتداولة حديثاً والأساليب في ظل التحولات الاقتصادية وعولمة الأسواق المالية، جعلت من الصعب وضع الحدود الفاصلة بين سوق مالي ونقدي، وبين سوق محلي وأجنبي. والأخذ بمعيار أجل الإستحقاق بات من الأجدر توضيح أساس التفرقة بين سوق النقد والسوق المالية، ذلك أن الأخيرة تهتم بالمعاملات أو التدفقات ذات الأجل المتوسط والطويل، ولكل من السوقيين مؤسساته التي من خلالها يتم التعامل بناء على سياسات وأدوات تلائم كلا منهما. وبدورها تنقسم السوق المالية إلى فرعين: أحدهما يتم التعامل فيه عن طريق الأوراق المالية وهي سوق الأوراق المالية، والأخرى تتعامل عن طريق القروض طويلة الأجل.⁽¹⁾

3- البنية التحتية المالية (l'infrastructure financière):

البنية التحتية المالية مثل البنية التحتية في الاقتصاد الحقيقي، هي العنصر الذي يربط ويسهل عمل بقية النظام المالي؛ فضمان بنية تحتية فعالة هو شرط لازم للعمل الجيد للنظام المالي. تشمل البنية التحتية المالية مجموعة الأطر القانونية والتنظيمية والرقابية، وأنظمة المدفوعات والتسوية والمقاصة، وأنظمة المحاسبة.⁽²⁾ تُعرّف البنية التحتية المالية بأنها "نظام متعدد الأطراف يشمل الهيئات المشاركة بما فيها مشغل النظام، والتي تستخدم لهدف المقاصة، التسوية أو تسجيل عمليات الدفع، الأوراق المالية، المشتقات، والمعاملات المالية الأخرى". وهي تقوم عادة بوضع مجموعة من القوانين والإجراءات العامة لجميع المشاركين وإنشاء بنية تحتية تقنية، وكذا وضع إطار مناسب ومخصص لإدارة المخاطر التي تتعرض لها. كما توفر للمشاركين نظاماً مركزياً يسمح لهم بالقيام فيهم بينهم أو عن طريق طرف مقابل مركزي بتنفيذ عمليات المقاصة والتسوية وتسجيل المعاملات المالية على نحو يزيد من الكفاءة ويخفض من التكاليف والمخاطر، زيادة الشفافية في الأسواق المالية ومساعدة البنوك المركزية في إدارة السياسة النقدية.

وقد تختلف البنية التحتية المالية إختلافاً كبيراً من حيث التنظيم والوظيفة والتصميم، إذ يمكن أن تُنظم قانونياً في أشكال مختلفة، منها اتحادات مؤسسات مالية، مؤسسات مقاصة غير بنكية ومؤسسات بنكية متخصصة. ويمكن أن تمتلك وتشغل من طرف البنك المركزي أو من طرف القطاع الخاص، كما يمكنها أن تكون كيانات هادفة أو غير هادفة للربح. وبناءً على هيكلها التنظيمي يمكن أن تخضع هذه البنى لأشكال

⁽¹⁾ شقيري نوري موسى وآخرون، (2009): مرجع سبق ذكره، ص 112.

⁽²⁾ أحمد شفيق الشاذلي، (2014): الإطار العام للإستقرار المالي ودور البنوك المركزية في تحقيقه، صندوق النقد العربي، أبو ظبي - الإمارات العربية المتحدة، ص 03.

مختلفة من إجراءات الترخيص داخل وعبر السلطات القانونية، حيث عادة ما تنظم البنوك منها وغير البنوك بطرق مختلفة.⁽¹⁾

وتشمل البنى التحتية المالية عموماً خمس (05) فئات رئيسية وهي:⁽²⁾

❖ **أنظمة الدفع (Payment Systems):** هي جملة من الأدوات والإجراءات والقواعد لتحويل الأموال بين المشاركين بما فيهم الكيان المشغل، ويستند عموماً على اتفاق بين المشاركين والمشغل ليتم تحويل الأموال عن طريق بنية تحتية تشغيلية متفق عليها، وهو يشير عادة إلى نظام الدفع للمبالغ الصغيرة أو نظام الدفع للمبالغ الكبيرة، فالأول هو جهاز لتحويل الأموال يُسيّر حجماً مهماً من المدفوعات ذات القيم المنخفضة نسبياً في شكل شيكات، حوالات، اقتطاعات آلية وبطاقات الدفع، ويمكن أن يتم تسييره من طرف القطاع الخاص أو العام بوجود آلية تسوية صافية مؤجلة أو نظام تسوية إجمالية آنية. أما الثاني فهو نظام لتحويل الأموال لتسيير دفعات ومبالغ كبيرة. وخلافاً للنظام الأول يتم تسيير هذا النظام من طرف البنوك المركزية بوجود آلية للتسوية الإجمالية الآنية أو آلية مماثلة؛

❖ **الحفظ المركزي للأوراق المالية (Central Securities Depositories):** وهو الهيئة التي تمسك وتعرض حسابات الأوراق المالية، ويقدم خدمات الحفظ المركزية وخدمات إدارة الأصول، والتي يمكن أن تشمل إدارة العمليات على الأوراق المالية، وهو يسهم بشكل كبير في ضمان سلامة الإصدار؛

❖ **أنظمة تسوية الأوراق المالية (Securities Settlement Systems):** ويسمح بنقل وتسوية الأوراق المالية من خلال تحويلات القيود المحاسبية وفق جملة من القواعد متعددة الأطراف والمحددة مسبقاً. يمكن أن تكون عمليات الحفظ والتسوية مندمجة في هيئة واحدة في بعض الدول؛

❖ **الأطراف المقابلة المركزية (Central Counterparties):** وهو هيئة تتوسط الأطراف المقابلة في العقود المتداولة في سوق مالي واحد أو أكثر، ليصبح مشترياً مقابلاً لكل بائع، وبائعاً مقابلاً لكل مشتري، وعليه يحول هذا النظام العقد بين البائع والطرف المقابل المركزي، وعقد بين هذا الأخير والمشتري مؤدياً دور الضامن لتسوية الصفقة ومخفضاً لتكلفتها، بالإضافة إلى إمكانية استخدامه للتسوية الصافية بين الأطراف والتي تقلل من حجم المدفوعات؛

❖ **المرجعيات المركزية للبيانات:** وهي عبارة عن هيئات تقوم بمسك قاعدة إلكترونية مركزية للمعطيات والبيانات، وتسجل صفقات وعمليات السوق المالي. وبالتالي تعمل كمرجع مركزي للبيانات والمعطيات التي

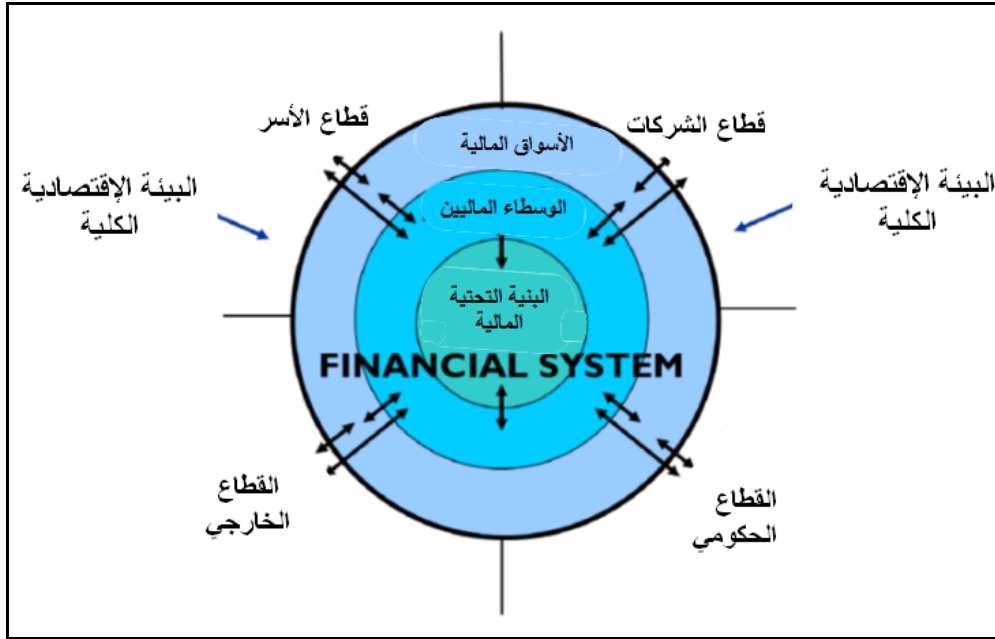
⁽¹⁾ Bank for International Settlement (BIS), (April 2012): **Principals for financial market infrastructures**, CPSS-IOSCO, <https://www.bis.org/cpmi/publ/d101a.pdf>, p 07.

⁽²⁾ Ibidem, p p 08-09.

ينبغي أن تكون صحيحة، واضحة ومنطقية حتى تشكل مفتاحاً للتشغيل البيني السليم لنظام المعلومات في السوق المالي.

يُلاحظ من مكونات النظام المالي أن أي من هذه المكونات لا يمكن له العمل بمعزل عن الآخر، وإنما يؤثر ويتأثر كل مكون بالتطورات في المكونات الأخرى.⁽¹⁾ كما يوضحه الشكل رقم (2-1) الذي يمثل النظام المالي كنظام مركب سواء من حيث علاقات الترابط بين مكوناته، أو مع بيئته الخارجية.

الشكل رقم (2-1): النظام المالي كنظام مركب



Source: Robert May, (2015): **Financial system resilience index -Building a strong financial system-**, New Economics Foundation (NEF), http://b.3cdn.net/nefoundation/70470851bfaddff2a2_xem6ix4qg.pdf, p 08.

تجدر الإشارة كذلك إلى أنه لا يوجد هيكل لنظام مالي نمطي يكون مثاليا لكل البلدان، فالنظام المالي يجب أن يبنى ويصمم وفقا لاحتياجات وطبيعة المتدخلين في الاقتصاد الحقيقي الذي يعمل النظام المالي على خدمتهم. وهكذا فهيكّل النظام المالي الأمريكي - مثلا- يتلاءم مع الاحتياجات المعقدة للمؤسسات الكبرى، بينما هذا النظام قد لا يتلاءم مع اقتصاد تهيمن فيه المؤسسات الصغيرة والمتوسطة. يجب أن يتكيف هيكل النظام المالي لكل دولة مع مستعمليه ومع محيطه.⁽²⁾

⁽¹⁾ أحمد شفيق الشاذلي، (2014): مرجع سبق ذكره، ص 03.

⁽²⁾ Système financier, Op.Cit, p 08.

ثالثاً - وظائف النظام المالي وكفاءته:

تتزايد أهمية النظام المالي في النظام الإقتصادي المعاصر، بإعتبار أن وظيفته لا تقتصر فقط على التوفيق بين الأعوان الإقتصاديين الذين لديهم قدرة أو حاجة للتمويل، بل يؤدي خدمات أخرى بالغة الأهمية، بفضل شبكة الأسواق والوسطاء، وأثرها في تنمية الإقتصاد من خلال كفاءة وفعالية النظام في أداء وظائفه.

1- وظائف النظام المالي:

الوظيفة الجوهرية والقاعدية للنظام المالي هي **التخصيص الأمثل للموارد المالية في الإقتصاد**، وهناك ستة (06) وظائف أساسية نابعة عن هذه الوظيفة القاعدية.⁽¹⁾ وتتمثل هذه الوظائف فيما يلي:

❖ **تحويل الموارد في الزمان وفي المكان:** يعمل النظام المالي على توفير منافذ لتعبئة ادخار الأفراد والمؤسسات، مما يؤدي إلى إرجاء الإستهلاك في الوقت الحاضر من أجل الحصول على شيء في المستقبل، أي الإتجاه نحو الإستثمار، ويسهل بذلك تحريك وتحويل الأموال عبر الزمن، إضافة إلى ذلك يلعب النظام المالي دوراً هاماً في تحويل الموارد من مكان إلى آخر، حيث يوفر النظام عدداً متنوعاً من الأدوات التي تسمح بانتقال الموارد إلى أين يمكن توظيفها على أحسن وجه، وبذلك تنتقل الأموال من المكان الأقل مردودية إلى الأكثر مردودية، فتزيد بذلك فعالية النظام المالي في تحقيق أحسن تخصيص للموارد.⁽²⁾

❖ **توفير وسائل المقاصة والدفع:** وظيفة أساسية للنظام المالي تتمثل في توفير نظام دفع فعال لتسهيل تبادل السلع والخدمات والأصول، من خلال:

- تسهيل تداول أدوات الدفع (النقود بأنواعها)؛

- قابلية تحويل النقود؛

- تسهيل وسائل الدفع (الدور المفتاحي للبنوك)؛

- نظام المقاصة بين البنوك.

كما أنه يضمن فاعلية أكثر لنظام الدفع بفضل:

- إضفاء الطابع اللامادي للإشارات النقدية (La dématérialisation des signes monétaires)، بالعمل على تطور النقود من النقود المعدنية إلى النقود الورقية، فالكتابية، الإلكترونية...؛

⁽¹⁾ Jézabel Couppey-Soubeyran, (Sans date): Op.Cit, p 02.

⁽²⁾ بن قدور أشواق، (2013): مرجع سبق ذكره، ص ص 38-39.

- تطوير وسائل دفع ملائمة (صك، إذن بالسحب، تحويلات آلية، سحب آلي...) ⁽¹⁾.
 - ❖ **الإشتراك في الموارد وتجزئة الملكية:** يوفر النظام المالي ميكانيزمات (مثل البورصة والبنوك) الإشتراك أو تجميع ثروات العائلات لوضعها تحت تصرف المؤسسات، أما من وجهة نظر الإستثمار يمكن النظام المالي المستثمرين الصغار من استثمار أموالهم في مؤسسات ذات حجم كبير من خلال تجزئة الملكية بين عدة أشخاص، وبالتالي يوفر لهم إمكانية المشاركة في الإستثمارات ذات الحجم الكبير وزيادة توزيعاتهم من الحصص الإستثمارية. ⁽²⁾
 - ❖ **المشاركة في تحمل المخاطر:** ينقل النظام المالي الأموال، ولكن ينقل أيضا المخاطر، ففي غالب الأحيان الأموال والمخاطر هما متصلين مع بعضهما البعض، ينتقلان في نفس الوقت في النظام المالي:
 - يحول عقد التأمين الخطر إلى شركة التأمين؛
 - يتحمل المساهمون والدائنون (ومنهم البنوك) خطر إفلاس المؤسسات التي استثمروا فيها؛
 - كل المنتجات المشتقة هي أدوات لتحويل الخطر ...
 - ❖ **إنتاج المعلومات:** ينتج النظام المالي المعلومات اللازمة لأخذ القرارات المالية للأعوان التي تكون على شكل:
 - معلومات "عمومية" متضمنة داخل أسعار الأصول المالية كمعدلات الفائدة، معدلات الصرف...؛
 - معلومات "خاصة" تنتجها البنوك (المعلومات الناتجة عن تسيير حسابات الزبائن ودراسة ملفات طلب القرض، ... scorings) مركزيات المخاطر، وكالات التنقيط... وغيرها.
 - ❖ **حل مشاكل لا تماثل المعلومات والتحفيز (incitation):** وتعلق بـ:
 - لا تماثل المعلومات المرتبط بنوعية المقترضين (الإختيار المضاد) وباستعمال الأموال المقترضة (الخطر الأخلاقي)، ويكمن الحل في إنتاج المعلومات، أخذ مساهمات، عقود ائتمان تحفيزية، ضمانات...؛
 - نزاعات الوكالة الناشئة عن توكيل مسؤوليات المساهمين لمدراء ومسيري المؤسسات، وقد تم استحداث مكافآت مقيسة وفقا لأداء المؤسسات لصالح المسيرين (stock-options مثلا). ⁽³⁾
- وبهذا فإن النظام المالي يمارس وظيفة الرقابة على حوكمة المؤسسات، وتتجلى أهمية هذه الوظيفة للنمو الإقتصادي في مبرر مفاده أن المستثمرين، المساهمين أو الدائنين باستطاعتهم دفع مسيري المؤسسة إلى

⁽¹⁾ Jézabel Couppey-Soubeyran, (Sans date): Op.Cit, p 02.

⁽²⁾ بن قدور أشواق، (2013): مرجع سبق ذكره، ص 39.

⁽³⁾ Jézabel Couppey-Soubeyran, Ibid, p p 03-04.

تعظيم قيمتها، مما يؤدي إلى تحسين فعالية تخصيص الموارد ومنح المدخرين إمكانية تمويل المؤسسات والإبتكار.⁽¹⁾

يعد المنظور الوظيفي لدراسة الأنظمة المالية أكثر إثارة للاهتمام من المنظور المؤسسي التقليدي، حيث أن مؤسسات النظام المالي تتنوع كثيرا سواء في الزمان أو في المكان أي من بلد لآخر، مما يجعل المقارنة صعبة؛ ومن ناحية أخرى فإن هذه الوظائف الستة أكثر شمولية (universelles) وأكثر استقرارا مما يسهل عملية الفهم والمقارنة.⁽²⁾

2- كفاءة النظام المالي:

بالنسبة للأنظمة المالية يُعتبر الهدف الرئيسي هو التخصيص الجيد للموارد، وبالتالي فإن مفهوم **الفعالية** في هذا السياق يسمى **بالكفاءة التخصيصية**. بشكل دقيق، يكون النظام المالي أكثر كفاءة على الصعيد التخصيصي إذا صارت المردودية متناسبة مقارنة مع المخاطر التي يتحملها المستثمر. في السياق المالي دائما، يتوافق مفهوم الكفاءة بمعناها اللفظي مع ما يطلق عليه **بالكفاءة التشغيلية**، ميدانيا يعتبر النظام المالي كفؤا تشغيليا إذا ضمن تكاليف معاملات ضعيفة للمستثمرين.

يضاف إلى هذين المقياسين القاعديين مفهوم **الكفاءة الديناميكية** إذا عرف النظام المالي كيف يتكيف ويتأقلم بشكل صحيح وسريع مع التغيرات الحاصلة في محيطه لصالح مستعمليه، مثل هذا النظام يهتم بالتطوير والإبتكار ودمج التقدم التكنولوجي بشكل سريع.⁽³⁾

من المحددات الرئيسية لضمان كفاءة وفعالية النظام المالي متانة واستقرار البيئة الإقتصادية الكلية التي يعمل من خلالها القطاع، وهو ما يمكن الإستدلال عليه من خلال وجود سياسة اقتصادية كلية واضحة، تتمتع بقدر كبير من الشفافية، وجود بنية تحتية كفؤة للأسواق، وتمتع الشركات والمؤسسات المتعاملة بقدرة مؤسسية وتنظيمية عالية، وتمارس أعمالها في ظل إطار قانوني واضح وملزم ويحقق المصالح المشتركة للأسواق والمساهمين في تلك المؤسسات. هذا بالإضافة إلى ضرورة توافر السياسات والأطر الإحترازية والأنظمة البديلة للرقابة وتنظيم العمل بالقطاع المالي، وهو ما يجمله الشكل رقم (2-2).⁽⁴⁾

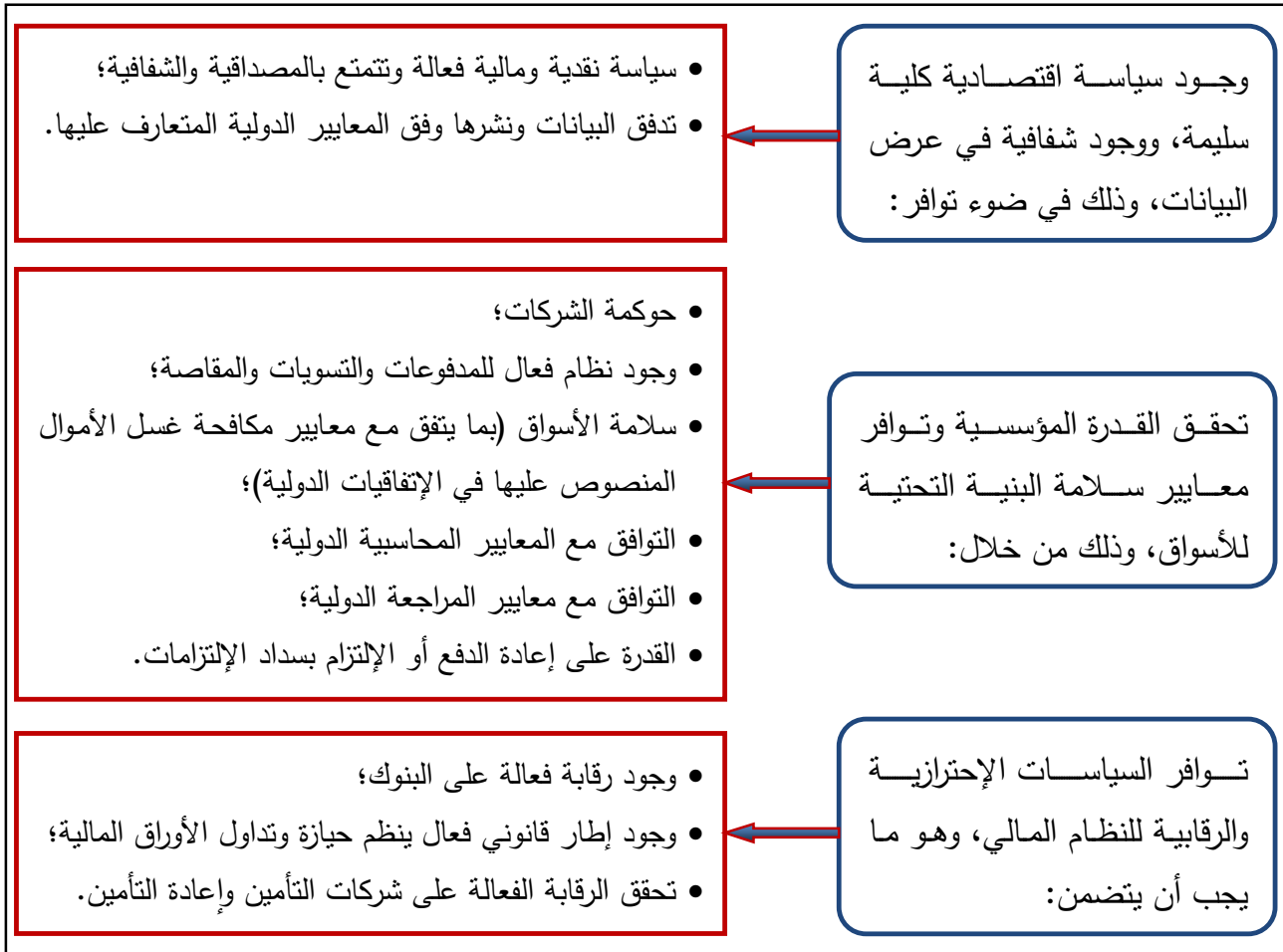
(1) Jean Paul Pollin et Pierre Jacquet, (2012): **Systèmes financiers et croissance**, Revue d'Economie financière, N° 106, p 82.

(2) Système financier, Op.Cit, p 08.

(3) Ibid, p 09.

(4) أحمد شفيق الشاذلي، (2014): مرجع سبق ذكره، ص 06.

الشكل رقم (2-2): محددات كفاءة النظام المالي



المصدر: أحمد شفيق الشاذلي، (2014): الإطار العام للإستقرار المالي ودور البنوك المركزية في تحقيقه، صندوق النقد العربي، أبو ظبي - الإمارات العربية المتحدة، ص 07.

إن توافر هذه المحددات ضروري للعمل الكفؤ للنظام المالي.

المطلب الثاني: مستويات تطور الأنظمة المالية

يعرف التطور المالي كمفهوم يعكس مجموع التحسينات الكمية والنوعية في عمل الأنظمة المالية، بأنه درجة نماء وتطور القطاع المالي من خلال المؤشرات النقدية والمالية الرئيسية، وكذا من الناحية المؤسسية التي تتضمن تطور حجم وتنوع أشكال مؤسساته وأسواقه. كما أن التطور المالي هو مفهوم متعدد الأوجه لا يقتصر على المؤشرات النقدية فحسب، بل يتضمن كذلك التنظيم والرقابة ودرجة التنافس والانفتاح المالي والقدرة المؤسسية مثل قوة حقوق الدائنين وتنوع الأسواق والمنتجات المالية التي تكوّن الهيكل المالي للاقتصاد.⁽¹⁾

⁽¹⁾ طارق خاطر وصالح مفتاح، (ديسمبر 2014): التأصيل النظري لعلاقة التطور المالي بالنمو الإقتصادي وأهم مؤشرات في الجزائر خلال الفترة 1990-2013، مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية، العدد 17، جامعة محمد خيضر، بسكرة- الجزائر، ص 143.

قبل التطرق لعلاقة التطور المالي بالنمو الإقتصادي أي مدى تأثير التطور المالي على القطاع الحقيقي، نقدم أهم النظريات المفسرة لتفاوت التطور المالي بين الدول، وبعدها مؤشرات قياس هذا التطور.

أولاً- التفسير النظري لتفاوت التطور المالي بين الدول:

توجد جملة من المحددات والعوامل المساعدة على تطور النظام المالي وتجعل مستواه متفاوتا من بلد لآخر، سنتناولها بالشرح فيما يلي:

1- الهيئات (Les institutions) كمحدد للتطور المالي:

للهيئات تصنيفات عديدة من حيث المهام المسندة إليها وهي عموماً:⁽¹⁾

- هيئات قانونية: وهي مسؤولة عن وضع النظام القانوني، تعريف وتطبيق قواعد القانون، على وجه الخصوص حقوق الملكية؛
- هيئات اقتصادية: وهي مسؤولة على وضع جملة من القواعد المتعلقة بإنتاج وتوزيع السلع والخدمات بما في ذلك ضبط الأسواق؛
- هيئات سياسية: تختص بالقواعد الانتخابية وكل ما يتعلق بالنظام السياسي؛
- هيئات إجتماعية: عادة تختص بالقواعد التي تتعلق بالصحة والتعليم والأمن.

تحدد الهيئات القانونية والإقتصادية النشاط المالي بصفة خاصة، إذ أن الأولى تضمن تطبيق القانون أما الثانية فهي تقوم بضبط ورقابة القطاع البنكي. حيث أن حماية حقوق المقرضين والمستثمرين وحقوق الملكية تختلف من بلد إلى آخر حسب نوعية الهيئات (la qualité des institutions).

والسؤال الواجب طرحه هنا هو: ما هي العوامل التي تتحكم في نوعية هذه الهيئات؟ أو بالأحرى ما الذي يحدد مستوى التطور المالي؟

في هذا الصدد تناولت **نظريتين** التطور المالي والعوامل التي تحكمه من حيث نوعية الهيئات، وهما:

1-1 - نظرية القانون والمالية (Théorie de droit et de finance):

تهتم نظرية القانون والمالية بالدور الذي يلعبه المناخ التشريعي والمؤسسي في تفسير التفاوت في مستويات التطور المالي بين الدول. تؤيد هذه النظرية في جانب أول العلاقة الإيجابية بين النظام التشريعي الحامي وتطور أسواق رؤوس الأموال؛ وفي الجانب الثاني في تربط بين الأعراف التشريعية والسلوكيات

⁽¹⁾ بن قدور أشواق، (2013): مرجع سبق ذكره، ص 49.

الإستثمارية في مختلف البلدان. بينت أعمال La Porta وآخرون (1998) بأن المستثمرين في البلدان التي تتبنى القانون العرفي (common law) هم الأكثر حماية؛ تأتي بعدها القوانين المدنية للبلدان الإسكندنافية والألمانية في المرتبة الثانية في حماية المستثمرين، بينما يتأخر القانون المدني الفرنسي. لا يتغير التصنيف إذا تعلق الأمر باحترام القوانين. بالمقابل، تبين النتائج التجريبية في البلدان التي تتبنى قانون مدني فرنسي أنّ آليات الإحلال محل الأنظمة العاجزة عن حماية المستثمرين متطورة.⁽¹⁾

ترى هذه النظرية أن القانون عامل مفسر لهيكل القطاع المالي. ففي البلدان التي بها قوانين تحمي حقوق المساهمين الصغار وتمنح حرية أكبر في فهم النصوص وليس التطبيق الحرفي بغرض حماية حقوق صغار المساهمين، فإن تطور الأسواق المالية يكون كبيراً مقارنة بتطور السوق البنكي، وبالتالي الإعتماد على منتجات التمويل المباشر بدلاً من منتجات التمويل غير المباشر، وذلك لوجود مؤسسات تسهر على التطبيق الفعلي لهذه القوانين. ففي الدراسات المقارنة نجد أن البلدان ذات القوانين العرفية تعرض حماية أفضل للمستثمرين أكثر من بلدان القانون المدني. تشرح هذه الخصوصية لماذا في البلدان الأنجلوساكسونية نجد الأسواق المالية أكثر تطوراً، ملكية رأس المال أكثر تشتتاً وأموال خاصة أكثر أهمية منها في البلدان ذات القانون المدني.⁽²⁾

نشير إلى أن تطور النظام المالي يخلق تعقيداً في المعاملات المالية جراء الابتكارات المالية (les innovations financières) لكن استعمال هذه الوسائل الحديثة تستلزم وضعها في إطار القانون قبل تطبيقها، ومن هنا فإن الدول التي لها نظام قانوني مصدره القانون المدني (القانون الفرنسي، الإسباني...) لا يمكنها إجراء أي تعديل في القانون إلا بموجب مصادقة من طرف البرلمان، بينما نجد في الدول التي تعتمد القانون العرفي مصدراً أن يخول للقاضي أن يقر بالتعديل وبالتالي فإن التعديلات تكون أسرع من غيرها، مما يفسر أن لهذه الدول أنظمة مالية متطورة مقارنة بغيرها.⁽³⁾

⁽¹⁾ Samouel Beji et Darine Youssef, (2010): **La place de la régulation bancaire dans le développement bancaire et la croissance: une approche institutionnelle pour les pays d'Afrique du Nord et du Moyen-Orient**, Région et Développement, N° 32-2010, p 124.

⁽²⁾ فاضل عبد القادر وبلهادية عبد الله، (2009): **إعادة هندسة التمويل لمعالجة الخطر الأخلاقي لإدارة الخطر الأخلاقي في النظام المالي**، مداخلة مقدمة ضمن فعاليات الملتقى الدولي "الحوكمة وأخلاقيات الأعمال في المؤسسات"، كلية العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير، جامعة باجي مختار - عنابة، يومي: 18-19 نوفمبر، ص 93.

⁽³⁾ بن قدور أشواق، (2013): مرجع سبق ذكره، ص ص 50-51.

1-2- نظرية التخصيصات "الهبات" (Théorie des dotations):

ركز Acemoglu وآخرون (2001) على حالة المحيط الصحي والعوامل الجغرافية في تكوين الهيئات، واعتبروا أن استراتيجية توطين المستعمرين تتحدد وفقا للتخصيصات التي تستفيد منها الدولة المستعمرة مع ترك نتائج ملموسة على الهيئات ومنها الهيئات المالية.

تبقى المعاينة التي قام بها Acemoglu وآخرون (2001) بالنسبة لتطور المؤسسات بصفة عامة صالحة كذلك للتطور المالي. في اقتصاد استعماري، لا يسهر المحتلون على إيجاد وتطوير أسواق مالية حرة وتنافسية، لأنهم يخاطرون بجعل مكانتهم أكثر ضعفا؛ أما في حالة ما ترافق الإحتلال بإسكان للمحتلين في البلد، فإنهم يحاولون بناء مؤسسات لحماية الحقوق والملكيات الخاصة ويساهمون بذلك في التطور المالي.⁽¹⁾

2- العوامل والهيكل السياسية:

عكف الإقتصاديون بصفة عامة على دراسة العوامل السياسية للتطور المالي، تحدد هذه العوامل درجة حماية المستثمرين، آليات تطبيق العقود الخاصة، قدرة النظام التشريعي على حماية حقوق المالكين مقارنة مع الدولة وكذا تطور هيئات مالية تنافسية. وفقا لهذا المنظور فأولئك الذين يملكون السلطة يصنعون السياسات المتبعة والهيئات، بما فيها الهيئات القانونية والمالية، وأحيانا لأغراض شخصية. هذه الرؤية لا تستبعد أهمية الهيئات التشريعية في التأثير على النظام المالي، وإنما تدقق أكثر على أنه تكمن هناك أسباب سياسية وراء تفاوتات مستوى التطور المالي.

يعتبر Rajan و Zingales (2003) أن حالة النظام التشريعي وحالة النظام المالي هي نتائج مباشرة للقوى السياسية للبلد. محاولين تركيز وجهة نظرهم على الرابط بين العوامل السياسية والتطور المالي، أخذ Beck وآخرون (2003) في الحسبان الاختلافات في الأنظمة السياسية في دراسة العلاقة بين الإطار التشريعي المؤسسي والمالية. وجدوا بأن الأصل التشريعي يفسر إختلافات مستوى تطور الأسواق المالية، القطاع البنكي وحماية حقوق الملكية الخاصة بين البلدان، حتى عند الأخذ في الحسبان لمتغيرات نوعية المناخ السياسي.⁽²⁾

⁽¹⁾ Samouel Beji et Darine Youssef, (2010): Op.Cit, p 125.

⁽²⁾ Ibid, p 125.

3- أهمية رأس المال الاجتماعي:

يتعلق مصطلح "رأس المال الاجتماعي le capital social"، والمأخوذ أساساً من علم الاجتماع، بالمزايا المكتسبة من طرف الأفراد عن طريق إنتمائهم (عضويتهم) لجمعيات أو تجمعات، أو كذلك مستوى العلاقات الإنسانية وقدرتها على إحراز التقدم داخل المجتمع.

كانت العلاقة بين رأس المال الاجتماعي والتطور المالي موضوع العديد من الدراسات؛ من جهة بينت أعمال Guiso وآخرون (2004) بأن مستوى ثقة مرتفع في الاقتصاد له أثر دافع للتطور المالي والنمو الاقتصادي. من جهة أخرى استنتج Gambetta (1988) و Coleman (1990) بأن رأس المال الاجتماعي هو محدد لكفاءة وأداء هيئات المجتمع.

أصلية وتفرد هذه المقاربة هي أن رأس المال الاجتماعي فيها يُدرك كعنصر مؤثر على المناخ المؤسسي. أجرى Putnam (1993) فحص تجريبي عندما درس دور رأس المال الاجتماعي بإعتباره كمحدد لكفاءات الحكومات الجهوية الإيطالية. أخيراً أكد La Porta وآخرون (1998) بأن ثقة المواطنين جد مهمة لأداء الهيئات والمؤسسات. كذلك، ينبغي اعتبار مستوى الثقة كمحدد ذو دلالة للتطور أو التقهقر المالي والبنكي وبإمكانه حتى تفسير التفاوتات بين الأنظمة المالية والأداءات الاقتصادية للبلدان.⁽¹⁾

ثانياً - المؤشرات الشاملة لقياس التطور المالي:

للتغلب على عيوب المؤشرات الفردية التي تعبر عن التطور المالي في القطاعين البنكي والمالي، تمّ تصميم مؤشرات شاملة وموسعة للتطور المالي، بحيث أنها ترصد في نفس الوقت المؤسسات المالية والأسواق. تضم المؤسسات المالية كل من البنوك، مؤسسات التأمين، الصناديق التعاونية، صناديق التقاعد، وأنواع أخرى من المؤسسات المالية غير البنكية؛ بينما تضم الأسواق المالية بشكل أساسي أسواق الأسهم والسندات ضمن المؤسسات والأسواق المالية.⁽²⁾

يلخص الجدول الموالي (رقم 2-1) أهم هذه المؤشرات:

⁽¹⁾ Samouel Beji et Darine Youssef, (2010): Op.Cit, p 124.

⁽²⁾ Ratna Sahay and al, (May 2015): **Rethinking Financial Deepening: Stability and Growth in Emerging Markets**, IMF/SDN (International Monetary Fund/ Staf Discussion Note) N° 15/08, p 11.

جدول رقم (2-1): مؤشرات قياس التطور المالي

المؤسسات المالية	الأسواق المالية	
- القروض للقطاع الخاص (% من PIB)؛ - أصول صندوق التقاعد (% من PIB)؛ - أصول الصناديق التعاونية (% من PIB)؛ - أقساط التأمين، على الحياة أو الأخرى (% من PIB).	- رسملة السوق بالنسبة لـ PIB؛ - الأسهم المتبادلة بالنسبة لـ PIB؛ - شهادات الدين الحكومية الدولية (% من PIB)؛ - شهادات الدين الكلية للشركات غير المالية (% من PIB)؛ - شهادات الدين الكلية للشركات غير المالية (% من PIB).	العمق
- الفروع (البنوك التجارية) لكل 100.000 بالغ؛ - ATMs^(*) لكل 100.000 بالغ.	- نسبة رسملة السوق خارج أكثر 10 أكبر شركات؛ - العدد الكلي لمصدري الدين (المحلي والخارجي، الشركات غير المالية والشركات المالية)؛	النفوذ/الوصول
- هامش الفائدة الصافي؛ - الفجوة بين الإقراض - الودائع؛ - الدخل دون فائدة إلى الدخل الكلي؛ - العائد على الأصول؛ - العائد على الملكية.	- نسبة تحول السوق المالي أو نسبة دوران الأسهم (الأسهم المتداولة/ الرسملة السوقية).	الكفاءة

Source: Ratna Sahay and al, (May 2015): **Rethinking Financial Deepening: Stability and Growth in Emerging Markets**, International Monetary Fund, Staff Discussion Note (IMF/SDN), N° 15/08, p 34.

يتم من خلال هذه المؤشرات قياس مختلف أبعاد تطور النظام المالي من حيث: العمق (depth)، النفوذ أو الوصول (access) والكفاءة (efficiency).

ثالثاً - العلاقة بين التطور المالي والنمو الإقتصادي:

أنعشت الأزمات المالية المتواترة البحث في العلاقة بين التطور المالي والنمو الإقتصادي، فقد عرضت الأزمات بوضوح إمكانية تخصيص سيء للموارد على نطاق واسع من قبل نظام مالي جد متطور والتداعيات السلبية لعدم الإستقرار المالي على الإقتصاد الحقيقي. بالرجوع إلى قواعد البيانات للسنوات الأخيرة وباستعمال مقاربات تجريبية أخرى، يبدو أن الرابط بين تطور النظام المالي والنمو في الواقع ليس خطياً ولا حتى رتيباً. في الحقيقية يمكن أن يكون للمالية عوائد متناقصة إلى غاية أن تصير آثارها على النمو معدومة، ثم سلبية عندما يصبح القطاع المالي جد ضخم مقارنة مع الحجم الكلي للإقتصاد. قدّر Arcand وآخرون (2015) أن الآثار الهامشية للمالية متناقصة وتصبح سلبية عندما تتجاوز القروض للقطاع الخاص 100% من الناتج الداخلي

(*) ATMs: Automated Teller Machines, الصرافات الآلية

الخام (PIB). أكدت دراسات حديثة أخرى هذه النتيجة بمساعدة تقنيات متعددة وقواعد بيانات (Cecchetti و Kharroubi، 2012؛ Cournède و Denk، 2015).

هناك العديد من الآليات التي تسمح بتفسير هذه العلاقة في شكل "U مقلوب" بين التطور المالي والنمو الإقتصادي، وأنه بعد عتبة معينة تذهب الآثار السلبية للمالية بالآثار الإيجابية. عموماً، يؤدي التزايد المفرط للقروض إلى تخصيص سيء لموارد الإقتصاد، كما بينت الدراسات أن نمو القروض وحصة التشغيل في القطاع المالي مرتبطان سلباً (علاقة عكسية) مع نمو الإنتاجية. عندما تتطور المالية بشكل أسرع فإنها ستفضل القطاعات الأقل توجهاً نحو البحث والتطوير (R&D) ولكنها أكثر ثراءً بالأصول المادية لأن هذه الأصول يمكن استعمالها كرهن.

من المفارقات أنه من أهم النسب المستعملة لقياس التطور المالي وهي نسبة [القروض / PIB] تستعمل هي نفسها عموماً في الطرف المقابل كمؤشر للتنبؤ بالأزمات البنكية والمالية.⁽¹⁾

المطلب الثالث: مظاهر التركيب (التعقيد) في الأنظمة المالية والنظام المالي الدولي

أصبحت الأنظمة المالية المعاصرة والعمليات التي تتم فيها مركبة إلى حد كبير وفي أبعاد مختلفة، فهي تنمو بشكل متصاعد التعقيد مكونة شبكة كثيفة الترابطات. كما برز على هذه الشبكة المالية أطراف فاعلة رئيسية غير تقليدية أضفت تحولات عميقة وطابعا أكثر تعقيداً عليها، ما يطرح رهانات جديدة أمام دراسة هذه الأنظمة.

أولاً- التركيب كخاصية متأصلة في الأنظمة المالية:

إن التركيب هو خاصية ملازمة للأنظمة المالية، ويرجع ذلك للسببين الرئيسيين التاليين:⁽²⁾

❖ الأنظمة المالية هي أنظمة مركبة لأنها قائمة على أساس **علاقات الترابط والتفاعل** بين مختلف المتعاملين والأطراف المقابلة. تحدث عمليات النقل (Transmissions) من خلال الشبكات التي يتغير هيكلها وبنيتها باستمرار بفعل الابتكار المالي والمراجعة التنظيمية. يحتمل أن يخلق هذا العديد من حلقات ردود الفعل والتغذية الرجعية، ناهيك عن خصائص الأنظمة المركبة كالأخطية، الحساسية للظروف المبدئية... كل هذا يفسر لماذا لا يمكن التنبؤ بسلوك النظام المالي بدقة؛

(1) Grégory Claey's, (octobre 2016): **Quelle place pour les marchés financiers en Europe?**, Revue d'économie financière, N° 123, p p 129-130.

(2) Jean-Pierre Landau, (2009): **Complexity and the financial crisis**, BIS Review 95/2009, www.bis.org/review/r090806c.pdf, p 01.

❖ الأنظمة المالية هي أنظمة "إنسانية" تتشكل ديناميكياتها بالطريقة التي يتفاعل بها البشر مع التغيرات في بيئتهم. يمكن أن تساعد ردود الفعل هذه في تغذية الصدمات الأولية وتضخيمها إلى حد وقوع "كارثة" حقيقية. فسلوك القطيع على سبيل المثال معروف منذ فترة طويلة كميزة أساسية للأسواق المالية.

إن خاصية التركيب التي تتميز بها الأنظمة المفتوحة -على غرار الأنظمة المالية- ينتج أساسا من التحولات العميقة التي تفرزها الوقائع الاقتصادية. يفسر الإقتصاديون هذا من خلال التركيز على اتساع رقعة الاحتمالات ودرجة تركيزها والسلوك الذي تسلكه مختلف الأطراف الفاعلة في مواجهتها. وهنا يمكن التمييز بين نوعين من الخصائص:

- **أولهما:** وحدوية ترتبط بكل واحد من الأنظمة الفرعية المكونة للنظام المالي الكلي؛
 - **ثانيهما:** كلية وهي ترتبط بالنظام المالي الكلي في مجمله، وهي حصيلة إلتقاء الخصائص الوحدوية مع الشبكة الكلية للنظام. مما يعني أن هناك تحولات قد تحدث على مستوى الأنظمة الفرعية فتحدث بذلك تحولا هيكليا في النظام بأكمله. كما أن بعض التحولات التي لا تصيب الأنظمة الفرعية بطريقة مباشرة، ولكن هذه الأخيرة تتحول بفعل ما يصيب النظام الكلي من تحولات.
- هذه التحولات الهيكلية أو النظامية الجارية، تحدث أبعادا جديدة من "التركيب/ التعقيد" والتي يمكن تصنيفها إلى ثلاث مراتب تتطبق بدرجة أولى على الأنظمة الاقتصادية والمالية وهي:
- **توسّع الفضاء التكنولوجي:** ويكون ذلك بسبب التوسع في الإتجاهات (من الأصغر إلى الأكبر، إلى العدد اللامحدود والمتنوع من الترابطات)، فلم يعد من المستحيل أننا لا نستطيع ملاحظة ظهور ونمو نظام جديد يكتسب أهدافا واستقرارا معينين يفرض بهما وجوده؛
 - **العولمة:** وهي ظاهرة في الأنظمة الوطنية المراقبة التي تفقد من وزنها ومن ثم من قدرتها على تحديد إشكالياتها الاقتصادية الأساسية، في حين تنمو في جهة مقابلة أحجام وسلطات كبار الفاعلين الخواص متعددي الجنسيات. وفي هذا النوع من التحولات الهيكلية تتكيف الأنظمة المالية تبعا لهذه التحولات فتنتقل بذلك من وضعية مركبة ابتدائية إلى وضعية مركبة جديدة؛
 - **ظهور اقتصاديات المعلوماتية:** والتي أحدثت تحولا في طبيعة الأصول الخاصة وتنقل مواقع خلق القيمة المضافة. في مثل هذه الحالة أين تفرض الأجهزة الصناعية -في الإقتصاديات الصناعية- طرق تنظيمها، تصبح الشروط والحلول التنظيمية -في اقتصاديات المعلومات- جد مركبة.⁽¹⁾

⁽¹⁾ محمد بوحديدة، (2011): مرجع سبق ذكره، ص 34.

وبالتالي، فالنظام المالي كنظام مركب في ظل محيط اقتصادي، سياسي، اجتماعي وثقافي عالمي، يتسم بالخصائص التالية:⁽¹⁾

- ◀ تعدد وتنوع العناصر المكونة للنظام المالي؛
- ◀ التنافس الأفقي والعمودي بين مختلف هذه المكونات؛
- ◀ عدم استقرار هذه العناصر لا من حيث شكلها وتركيبتها ولا من حيث سياساتها وأهدافها؛
- ◀ تأثيرات المحيط الخارجي المُفرزة لتكتلات سياسية واقتصادية ومالية تؤثر بشكل واضح في الإتجاه العام للنظام العالمي ككل؛
- ◀ اكتساب النظام المالي صفة العولمة بسبب رفع مختلف الحواجز المعيقة وفي مقدمتها سهولة انسياب وتبادل المعلومات؛
- ◀ ارتباط واتصال العناصر المكونة للنظام المالي بعناصر أخرى ذات صيغة اجتماعية، ثقافية، سياسية واقتصادية.

ثانياً - الهندسة المالية وتساعد التركيب في الأدوات والعمليات المالية:

الابتكار المالي هو موضوع الهندسة المالية وإنتاجها، ويتجسد من خلال إيجاد منتجات وعمليات مستحدثة أو مجددة تخدم أهداف المتعاملين وترفع كفاءة النظام المالي. من حيث المبدأ تعتبر الهندسة المالية ضرورية، إلا أن إنحراف أدواتها عن الهدف الحقيقي منها وتحولها إلى أدوات معقدة ترفع من تركيب العمليات المالية، جعلتها تتعرض لانتقادات شديدة.

1- فلسفة الهندسة المالية:

تتجسد فلسفة الهندسة المالية في تطوير مجموعة من الأدوات المالية الجديدة التي تساعد المتعاملين في الأسواق المالية على التكيف مع الظروف فائقة التعقيد وسريعة التغير التي تتسم بها الأسواق المالية في الوقت الحاضر، وتؤدي هذه الظروف إلى فقدان الدقة والموضوعية في إمكانية التنبؤ بإتجاه ومقدار تحرك المتغيرات المالية المؤثرة في عمل المؤسسات ومن ثم زيادة حالة اللاتأكد والتي تعني زيادة المخاطر التي تواجهها هذه المؤسسات.

(1) محمد بوحديدة، (2011): مرجع سبق ذكره، ص 9-10.

وترتكز فلسفة الهندسة المالية على التحليل والقرارات الدورية الخاصة بالأدوات المالية (المنتجات المالية) والتباديل والتوافيق المختلفة التي تحقق أعلى عائد بأقل مخاطر، ومحاولة تغيير الأدوات المالية وتعديلها لتجنب المخاطر وزيادة العائد.⁽¹⁾

2- الابتكار المالي بين الفعالية والمخاطر:

يرجع الفضل في الابتكار المالي إلى التقدم التقني الذي يُسهّل الحصول على المعلومات والتجارة ووسائل الدفع، وإلى ظهور الأدوات والعمليات المالية الجديدة للمؤسسات والأسواق المالية. لكي يكون الابتكار المالي ناجحاً يجب أن يؤدي إلى:⁽²⁾

- إما أن يخفض التكاليف والمخاطر؛
- أو يقدم خدمة مُحسّنة تؤدي إلى سد الحاجات الخاصة لجميع المشاركين في النظام المالي.

يمكن للابتكار المالي أن يساعد على زيادة كفاءة النظام المالي، الأمر الذي يسهل عمل السياسات الإقتصادية، لكنه في نفس الوقت يعقد البيئة التي تعمل فيها هذه السياسات. فقد اتضح أن الابتكارات المالية يمكن أن تؤدي إلى ضعف السياسات الإقتصادية وبالتالي ضعف أثرها، ولعل ذلك -بالإضافة إلى عوامل أخرى - من أسباب عدم الإستقرار، ذلك أن الأنظمة والسياسات الإقتصادية تهدف إلى ضبط التعاملات وتحقيق الإستقرار، بينما الابتكار بحسب تعريفه أصلاً هو خروج عن السائد المستقر، من ثم سبب لحدوث قدر من عدم الإستقرار.

الابتكار المالي هو سلاح ذو حدين، فهو نافع ومفيد حينما يحقق المصالح المشروعة، إذ يرفع من الكفاءة الإقتصادية والإنتاجية ومن ثم يزيد من الرفاهية. إلا أن هذه الزيادة في الرفاهية تعادل ما قد يحدث من عدم استقرار بسبب طبيعة الابتكار؛ فإذا خلا الابتكار المالي من هذه الإيجابيات وكان المقصود منه هو مجرد تجاوز الأنظمة وتخطي السياسات لزيادة الربحية، فسوف يؤدي بطبيعة الحال إلى عدم استقرار الأسواق المالية دون مقابل من الرفاه الإقتصادي.⁽³⁾

⁽¹⁾ Robert Boyer, (2012): **Pour un contrôle social de la finance et de ses innovations**, <http://www.jourdan.ens.fr/~boyer.pdf>, p 50.

⁽²⁾ بلعوز بن علي، عبد الكريم قندوز وعبد الرزاق حبار، (2013): **إدارة المخاطر - إدارة المخاطر، المشتقات المالية، الهندسة المالية-**، الوراق للنشر والتوزيع، الأردن، ص 438.

⁽³⁾ نفس المرجع، ص 443.

يجمل الجدول رقم (2-2) أهم وظائف الابتكار المالي وكيف يمكن أن يؤثر إيجابيا من ناحية على النمو والكفاءة المالية، وسلبيا من ناحية أخرى كمصدر للأزمات من خلال تحولها كمنشأ للمخاطر.

الجدول رقم (2-2): الابتكار المالي: مصدر للنمو أم للأزمات

الوظائف	التأثير على	
	النمو	الأزمات
1. تحويل الثروة عبر الزمن	تشجيع الإستثمار بإلغاء عدم توافق الخيارات	جعل خلق الحقوق ممكنا مما يؤدي إلى الإفراط في الثروة المستقبلية
2. تسيير المخاطر	السماح بالإستثمارات بفضل الفصل بين التمويل والخطر	زيادة حدة المخاطر بسبب التقييم السيء المرتبط بتقسيم العمل بين المتعاملين الماليين
3. الإشتراك في الثروة	التخصيص الأمثل لرأس المال	تشجيع ظهور الفقاعات والتخصيص السيء لرأس المال بسبب السيولة
4. إنشاء ونشر المعلومات	إيجاد نظرة مشتركة عن المستقبل	لا يسمح بالتقدير الجيد نظرا لظواهر التقليد
5. تنظيم المدفوعات	نظام بنكي فعال يشجع النمو الإقتصادي	يعمل كمضخم للإختلالات المالية وفي قلب الأزمات النظامية

Source: Robert Boyer, (2012): **Pour un contrôle social de la finance et de ses innovations**, <http://www.jourdan.ens.fr/~boyer.pdf>, p 51.

كما أدى الابتكار المالي موضوع الهندسة المالية إلى تساؤل فعالية السياسات الإقتصادية، فإنه أدى إلى تلاشي الحدود الفاصلة بين المؤسسات المالية المختلفة، وإلى اضمحلال الحاجة لبعضها في مقابل الحاجة لأنواع أخرى، لقد ساهم التطور المستمر في الأدوات والآليات التمويلية، مع التقدم المذهل في تقنية المعلومات، إلى تراجع الفرق بين المؤسسات المالية المختلفة، ويتأكد هذا الإتجاه في ظل الإندماجات بين أنواع مختلفة من المؤسسات المالية.⁽¹⁾

ثالثا - الشبكة المالية وكثافة الترابطات المتبادلة (les interconnections financières):

يظهر التركيب جليا في هيكل الأنظمة المالية والتي تقوم على الترابط بين المتعاملين في شكل شبكة معقدة. ما يلاحظ أيضا أن الشبكة المالية لم يعد هيكلها يتركب من المؤسسات المالية التقليدية فقط، وإنما تعاضم دور المؤسسات غير التقليدية (كبنوك الظل وصناديق التحوط) مما زاد من تعقيد هذه الشبكة واتصالاتها.

⁽¹⁾ بلعوز بن علي، عبد الكريم قندوز وعبد الرزاق حبار، (2013): مرجع سبق ذكره، ص 443.

1- التحليل الشبكي للنظام المالي:

لِبَنَات البناء في أي شبكة هي العُقد (تمثل الأعوان والوسطاء الماليين والبلدان وما إلى ذلك) والصلات (أو الحواف) بينها (تمثل العلاقات بين العقد، مثل الملكية أو الإنكشافات أو التدفقات). ويمكن تمثيل العلاقات في شكل ثنائي، بحيث أنها تكون موجودة (القيمة 1) إذا كان هناك تدفق أو انكشاف بين العقد، أو لا تكون موجودة إذا لم تكن هناك صلة (القيمة صفر). ويمكن تمثيلها أيضا في صورة أوزان مرجحة، نقيس حجم العلاقة - مثل حجم التدفقات بين العقد-. والتحليل الشبكي هو مجموعة من الطرق التي تصف مركز العقد في الشبكة وتقيم هيكل الشبكة ككل.⁽¹⁾

رياضيا، يتم تعريف الشبكة على النحو الآتي:⁽²⁾

$$\left. \begin{array}{l} - V: \text{تمثل مجموع العقد} \\ - E: \text{تمثل مجموع الروابط والصلات} \end{array} \right\} G(V, E) \text{ بحيث}$$

وقد استخدم التحليل الشبكي في مجالات مثل علم الأوبئة وعلم الاجتماع. وفي السنوات الأخيرة، حظّز الاهتمام بالدور الذي أسهمت به درجة الترابط خلال الأزمة الأخيرة إجراء بحوث في التطبيقات الشبكية على علم الإقتصاد والمالية.⁽³⁾

وينظر التحليل الشبكي إلى النظام المالي باعتباره مجموعة من الأطراف الفاعلة المترابطة ببعضها البعض من خلال عقود مالية. مثلا، يمثل سوق التداول بين البنوك شبكة من البنوك التي تقرض بعضها البعض لآجال قصيرة، غالبا ما تكون لليلة واحدة. وفي كل نقطة زمنية، تكون البنوك في الشبكة منكشفة لبعضها البعض، ويمثل هذا التعرض (الإنكشاف) مجموع المطالبات أو الإلتزامات المراكمة من خلال عمليات الإقراض والإقتراض. وهناك عدة طرق تزداد بها أهمية البنك المعني أو محوريته في الشبكة، فيمكن أن تكون له علاقات اقتراض وإقراض مع عدد كبير من البنوك، ويمكن أن تكون له مطالبات على بنوك مهمة أخرى، ويمكن أن تكون حصته في مجموع التعاملات فائقة الحجم، ويمكن أن يقوم بالوساطة في إيصال تدفقات بين بنوك لا تقوم بإقراض بعضها البعض بصورة مباشرة. وهناك أيضا شبكة عالمية من البلدان المنكشفة لبعضها البعض

⁽¹⁾ كاميليا مينيويو، (سبتمبر 2012): الوقوع في الشبكة، مجلة التمويل والتنمية، العدد 49، الرقم 03، صندوق النقد الدولي، ص 16.

⁽²⁾ ذهبي ريمة، (2012-2013): الإستقرار المالي النظامي - بناء مؤشر تجميعي للنظام المالي الجزائري (2003-2013)، أطروحة

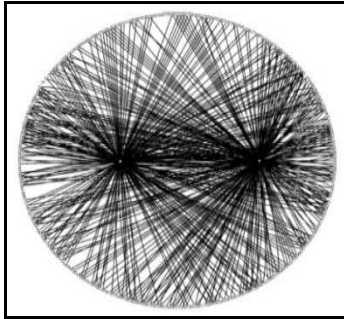
دكتوراه غير منشورة، كلية العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير، جامعة قسنطينة 2، الجزائر، ص 40.

⁽³⁾ كاميليا مينيويو، نفس المرجع، ص 16.

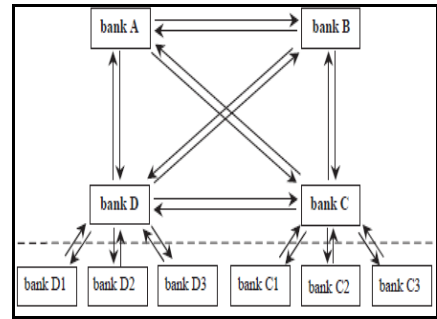
من خلال التدفقات الرأسمالية أو التجارة أو الهجرة - أو العوامل الثلاثة مجتمعة-. ويمكن أن يضيف التحليل الشبكي، بنظره إلى العوامل إلى جانب الصلات بينها، رؤى مهمة بشأن النظام المالي ككل، الذي يمثل شبكة معقدة من الأطراف المترابطة والمتكافلة.⁽¹⁾

يبين الشكل الموالي (رقم 2-3) بعض الهياكل البنكية الأكثر تعقيدا في العالم الحقيقي، كأمثلة: لـ ألمانيا والذي يمثل هيكل بمستويين (Upper و Worms، 2004)؛ لـ سويسرا والذي يمثل هيكل عميق القعر ومركز (Muller، 2006)؛ لـ النمسا وهو هيكل دون سلم (Boss، 2004) ولـ هنغاريا والذي يبين هيكل بمراكز نقدية متعددة (Lubloy، 2006).⁽²⁾

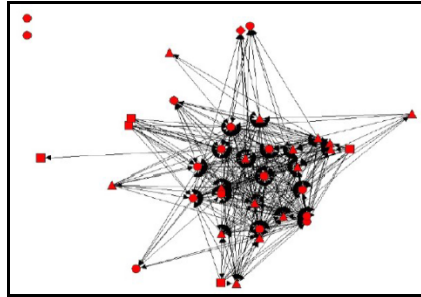
الشكل رقم (2-3): أمثلة عن بعض الهياكل الحقيقية للأنظمة البنكية



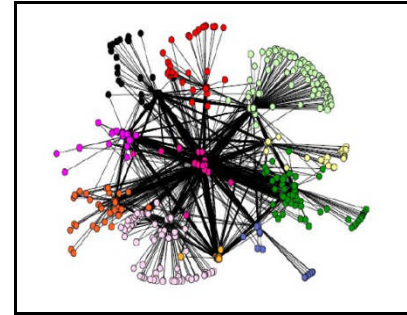
سويسرا: هيكل عميق القعر ومركز



ألمانيا: هيكل بمستويين



هنغاريا: هيكل بمراكز نقدية متعددة



النمسا: هيكل دون سلم (sans échelle)

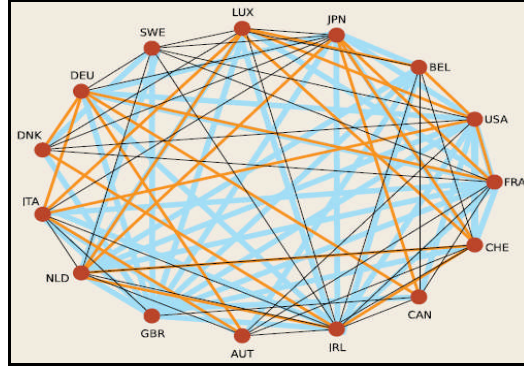
Source: Alaa Guidara, (2015): **Trois essais sur la gouvernance du risque systémique**, Thèse de Doctorat en sciences de l'administration - finance et assurance, Université LAVAL, Québec, Canada, p 33.

بينما يوضح الشكل الموالي (رقم 2-4) كثافة الترابطات المتبادلة (les interconnections) للشبكة البنكية العالمية في الفترة التي سبقت الأزمة المالية العالمية سنة 2007:

⁽¹⁾ كاميليا مينويو، (سبتمبر 2012): مرجع سبق ذكره، ص 16.

⁽²⁾ Alaa Guidara, (2015): **Trois essais sur la gouvernance du risque systémique**, Thèse de Doctorat en sciences de l'administration - finance et assurance, Université LAVAL, Québec, Canada, p 13.

الشكل رقم (2-4): الشبكة البنكية العالمية (سنة 2007)



المصدر: كاميليا مينيويو، (سبتمبر 2012): الوقوع في الشبكة، مجلة التمويل والتنمية، العدد 49، الرقم 03، صندوق النقد الدولي، ص 15.

الترابطات أو الصلات المتبادلة هي خاصية تتمثل في الشبكة المعقدة والديناميكية للتعرضات (الإنكشافات) بين الوسطاء الرئيسيين. وهو ما يشكل في الفترة العادية آلية فعالة لتقاسم الخطر، الذي يمكن أن يصبح في فترة التوترات قناة خطيرة لانتقال العدوى.⁽¹⁾

2- تعاضد دور المؤسسات غير التقليدية في الشبكة المالية (بنوك الظل وصناديق التحوط مثالا):

تزامن الابتكار المالي في العديد من الحالات مع تراجع عملية الضبط (deregulation)، إذ مالت الكثير من الأنشطة إلى التوسع أكثر فأكثر في بيئة مالية أقل ضبطاً، وهي أنشطة الهيئات غير التقليدية مثل بنوك الظل وصناديق التحوط.⁽²⁾

يمكن وصف "صيرفة الظل Shadow Banking" بأنها "مجموعة أعمال الوساطة الائتمانية التي تضطلع بها المؤسسات والأنشطة (بشكل كلي أو جزئي) خارج إطار النظام البنكي التقليدي". توفر أعمال الوساطة الائتمانية هذه، إذا أحسن تنفيذها، بديلاً قيماً عن التمويل التقليدي، والتي تعمل بذلك على مساندة ودعم أنشطة الإقتصاد الحقيقي. إلا أن التجربة أظهرت قدرة المؤسسات وجهات مالية غير بنكية العمل على نطاق واسع، بشكل قد يساهم في خلق مخاطر شبيهة بمخاطر العمل البنكي، بما يهدد الاستقرار المالي بأكمله نظراً للتداخل والترابط بين الأسواق والمؤسسات المالية على المستوى الدولي.⁽³⁾

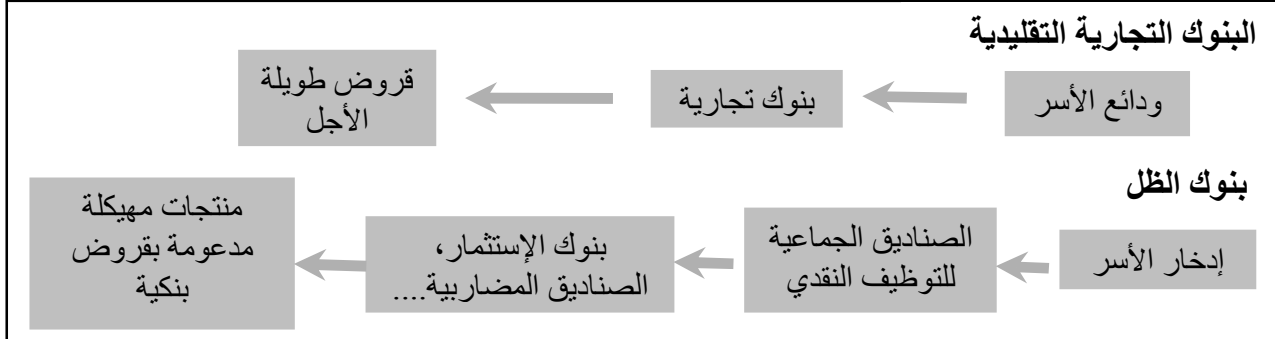
⁽¹⁾ Jean-Claude Trichet, (Février 2011): **Les défis intellectuels qui se posent à l'analyse de la stabilité financière à l'ère de la surveillance macroprudentielle**, Revue de la stabilité financière, N° 15 - Déséquilibres mondiaux et stabilité financière-, Banque de France, p 162.

⁽²⁾ Bisias Dimitrios and others, (2012): **A survey of systemic risk analytics**, Working Paper N° 0001, Office of Financial Research, US Department of Treasury, p 07.

⁽³⁾ اللجنة العربية للرقابة المصرفية، (2014): **الرقابة على صيرفة الظل**، أمانة مجلس محافظي المصارف المركزية ومؤسسات النقد العربية، ورقة بحثية رقم 60، صندوق النقد العربي، أبو ظبي-الإمارات العربية المتحدة، ص 05.

يلخص المخطط التالي (الشكل رقم 2-5) طبيعة عمل بنوك الظل مقارنة بالبنوك التجارية التقليدية.

الشكل رقم (2-5): طبيعة وساطة بنوك الظل مقارنة بالبنوك التجارية



Source: Esther Jeffers et Dominique Plihon, (2013): **Le shadow banking system et la crise financière**, Cahiers francais, N° 375, la documentation française, p 53.

إن الوساطة الائتمانية من خلال القنوات غير البنكية يمكن أن يكون لها مزايا مهمة وتسهم في تمويل الإقتصاد الحقيقي في فترات النمو الإقتصادي المرتفع، إذ غالبا ما يعجز النظام البنكي التقليدي عن القيام بتوفير السيولة والمتطلبات المالية للأسواق بمفرده. ولكن بنوك الظل تصبح مصدرا للخطر الدائم عندما تتحول إلى بديل للنظام البنكي أو منافس له، وتتميز بنوك الظل كذلك بأنها الوعاء المفضل لتركز المخاطر نظرا للضبابية وعدم شفافية المعلومات وعدم إمكانية تتبع المخاطر.⁽¹⁾

بالنسبة لصناديق التحوط، فقد تأسست هذه الصناعة خلال ثمانينات القرن العشرين بشكل جيد، إلا أنها كانت صغيرة بما يكفي لجعل أثرها على باقي النظام ضعيفا. إلا أنه في أواخر التسعينات تضاعفت أصول صناديق التحوط ونشاطاتها بحيث أنها أصبحت تؤثر على الإستقرار المالي.⁽²⁾

هناك مفارقة في تسمية هذه الصناديق بصناديق التغطية (les fonds de couvertures)، في حين أنها تعد صناديق تحكيم ومراجعة، وتحديدًا صناديق مضاربة. تعمل الصناديق بأموال الغير (أموال الإدخار والقروض)، وتطالب بالهامش الضروري في حالة التطور السالب للقيم (الشراء الهامشي والبيع على المكشوف). تتميز هذه الصناديق بتحقيق أداء يفوق متوسط أداء السوق، وذلك راجع لكونها تجيد مزاجية مختلف تقنيات السوق سواء المنظم أو غير المنظم، ولذلك تسمى أيضا صناديق الأداء.

تعود ملكية صناديق التحوط لفئة معينة من العملاء، هؤلاء يتمتعون بثروات كبيرة، عددهم قليل ومتسامحين تجاه الخطر (يبحثون عن تعظيم العوائد ويتحملون وضعيات خطر حرجية)، ويحصل مدراء هذه

⁽¹⁾ Esther Jeffers et Dominique Plihon, (2013): **Le shadow banking system et la crise financière**, Cahiers francais, N° 375, la documentation française, p 52.

⁽²⁾ Bisias Dimitrios and others, (2012): Op.Cit, p 07.

الصناديق إضافة إلى كونهم مساهمين فيها على مكافآت ترتبط مباشرة بالأداء، ويأتي الخطر الأكبر من صناديق التحوط غير المحصاة والتي تنشط في المراكز المالية "offshore" والوحدات الضريبية، ومن اعتمادها على القروض البنكية في تمويل استثماراتها.⁽¹⁾

3- النمو الآسي للأسواق غير المنظمة (les marchés de gré à gré/ OTC):

التغيير الذي حصل على إثر سياسات التحرير المالي المتبعة في أغلب الدول المتقدمة ثم الناشئة بدءاً من سنوات الثمانينات، هو قرار سلطات الإشراف والضبط تكريس سياسات الحرية (laisser-faire) تجاه المتعاملين الماليين. وهو ما أدى إلى تطور الأسواق غير المنظمة (les marchés de gré à gré/ OTC^(*)) والتي، عكس الأسواق المنظمة، تعمل بطريقة مبهمّة تماماً وبالتالي غير خاضعة للرقابة، كما أنها تميزت بغياب غرف المقاصة والقواعد المشتركة للعمل. سمحت العمليات على المشتقات المالية المحققة في الأسواق غير المنظمة للمؤسسات المالية بالإستفادة من رافع استئانة مهم. يمكن للمؤسسات المالية في هذه الأسواق أن تحتمي ضد مخاطر المعدلات، الفائدة ومعدلات الصرف، ولكن أيضاً بالمضاربة بدفع قيمة مبدئية ضعيفة أو حتى معدومة.

منذ التجارب المبكرة، نما حجم المشتقات المتداولة في أسواق الـ OTC، وهي منصات تداول بديلة تستخدمها الأطراف المقابلة الخاصة للتداول دون اشتراط تقديم التقارير أو الإفصاح عن الأسواق القائمة على التبادل (مثل بورصة نيويورك أو بورصة لندن) إلى 100 تريليون دولار بحلول عام 2000، ثم ست (06) مرات إلى 600 تريليون دولار في أواخر عام 2008، وهو رقم يعادل عشرة أضعاف الـ PIB العالمي. وفقاً للرابطة الدولية للمقايضات والمشتقات، فقد بلغ المبلغ النظري المستحق للمشتقات أكثر من 454 تريليون دولار في منتصف عام 2009، وهو ما يعادل ثلاثون (30) ضعف الـ PIB للولايات المتحدة الأمريكية.⁽²⁾

⁽¹⁾ عماني لمياء وزغيب شهرزاد (2009): الأزمة المالية: من المتسبب ومن المتضرر، مداخله مقدمة ضمن فعاليات المنتدى الدولي: "الأزمة المالية الدولية: تباطؤ الإقتصاد العالمي وآثاره على الإقتصاديات الأوروبية"، كلية العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير، جامعة عبد الرحمن ميرة- بجاية، الجزائر، يومي: 11-12 أكتوبر، ص ص 8-9.

^(*) OTC: Over The Counter.

⁽²⁾ Esther Jeffers et Dominique Plihon, (2013): Op.Cit, p 51.

المبحث الثاني: فلسفة الخطر في الشبكة المالية المعاصرة

دشنت سياسة التحرير المالي المؤسسة على فرضيات النسق النيوكلاسيكي التي تعتمد على الثقة في قدرة السوق على تحقيق التوازن والإنضباط الذاتي وعقلانية الأفراد، فلسفة أو منطق خاص لتسيير الخطر في النظام المالي. تقوم هذه الفلسفة على التحكم في المخاطر الفردية التي تتحملها المؤسسات والأسواق المالية عن طريق الآليات المناسبة. إلا أن الواقع العملي بيّن أن هذا المنطق التسييري للخطر انحرف عن مساره في الأنظمة المالية المعاصرة، ما يعبر عن إخفاق هذه الأخيرة في وظيفة تسيير وتوزيع الخطر. قبل عرض مقترحات النظرية النيوكلاسيكية لآليات تسيير الخطر في النظام المالي والإختلالات التي تشوبها، نلقي نظرة عامة عن مفهوم الخطر وتحليله في النظام المركب.

المطلب الأول: تحليل الخطر في النظام المركب

توجد العديد من المقاربات لتحليل الخطر منها المقاربة الحتمية والمقاربة الإحتمالية، إلا أنها تبقى غير كافية. تسمح المقاربة النظامية بإعطاء رؤية أكثر استيعابا لمفهوم الخطر في سياق النظام المركب وإبراز أهم مكوناته خاصة المتعلقة بدمج المعلومات والتكلفة ... وغيرها. وهو ما سنتطرق له في هذا المطلب بعد تقديم المفهوم العام للخطر.

أولاً- المفهوم العام للخطر:

إن طريقة تعريف مصطلح "الخطر" (risk/risque) هي محل نقاش وجدل واسع رغم المظهر البسيط والإعتيادي لها، فحسب العديد من المؤلفين فإنه لا يمكن الوصول إلى تعريف مقبول إجماعاً، وكذلك الحال بالنسبة لطريقة القياس والتكميم.

تم اقتراح العديد من التعريفات للخطر في الكثير من المؤلفات وقد صيغت عموماً بدلالة ميدان المعرفة المدروس، وفيما يلي نقدم بعض هذه التعريفات التي تؤكد على الطابع متعدد-المعاني للخطر:⁽¹⁾

- الخطر هو احتمال الخسارة؛
- الخطر هو حجم ونطاق الخسارة الممكنة؛
- الخطر هو دالة تربط أساساً بين الإحتمال وحجم الخسارة؛
- يعادل الخطر تباين التوزيع الإحتمالي لكل النتائج الممكنة لعمل غير أكيد؛

⁽¹⁾ Jean-Charles Dubois, (1996): L'analyse du risque -une approche conceptuelle et systémique-, Chenelière / Mc Graw-Hill, Montréal- TORONTO, p p 19-20.

- الخطر يساوي نصف تباين توزيع كل النتائج، بالأخذ في الاعتبار للنتائج السلبية وبالنظر إلى بعض القيم المرجعية.

وهناك تعريفات أخرى نذكر منها: ⁽¹⁾

- التباين بين العوائد الفعلية والعوائد المتوقعة؛
- التشتت بين النتائج الفعلية والنتائج المتوقعة؛
- احتمال اختلاف النتائج الفعلية عن النتائج المتوقعة أو المأمولة.

مما سبق نلاحظ أن الخطر حقيقة عامة كما أنه ظاهرة ناتجة عن نقص المعرفة الإنسانية وبالتالي اللاتأكد عند إتخاذ القرار.

والمخاطر بحسب ماهيتها وطبيعتها تنقسم إلى نوعين هما:

◀ **خطر محض:** وذلك عندما يكون هناك احتمال ضرر أو خسارة فقط دون احتمال ربح أو منفعة؛ كخطر حادث سيارة، أو سرقة؛

◀ **خطر مضاربة أو مغامرة تجارية:** وذلك عندما يكون هناك احتمال ربح من حادث إذا تحقق، واحتمال خسارة إن لم يتحقق، وذلك كارتفاع وانخفاض الأسعار، وكل أموال تستثمر لآجال طويلة في مشروعات فهي معرضة للخطر.

إن تعريف الخطر هو إذا متنوع ويتغير من مؤلف إلى آخر، إذ أنه يمكن تأويله ومعالجته وفقاً لطبيعة المشكل؛ فالمسير المالي سيكون له تعريفه الخاص، الخبير المحاسبي، المهندس ... لهم كذلك تعريفات أخرى. هذا الغياب لتعريف شامل لا يُعزى إلى فقدان التعاون والتنسيق بين المؤلفين، وإنما راجع دون شك إلى حرية تأويل الموضوع. الجانب المهم في تحديد العوامل المرافقة للخطر هو وجود عناصر غير ملائمة وغير أكيدة. ⁽²⁾

من الواضح أن تعريف الخطر من غير الممكن أن يتم باستعمال منهج تبسيطي ولا باعتماد صيغة رياضية معينة، لذلك فإن عرض أهم مكونات أو عناصر الخطر سيشكل إطار مرجعي جيد لفهم مصطلح "الخطر".

⁽¹⁾ شقيري نوري موسى وآخرون، (2012): إدارة المخاطر، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان - الأردن، ص 26.

⁽²⁾ Jean-Charles Dubois, (1996): Op.Cit, p p 19-20.

ثانيا - المكونات الأساسية للخطر (les composantes du risque):

سنتناول بأكثر تفصيل مصطلح الخطر بتقديم المكونات أو العناصر الأساسية له، وسنركز بالخصوص على المعلومات واللاتأكد، التكلفة وأيضا المنفعة.

1 - المعلومات واللاتأكد:

تُعرّف المعلومات (Information) على أنها خاصية وجودية من خصائص المادة وعنصر رئيس من عناصر الأنظمة المركبة. وهي مادة التفكير والإدارة وحامل المعرفة، وعامل أساسي من عوامل تطور الأنظمة الديناميكية. وهي بمثابة رسالة، تتجلى في الصفات الكمية والكيفية للأشياء، وفيما تحدثه من تأثير على مستقبلها. لا توجد دون حامل مادي أو طاقي لها. قابلة للإكتشاف والجمع والتحليل والمعالجة والنقل والإرسال والحفظ. تخضع في حركتها لقوانين عامة، يمكن نمذجتها وقياسها كميا والتعبير عنها بأشكال تعبيرية أو رمزية عديدة. لا تظهر المعلومات ولا يمكن التعامل معها على المستوى المعرفي، إلا من خلال ما يعرف بالمعطيات والبيانات.⁽¹⁾

في هذا الوقت صارت المعلومات ليس فقط أصول معنوية مهيمنة، وإنما أيضا أصول استراتيجية. فهذا العصر هو عصر المعلومات بامتياز وهو يشكل مرحلة قطيعة خالصة بالنسبة للفترة ما بعد الصناعية. إضافة لذلك، تتمتع المعلومات بقوة نمو هائلة، مما يدفع دائما إلى إعادة تعريف الجوهر ذاته للمعلومات، إعادة النظر في دورها الإستراتيجي، وإلى إعادة تقييم سلطتها البسيكولوجية وقيمتها الاقتصادية. رغم التطور التكنولوجي والتجهيزات المصممة لمعالجة المعلومات الجد معقدة، إلا أنه لم يتم التقييم العميق لتأثير هذه التغييرات على المعلومات.

لماذا تعد المعلومات مُكوّن -عنصر- رئيسي للخطر؟⁽²⁾

- ◀ بينت الأبحاث أنه كلما كان الخطر مرتفع، كلما مال الفرد أكثر نحو البحث عن المعلومات. أي أن الجهد المبذول لتحليل ومعالجة المعلومات يتناسب طرديا مع الخطر الملاحظ؛
- ◀ توجد علاقة وثيقة جدا بين مستوى الخطر وخصائص المعلومات: أولا لأن المعلومات هي المادة الأولية لمعرفة الظواهر، وكذلك لأن المعلومات هي الوسيلة التي بواسطتها يتم بناء الفرضيات عن مستقبل غير

⁽¹⁾ عابدي محمد السعيد، (2015): محاضرات نظرية القرار، كلية العلوم الاقتصادية، التجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد الشريف مساعدي، سوق أهراس، الجزائر، ص 06.

⁽²⁾ Jean-Charles Dubois, (1996): Op.Cit, p 32.

أكيد. وبالتالي فالخطر هو دالة تتناسب عكسا مع قيمة المعلومات، إذ كلما كانت المعلومات أكيدة كلما احتملت خطرا أقل.

وفقا للنظريات المعيارية تُعرف قيمة المعلومات بقيمة نتائج فعل ما في سياق المعلومات ناقصا قيمته دون المعلومات، مثلا يُمكن للقيام بدراسة حول إدراك المستهلكين أن يرفع بشكل محسوس من مردودية شركة الإشهار؛ لهذه المقاربة ميزة الأخذ للمساهمة الهامشية للمعلومات في سيرورة القرار. القيمة المدركة للمعلومات تتنوع من فرد لآخر وأيضا من لحظة لأخرى، مما يستلزم أنه يجب اعتبار العديد من المعلومات في تقييم فرضيات ونتائج ما.⁽¹⁾

أولى المفاهيم النظرية المتعلقة بالمعلومات جاء بها Shannon - كما سبق الإشارة إليه في الفصل الأول - والذي قال أن المعلومات هي خاصية لإشارة. قيمة المعلومات بصفة عامة تتناسب مع قدرتها على نقل رسالة ومع قدرتها على التأثير في القرار.⁽²⁾

في كل ميادين المعرفة نجد أنظمة لتصنيف وتمييز المعلومات، وأهم معايير تقييم المعلومات هي:

- إمكانية الوصول والنفوذ (l'accessibilité)؛
- السن (l'age)؛
- التقديم (la présentation)؛
- الترتيب (l'ordre)؛
- الموثوقية (la pertinence)؛
- الدقة (la précision)؛
- النوعية (la qualité)؛
- الصلاحية (la validité).

ولأن النظام يتطور بطريقة غير حتمية، فالقرار لا يسلم أبدا من اللاتأكد. فمن يتخذ قرارا قد يكون غير أكيد من طبيعة المشكل، وعند محاولة حله فقد يكون غير أكيد من الحلول التي بإمكانه الأخذ بها. يكمن اللاتأكد في العوامل التي لا يمكن التنبؤ بها وتأثيرها على النتائج.

يستلزم عدم التأكد كذلك مفهوم "variabilité" التي ترجع إلى الطابع المتغير والمتنوع للأشياء. التحولية هي مقياس لعدد الحالات الممكنة لنظام ما أو مجموعة ما. أي من الإجابات الخاصة بالأحداث الخطرة يرتبط بمستوى معرفة هذه الأحداث. بينما الطابع غير التأكدي لوضعية ما يؤثر على القرار، فالغموض (l'ambiguïté) بدوره هو بعد مهم للالتأكد.⁽³⁾

⁽¹⁾ عابدي محمد السعيد، (2015): مرجع سبق ذكره، ص 08.

⁽²⁾ Jean-Charles Dubois, (1996): Op.Cit, p p 33-35.

⁽³⁾ Mohamed-Habib Mazouni, (2008): **Pour une meilleure approche du management des risques -de la modélisation ontologique du processus accidentel au système interactif d'aide à la décision-**, Thèse pour l'obtention du Doctorat de l'Institut National Polytechnique de Lorraine (INPL), France, p 25.

2- التكلفة:

الخطر هو بالأساس مجموع الخسائر مضروبا في الإحتمال المقابل لحدوثها. يفكر المهتمون جوهريا عندما يعلق الأمر بالخسائر بالتكلفة النقدية؛ إلا أن التحليل الجيد لعبارة تكلفة المرتبطة ضمنا بعبارة الخسارة يسمح بملاحظة أنها تتضمن العديد من الجوانب ومنها الجانب البسيكولوجي للأفراد. كذلك، في ممارسة الأعمال تكون التكلفة مسألة تكلفة ملموسة أو غير ملموسة أي معنوية، مباشرة أو غير مباشرة، تكلفة مالية، نفسية، استراتيجية... وغيرها.

ينبغي أن يتم قياس التكاليف المعنوية من أجل إحترام مبدأ التعادل (التكافؤ)، أي الأخذ بعين الاعتبار للأرباح المعنوية يقابله بالضرورة وجوب أن يتم الأخذ في الاعتبار للخسائر المعنوية. السبب الآخر للتركيز على البعد المعنوي للتكاليف هو أن المهتمين بالخطر يكونون أكثر راحة عند التصنيف الوصفي بدلا من التصنيف بالتمييز الرقمي، حتى وإن كانت ترجمة العبارات الوصفية على شكل رقمي تدل على تغيير قوي وأيضا ارتباط قوي بالظرف.

يمكن للإستعمال النقدي أو المحاسبي فقط للتكلفة أن يحدد الخسارة المادية بشكل أكثر وضوحا؛ إلا أن تقييم الخسائر المعنوية بالتحديد يبقى صعبا، مثلا كيف يتم تقييم الخسائر الإقتصادية الناجمة عن عطل معلوماتي لمؤسسة مالية؟ وكيف يتم الترصيد المحاسبي لخسائر انخفاض المصداقية؟ مثل هذا النوع من المشاكل يحتمل العديد من الخسائر الملموسة كما المعنوية، كالخسائر المرتبطة بفقدان بعض الصفقات وخسارة ثقة العملاء، فتقييم الخطر لا يركز فقط على قياس مختلف عوامل الخطر وإنما أيضا على تقدير الخسائر الناجمة عن النتائج غير المرغوب فيها.

كذلك، يمكن إضافة الخسائر التي تتسبب فيها التكاليف التي لا يمكن تفاديها، تكاليف الخيار، تكلفة الفرصة أو التنازل (التضحية)، التكاليف غير المتمايزة، التكاليف غير القابلة للتعويض، التكاليف الجزافية والتكاليف الإضافية.

باختصار، التكاليف المحتملة (الممكنة) شبه لامحدودة، وإذا بحث أي مُهتم بأن يحصرها أو يضع صورة دقيقة للخسائر فينبغي عليه الإعتماد على نظام مرجعي نسبي. أخيرا، عمليا لا يمكن القياس الكمي الممنهج لكل الخسائر، لذلك فتجزئ أنواع الخسائر إلى العديد من الفئات كما تم ذكره بالنسبة للتكاليف سيكون أكثر تبريرا.⁽¹⁾

⁽¹⁾ Jean-Charles Dubois, (1996): Op.Cit, p p 42-43.

3- المنفعة:

ترتبط المنفعة بإدراك الخطر وكذا الموقف المتخذ تجاهه. تشكل المنفعة مكوناً أو عنصر أساسى من مكونات الخطر، نفهم أهميتها من خلال ما تتضمنه من عناصر فرعية وهي: إدراك الخطر، المواقف تجاه الخطر والمتعاملين عند أخذ القرار.

❖ **إدراك الخطر:** تتعرض كل الميادين السوسيو - تقنية إلى مخاطر ديناميكية (تسمى أيضاً مخاطر مضاربة). عموماً، تعتبر الأنظمة الديناميكية أكثر جرأة على المخاطر الديناميكية عن طريق الابتكار والتقدم. نتحدث عن الخطر الديناميكي عندما يتسبب القرار في إمكانية تحقيق مكاسب أو خسارة، أو بشكل مبسط المخاطرة بشيء أكيد من أجل كسب شيء غير أكيد. يرتبط تصنيف الخطر إلى ديناميكي أو ساكن بضرورة الإدراك، فعادة ما تكون الخدمة مدركة بأنها أكثر خطراً من المنتج المادي؛ كما أن نفس الحدث يمكن أن يدرك بشكل مختلف بين العديد من الأطراف، فمثلاً حركة إضراب عن العمل تُدرك بشكل مختلف بين أرباب العمل والنقابات العمالية، فإدراك الطرف الأول مرجح جوهرياً بالخسائر المالية التي تسببها هذه الحركة وبالتالي فهو خطر ساكن، بينما يستعد العمال المضربين لتحمل خطر ديناميكي وهو التضحية بأجر عدة أيام مقابل الرهان على تلبية مطالبهم؛⁽¹⁾

❖ **الموقف تجاه الخطر:** الملاحظات المختلفة للمتعاملين عند تقييم الحلول الممكنة التي تظهر عند اتخاذ القرار لا تفسر فقط باختلاف إدراكهم للظواهر، وإنما أيضاً بمواقفهم تجاه الخطر. نتعرف على ثلاث (03) أنواع رئيسية من المواقف تجاه الخطر: التجنب، التقليل، نقل وتحويل المخاطر.⁽²⁾

• **تجنب الخطر:** برفض قبول خطر معين، وينشأ ذلك عن عدم الرغبة في مواجهة خسارة معينة، ومن أمثلة ذلك في المؤسسات المالية امتناع البنك عن منح القروض مرتفعة المخاطر لتجنب المخاطر الائتمانية، أو عدم الإستثمار في الأوراق المالية طويلة الأجل لتجنب مخاطر أسعار الفائدة. ورغم أن تجنب الخطر هو أحد أساليب مواجهة الخطر، إلا أنه يعد أسلوباً سلبياً وليس إيجابياً في التعامل مع المخاطر، ولأن التقدم الشخصي والإقتصادي يتطلب التعامل مع المخاطر بطريقة إيجابية، فإن هذا الأسلوب يعد غير مناسباً مع كثير من المخاطر،

⁽¹⁾ Mohamed-Habib Mazouni, (2008): Op.Cit, p 30.

⁽²⁾ Jean-Charles Dubois, (1996): Op.Cit, p 50.

- **تقليل الخطر:** من خلال إتباع أساليب للتخفيف من المخاطر، مثلاً في حالة المؤسسات المالية ولتقليل المخاطر فإنها تقوم برصد سلوك القروض من أجل معرفة علامات مشاكل التوقف عن الدفع مبكراً، وتقليل مخاطر أسعار الفائدة باستخدام إدارة الأصول والخصوم والتي يجري تصميمها لهذا الغرض،
- **نقل أو تحويل الخطر:** من الممكن نقل أو تحويل الخطر من طرف إلى طرف آخر أكثر استعداداً لتحمل المخاطر مقابل ثمن معين. ويمكن استخدام أسلوب التحويل في التعامل مع كل من المخاطر المضاربة والمخاطر البحتة. ومن الأمثلة على ذلك عملية التحوط، بالإضافة إلى شراء التأمين.⁽¹⁾

ثالثاً - مقاربات تحليل الخطر:

تتعدد المقاربات والمسااعي لتحليل الخطر، لتعدد جوانب إشكالية الخطر بين القابل للتنبؤ، القابل للحساب الإحتمالي، الممكن والوقائي، مما يسمح في كل مرة بمراكمة وإحراز تقدم في معرفة وضعيات الخطر لتفادي الحوادث، الكوارث والأزمات. تندمج مختلف هذه المقاربات الواحدة مع الأخرى بدلاً من أن تلغي بعضها أو تتناقض، وتتمثل هذه المقاربات في: المقاربة الحتمية، الإحتمالية والنظامية.

1 - المقاربة الحتمية (approche déterministe):

المقاربة الحتمية المطورة في ميدان أمن طرق العمل قائمة على أساس الاختلالات المتشابهة (الجنيسة) المعروفة كالأخطاء، الأعطال، العجوزات ... وغيرها، ومدعمة بنماذج رياضية وضعت لضمان أمن طريقة عمل النظام. نجاح المرجعية الحتمية في تسيير والتحكم في المخاطر مؤسسة على ترقية معايير منمنجة معروفة وذات امتيازات للإستجابة لمختلف سيناريوهات المخاطر المعروفة والمقاسة بنماذج افتراضية - تقليدية. إلا أن الرؤية الحتمية لا تأخذ في الحسبان بشكل جيد للحقيقة المعقدة للأنظمة المختلفة بتفضيلها فقط للظواهر والأحداث التي حدثت في الماضي وتم تعريفها، للقيام بعد ذلك بالتنبؤ بالمستقبل في إطار منطق خطي بين الماضي والمستقبل بطريقة ثابتة وحتمية والحصول على إجابات مطابقة للقوانين، تقنية، تنظيمية على شكل لوائح، توصيات ومعايير ... وغيرها.

يقول I. Prigogine "هذه القوانين حتمية بمجرد أن تكون الشروط المبدئية معطاة، يمكننا التنبؤ بكل حدث ماضي أو مستقبلي، فهي تكلمنا إذن عن تأكيد -يقين-، إضافة إلى أن هذه القوانين متماثلة بالنسبة للزمن فالمستقبل والماضي يلعبان نفس الدور".⁽²⁾

⁽¹⁾ بلعزوز بن علي، عبد الكريم قندوز وعبد الرزاق حبار، (2013): مرجع سبق ذكره، ص 215.

⁽²⁾ Aziz Belkhatir, (Septembre 2010): Op.Cit, p 14.

2- المقاربة الإحصائية (approche probabiliste):

تقوم المقاربة الإحصائية بتعريف مختلف الوضعيات الممكنة للمخاطر، دون تمييز حدث على الآخر. يكون كل حدث معرف بآثاره ونتائجه واحتمال الوقوع المرفق به، في هذا المنحى المقاربة الإحصائية هي أكثر استهدافا في تحليل الخطر لأنها تتناول الأنظمة السوسيو-تقنية في حقيقتها وتعقيدها.

حتى يخرج المنطق الإحصائي من صندوق الحتمية ويعتق قوانين الفوضى، توجه هذا المنطق في علوم الخطر إلى التركيز على المساعي الاستكشافية، التي تربط الفرضيات واللاتأكد والمساعي المستحدثة المتضمنة لعدم القدرة على التنبؤ من طرف الإنسان والوضعيات الناشئة.

الإطار الإحصائي للمعطيات قد يشكل إعاقة لهذه المقاربة، بينما على العكس تترجم تقدير أكثر واقعية للمعطيات وسيناريوهات المخاطر المملوءة باللاتأكد والغموض. من هنا تتدرج هذه المقاربة في الفلسفة التي تشرف على تعريف وتقييم المخاطر والتي تكون في جوهرها "ضبابية (مبهمة)، لاتأكدية وغير دقيقة".

التقييم الإحصائي للمخاطر يحتاج كذلك إلى إطار منهجي ورياضي يأخذ في الحسبان لعدم الدقة واللاتأكد، كالرياضيات الإحصائية، نظرية المجموعات الفرعية المبهمة... يستدعي الأخذ في الحسبان لعدد محدود من السيناريوهات التي وقعت في الماضي إلى الإقرار بعدم دقة وضبط المعطيات من خلال الحساب والتقييم المقدم في النماذج ولا إلى التأكيد الكلي للنتائج.⁽¹⁾

3- المقاربة النظامية:

صارت المخاطر ناشئة - مستجدة ومنبثقة- وغير منتظرة، وكذلك آثارها صارت شاملة أكثر فأكثر، وهو ما يشجع على بناء وتطوير سيناريوهات لهذه المخاطر غير المنتظرة، الأكثر حدسية واللاواقعية.

لذلك يبقى تعريف وتقييم الخطر ليس بالأمر السهل رغم الجهود المبذولة تحت الزاوية المنطقية (المقاربات الإستنتاجية، الإستقرائية، العقلانية...)، الحدسية، العملية (التطبيقية) والبراغماتية... فتبقى طبيعة الخطر من ناحية ما عبارة عن لغز، وبالتالي لن تكون ميادين الحلول والإجابات المتعلقة بالوقاية أو الحماية سهلة التطبيق. الملاحظ هو أن المقاربة النظامية تحمل إجابات أكثر تناسقا وقدرة على إدماج تعقيد وتركيب وضعيات الخطر.⁽²⁾

⁽¹⁾ Aziz Belkhatir, (Septembre 2010): Op.Cit, p 14.

⁽²⁾ Ibid, p p 14-15.

المطلب الثاني: مقترحات النظرية النيوكلاسيكية لآليات تسيير الخطر في النظام المالي

حضي موضوع تسيير الخطر في النظام المالي بنصيب وافر من الإهتمام لكونه من الوظائف الأساسية له. من الجانب النظري، يعتبر مبدأ تحمل وتسيير الخطر جزء من وظيفة الوساطة البنكية، كما أن الأسواق المالية يفترض أنها تعمل على تنويع وتوزيع المخاطر زمنيا ومكانيا، وكذلك بالنسبة لآليات عمل أسواق التأمين. وفقا لهذه الرؤية فإن جميع المخاطر الجزئية يتم التحكم فيها، تغطيتها وإهلاكها، وبالتالي ليس لها تأثير نظامي.

أولا- الوساطة البنكية وتسيير خطر القرض:

لا تقتصر الوساطة البنكية على الوساطة بين أصحاب الفائض وأصحاب العجز عبر تعبئة الموارد والنشاط التحويلي للسيولة، وإنما تتضمن أيضا تحمل المؤسسات البنكية للمخاطر الملازمة لعملية الإئتمان والقرض.

1- خصوصية الوساطة البنكية:

يدفع تفضيل السيولة المدّخرين إلى توظيف أموالهم على مستوى البنوك على المدى القصير وهو المدى الأكثر أمانا، بينما يحتاج المقترضون (المستثمرون عادة) إلى أموال مستقرة وطويلة المدى. ويترتب عن هذه الحقيقة تناقض هيكلي بين ميول الإدخار نحو توظيفات قصيرة المدى وأكثر أمانا، ورغبات الإستثمار طويلة ومتوسطة الأجل الأكثر إستقرارا. ومن هنا فالتدخل حتمي لوساطة البنك، والذي يتلخص في توفير الشروط الملائمة لتحقيق التوافق ما بين الإستثمار والإدخار.

إن الإتصال ما بين أصحاب الفائض المالي (المدخرين) وأصحاب العجز المالي (المستثمرين) يتحقق بـ "وساطة ميزانية البنك"، تُحقق الميزانية هذا التوسط بفضل تعبئة الإدخار من خلال عرض البنك لأصول مالية قصيرة الأجل وتحويل السيولة على شكل موارد أكثر إستقرارا، تلائم رغبات المستثمر. وبعبارة أخرى تُعبّر آلية تحويل السيولة عن النشاط التقليدي للبنك، وتمثل القدرة النقدية التي تتوفر فقط في البنوك التجارية، كون أن هناك نسبة من الموارد المستقرة داخل النظام البنكي، حيث لا يمكن لأصحاب الموارد غير المستقرة أن يسحبوا أموالهم في وقت واحد، وبالتالي هناك نسبة مستقرة (لا يتم سحبها من طرف أصحابها) وهذه الأخيرة تستخدم في أغراض إستثمارية.

وهنا تظهر أهمية الوساطة البنكية من خلال قدرتها على توفير للمودعين السيولة عند الطلب أو الودائع تحت الطلب، وضمان تمويل مستقر نسبيا للمستثمرين، إذ يقبل البنك التواجد في وضعية تبدو خطرة على الصعيد المحاسبي:⁽¹⁾

- جانب خصوم الميزانية يتكون من ودائع لأجل للمدخرين الذين، وبموجب التعاقد، باستطاعتهم سحب أموالهم فوراً؛
- جانب أصول الميزانية يتكون من القروض الممنوحة للمقترضين والذين لا يقومون بتسديد دينهم إلا في تاريخ الإستحقاق المحدد.

تسمح الوساطة البنكية بـ تقاسم المخاطر بطريقة بين-زمنية (intertemporelle)، من خلال تحويل الآجال.⁽²⁾

2- دور الوساطة البنكية في تسيير خطر القرض:

تقوم البنوك التجارية بوظيفة اقتصادية مهمة جداً بإعادة توزيع، تقييم وتحمل خطر القرض بنفسها عن باقي الأعوان الإقتصاديين. يتركز النشاط التقليدي للبنك على القيام بوظيفة وساطة الميزانية، والتي تعني تسيير أصول وخصوم البنك بطريقة تضمن أحسن فعالية لموارده وإستخداماته، كذلك يحظى تسيير المخاطر البنكية وخاصة خطر القرض بإهتمام كبير، بحيث يتم تسييره داخليا بشكل محكم وهو من أولويات التسيير البنكي. يعرف خطر القرض بأنه الخسائر المحتملة الناتجة عن عدم قدرة العميل على الوفاء بالتزاماته في المواعيد المحددة. أو هي المخاطر التي تنشأ بسبب عدم السداد بالكامل وفي الموعد المحدد لمبلغ القرض. ويتولد عن العجز عن السداد خسارة كلية أو جزئية لأي مبلغ مُقرض إلى الطرف المقابل. كما أن خطر القرض هو أيضا خطر تراجع المركز الإئتماني للطرف المقابل، حيث أن التراجع لا يعني التخلف عن السداد وإنما احتمال التخلف عن السداد يزداد. بالتالي، فإن لنشاط الإقراض مخاطر مختلفة نجلها في الأنواع الثلاثة التالية:⁽³⁾

- **خطر عدم التسديد:** وهو الخطر الناتج عن عدم قدرة أو عجز المدين (المقترض) على تسديد كل أو جزء من الدين والفوائد المرتبطة به، إما بسبب عدم كفاءة الإدارة أو عدم نزاهة المدين في تعامله مع الدائن. أو لأنه فقد

⁽¹⁾ بوقفة نفيسة، (2012): إشكالية التسيير البنكي في ظل هيمنة المنطق المالي على الإقتصاد، مذكرة ماجستير غير منشورة، كلية العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير، جامعة باجي مختار - عنابة، ص ص 11-12.

⁽²⁾ Grégory Claeys, (octobre 2016): Op.Cit, p 126.

⁽³⁾ حياة نجار، (2014): إدارة المخاطر المصرفية وفق اتفاقيات بازل -دراسة واقع البنوك التجارية العمومية الجزائرية-، أطروحة دكتوراه غير منشورة، كلية العلوم الإقتصادية التجارية وعلوم التسيير، جامعة سطيف 01، الجزائر، ص ص 53-54.

القدرة على الوفاء عند حلول تاريخ الإستحقاق إما لتوقفه عن الدفع أو إفلاسه. لذلك يُعرّف خطر القرض من هذه الزاوية بأنه التدهور التدريجي للوضع المالية للمقترض.

- **خطر تجميد الأموال:** هو ذلك الخطر الذي يواجهه البنك عندما تتجمد موارده وتنخفض سيولة أصوله. ويشكل تجميد أموال البنك خطرا عليه لأن نقص السيولة قد يؤدي إلى إغلاقه إذا ما أقدم المودعون على المطالبة بأموالهم دفعة واحدة. وينتج خطر التجميد عن وقوع خطر عدم التسديد بالدرجة الأولى.

- **خطر معدلات الفائدة:** يتعرض البنك لهذا الخطر عندما يجد نفسه مجبرا على استعمال المكشوف لدى البنك المركزي لسد حاجاته من السيولة بمبالغ تفوق الحد الأدنى لإعادة الخصم، أو عندما يكون مجبرا للجوء إلى سوق النقد لإعادة التمويل بمعدلات فائدة أعلى من معدل إعادة الخصم، وبالتالي ترتفع أعباء الإستغلال وتنخفض مردودية البنك. كما قد ينتج هذا الخطر بسبب المنافسة، حيث يفضل الزبائن التعامل مع البنوك التي تقترح أسعار فائدة منخفضة مقارنة بمثيلاتها المنافسة لها.

تتميز عملية منح القرض مع تحمل الخطر وتسييره بالخصائص التالية:⁽¹⁾

- ❖ ربح المقترض دالة متزايدة للخطر المتحمل؛
- ❖ الحرص على تقييم ملاءة المقترض؛
- ❖ انخفاض لا تماثل المعلومات نتيجة لتقارب المقترض والمقرض الذي يقوم بعملية الرقابة (Monitoring) خلال فترة حياة القرض؛
- ❖ عرض القروض من طرف البنوك التي تملك القدرة على تقييم القروض؛
- ❖ توفر رقابة تحوطية: تأسيس مؤسسات من رأس المال لمقابلة القرض؛
- ❖ إحتواء الخطر المعنوي (الأخلاقي).

ثانيا- دور السوق المالي في تسيير الخطر في ظل فرضية الكفاءة:

تشير فرضية السوق المالي الكفو أن المخاطر تحظى بأحسن تقاسم بفضل الإدماج الجيد للمعلومات في أسعار الأصول المالية.

1- كفاءة السوق المالي وتقاسم المخاطر:

أسواق رأس المال عنصر ضروري لنمو وعمل أي اقتصاد لأنها تؤدي خدمة كبيرة. ومن خلال أسواق المال الكفوة وجيدة الأداء يتم توزيع الموارد واستخدامها الأفضل. تنتقل الأسواق الأموال من المدخرين إلى

⁽¹⁾ بوقفة نفيسة، (2012): مرجع سبق ذكره، ص 133.

المستثمرين مع فرص استثمارية جيدة. فالمستثمرين يكونون أمام فرص تعطي عائدات جيدة بناء على مستوى الخطر فيها، ولكنهم لا يمتلكون رأس مال كاف للشروع في هذا الإستثمار. وفي سوق مالي كفؤ يكون المدخرون (المقرضون) في وضع أفضل لأنهم يحصلون على عائد معدل بالخطر، والمستثمرون (المقرضون) كذلك لأنهم ليسوا مضطرين للتخلي عن فرص مربحة.⁽¹⁾

تعتبر فرضية كفاءة السوق المالي إمتدادا لفرضية التوازن التلقائي وكفاءة السوق للنظرية النيوكلاسيكية للإقتصاد، والتي تعتبر أنه "لا توجد أرباح زائدة في ظل ظروف المنافسة". وتعتبر هذه النظرية أنه إذا كانت المعلومات متاحة للجميع ولكل المتنافسين في السوق مثل القوائم المالية المنشورة، سوف يكون معدل العائد الذي يحققه المستثمرون قريبا من معدل العائد المتوقع. فمصطلح السوق المالي الكفؤ يدل على أن سعر أصل ما يساوي قيمته الأساسية المتوقعة.⁽²⁾

طور الباحثون هذه الفرضية وربطوها بفرضية أخرى، مفادها أنه نظراً لأن الأسواق ذاتية التنظيم، فإن أسعار الأصول عادلة ومبررة، وتشمل بدقة جميع المعلومات المتعلقة بها (Bachelier, 1900). تدحض هذه الفرضية بشكل أساسي ظهور الأصول المالية التي يتم تقييمها بأعلى من قيمتها الحقيقية، حيث يتم دائماً تقييم قيمة الأصل بشكل صحيح من قبل أعوان اقتصاديين عقلانيين، استناداً إلى المعلومات الموجودة، ويتم تحديد تغيير سعر الأصل دائماً من خلال ظهور معلومات جديدة بشأن الأصل.

تشير فرضية الأسواق الكفوة إلى حقيقة أن الأسواق المالية تخصص دائماً الأموال المتاحة للمشاريع الإستثمارية الأكثر ربحية، مما يساعد على زيادة الرفاهية.⁽³⁾

حسب فرضية كفاءة السوق المالي، يتم تسهيل تخصيص الموارد وتقاسم المخاطر بكفاءة من خلال المعلومات المتاحة. في هذا التمثيل لأداء السوق، لا توجد مضاربة أي حوافز لاكتشاف المعلومات الصحيحة.⁽⁴⁾

نحاول من خلال الشكل رقم (2-6) إبراز علاقة تدفق المعلومات بتقاسم المخاطر في سوق مالي كفؤ.

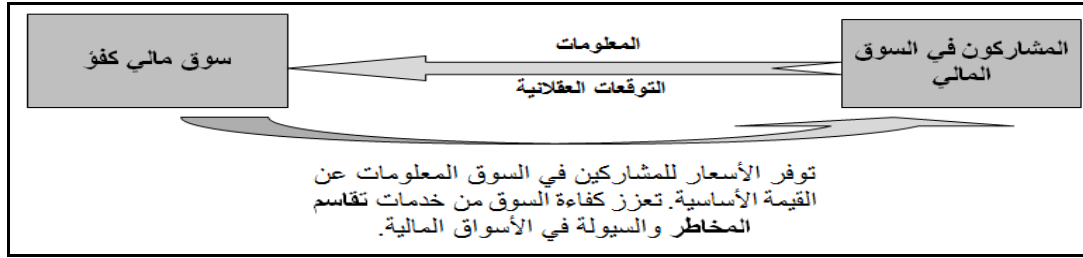
⁽¹⁾ Lucy F. Ackert و Richard Deaves، ترجمة محمد عثمان، (2014): مرجع سبق ذكره، ص 76.

⁽²⁾ نفس المرجع، ص 78.

⁽³⁾ Ioana Andrada Moldovan, (2015): Op.Cit, p 267.

⁽⁴⁾ Michel Aglietta, (2013): **L'économie mondiale 2014 -Politique monétaire: Nouveaux territoires, nouveaux horizons-**, Éditions La Découverte, collection Repères, Paris, p 43.

الشكل رقم (2-6): تدفق المعلومات وعلاقتها بتقاسم المخاطر في سوق مالي كفؤ



المصدر: من إعداد الباحثة.

يمكن تقديم بعض الآليات النظرية التي من خلالها يقوم السوق المالي بتقاسم المخاطر وبالتالي أمثل توزيع لها:

◀ يوفر السوق المالي تقاسم المخاطر عن طريق إعطاء المدخرين والمقترضين طرقاً للحد من اللاتأكد الذي يتعرضون له. ويكون ذلك من خلال السماح للمدخرين بالإحتفاظ بالعديد من الأصول؛

◀ يسمح تقسيم الثروة إلى العديد من الأصول المالية بـ "تنويع" محفظة الأصول، والتي تعتبر من أهم آليات تقاسم وتوزيع المخاطر في السوق المالي؛

◀ طالما أن العوائد الفردية لا تنتوع بنفس الطريقة، سيتم تقليل مخاطر التقلبات الشديدة في قيمة المحفظة؛

◀ تنشئ الأسواق المالية أدوات لنقل وتحويل الخطر من المدخرين أو المقترضين (تداول الأدوات المتنوعة التي تنقل المخاطر بين المشاركين في السوق) الذين لا يرغبون في تحمل اللاتأكد في العوائد أو المدفوعات للمدخرين أو المستثمرين الذين هم على استعداد لتحمل المخاطر؛

◀ تتيح الأسواق المالية للمستثمرين إمكانية التنويع عبر القطاعي بسهولة من خلال تقديم مجموعة غنية من أدوات المخاطر والادخار الموحدة؛

◀ لحل مشاكل لاتماثل المعلومات، تقوم البنوك بإنشاء معلومات خاصة، بينما تنشئ الأسواق المالية معلومات عامة متاحة من خلال الأسعار.⁽¹⁾

يشير المدافعون عن مفهوم كفاءة السوق المالي إلى أن عدم الإستقرار القوي في أسعار الأصول لا يكفي لإثبات أي خلل وظيفي. في الواقع حتى في الأسواق التي تتسم بالكفاءة والعقلانية التامة، من الطبيعي أن تتحول أسعار الأصول (أسعار الأسهم، أسعار الصرف، أسعار السندات وأسعار الفائدة طويلة الأجل) استجابة للتغيرات في البيئة الإقتصادية والمالية.

النظرية المالية النيوكلاسيكية واضحة تماماً بشأن ما يحدد من حيث المبدأ أسعار الأصول المالية في الأسواق الكفوءة، وهي المكافأة (الأرباح أو الفوائد) التي تقدمها الأصول المختلفة، وأقساط الخطر التي يطلبها

⁽¹⁾ Grégory Claeys, (octobre 2016): Op.Cit, p 126.

المستثمرون. في ظل أسعار التوازن، لا ينبغي أن يكون هناك أي تحكيم: هذا يعني أن العائد الذي تخدمه الإستثمارات المختلفة يجب أن يكون هو نفسه بعلاوة خطر قريبة منه. بمعنى آخر، إذا كان سعر الأصل هو ما يجعل حيازته توفر عائداً أعلى من السعر المتاح في الأوراق المالية الأخرى، فهذا يعني، من حيث المبدأ، أنه أكثر خطراً، والفرق في العائد يعكس عندها فقط علاوة الخطر المطلوبة من قبل المستثمرين.⁽¹⁾

2- تقييم خطر السوق:

خطر السوق هو الخسائر المحتملة الناجمة عن تقلبات أسعار الفائدة، أسعار السلع، أسعار الصرف أو أسعار الأوراق المالية... وغيرها، وذلك بسبب التطورات غير المواتية لعوامل السوق. بمعنى أن مخاطر السوق تنتج عن التغيرات المعاكسة لأسعار السوق. إن هذا الخطر يهدد أنشطة المبادلة أو التفاوض التي تتم على مختلف الأوراق المالية والعقود (Options, Swaps ...)، وتزداد خطورته كلما انخفضت سيولة الأسواق المالية. وعليه فإن خطر السوق له بعدين:⁽²⁾

- **مخاطر السيولة:** باعتبارها مكونا هاما في كل الأسواق، حيث يخلق صغر حجم المعاملات صعوبات أمام إيجاد طرف مقابل؛
- **مخاطر التقلب:** الناشئة عن التقلبات الناتجة بمرور الوقت عن عدم استقرار المؤشرات السوقية (تقلبات متغيرات السوق).

وبالتالي فإن خطر السوق هو خطر مركب ينشأ نتيجة التقلبات العكسية لكل من أسعار الفائدة وسعر الصرف ومؤشرات السوق المالي خلال مدة الاحتفاظ بالأصل. ولذلك تصنف ضمن فئة مخاطر المضاربة، حيث أن تحركات الأسعار من الممكن أن ينتج عنها خسائر كما يمكن أن تنتج عنها أرباح.

يمكن تلخيص النظريات المالية النيوكلاسيكية، والتي تعتبر نماذج لتقييم الخطر السوقي، في:⁽³⁾

- نموذج تقييم الأصول الرأسمالية (CAPM^(*)) والذي يستمد أصوله من أعمال Bachelier، وقد شهد هذا النموذج تطورا خلال سنوات الستينيات بفضل أعمال Sharpe؛
- النظرية الحديثة للمحفظة المالية، والتي تم تطويرها من طرف Markowitz خلال سنوات الستينيات؛

⁽¹⁾ Ioana Andrada Moldovan, (2015): Op.Cit, p 269.

⁽²⁾ حياة نجار، (2014): مرجع سبق ذكره، ص 56.

⁽³⁾ يونغاس شيماء، (2018-2019): إشكالية إصلاح النظام المالي الدولي بين: نظرية التعديل والنموذج البديل، أطروحة دكتوراه علوم غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة باجي مختار - عنابة، ص 87.

^(*) CAPM: Capital Assets Pricing Model.

- نموذج تقييم الخيارات المالية لـ Black و Scholes، والذي عرف تطورا خلال سنوات السبعينات. إن الإستعمال الواسع لفرضيات المالية الكلاسيكية يرجع مبرره إلى أن غالبية المتغيرات متوفرة لتصبح النمذجة قابلة للتطبيق، ويرجع ذلك إلى تعميم المضامين النيوكلاسيكية في السنوات الأخيرة على مقارنة الخطية.⁽¹⁾

ثالثا - مخاطر السيولة في النظام المالي:

يقوم النظام المالي من خلال هياكله بوظيفة تحويل وتوظيف السيولة، حيث يتكفل النظام البنكي بالسيولة البنكية أو سيولة التمويل، بينما يُطلق على السيولة في الأسواق المالية بـ سيولة السوق، إلى جانب سيولة البنك المركزي. يوضح الجدول التالي رقم (2-3) مختلف أنواع السيولة وأدوارها:⁽²⁾

الجدول رقم (2-3): دور مختلف أنواع السيولة في النظام المالي

أنواع السيولة	الهدف
سيولة البنك المركزي	توفير كمية من السيولة لتحقيق التوازن بين العرض والطلب
سيولة السوق	توزيع وإعادة تدوير السيولة
سيولة التمويل	كفاءة تخصيص موارد السيولة

المصدر: حكيم براضية، (جوان 2015): إدارة مخاطر السيولة النظامية كمدخل لدعم سلامة النظام المالي، مجلة رؤى اقتصادية، جامعة الشهيد حمة لخضر، الوادي-الجزائر، العدد 08، ص 93.

تعرف لجنة بازل السيولة في البنك بأنها "القدرة على تمويل الزيادة في الموجودات والوفاء بالالتزامات عند مواعيد استحقاقها دون تكبد خسائر غير مقبولة". أما خطر السيولة فهو يتمثل في عدم قدرة البنك على الوفاء بالتزاماته في مواعيد استحقاقها.

يمكن وصف السيولة السوقية بأنها السهولة التي يمكن بها استخراج القيمة من الأصول. هذا الإستخراج للقيمة قد يتحقق من خلال استعمال الملاءة للحصول على تمويل خارجي أو من خلال بيع الأوراق المالية في السوق. في حين يعبر خطر السيولة السوقية على عدم القدرة على تحويل الموجودات أو الأصول المالية بسرعة دون تكبد خسائر معتبرة.

⁽¹⁾ يونغاس شيماء، (2018-2019): مرجع سبق ذكره، ص 89.

⁽²⁾ حكيم براضية، (جوان 2015): مرجع سبق ذكره، ص 93.

ويكون السوق سائلا إذا كان:⁽¹⁾

- فعالية البنية التحتية للسوق، مما يؤدي لتخفيض تكاليف المعاملات؛
- وجود عدد كبير من البائعين والمشتريين، مما يعني إمكانية تعديل الإختلالات بسرعة عن طريق الحركات الصغيرة في الأسعار؛
- تميز الأصول المتعامل بها بخصائص الشفافية.

مع الإشارة كذلك إلى أهمية السوق النقدي بشكل أساسي والتي ترجع إلى دوره في توفير السيولة للبنوك وتلبية متطلبات الإقتصاد بصفة عامة، وكذا أهميته بالنسبة للسياسة النقدية وتدخل البنك المركزي. ويعتبر السوق النقدي أحد المعابر الأساسية للحصول على التمويل قصير الأجل للمؤسسات المالية لسد احتياجاتها من السيولة.

رابعا - دور أسواق التأمين:

يتجلى دور أسواق التأمين في قدرتها على جعل الخطر تعاونيا (تعاضديا) بين الأعوان الإقتصادييين الذين يتعرضون لمخاطر مختلفة إلا أنهم ينفرون من الخطر بنفس الدرجة.

يؤدي قطاع التأمين دور خاص في الإقتصاد بتوفير الحماية ضد كل الأنواع من الخطر. في وظيفتها المركزية شركات التأمين هي مؤسسات مالية مهمتها توفير التأمين للأفراد والمشاريع من المخاطر والخسائر التي قد يتعرضون لها بدفع التعويضات المتوقع دفعها والأقساط المطلوب تحصيلها. إضافة لذلك تعمل شركات التأمين على تخفيض اللاتأكد في الإقتصاد. إنها تسهم في تسهيل الإستهلاك للأسر والمداخيل للمؤسسات من خلال عملها مع العديد من الصناعات (كالنقل الجوي والبحري) وتنفيذ الصفقات (مثل الإقراض العقاري). الإدخار الأسري طويل الأجل الذي تسيّره شركات التأمين على الحياة يمكن أن يكون مصدر مهم للتمويل طويل الأجل للإقتصاد.

مثل الخدمات المالية الأخرى، فقد أثبتت التأمينات أهميتها على الصعيد الكمي كعنصر للتطور العام للمؤسسات المالية، وعلى الصعيد النوعي تجاه تصاعد المخاطر واللاتأكد الملازمان للإقتصاديات المعاصرة. الأهمية الإقتصادية لقطاع التأمين تجلت أكثر في سياق تحرير الأنظمة المالية (وكذلك الخصوصية) وعولمة النشاطات المالية. عرفت رسملة شركات التأمين خلال سنوات التسعينات نموا سريعا جدا عن ذلك للبنوك، وذلك بفضل الاندماجات والإستحواذات. التأمين هو كذلك منتجات متباينة غير قابلة للتبادل فيما بينها وليس لها

⁽¹⁾ حكيم براضية، (جوان 2015): مرجع سبق ذكره، ص ص 94-95.

بالضرورة بدائل سوقية. هناك إذا العديد من أسواق التأمين والتي بإمكانها أن تتطور بطريقة مختلفة حسب الظروف السياسية، التنظيمية، الاقتصادية والاجتماعية. على سبيل المثال، في سنة 2010 تم توظيف ما يقارب 7 % من الـ PIB العالمي لشراء منتجات التأمين.⁽¹⁾

يُستعمل عادة مقياسين لتوضيح الأهمية النسبية للتأمين في الإقتصادات الوطنية. الأول كثافة التأمين وهو حساب حجم العلاوات لكل ساكن في بلد معين، وهو يعبر عن متوسط إنفاق الفرد على التأمين؛ الثاني هو نسبة النفاذ (الوصول) إلى التأمين وهي العلاقة المباشرة للعلاوات بالـ PIB، ويبين الأهمية النسبية لقطاع التأمين في الإقتصادات الوطنية.⁽²⁾

يمكن تحليل تأثير قطاع التأمين على النشاط الإقتصادي الكلي من وجهتين للنظر، الأولى دوره الرئيسي في دفع أقساط التأمين في حالة تحقق الخطر؛ والثانية دوره كمستثمر مؤسسي مرتبط بالمؤنات التقنية المتراكمة من أجل دفع الأقساط مستقبلا. هذين الجانبين مهمين لقياس مساهمة قطاع التأمين في تكوين دخل وطني عن طريق خلق قيمة مضافة.⁽³⁾

المطلب الثالث: إختلالات في وظيفة تسيير الخطر في الأنظمة المالية المعاصرة

من الدروس التي نبهت لها الأزمات المالية بشدة هي إعادة النظر في مدى كفاءة النظام المالي في أداء وظائفه، فعمليات الوساطة المالية (بنكية أو سوقية) وما تتضمنه من آليات تسيير للخطر، نماذج تقييم وتسيير الخطر والعديد من النشاطات المالية الأخرى، تعاني من إختلالات مهمة وتتوجب التوقف عندها لأنها أصبحت تمثل مصادر هشاشة جوهرية للنظام المالي.

أولاً- التسيير السوقي لخطر القرض:

في أواخر سنوات السبعينات كانت البنوك محافظة على وظيفتها التقليدية، حيث كانت تُحصّل أرباحها وفوائدها أساسا من خلال تحمل الخطر عند قيامها بعمليات الإقراض. منذ سنوات الثمانينات (1980)، قادت البنوك تحولين كبيرين في الساحة المالية: الأول عندما أخرجت خطر القرض من ميزانيتها وحولته لأطراف أخرى؛ والثاني بتسيير هذا الخطر باستخدام الأدوات السوقية المستحدثة في إطار الابتكار المالي.

(1) Jean-François Outreville, (2012): Les services d'assurance: Mesure de leur rôle et création de valeur ajoutée, Revue d'économie financière, N° 106, p 63.

(2) Ibid, p 65.

(3) Ibid, p 69.

1- تحويل خطر القرض:

بدأت البنوك بـ **التخلي/التنازل** عن خطر القرض الخاص بنشاطها الإقراضي لأطراف أخرى وتحويله⁽¹⁾، مما أدى إلى تغيير نظام القرض ووصل إلى حد تغيير النموذج البنكي، فقد مرّ هذا الأخير من مبدأ "الموافقة على منح القروض وتحمل الخطر" (initier les crédits et porter le risque)، إلى ما يعرف بـ (Originate To Distribute model: OTD) أي مبدأ "الموافقة على منح القروض وبيع الخطر"، والذي يتميز بالخصائص التالية:⁽²⁾

- ❖ ربح المقرض دالة متزايدة لحجم القروض المباعة؛
- ❖ الحث على منح القروض مقابل الزيادة المتوقعة في قيمة السلعة المرهونة؛
- ❖ لا تماثل في المعلومات والذي يزداد حدة نتيجة ضعف العناصر المحفزة على معرفة حجم الخطر الذي يمثله المدين؛
- ❖ عرض القروض من قبل بنوك ومؤسسات مالية غير بنكية؛
- ❖ عدم وجود أي رقابة تحوطية وأي مؤونات على رأس المال؛
- ❖ تعاضم الخطر الأخلاقي.

سمحت التطورات التي طرأت على النموذج البنكي بقطع سلسلة الرقابة بين المقرض والمقرض، فلم يعد البنك مشرفا على عملية الرقابة طوال مدة القرض ولا يحتفظ بالقرض في ميزانيته حتى تاريخ السداد، وأصبح النموذج الجديد الخاص بمنح القروض أكثر ربحية قائما على قطع وإخفاء سلسلة الرقابة والمسؤولية في ظل عملية توريق القروض، حيث يمكن نفس المبلغ من الأموال الخاصة بتقديم أكبر حجم من القروض.⁽³⁾

2- استعمال الأدوات المالية السوقية لتسيير خطر القرض:

دشنت البنوك ثورة تكنولوجية مالية عندما قامت بتطوير تقنيات جديدة جد معقدة لتسيير الخطر وكبسلة (encapsuler) منتجات مالية جديدة. مثلت هذه الأدوات المالية التقلب (bouleversement) الهائل الذي مرت به الصناعة البنكية، وقد عرف استعمال هذه الأدوات تقدما وانتشارا أسيّا، إلى غاية إندلاع الأزمة المالية في صيف 2007، والتي كشفت النقاب عن إختلالات جوهرية في هذه الفلسفة الجديدة لتسيير الخطر. قبل ذلك بقليل كان

. بتصرف- (1) Therry Bechu, (2010): *Économie et marchés financiers: Perspectives 2010-2020*, Groupe Eyrolles, p 163.

(2) بوقفة نفيسة، (2012): مرجع سبق ذكره، ص 133.

(3) صديقي مليكة ويكروك بهية، (2016): *العولمة المالية والإستقرار المالي*، المجلة الجزائرية للعلوم والسياسات الإقتصادية، العدد 07، جامعة الجزائر، الجزائر، ص 38.

الجميع (مستثمرين، بنوك، بنوك مركزية، ضابطين....) يُقرّون بمزايا هذا التنظيم الجديد، فقد كانت البنوك تملك القدرة على إعادة توزيع خطر قرضها من خلال إخراجه للأسواق المالية (على شكل سندات معقدة) بطريقة رفعت من إمكانيات إقراضها وبالتالي أرباحها.⁽¹⁾

كما عرفت الساحة المالية ظهور تغيرات هامة على صعيد المؤسسات، فتم استحداث مؤسسات استثمارية ومالية عملاقة تعمل في محيط يتميز بتشكيلة معقدة من الأدوات المالية وأسواق مالية غير منظمة ورافع مالي كبير. وهذا يعني أن هناك مؤسسات مالية ضخمة قادرة على خلق سيولة هائلة ولا تخضع لأية رقابة.⁽²⁾ إلا أن الابتكار المالي بدلا من أن يقوم بتوزيع المخاطر في السوق فهو يحتفظ بالمنتجات في دفاتر البنك من خلال عربات الإستثمار المهيكلة (Structured Investment Vehicles /SIV).

لقد تجاوز تعقيد الابتكارات المالية كل الحدود، لدرجة أن الأغلبية العظمى من هذه المنتجات المركبة (مثل...CDOs, ABS, CDOs d'ABS) صار من المستحيل فهمها من طرف مستثمر ذو قدرات وخبرة مالية عادية؛ كما أن الساحة المالية أتخمت بمختصرات ورموز الابتكارات المالية التي بلغ نجاحها أرقاما مخيفة، فبين سنة 2006 وبداية سنة 2007 فقط تم إصدار ما قيمته أكثر من 450 مليار دولار.

رغم ضبابية هذه المنتجات المالية وتعقيدها فإن المتدخلون من البائعين والمشتريين والمستثمرين يقبلون عليها بشكل كبير مُتَكِلِينَ في ذلك على التتقيط من نوع AAA الذي تمنحه وكالات التتقيط، معتقدين بذلك أنها دون خطر.⁽³⁾

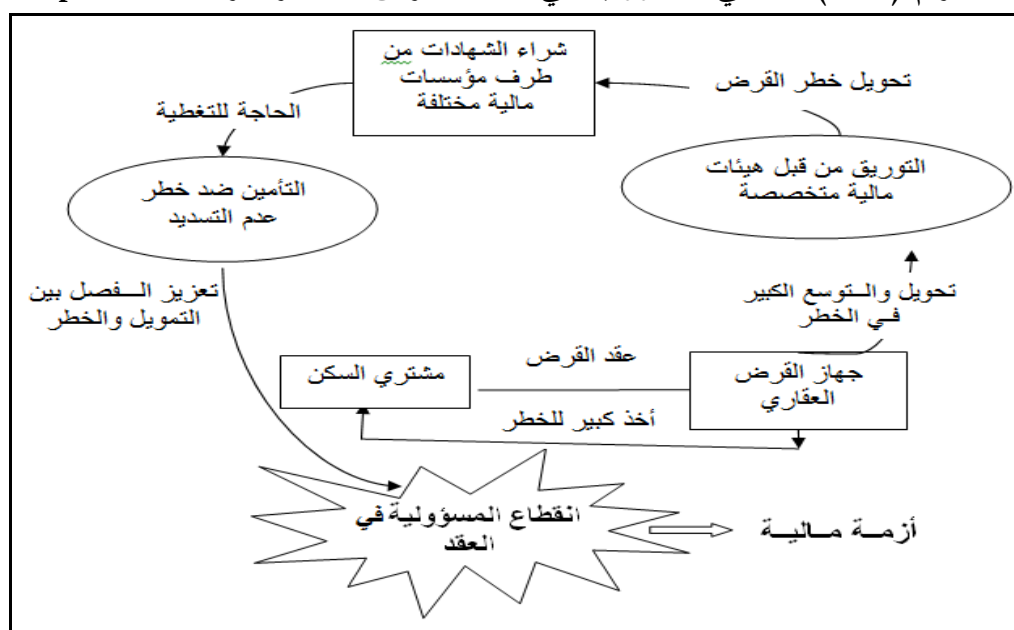
يلخص المخطط الموالي (الشكل رقم 2-7) كيف أدى تحويل الخطر إلى تلاشي المسؤولية في علاقة القرض، وبالتالي كان من المصادر الرئيسية لأزمة الـ Subprimes.

⁽¹⁾ Therry Bechu, (2010): Op.Cit, p 163.

⁽²⁾ صديقي مليكة ويوكروخ بهية، (2016): مرجع سبق ذكره، ص 39.

⁽³⁾ Therry Bechu, Ibid, p 164, .بتصرف-

الشكل رقم (2-7): تلاشي المسؤولية في علاقة القرض كمصدر لأزمة الـ Subprimes



Source: Robert Boyer, (2012): **Pour un contrôle social de la finance et de ses innovations**, <http://www.jourdan.ens.fr/~boyer.pdf>, p 51.

في صيف سنة 2007 بدأ التصدع في النظام المالي، وانطلقت معه موجة الخوف التي هاجمت البنوك، وأخيرا سقوط بنك Lehman Brothers في سبتمبر 2008، مما أسقط القناع عن وهم الإستعمال المشوه للإبتكارات المالية كأداة للتسيير السوقي وتحويل الخطر البنكي.

ثانيا - إخفاق الأسواق المالية في تقاسم وتوزيع الخطر:

بيّنت الإضطرابات التي مست الأسواق المالية خلال الثلاثي الثاني من سنة 2007 أن تقاسم الخطر فيها كان أقل فعالية مما كان متوقعا، إذ كان من المفترض أن يتوزع الخطر على نطاق واسع، إلا أن مخاطر الطرف المقابل خاصة تشابكت وتركزت. يعتبر اللجوء المكثف للرافع المالي (الإستدانة) والفجوة الكبيرة لتواريخ الإستحقاق، وكذا فقدان المعلومات من الأسباب المهمة.

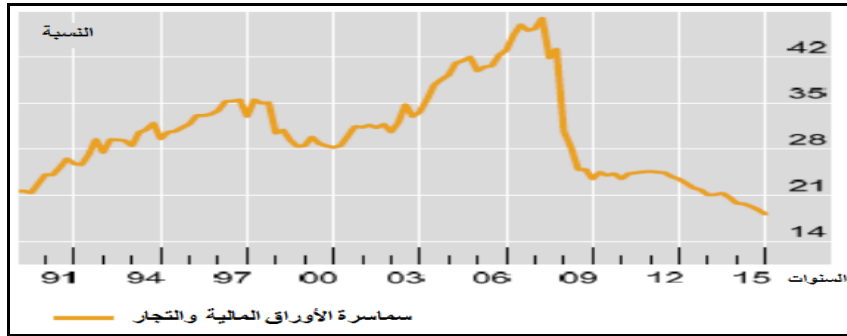
1- تنامي رافع الإستدانة والفجوة الهيكلية لتحويل الإستحقاقات (maturity mismatch):

يتعلق مصطلح الرافع (leverage) في معناه الضيق بالعلاقة بين أصول عون اقتصادي ما والدين الذي استخدمه في الحصول عليها. عند استخدامه بمعناه الأوسع فهو يقترب من الطابع الشامل للدورة المالية ووضع اقتصاد معين منها (مديونية الأعوان الإقتصاديين، الأسهم وديناميكية القروض ومدى توافر التمويل الخارجي،

حجم الفائدة السائدة وهوامش الإئتمان، نسبة الأصول ورؤوس الأموال في المؤسسات المالية، طول وضعيات المستثمرين في الأسواق المالية ... وغيرها).⁽¹⁾

كان الرافع المفرط من الأسباب المحورية في أزمة الـ Subprimes والعديد من الأزمات السابقة. يُبين الشكل رقم (2-8) التنامي الكبير للرافع المالي للأصول المالية للوسطاء والتجار في الولايات المتحدة الأمريكية في السنوات التي سبقت أزمة 2008 ثم الإنهيار العنيف له بعدها.

الشكل رقم (2-8): تطور الرافع المالي^(*) لقطاع الأصول المالية للوسطاء والتجار في الولايات المتحدة الأمريكية



Source: BIS calculations (Bank for International Settlements),
https://www.bis.org/basel_framework/chapter/DIS/80.htm?inforce=202010:23/12/2017.

إضافة لذلك، بيّنت الأزمات المالية الشاملة المعاصرة أن العديد من المؤسسات المالية قامت باعتماد رافع مفرط، مع تنامي تحويل الإستحقاقات لديها (أصول غير سائلة - طويلة الأجل - مُمولة بخصوم قصيرة الأجل أكثر فأكثر)، وهو ما يعني اختلال كبير للعلاقة بين الأصول والالتزامات. تحويل الآجال أو الإستحقاقات هي العملية المفتاحية التي يضيف بها النظام المالي قيمة لبقية الإقتصاد، إلا أن هذه العملية تترافق بشكل لازم بالرافع المالي، مما يجعلها أعظم مصدر لضعف النظام المالي بفقدان الثقة.⁽²⁾

2- فقدان المعلومات وحجب المخاطر:

أدى تطور ديناميكية السوق المالي إلى فقدان المعلومات، وهي النقطة التي أشار إليها Gorton من خلال سلسلة تقسيم وتوزيع المخاطر، فالقيم الأساسية وملاح مخاطر الأصول الأساسية طُمست وصار من غير الممكن إعادة بناءها حتى بالنسبة للمستثمرين الأكثر علما بالمعلومات. وهنا يكمن التناقض العميق، فمن حيث

⁽¹⁾ Jan Frait and Zlataše Kmarkova, (2010-2011): **Financial stability, systemic risk and macroprudential policy**, Financial stability report, Czech National Bank, p p 98-99.

^(*) الرافع المالي هنا محسوب كنسبة بين مجموع الأصول إلى الملكية (مجموع الأصول/الملكية).

⁽²⁾ Andrew Crockett, (2011): **What financial system for the 21st century?**, Per Jacobsson lecture, Basel, June 26, 2011, <https://www.bis.org/events/agm2011/sp110626.pdf>, p 04.

المبدأ الهدف من الابتكار المالي هو زيادة الكفاءة. لكن ترتبط الكفاءة في الأسواق المالية على مدى توافر المعلومات، إلا أن طبيعة الابتكار المالي الذي حدث تسبب في تدمير المعلومات. إضافة لذلك، تنامي تعقيد السوق المالي لم يأت مع المزيد من التنوع، وتجاه هذه الحالة أصبح المساهمون في السوق يبحثون أكثر فأكثر عن وضعياتهم القانونية المختلفة، استراتيجياتهم الإستثمارية وأهداف أعمالهم. لقد أصبح من الواضح الآن أن وراء هذه الستار من الألوان المتنوعة كان هناك توحيد عميق في منهج الخطر، قياسه، إدارته وكذلك في محركات الرغبة والميل للمخاطرة. أدى هذا التوحيد إلى نتائج مزعزعة جدا للإستقرار على مستوى النظام ككل.⁽¹⁾

ثالثاً- تصاعد اللاتأكد المالي وحدود النمذجة التقليدية للخطر:

بإمعان النظر في التطورات التي حدثت في الأنظمة المالية، نجد أن تعقيد الشبكة المالية انعكس خصوصاً في تصاعد اللاتأكد المالي والذي دفع إلى ضرورة إعادة النظر في نماذج تقييم وتسيير المخاطر.

1- تصاعد اللاتأكد المالي:

يحمل النظام المركب مميزات معروفة كاللاخطية وعدم الإستمرارية (وخير مثال على ذلك انقطاعات - جفاف- السيولة). هذه الخصائص تجعل من النظام حقيقة غير ممكن التنبؤ ولاتأكدي بالمعني النايبي (نسبة لـ Knight). وبالتالي الفشل الذريع للنماذج أثناء الأزمات كان أغلبه إن لم نقل كله راجع إلى بنائها على افتراض أنها مستقرة (عادة) مع توزيعات احتمالية يمكن التنبؤ بواسطتها وبالإمكان استخدامها لوصف مختلف حالات النظام المالي والإقتصاد. وقد انهارت هذه التوزيعات الاحتمالية عندما وقعت الأحداث المتطرفة بتكرار لم يعتقد أحد بأنه ممكن الوقوع.

للاتأكد في حد ذاته عواقب ضخمة؛ مثلما بينه Caballero و Krishnamurthy من خلال حلقات الرجوع إلى النوعية واكتناز السيولة والتي يمكن توضيحها أفضل من خلال تحول النظام من بيئة حيث المخاطر يمكن قياسها واحتمالات متصلة بمختلف حالات الطبيعة، إلى عالم لاتأكد كامل. مثل هذه التغيرات في النظام هي "نقاط الإنعطاف" كوحدة كاملة (ككل) والتي تُحوّل السلوك فجأة. عند وقوعها، يستجيب الأعوان عن طريق اتخاذ قرارات مستعملين سيناريوهات "الأسوأ" وتغطية أنفسهم ضد احتمال اختفاءهم. للقيام بذلك، واجهوا وخلقوا مشكلة العمل الجماعي منذ الاندفاع والهجوم العام فقط للحماية من تفاقم الضغط. إنها الطريقة الأفضل لترشيد وفهم تجميدات السيولة والسوق التي حدثت في أوت 2007، ومرة أخرى في سبتمبر 2008. وفي مواجهة مثل

⁽¹⁾ Jean-Pierre Landau, (2009): Op.Cit, p 02.

ردود الفعل غير مسبقة هذه، يمكن مساءلة صانعي السياسات عن "هل تعرف السوق شيئاً لا نعرفه نحن". في الواقع، يعرف المشاركون في الأسواق أنهم لا يستطيعون المعرفة؛ لأنهم كانوا متورطين بشكل مباشر، فقد كانوا مدركين جداً أنه من المستحيل بالنسبة لهم التحكم الكامل في التعقيد الذي أنشئوه هم أنفسهم وتصرفوا وفقاً لذلك.⁽¹⁾

2- حدود النمذجة التقليدية للخطر المالي:

المالية هي تجارة في الوعود وتبادل الرهانات على المستقبل. يعكس سعر أصل ما تقدير اللاتأكد (كمية الخطر) على عائد شهادة ما، أي السعر الذي يطلبه الأعوان لتحمل هذا الخطر (سعر الخطر). تتعارض النظريات المالية بخصوص محددات السعر الاجتماعي للخطر؛ مما يُترجم في إجابات مختلفة على سؤالين أساسيين: أي معلومة مُضمَّنة في سعر الأصول؟ هل تضمن الآليات المالية التي تحدد سعر الخطر الاستقرار الإقتصادي الكلي، بمعنى تخصيص للموارد في الزمن التي تلبّي الطلب الاجتماعي وتحقق التشغيل الكامل؟⁽²⁾ تفترض النظريات النيوكلاسيكية أن الموقف تجاه الخطر للمشاركين في السوق، وبالتالي سعر الخطر، هو مُكوّنة نفسية (psychologique) مستقلة عن التفاعلات السوقية. يعكس سعر الأصل إذا فقط ودون غموض كمية خطر هذه الشهادة، وعندما تُنتج الصدمات تتناسق السلوكات الفردية تلقائياً في مسار أين ترجع فيه أسعار الأصول إلى قيمتها المرجعية. يختزل التحديد البيكولوجي فقط لسعر الخطر الاستقرار الإقتصادي الكلي في الاستقرار النقدي ويقيد أسعار الأصول على قيمتها الأساسية (كفاءة الأسواق). تستخدم النماذج على نطاق واسع لتقييم المخاطر وأسعار الأصول، تعتمد جميع هذه النماذج تقريباً على التوزيع "الطبيعي" (Gaussian/ الغوسي) كأداة أساسية. هذا يعني أن التغيرات المفاجئة في الأسعار أو الخطر، لها احتمال ضعيف للغاية. لقد أظهر Mandelbrot مغالطة هذا الافتراض بوضوح فيما يتعلق بأسعار الأسهم، وقد تم إثباته بشكل أكبر في العديد من الفترات الحديثة (وغير الحديثة) فيما يتعلق بأسعار الأصول الأخرى وعلاوة الخطر.

من أمثلة استخدام التوزيع الطبيعي ومحدوديته في النمذجة المالية نذكر ما يلي:⁽³⁾

- تتجاهل الأداة الأكثر استخداماً لقياس المخاطر وهي القيمة المعرضة للخطر (Value at Risk/ VaR) مخاطر "الذيل الثخين" بشكل متكرر. تتم معايرة العديد من مقاييس الـ VaR وفقاً للخسارة المتوقعة لمحظة ما في ظل الظروف العادية. النماذج المتوفرة مع توزيعات "الذيل الثخين" موجودة، لكن نادراً ما تستخدم بسبب نقص البيانات الموثوقة على مدى فترة زمنية كافية؛

(1) Jean-Pierre Landau, (2009): Op.Cit, p 03.

(2) Michel Aglietta, (2013): Op.Cit, p 44.

(3) Jean-Pierre Landau, Ibid, p 02.

- عادة ما يتم استخراج التقلبات الضمنية من خيار التسعير على أساس التوزيع الطبيعي، ثم يتم استخدامها كمدخلات في استراتيجيات التداول والنماذج. ونتيجة لذلك، فإن افتراض التوزيع الطبيعي "يلوث" على نطاق واسع التسعير، تقييم المخاطر واستراتيجيات الإستثمار عبر مجموعة كاملة من الأسواق والأدوات؛
- أخيراً، يعتمد تسعير العديد من المنتجات المهيكلية على الارتباطات التاريخية بين أسعار الأصول، مع افتراض أن هذه الارتباطات مستقرة وتمثل الحالة الطبيعية. على العكس من ذلك، فقد أظهرت التجربة أن تلك العلاقات يمكن أن تتغير جذرياً أثناء الأزمة، وغالباً ما تنهار وتنتقل بحركة الأسعار إلى الأطراف القصوى لتوزيع الاحتمالات.

سمحت فرضية عدم الإستقرار الجوهري للمالية لمنسكي (1986) بالأخذ في الحسبان لتغير الموقف تجاه الخطر المدمج في سعر الخطر. للمشاركين في الأسواق المالية نفور متغير من الخطر لأنه ناجم عن أخطاء التنسيق أمام اللاتأكد. حفز تغير سعر الخطر منطق التضخيم على عكس الرجوع نحو التوازن، سعر الخطر هو إذا متغير داخلي لديناميكية السوق. يعبر هذا عن تفاعل المستويين الإقتصاديين الجزئي والكلي عكس النظرية التقليدية النيوكلاسيكية.⁽¹⁾

مثل هذه الظواهر لا يمكن تفسيرها داخل نسق الأسواق الكفوءة. ينبغي تقبل أن متعاملي المالية يستطيعون الغوص في لاتأكد جذري، لأن هذا الأخير ليس نفسه الخطر. تحت ظرف اللاتأكد، يجهل المتعاملين شدة احتمال الأحداث المستقبلية. يجب عليهم إعداد استكشاف لدمج معرفة محدودة والبحث عن توسيعها بالأخذ في الحسبان لآراء الآخرين (Akerlof و Shiller، 2009). ولأن الآخرين يفكرون بنفس الكيفية فالتكاملات الإستراتيجية ستعارض في العلاقات المالية؛ النظام الذي يشكلها يمكن تمثيله بلعبة الثقة. مثل هذه اللعبة تتيح ظهور توازنات متعددة، يوافق كل توازن مستوى الثقة المنتج من قبل تلاقي التوقعات.⁽²⁾

حملت التطورات التي شهدتها النظام المالي بدائل جديدة للأعوان الإقتصاديين على المستوى الجزئي، إلا أنها لم تسيّر بالكفاءة المنتظرة على المستوى النظامي. مما يدفع إلى حتمية دراسة مفهوم الخطر النظامي.

⁽¹⁾ Michel Aglietta, (2013): Op.Cit, p 45.

⁽²⁾ Jean-Pierre Landau, (2009): Op.Cit, p 04.

المبحث الثالث: الخطر النظامي: المفهوم المركب لمصفوفة المخاطر والأزمات المالية

بكشفها عن حدود النظريات الإقتصادية السائدة المعتمدة لتسير الخطر في النظام المالي، دعت الأزمة المالية إلى تعميق المعرفة بمدى كفاءة الأنظمة المالية والمخاطر التي تنجم عن عملياتها، وذلك بالتحول إلى دراسة الخطر في النظام المالي كـ "كل" أي وفقا لمقاربة نظامية، حيث لا يمكن اعتبار الخطر النظامي مجرد تجميع للمخاطر الفردية (الجزئية) وإنما يخضع لديناميكية مركبة أساسها اللاتأكد، آليات التضخيم واللاخطية. أظهرت الأزمات المالية أن النظام المالي يقوم بمراكمة الخطر عبر الدورة المالية ويساير الاتجاهات الدورية، ويقوم كذلك بتضخيم آثاره عبر القطاعات الأخرى عن طريق آليات العدوى؛ بدلا من التسيير والتوزيع الكفؤ له زمنيا وعبر - قطاعيا. نسعى من خلال هذا المبحث إلى هيكلة مختلف الجوانب الخاصة بالخطر في النظام المالي المركب، وعرض أبعاده المتعددة وبالأخص البعدين الزمني وعبر-القطاعي لعلاقتها بالاستجابة التنظيمية، وكذا تداخل وتفاعل مصادر وأبعاد الخطر النظامي والتي تأخذ مظهر الأزمات النظامية.

المطلب الأول: مفهوم الخطر النظامي

أدى الإهتمام المتزايد بموضوع الخطر النظامي خاصة بعد أزمة 2008 إلى تأسيس قاعدة نظرية مهمة لدراسة هذا المفهوم وتأطيره. نحاول الإنطلاق من هذه القاعدة ومقاربة الخطر النظامي من زاوية التصور الأساسي "النظام المركب". الهدف هو بناء نموذج مفاهيمي للخطر النظامي على أساس ابستيمولوجي واضح، مما يسمح بالتمييز بينه وبين بقية المصطلحات القريبة.

أولا- تعريف الخطر النظامي:

هناك العديد من التعاريف الموضوعية للخطر النظامي سواء في الأدبيات أو في إطار الإختصاص التنفيذي للهيئات المالية الدولية والمحلية. إلا أن العديد من الباحثين في هذا الميدان يسعون إلى التوافق حول تعريف أساسي وتحليل أكثر عمقا للخطر النظامي.

1- تعريف الخطر النظامي في الأدبيات الإقتصادية والمالية:

وردت في الأدبيات الإقتصادية والمالية تعريف كثيرة للخطر النظامي، نعرض مجموعة مختارة منها:

❖ يعتبر Zigrand (2014) أن الخطر النظامي "يتضمن خطر التشغيل ذاته للنظام في مجموعه كـ "كل" تماما كالخطر الذي يخلقه النظام". وبطبيعة الحال يمكن لهذين الخطرين أن يتداخلا، فصدمة من داخل النظام يتم

تضخيمها من طرف النظام يمكن أن تؤدي إلى هدم ذاتي لعدد كبير من الأقسام وحتى كامل النظام، بل إلى أبعد من ذلك إلى الإقتصاد الحقيقي الذي يتأثر بالصدمة؛⁽¹⁾

❖ يعرف Smaga (2014) الخطر النظامي بأنه "الخطر الذي ينتج عن الصدمات عند تحقق اللاتوازنات (مالية- كلية)، والتي يتسع نطاقها مما يعرقل عمل النظام المالي إلى الحد الذي يؤثر سلبا على الإقتصاد الحقيقي (النمو الإقتصادي)"؛⁽²⁾

❖ خلّصت رؤية Bisias (2012) إلى أن التعاريف تركز على مختلف جوانب الظاهرة مثل اللاتوازنات، إنهميار الثقة، التعرضات المترابطة للهيئات المالية، الأثر السلبي على الإقتصاد الحقيقي، لا تماثل المعلومات، آثار التغذية الرجعية، فقاعات الأصول، العدوى والآثار الخارجية (Externalities) السلبية؛⁽³⁾

❖ يشير Eijffinger (2012) إلى أن الخطر النظامي، وبغض النظر عن الشكل الذي يتحقق فيه، يسبب خسارة في الثقة ويؤدي إلى تصاعد اللاتأكد حول عمل النظام المالي وأجزائه. مفهوم الخطر النظامي يكمن بالنسبة له في أثر العدوى والتأثير السلبي على الإقتصاد الحقيقي؛

❖ عرّف Billio وآخرون (2010) الخطر النظامي كسلسلة من العجوزات المترابطة بين الهيئات المالية والتي تحدث في مدة قصيرة من الزمن، مُطلَقة لاندلاع سحبوات مكثفة للسيولة مما يؤدي إلى خسارة الثقة المعممة في مجموع النظام المالي؛

❖ يصرّح Acharya (2009) أن الأزمة المالية تكون "نظامية بطبيعتها إذا تعرض عدد من البنوك إلى خسائر (إفلاسات) مع بعضها، أو إذا أدّى عجز بنك ما إلى سقوط عدة بنوك أخرى بفعل العدوى. وفقا لهذا الفهم فالخطر النظامي تتم نمذجته إذا كالإرتباط الداخلي (endogène) بين عوائد الأصول المملوكة من قبل البنوك؛

❖ Lehar (2005) بدوره يعرف الأزمة النظامية كحدث يتعرض فيه عدد معتبر من الهيئات المالية للعجز في نفس الوقت، وهو يعتقد أنه من الممكن تعيين مؤشرات هذا الخطر عندما يتم تقدير الديناميكية المرافقة لمحافظ الأصول البنكية؛

❖ يرى Borio (2004) بأن الخطر النظامي ينجم بشكل رئيسي عن التعرضات المشتركة للهيئات، والذي ميّز أغلب الأزمات الكبرى في العالم بأكمله. وصرّح بأن السقوط الفردي لهيئة ما يمكن أن يتسبب في عسر مالي لكل النظام. ومع ذلك فقد اعتبر أن الصدمة الأصلية خارجية، بينما تضخيم وامتداد هذه الصدمة داخلي.

(1) Jean-Pierre Zigrand, (2014): Op.Cit, p 03.

(2) Pawel Smaga, (2014): **The concept of Systemic Risk**, Systemic Risk Centre special paper N° 5, London School of Economics, www.systemicrisk.ac.uk/sites/default/files/downloads/.../sp-5_0.pdf, p 03.

(3) Bisias Dimitrios and others, (2012): Op.Cit, p 09.

❖ Rochet و Tirole (1996) يعرفان الخطر النظامي كانتشار وامتداد العسر الإقتصادي لعون ما للآخرين بفعل المعاملات المالية التي تربط بينهم. Gauthier وآخرون يستعملون تعريف مشابه أيضا يدل على تهديد امتداد عجز إحدى أو بعض الهيئات إلى كل النظام.⁽¹⁾

استنادا على مقارنة تعاريف الخطر النظامي في الأدبيات، يمكن استخلاص ما يلي:⁽²⁾

- في الأدبيات، بدأت تعريفات الخطر النظامي في الظهور في منتصف تسعينات القرن العشرين، لكن الإهتمام تكثف بوضوح بعد اندلاع الأزمة المالية العالمية سنة 2008؛
- من المؤكد أن الخطر النظامي يتعلق في أكثر الأحيان بجزء واسع من النظام المالي أو عدد مهم من المؤسسات المالية، ويعتبر كمعيق لعمل النظام المالي ووظائفه كالوساطة المالية. في جهة أخرى، جزء صغير فقط من الباحثين من يأخذ في الاعتبار لفقدان الثقة كمظهر وعنصر للخطر النظامي وطبيعته التطورية؛
- العنصر المفتاحي للخطر النظامي هو انتقال الإضطرابات (الصددمات) بين العناصر المتصلة مع بعضها، والذي قد يكون له في نهاية المطاف أثر سلبي على الإقتصاد الحقيقي؛
- قبل الأزمة، أكدت التعاريف أكثر على أثر العدوى والنطاق الممتد لهذه الظاهرة. إلا أنه بعد اندلاع الأزمة وبالإضافة إلى النطاق الهائل لهذه الظاهرة، أوليت عناية كبيرة للإضطرابات في وظائف النظام المالي، والتي تتمثل في العجوزات (الإعسار) وأثرها على الإقتصاد الحقيقي، والذي بدوره كان نادر الإشارة إليه قبل الأزمة.

2- التعريف المعتمد من قبل الهيئات المالية الدولية:

لقد اتفق كل من بنك التسويات الدولية^(*) (BIS/BRI)، صندوق النقد الدولي (FMI) ومجلس الإستقرار المالي (CSF) على تعريف الخطر النظامي على أنه "إنقطاع أو تعطل تدفق الخدمات المالية التي يكون سببها تعطل كل أو أجزاء من النظام المالي؛ والذي يؤدي إلى عواقب سلبية وخيمة على الإقتصاد الحقيقي". بمعنى، الخطر النظامي هو عبارة عن التحقق المادي - في شكل خسائر - لهذا الإنقطاع سواء بالنسبة للقطاع المالي

(1) Alaa Guidara, (2015): Op.Cit, p p 09-10.

(2) Pawel Smaga, (2014): Op.Cit, p p 03-04.

(*) **BIS/BRI**: Bank for International Settlement / Banque de Règlement international ; **FMI**: Fond Monétaire International; **CSF**: Conseil de Stabilité Financière.

أو الإقتصاد الحقيقي، أو بتعبير آخر، هو يمثل التكاليف التي يتحملها كل من النظام المالي والإقتصاد الحقيقي في حالة وقوع أزمة مالية.⁽¹⁾

إجمالاً، يضم مفهوم الخطر النظامي بالنسبة للهيئات المالية الدولية إذا الجوانب التالية:⁽²⁾

◀ كثافة عالية من الخطر؛

◀ عدوى واسعة بين الأعوان الماليين تتخطى حدود النظام المالي؛

◀ عواقب خطيرة على الإقتصاد الحقيقي.

3- تعريف البنوك المركزية:

نادراً ما تقترح البنوك المركزية تعاريف للخطر النظامي، فهي عادة ما تركز على إعداد تعاريف للإستقرار المالي بدلاً عن تعريف الأزمة المالية والخطر النظامي. لمّا تقوم البنوك المركزية بتعريف الخطر النظامي فهي عادة تعاريف ضيقة ك: "التهديد للنظام المالي بأكمله (بنك التشيك الوطني، بنك كندا، البنك المركزي السويدي)؛ أو "عدم القدرة على الوفاء بالالتزامات في نظام الدفع مما يؤدي إلى تعطله (بنك لوكسمبورغ، بنك اليونان)".⁽³⁾ عرّف الإحتياطي الفيدرالي الأمريكي -عن طريق رئيسه Ben Bernanke في سنة 2007- الخطر النظامي بأنه: "مجموع التطورات التي تهدد استقرار النظام المالي بأكمله وبالتالي الإقتصاد بالمعنى الواسع، وليس مؤسسة واحدة أو اثنتين".⁽⁴⁾

يُعرّف البنك المركزي الأوروبي (BCE^(*)) الخطر النظامي بالخطر الذي ينتجه "حدث نظامي"، أي حدث غير ملائم يؤثر على جزء مهم من النظام المالي، مؤدياً إلى تفهقر جزئي أو كلي -ولكنه معتبر دائماً- في قدرة النظام المالي على ضمان وظائفه الأساسية، وهي توفير الخدمات المالية، مع تداعيات اقتصادية كلية أو آثار على الرفاهية. معنى ذلك أن الخطر النظامي هو خطر لإستقرار مالي، والذي يمكن لانتشاره أن يصل إلى كيفية عمل النظام المالي بحيث يمكن تعريض النمو الإقتصادي ورفاهية المجتمع للتهديد.⁽⁵⁾

⁽¹⁾ ذهبي ريمة، (2012-2013): مرجع سبق ذكره، ص 40.

⁽²⁾ Taryk Bennani et autres, (2017): **Politique macroprudentielle: Prévenir le risque systémique et assurer la stabilité financière**, Pearson, France, Extrait publié du livre sur le site: <https://livre.fnac.com/a10581407/Taryk-Bennani-Politique-macroprudentielle>: 15/01/2018, p 18.

⁽³⁾ Pawel Smaga, (2014): Op.Cit, p 04.

⁽⁴⁾ Taryk Bennani et autres, Ibid, p 21.

^(*) BCE: Banque Centrale Européenne.

⁽⁵⁾ Olivier de Bandt, Françoise Drumetz et Christian Pfister, (2013): **Stabilité financière**, Édition de Boeck, Belgique, p 42.

بغض النظر عن الاختلافات في التعاريف بين البنوك المركزية، يبقى أن ما هو متفق بشأنه بقوة هو أن التحقق المادي للخطر النظامي في النظام المالي يتسبب في مخاطر جمة مُهددة للإستقرار المالي. يؤدي هذا إلى إضطرابات حادة تنتشر (بما فيها الأزمات المالية) إلى كيانات أخرى، أسواق وبلدان.

ثانيا - العناصر الأساسية لتعريف الخطر النظامي في النظام المالي المركب:

هناك عناصر رئيسية تتأسس عليها البحوث التي تسعى إلى تحسين فهم الخطر النظامي في النظام المالي المركب، فهي عند دراسته من هذا المنطلق تأخذ بعين الاعتبار بالخصوص العناصر التالية: اللاتأكد النظامي، الخطر الداخلي وآليات التضخيم (حلقات التغذية الرجعية والديناميكيات اللاخطية).

1- اللاتأكد النظامي:

نظرا للتعقيد المنطوي في تعريف الأحداث النظامية، ربّما الأمل في قياس الحدث النظامي احتماليا هو طلب أكثر من اللازم، Hansen (2012) أكد على أنه من الأفضل للباحثين متابعة رزنامة أعمال بحثية كمحاولة لتحديد اللاتأكد النظامي بدلا من ذلك، مشيرا إلى التمييز الذي قام به Knight (1921) وغيره.⁽¹⁾ يقول كبير الإقتصاديين بصندوق النقد الدولي Olivier Blanchard: "لقد حققنا تقدما كبيرا في الطريقة التي ننظر بها إلى النظام المالي وعزل بعض أنواع المخاطر، والحصول على البيانات التي تسمح لنا بالقيام بمزيد من العمل في الوقت الحقيقي. ولكن الوضع ليس كما لو أن لدينا فهما كاملا للقضايا، وتحقيق التكامل بين المجالين يتقدم ولكنه لم يتحقق حتى الآن". ويقول Blanchard إن المشكلة الأساسية هي "أننا لسنا متأكدين مما هو معنى الإستقرار المالي". ويساوره القلق أيضا من أن النموذج المالي الكلي يمكن أن يظل بعيد المنال، لأنه "إذا حددنا المخاطر اليوم، ربما تكون مجموعة المخاطر مختلفة في غضون عامين وفي جزء مختلف من النظام المالي" على حسب قوله.⁽²⁾

يُعبّر Borio (2010) عن اللاتأكد النظامي بعبارة بليغة: "... في تعقب الخطر النظامي علينا أن نتجنب الشعور الزائف بالدقة... إنه من الأفضل أن نكون تقريبا على صواب على أن نكون على خطأ تماما".⁽³⁾

⁽¹⁾ Jean-Pierre Zigrand, (2014): Op.Cit, p 34.

⁽²⁾ لورا والاس، (مارس 2015): مكتشف خطوط الخلل المالي - راغورام راجان -، مجلة التمويل والتنمية، عدد 52، الرقم 01، صندوق النقد الدولي، ص 04.

⁽³⁾ Jan Frait and Zlatuše Kmarkova, (2010-2011): Op.Cit, p 97.

2- الخطر الداخلي (Endogenous risk):

الخطر النظامي هو مفهوم عميق إذا تم تفسيره في سياق الأنظمة المركبة. ومن هذا المنظور فإنه لا يتحقق فقط من الخطر الخارجي الذي يمكن أن يضرب النظام المالي - صدمة خارجية أساسية - وقد يمنعه من العمل بشكل صحيح، لكنه كذلك هو الخطر الداخلي (Endogenous risk) الذي ينشأ من قبل النظام ذاته بفعل التفاعلات بين مكوناته وهياكله، حتى لو كانت طريقة عمل النظام نفسه لا تتطوي على خطر.⁽¹⁾ تنشأ معظم تقلبات القطاع المالي من داخله وليس من القطاع الحقيقي أو العوامل الخارجية، كما أن الأزمات المالية تتجه إلى الأسوأ وتزداد حدة كل مرة.⁽²⁾

هذا ما وضحته الأدبيات الإقتصادية منذ سنوات والتي أكدت على الطابع الداخلي للخطر المالي، خاصة بفعل تفاعلها مع الديناميكية الإقتصادية الكلية. وقد أقر الإقتصاديون أيضاً أن خطر القرض داخلي وليس خارجي كما افترضت المقاربة الإحترازية الجزئية.⁽³⁾

تتميز المخاطر الداخلية في الأنظمة المالية بفرق مهم مقارنة بالمخاطر الفيزيائية والبيولوجية وغيرها. يمكن أن تؤثر توقعات المشاركين على الأحداث المستقبلية، والدفع نحو التوقعات المحققة ذاتياً، وبالتالي التسبب في إخفاق السوق مع تداعيات نظامية. يمكن توضيح المشكلة من خلال مقارنة النماذج والتنبؤات في سياقات الأرصاد الجوية والمالية. في كلتا الحالتين، عندما يتم التنبؤ بظروف الإجهاد، من الضروري اتخاذ تدابير وقائية واحترازية. ومع ذلك في الحالة الأولى لا تؤثر التنبؤات والتدابير المتخذة سابقاً لتحسين وتعزيز مرونة النظام على نتائج الطقس. بالعكس في السياق المالي، يمكن للنماذج التقليدية للتنبؤ المالي (VaR) والمعايير الإحترازية الجزئية أن تزيد من إجمالي المخاطر، بما يتجاوز المستويات المشار إليها في التحليل الأساسي.⁽⁴⁾

3- آليات التضخيم والآثار الخارجية:

غالباً ما تكون الأزمات المالية ناجمة عن أحداث صغيرة نسبياً؛ وهذا لا يختلف عما يعنيه منظرو الفوضى عندما يقولون "إن رفرفة فراشة في هونغ كونغ قد تسبب إعصاراً في منطقة بحر الكاريبي"، حيث أنه توجد العديد من تأثيرات الفراشة في النظام المالي.⁽⁵⁾

(1) Jean-Pierre Zigrand, (2014): Op.Cit, p 03.

(2) سامي السويلم، (2012): الأزمات المالية في ضوء الإقتصاد الإسلامي، دراسة مدعومة من برنامج المنح البحثية في كرسي سابق لدراسات الأسواق المالية الإسلامية، المشروع رقم 02-13، ص 14.

(3) Olivier de Bandt, Françoise Drumetz et Christian Pfister, (2013): Op.Cit, p 223.

(4) Rainer Masera, (2015): Op.Cit, p 11.

(5) Jon Danielsson, (2013): **Global Financial Systems: Stability and Risk**, Systemic Risk Centre, London School of Economics, PEARSON Education Limited, United Kingdom , p 13.

يمكن لحدث صغير أن يتحول إلى أزمة كبرى داخل النظام المالي -وهو الحدث النظامي- بينما قد لا ينتج عن الصدمة الأساسية آثار معتبرة. خلف الأحداث الصغيرة التي تصبح أحداث نظامية توجد آليات تقوم بتضخيم و/أو تسريع الأثر على باقي النظام المالي. آليات التضخيم هي الكيفيات التي يتجلى فيها الخطر الداخلي نفسه في النظام المالي ويتحول إلى أحداث حقيقية. هناك عدد من الخصائص الملازمة للنظام المالي والتي بإمكانها أن تضخم حدث صغير إلى أزمات كبرى، وهو ما يحدد نطاق الخطر النظامي في النظام المالي. فصدمة من خارج النظام يتم تضخيمها من طرف النظام المالي يمكن أن تدمر ذاتيا عناصر كثيرة للنظام لتنتقل إلى كامل النظام نفسه، وقد تصل إلى الإقتصاد الحقيقي.⁽¹⁾

يمكن لمقارنة بسيطة أن تكون مفيدة في هذا المقام من التحليل: جسر الألفية المشيد في لندن للإحتفال بالألفية الجديدة والذي يعاني بالضبط من نفس الآثار. إن حدوث هبة ربح بسيطة (صدمة أساسية) يكفي لجعل هذا الجسر يهتز بشكل طفيف. تدفع هذه الإهتزازات الأولى المشاة على المشي بوتيرة متمايلة (متأرجحة)، مما يضخم من الإهتزازات، وعند تواجد عدد معين من المشاة فينبغي عليهم المشي فوق الجسر بإيقاع منسق مما يزيد من حدة الإهتزازات. هذا في الواقع أكثر قوة من الإهتزاز المبدئي الذي سببته هبة الربح البسيطة. بنفس الطريقة في السوق المالي، عندما تتراجع الشروط المالية يبدو أن إرادة المشاركين في السوق في تحمّل الخطر تتبخر خاصة عندما يكون هناك خبر سيء آخر، إذ يحدث تقهقر إضافي في الشروط المالية ... وهكذا. تخفي "الرغبة في المخاطرة" لعدد من المشاركين في السوق في هذه الحالة، ويبدأ الهبوط الحلزوني الناجم عن أثر تنسيق الأنظمة الشبيهة لتسيير المخاطر (بازل مثلا استوتحت قواعد قائمة على الـ VaR)، مجالات تسوية منتظمة وتقييمات بالقيمة السوقية الشيء الذي يتيح بشكل منتظم مكان لعروض الهامش. إذا توجب على هيئة مالية التخلي عن أصل بسبب ارتفاع التقلب فهذا البيع يسقط الأسعار، وينبغي على هيئات أخرى أن تعيد النظر في انخفاض تقييم وضعياتها بالقيمة السوقية وتستجيب لعروض الهامش. إضافة لذلك تتعرض أنظمتها الخاصة بتسيير المخاطر إلى تخفيض الخطر بسبب الأثر الناجم عن ارتفاع التقلب وانحسار رأس المال. ينتج ذلك تفاقم للأزمة وهذا على التوالي والآثار شبيهة لتلك التي أحدثها المشاة العابرين لجسر الألفية. يمكن للتدابير المعقولة المتخذة من طرف الهيئة لتحسين وضعيتها أن تعرض بقية الهيئات للخطر. هذا الجانب الأساسي المهم والذي يمكن أن نصنفه ضمن "مغالطة التعميم" مما يجبر السلطات على التفكير في قواعد جديدة.⁽²⁾

⁽¹⁾ Systemic Risk Centre, (2015): Op.Cit, p p 10-11.

⁽²⁾ Jean-Pierre Zigrand, (Juillet 2010): **Contreparties centrales et stabilité financière: quelles leçons tirer de la théorie des réseaux et du risque endogène?**, Revue de la stabilité financière, N° 14- Produits dérivés, Innovation financière et stabilité-, Banque de France, p 175.

لا تملك البنوك الفردية القدرة على الأخذ في الحسبان لآثار سلوكياتها على بقية النظام المالي. يمكن أن تنشأ أوجه التكامل الإستراتيجي بسبب التفاعل بين البنوك والأعوان والمؤسسات المالية الأخرى. تصف أوجه التكامل الاستراتيجي موقفًا حيث تعزز قرارات مختلف الأعوان بعضهما البعض لأن مردود استراتيجية معينة يزداد مع زيادة عدد الأعوان الذين يتبعون نفس الإستراتيجية. تم تحديد عدد من مصادر هذه التكامل في الأدبيات مثل زيادة المنافسة بين البنوك في أوقات الازدهار، أو هيكل الحوافز لمديري البنوك أو توقع خطة إنقاذ حكومية في حالة حدوث تراجع مالي. من المرجح أن يكون للمؤسسات المالية مخاطر مرتبطة بالتعرض لمخاطر الائتمان والسيولة. تتعرض البنوك لمخاطر مماثلة، كما تنخفض جودة محافظها الإستثمارية خلال الطفرة، مما قد يؤدي إلى نقاط ضعف للنظام المالي. الآثار الخارجية (les externalités) هي من المميزات الجوهرية للأنظمة المركبة، وتتمثل في الشبكة المعقدة والديناميكية للتعرضات بين الوسطاء الرئيسيين. وهو ما يشكل في فترة الهدوء آلية فعالة لتقاسم الخطر، الذي يمكن أن يصبح في فترة التوترات قناة خطيرة لانتقال العدوى.⁽¹⁾

يمكن أن تحدث الآثار الخارجية من خلال الترابط (interconnection)، حيث يمكن أن يؤثر فشل أحد البنوك على المؤسسات المالية الأخرى بسبب الميزانيات الثنائية والتعرضات الأخرى، والتحركات في أسعار الأصول وتأثيرات ردود الفعل المجمع، وخاصة إذا كانت مهمة نظامياً.⁽²⁾

طريقة التفكير هذه المتعلقة بالخطر الداخلي، آليات التضخيم والآثار الخارجية، سواء في تراكم أو انتشار الحدث النظامي، قابلة للتطبيق في وضعيات العالم الحقيقي الماضية، الحاضرة أو المستقبلية، والتي ينبغي أن تشكل الأساس لأي محاولة لنمذجة الخطر النظامي.⁽³⁾

⁽¹⁾ Jean-Claude Trichet, (Février 2011): Op.Cit, p 162.

⁽²⁾ Jon Danielsson, (2013), Op.Cit, p 13.

⁽³⁾ Systemic Risk Centre, (2015): Op.Cit, p 10.

ثالثاً - الخطر النظامي والمفاهيم ذات العلاقة:

هناك العديد من المفاهيم التي لها علاقة وثيقة بالخطر النظامي، والتي يجب تمييزها عنه لإزالة أي لبس وتداخل بينها، خاصة في إطار المقاربة النظامية. نركز على ثلاثة منها وهي: الخطر المنتظم، الصدمة والحدث النظامي والخطر المجمع.

1- الخطر المنتظم (risque systématique):

موضوع الآثار الخارجية (externalités) هو في صميم الخطر النظامي، فتعظيم المنفعة أو الربح على المستوى الفردي لا يأخذ بالضرورة في الحسبان تفاعلات الأعوان، مما يؤدي إلى حل ناقص المثالية من حيث الرفاهية الجماعية.

من هذا المنظور ينبغي التمييز بين الخطر النظامي (risque systématique) والخطر المنتظم (risque systématique). هذا الأخير هو خطر السوق وهو خطر "عادي" في الاقتصاد، ولكنه شامل أو كلي وهو غير قابل للتوزيع أو التأمين. يمكن أن تكون صدمة خارجية ما (تخفيض قيمة العملة، إنهيار بورصي ...) مصدراً لآثار اقتصادية كلية (آثار الثروة) أو حتى عجوزات الهيئات المالية. إلا أنه نظراً لأن الآثار فورية ولا يوجد لا عدوى ولا انتشار بين الهيئات، ولا حتى آلية داخلية للنظام، لهذا لا يُصنف هذا الخطر على أنه نظامي حتى بالمعنى الضيق.⁽¹⁾

لا يمكن تنويع الخطر النظامي كذلك مثل الخطر المنتظم، ومع ذلك فاللأخطيات المتشابهة في حلقات التغذية الرجعية تبين بوضوح أن الخطر النظامي منفصل عن ما يدعى عادة خطر منتظم أو الخطر غير القابل للتوزيع، في الأدبيات المالية يمثل ذلك خطر حدث مجمع (aggregate event) (ليس مجرد حدث يمكن إعادة توزيعه)، يمكن أن تكون أمثلة نموذجية للخطر المنتظم في شكل صدمات تكنولوجية، مدخلات، تفضيل أو صدمات نقدية... إلخ. قد توافق هذه الأحداث المنتظمة صدمات جد واسعة، إلا أن النظام يتوقع أن يستمر في العمل بشكل عادي وكما ينبغي.⁽²⁾

⁽¹⁾ Olivier de Bandt, Françoise Drumetz et Christian Pfister, (2013): Op.Cit, p 43.

⁽²⁾ Jean-Pierre Zigrand, (2014): Op.Cit, p 49.

2- الصدمة والحدث النظاميين:

يؤكد بعض الإقتصاديين أنه حتى وإن نجم تعطل الإقتصاد الحقيقي عن حدث ما، فهذا ليس دافعا قويا لتصنيف هذا الحدث على أنه نظامي. فالخاصية المفتاحية للحدث النظامي هي التحرك من توازن مستقر (إيجابي) إلى توازن مستقر آخر (سلبي) للإقتصاد والنظام المالي.⁽¹⁾ تتضمن الصدمة النظامية:⁽²⁾

◀ إضافة إلى هيكل التغيرات الإقتصادية (مع زوال بعض الهيئات) تتغير المعادلات التي تسيّر التطور ذاته جذريا كذلك؛

أو

◀ أن الهيئات والمعادلات المسيّرة لسلوكها تبقى حاضرة، إلا أن هذه المعادلات لاختية بشكل كبير وجهة الارتباط للخصائص المحلية للإقتصاد تُظهر مميزات ناشئة.

في كلتا الحالتين تعكس المعادلات خلل بعدي (ex-poste) أكثر في عمل النظام، أي انتقال من توازن إلى توازن آخر.

ومن هذا المنظور، ينبغي أن تركز البحوث حول الخطر النظامي على الأسباب الكامنة وآليات الانتشار من "مرحلة الانتقال" إلى توازن جديد ولكنه غير مرغوب فيه أكثر تماما مثل "حلقات التغذية الرجعية المعززة"، التي توجه لإبقاء الإقتصاد والنظام المالي واقعا في هذا التوازن.⁽³⁾

نوهت الأدبيات في هذا الشأن أن الأحداث النظامية يمكن أن تأخذ العديد من الأشكال ك:

- آثار العدوى؛
- التعرض المشترك لمخاطر أصول معينة أو صدمات؛
- اللاتوازنات المالية، كالفقاعات أو النمو المتسارع للإئتمان والإستدانة المفرطة وبعدها قد تتراجع بشكل عنيف وفجائي.

فالخطر النظامي هو احتمال ملاحظة هذا النوع من الأحداث، مع الأخذ بعين الاعتبار لآثره وتداعياته الخطيرة على النظام المالي، وكذا على الإقتصاد الحقيقي.

⁽¹⁾ Darryll Hendricks, John Kambhu and Patricia Mosser, (May 2006): **Systemic Risk and the Financial System**, NAS-FRBNY Conference on New Directions in Understanding Systemic Risk, Federal Reserve Bank of New York, p 02.

⁽²⁾ Jean-Pierre Zigrand, (2014): Op.Cit, p 49.

⁽³⁾ Darryll Hendricks, John Kambhu and Patricia Mosser, (May 2006): Ibidem, p 03.

3- الخطر المجمع (aggregate risk):

الخطر النظامي هو أكثر من مجرد تركيب لأنواع فردية من المخاطر التي تؤثر على الهيئات المالية. بينما يمكن أن يُنسب خطر الائتمان، خطر السيولة، الخطر التشغيلي ... وغيرها مباشرة إلى هيئة ما، فالخطر النظامي لا يمكن أن يُنسب إلا بشكل غير مباشر. قبل الأزمة كانت أنواع الخطر هذه يتم اعتبارها عادة بشكل منفصل، إلا أن التفاعل بينها يؤدي إلى نتائج غير مرغوبة وغير متوقعة وقد تتحول إلى خطر نظامي.

أثبتت أزمة الـ Subprimes والأزمة البنكية التي أعقبتها أن الخطر الشامل للنظام المالي لا ينحصر في مجموع المخاطر الفردية للهيئات المالية، فهناك آليات أخرى تتدخل وهي آثار التضخيم والعدوى والتي ترتبط بتطور وبنية النظام المالي، التنظيمات والضبط والسلوك الجماعي للمشاركين فيه.⁽¹⁾

فضّل القائمين بالإشراف منذ زمن طويل الضبط الإحترازي الجزئي، وأولوا اهتمام قليل للخطر النظامي. وقد اعتبروا أن التحكم في المخاطر الفردية كاف للحفاظ على استقرار النظام المالي. ارتبط هذا الموقف في جانب كبير منه بنسق الأسواق الكفوء، الذي يفصل سلوك الأعوان الفرديين انطلاقاً من رؤية اقتصادية جزئية للمالية أساساً. وفقاً لهذا التصور، فالخطر النظامي سيكون حصيلة تجميع للمخاطر الفردية.⁽²⁾

بيّنت التطورات الحديثة، سواء في النظرية الاقتصادية وعلم الإقتصاد أو في الواقع العملي، أن هذه الرؤية غير صحيحة وأن مفهوم الخطر النظامي أعمق من مجرد هذا التجميع، فهو يتميز بأبعاده المتعددة وطابعه التطوري وديناميكية التفاعلات المؤدية لتحقيقه. تركز سلطات الضبط المهمة بالوقاية من الخطر النظامي عادة على بعدين رئيسيين - هما البعدين الزمني وعبر-القطاعي - نتطرق لهما في المطلبين التاليين.

⁽¹⁾ Pawel Smaga, (2014): Op.Cit, p p 02-03.

⁽²⁾ Jon Danielsson, (2013), Op.Cit, p 18.

المطلب الثاني: البعد الزمني للخطر النظامي

صار الطابع المسابير للدورة للأسواق المالية وللسلوك البنكي شائعاً جداً، وهو يتلخص في زيادة حدة التقلبات الإقتصادية سواء في مرحلة الإرتفاع (Boom) أو مرحلة الإنخفاض (Bust). نسعى في هذا المطلب إلى معرفة كيف يتحول النظام المالي -عبر هياكله- من مسير وموزع للخطر زمنياً، إلى مراكمة هذا الخطر دورياً في شكل فقاعات أو ديون مفرطة والناجمة عن الرافع المالي، ثم تحوّلها لاحقاً إلى ضغوط واختلالات إقتصادية كلية، وما هي العوامل المساعدة على ذلك.

أولاً- التراكم الدوري للخطر النظامي:

الدورة المالية هي العملية التي يتعزز فيها بشكل متبادل منح الائتمان وأسعار الأصول في تضخيم دورة الأعمال (الدورة الإقتصادية)، ويكون بالتالي سلوك الخطر مسابراً للاتجاهات الدورية في شكل رافع مالي وتراكم الخطر النظامي، ثم سقوط هذا الرافع في ظل ظروف معينة وتحقق الخطر النظامي.

1- الدورة المالية وسلوك الخطر:

يعرف Caruana و Cohen (2014) الدورة المالية بإعتبارها "ظاهرة نظامية يساهم فيها مفهوم القيمة والمخاطر والقيود التمويلية في الزيادة التدريجية ثم النقصان الأكثر سرعة (عادة) لقيمة الأصول والائتمان في كل النظام المالي".⁽¹⁾

يُفهم من الدورة المالية أنها تعني التقلبات المتكررة في قدرة المشاركين في السوق على إدراك المخاطر المالية أي سلوك الخطر. ينعكس انخفاض معدلات النفور من الخطر عادة في النمو السريع للائتمان، ارتفاع أسعار الأصول، سهولة الوصول إلى التمويل الخارجي وزيادة النشاط الإستثماري. في ضوء التعريف أعلاه، يستند تحديد مراحل الدورة المالية فقط على مجموعة من المتغيرات التي تلتقط وترصد التقلبات في المواقف تجاه الخطر من الإفراط في التفاؤل إلى التشاؤم. إن المفتاح لتحديد مسار الدورة هو حقيقة أن التغيرات في المواقف التي تميز التغيرات العامة في سلوك جميع المشاركين في السوق تحدث بالتالي عبر مختلف مجالات الإقتصاد المختلفة. ترتبط الدورة المعروفة على هذا النحو بالظروف المالية -ولكنها لا تطابقها تماماً- حيث تعكس هذه الأخيرة مستوى الإجهاد المالي والتحقق المادي للخطر.⁽²⁾

⁽¹⁾ Christian Pinshi, (2017): **Une perspective macroprudentielle pour la stabilité financière**, Université de Kinshasa, <http://mpr.ub.uni-muenchen.de/79189.pdf>, p 08

⁽²⁾ Lukasz Kurowski and Pawel Smaga, (2018): **Monetary policy and cyclical systemic risk –Friends or foes?**, Prague economic papers, N° 27 (05), <https://doi.org/10.18267/j.pep.667.pdf>, p p 522- 523.

يلخص الجدول التالي (رقم 2-4) التفاعل بين سلوك الخطر أو الموقف تجاه الخطر والدورة المالية:

الجدول رقم (2-4): العلاقة بين سلوك الخطر والدورة المالية

المرحلة	دورة سلوك الخطر	الدورة المالية
المرحلة الصاعدة (مرحلة التوسع)	- ارتفاع الثقة والتفاؤل	- انخفاض قيمة الخطر؛ - انخفاض هوامش أسعار الفائدة.
	- ارتفاع أخذ (تحمل) الخطر	ارتفاع أسعار الأصول، دافعة إلى رفع قيمة الضمان.
	ارتفاع الطلب على الائتمان	- زيادة الرفع؛ - زيادة تدفقات رأس المال الأجنبي؛ - التوسع في منح الائتمان.
المرحلة النازلة (مرحلة الإنكماش)	تراجع ثقة السوق والتشاؤم	- إنهيار الرفع المالي للقطاع البنكي.
	النفور من الخطر	- ارتفاع القروض المتعثرة والمؤنات.
	تراجع طلب الائتمان	- ارتفاع هوامش سعر الفائدة؛ - تراجع التوسع الائتماني؛ - تراجع تدفقات رأس المال إلى الداخل.

المصدر: من إعداد الباحثة بالإعتماد على:

- Lukasz Kurowski and Pawel Smaga, (2018): **Monetary policy and cyclical systemic risk – Friends or foes?**, Prague economic papers, N° 27 (05), <https://doi.org/10.18267/j.pep.667.pdf>.

يشير مفهوم الدورة المالية إلى تفاعلات ذاتية التعزيز بين تصورات القيمة والمواقف تجاه الخطر وقيود التمويل، والتي تترجم في فترات ازدهار (Booms) تليها فترات إنكماش (Busts). ويمكن لهذه التفاعلات أن تزيد من التقلبات الإقتصادية وتؤدي إلى اضطرابات مالية خطيرة وإلى اضطرابات إقتصادية. ويرتبط هذا المفهوم ارتباطاً وثيقاً بمفهوم "مسايرة التقلبات الدورية procyclicality" للنظام المالي.

2- مسايرة النظام المالي للإتجاهات الدورية (Procyclicality):

يعكس البعد الزمني (الدوري، الديناميكي) بناء وتراكم الخطر النظامي على مر الزمن. ومصدر هذا البعد تقلبات الدورة الإقتصادية والطابع المسابير للدورية في سلوك المؤسسات المالية المساهمة في تشكيل الإتجاهات المالية غير المتوازنة، التي تخرج أحياناً عن سيطرة المؤسسات نفسها أو المنظمين القائمين

بالضبط. هذا النوع من الخطر النظامي يتجلى أساسا كارتباط بين التعرضات (الإنكشافات) لنفس عوامل الإقتصاد الكلي لجميع المؤسسات المالية.⁽¹⁾

يمكن تعريف الطابع المسابير للتقلبات الدورية، باعتباره البعد الدوري للخطر النظامي، بالتقلبات الدورية في الخطر والرافع المالي وتوزيعها في النظام المالي. وهو يعزز الترابط داخل القطاع المالي وقد يؤثر سلباً على النمو الاقتصادي. تظهر مسابرة الدورية بشكل خاص في القطاع البنكي، ويرجع ذلك أساسا إلى عوامل خارجية وداخلية على حد سواء.⁽²⁾

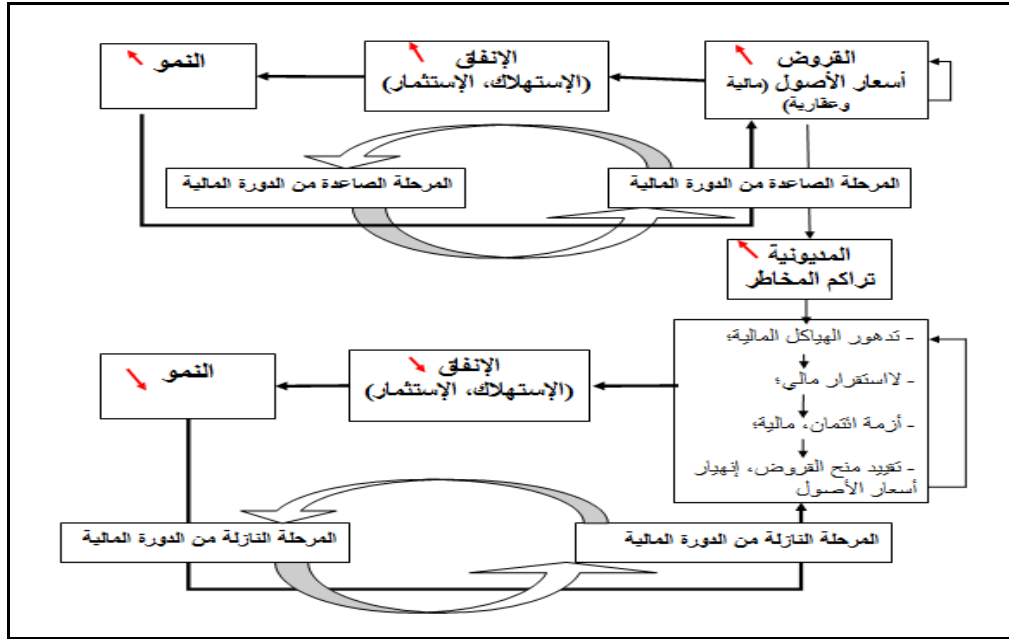
الجمع بين تحرير الأسواق المالية وزيادة طابعها المسابير للدورية منذ تسعينات القرن العشرين جعلت الإقتصادات عرضة لدورات الإنتعاش والإنكماش الداخلية (endogenous). في أوقات اليسر يمكن للمؤسسات المالية وعمالها البدء في التقليل من شأن المخاطر المرتبطة بقراراتهم الإقتصادية أو في بيئة المنافسة المتزايدة، بل يمكن كذلك أن يتعرضوا لحوافز قوية لأخذ أكبر للمخاطر. الحافز الرئيسي لهذا السلوك هو تيسير الحصول على التمويل الخارجي، الذي يعتمد اعتمادا شديدا على التصورات الحالية للمخاطر التي تعكس النشاط الإقتصادي المرتفع. إذا يبدأ الأعوان الاقتصاديون في ربط التحسن الدوري المؤقت في الإقتصاد على المدى الطويل وزيادة الإنتاجية، يمكن أن تبدأ دورة في التطور تدعمها رغبة متزايدة من الأسر والمؤسسات والحكومة لقبول مستوى أعلى للديون واستخدامها لشراء الأصول الخطرة. مثل هذه الدورات مشتركة في الإقتصادات المتقاربة، حيث يمكن أن يكون من الصعب التمييز بين مكاسب الإنتاجية على المدى الطويل (الآثار الإيجابية للإستثمار الأجنبي المباشر على سبيل المثال) والتحسينات الدورية.

تتجلى مجموعة دوامة الإنخفاضات (حلقات التغذية الرجعية) في انخفاض القدرة على التعرف على المخاطر، الميل للنمو في أسعار الأصول، ضعف القيود المالية الخارجية وارتفاع النشاط الإستثماري المدعوم بنمو الناتج وزيادة نمو الإيرادات وتحسين ربحيتها. في خلفية هذه الدورة، تنمو الإختلالات المالية ويتراكم الخطر النظامي بشكل مستمر. وكثيرا ما يظهر علنا في وقت لاحق عندما تبدأ الإقتصاديات في الضعف نتيجة الحافز السلبي. يبدأ الركود في وقت لاحق وتطور دوامة الهبوط. يدرك الأعوان الإقتصاديين أن دخلهم صار خاضعا لمعدل فائدة غير مستقر وهو مثقل كثيرا بالديون، وأصولهم المملوكة انخفضت قيمتها لذلك يحتاجون إلى إعادة هيكلة ميزانياتهم. وفي هذه الحالة، تبدأ البنوك وعمالها بإبراز، على عكس ذلك، نفور مفرط من الخطر. وهو ما يوضحه الشكل رقم (2-9).

⁽¹⁾ Jan Frait and Zlatuše Kmarkova, (2010-2011): Op.Cit, p 97.

⁽²⁾ Lukasz Kurowski and Pawel Smaga, (2018): Op.Cit, p 523.

الشكل رقم (2-9): التفاعل بين الدورة المالية ودورة الأعمال



Source: Jézabel Coupey-Soubeyran et Salim Dehmej, (Mai 2017): **Le rôle de la politique macroprudentielle dans la prévention et la correction des divergences au sein de la Zone Euro**, Direction générale pour les politiques internes, Unité e soutien à la gouvernance économique, Parlement européen, p 20.

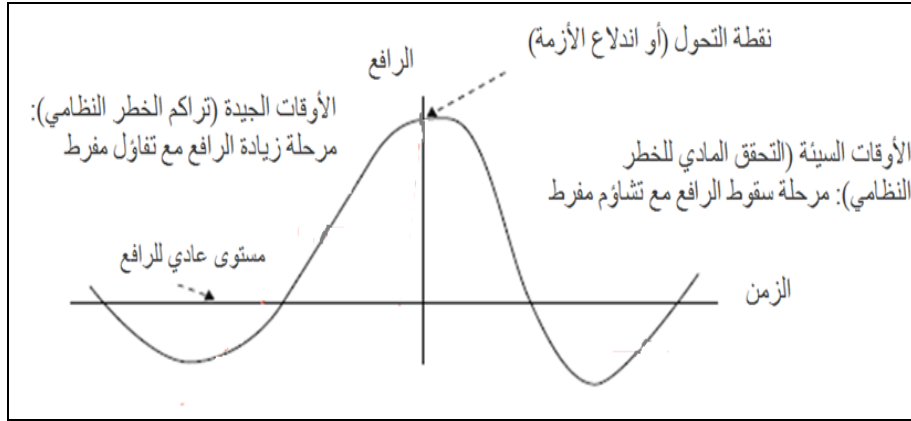
هذه العمليات طبيعية إلى حد كبير كنتك لدورة الأعمال نفسها، غير أن الإختلالات المالية يمكن أحيانا أن تكون جد ضخمة. ونتيجة لذلك، يمكن أن تنشأ حلقة مفرغة خطيرة في مرحلة الإنكماش. إذا جمع التعديل المرغوب فيه مع زيادة شديدة في اللاتأكد، انخفاضاً حاداً في الحصول على التمويل الخارجي بسبب رأس المال أو مشاكل سيولة الميزانيات في البنوك، هلع في بيع الأصول مبالغة التقييم، فإن الحركة الهابطة يمكن أن تصبح سريعة جداً ومزعزعة للإستقرار.⁽¹⁾

3- الرفع المالي والخطر النظامي عبر الدورة المالية:

المتغير الرئيس الذي يصف تطور الدورة المالية عبر الزمن هو الرفع المالي. يبين الشكل رقم (2-10) تطور رافع الدورة المالية. الرفع يزيد حتى تتعطف (تتحول) الدورة المالية. أحيانا الإنعطاف يتم بشكل فوضوي وعنيف ويعتبر كشرارة اندلاع للأزمة المالية.

⁽¹⁾ Jan Frait and Zlatuše Kmarkova, (2010-2011): Op.Cit, p p 98-99.

الشكل رقم (2-10): تطور رافع الدورة المالية والخطر النظامي



Source: Jan Frait and Zlataše Kmarkova, (2010-2011): **Financial stability, systemic risk and macroprudential policy**, Financial stability report, Czech National Bank, p 99.

قام Jordà وآخرون (2011) بدراسة على أربع عشرة (14) اقتصادا متقدما خلال الفترة 1870-2008، وضّحوا فيها أن الزيادة القوية للرافع المقاس بالنسبة قرض بنكي/PIB، طيلة فترة الإنتعاش (Boom) تؤدي إلى ركود أكثر طولا وعمقا، وخاصة في حالة أزمة نظامية، وكذلك في حالة دورة اقتصادية عادية. بيّن هؤلاء الباحثين أن الإرتفاع جد القوي للرافع بعد الحرب العالمية الثانية كان له أثر إيجابي معتبر على النمو في فترة التوسع. وبالتالي فالعوامل المالية تلعب دور مهم في دورة الأعمال المعاصرة.⁽¹⁾

تتراكم مواطن الضعف في النظام المالي مع ارتفاع رافع الوسطاء ولجوئهم لأسواق الديون القصيرة أكثر فأكثر لمواصلة تمويل حيازة قيم الأصول. تكثّف هذه الإلتزامات مخاطر الأطراف المقابلة من خلال القروض على الشهادات، عمليات إعادة الشراء (الـ repurchase/repo^(*))، خطوط القرض غير المؤمنة من بنوك الأعمال إلى بنوك الظل. يتزايد الخطر النظامي مع بقائه دوما محجوب (مستتر)، إنه يتخفّى في احتمال انفجار الفقاعة المضاربة.⁽²⁾

يمكن تلخيص البعد الزمني للخطر النظامي بأنه تراكم الخطر النظامي خلال الزمن، ويشمل المخاطر التي لا تنتج مباشرة عن نشاطات مؤسسة واحدة، وإنما من السلوك الجماعي الذي يؤدي إلى تضخيم التقلب في القطاع المالي والإقتصاد الحقيقي، آثار التغذية الرجعية، وعبء الديون المفرطة، الرافع المالي والتقدير الناقص

⁽¹⁾ Olivier de Bandt, Françoise Drumetz et Christian Pfister, (2013): Op.Cit, p 28.

^(*) عملية إعادة الشراء أو ما يعرف بالريبو (Repo) هي السعر الذي يستخدمه البنك المركزي في إعادة شراء الأوراق الحكومية من البنوك التجارية للسيطرة على المعروض النقدي. وتعني إتفاقية إعادة الشراء لمدة ليلة واحدة أو لمدة قصيرة جدا لعملية شراء وبيع سندات حكومية من البنك المركزي، حيث يشتري المتعاملون سندات الحكومة لمدة معينة ثم يبيعونها للمستثمرين لمدة قصيرة أو ليلة واحدة ويقومون بشرائها في اليوم الثاني.

⁽²⁾ Michel Aglietta, (2013): Op.Cit, p p 46-47.

للخطر أثناء فترات الإنتعاش والتقدير المبالغ فيه أثناء الركود، مما يؤدي إلى سقوط الرافع والإتجاه المسابير للدورية.⁽¹⁾

ثانيا - التفسيرات النظرية للدورة المالية:

حاولت العديد من النظريات تفسير الطابع الدوري للنشاط المالي وتأثيره على الإقتصاد الحقيقي، وقد دفعت التقلبات الإقتصادية والأزمات المالية إلى بروز مثل هذه التفسيرات؛ والتي نركز على أهمها خاصة لـ Minsky ، Bernanke و Borio.

1 - نظرية الهشاشة المالية لـ Hyman Minsky:

من الملفت للنظر أن كبرى المدارس الإقتصادية، من أقصى اليمين إلى أقصى اليسار (الكلاسيكية، الماركسية، النيوكلاسيكية، الكينزية، النيوكينزية)، متفقة على أن القطاع المالي تابع (subordinate) للقطاع الحقيقي، وأن النقود والتمويل مجرد وسيلة للتبادل والإنتاج، وبناء على ذلك فإن مصدر التقلب والإضطراب ليس في القطاع المالي بل في القطاع الحقيقي. وبعضهم قد يشير إلى أن القطاع المالي يعمل على تضخيم الدورات الإقتصادية، لكنه ليس مصدرا لها. الإستثناء كان Hyman Minsky.⁽²⁾

يدافع Minsky عن فكرة أن الإقتصاديات التي تجمع بين التمويلين السوقي والبنكي تسبب مراحل هشاشة مالية مرتفعة بطريقة داخلية. هذه التسلسلات في الدورة الداخلية للتوسع والإنكماش تكون كالتالي:

- خلال الفترة المتصاعدة من الدورة يكون الإنتعاش أو التوسع في الإستثمار مدعم بالفارق بين سعر رأس المال كما تم تقييمه في السوق المالي وسعر سلع الإستثمار في سوق السلع؛
- اللجوء إلى التمويل الخارجي ينشط الأرباح؛
- تعزز هذه الربحية الكبيرة تزايد الإستدانة والأسعار المتوقعة للأصول؛
- يعد هذا السياق عامل غير محفز للحصول على أصول سائلة، هناك تخفيض لنسبة سيولة / أصول وبالتالي رفع في سرعة دوران النقود؛
- يدفع مناخ الثقة المتعاملين الإقتصاديين إلى تخفيض تمويلاتهم التي قد تتعرض إلى صعوبة محتملة إلى أدنى حد، مما يستدعي إذا اللجوء إلى تمويل قصير الأجل بدلا من الطويل لأن المعدلات قصيرة الأجل أقل من المعدلات الطويلة؛

⁽¹⁾ Pawel Smaga, (2014): Op.Cit, p 09.

⁽²⁾ سامي السويلم، (2013): مرجع سبق ذكره، ص 86.

- يتعرض الإقتصاد للهشاشة عند حدوث صدمة مالية سببها إرتفاع معدلات الفائدة؛
- عند حدوث الصدمة فهي تحرض العجز في سلسلة الأعوان "المضاربين" ومن نوع "ponzi"، حيث تزداد الحصة في المرحلة المتصاعدة من الدورة؛
- ينتج عن ذلك نضوب في التمويلات السوقية وكذا في التمويلات البنكية لأن البنوك تقوم كذلك بتخفيض سيولة ميزانيتها في مرحلة الانفجار؛
- مع ثبوت الكساد المتميز بإنهيار الإستثمار، تبدأ ديناميكية إنخفاض أسعار الأصول ومضاعفة الصعوبات المالية للمقترضين والمقرضين على حد سواء.

هذا التحول في الدورة المالية يعرف بلحظة Minsky Moment (Minsky Moment) التي أطلقها أول مرة McCulley في أزمة روسيا سنة 1998، ويعرف بأن الإستقرار في ظل العلاقات المالية للنظام الرأسمالي القائم يقود إلى عدم الإستقرار. والأمر الآخر الذي تظهره الفرضية أو نظرية Minsky في تفسير الأزمات هو أن السبب الرئيسي داخلي وليس خارجي، 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.⁽¹⁾

2- نظرية المسرع المالي لـ Bernanke وآخرون:

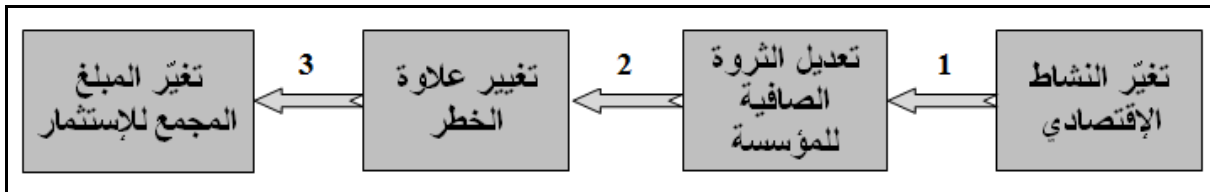
تقدم نظرية المسرع المالي (Bernanke و Gertler، 1989؛ Kiyotaki و Moore، 1997؛ Bernanke وآخرون، 1999) دعامة نظرية أولية للعلاقة بين مساهمة التقلبات الدورية للإئتمان وتقلبات النشاط الإقتصادي. وخلافا لنموذج التوازن العام بمعلومات كاملة غير القادر على تفسير مساهمة التقلبات الدورية، فإن المسرع المالي يدخل عيوب سوق الإئتمان من خلال الأخذ في الحسبان لوجود عدم تماثل المعلومات. ومن ثم، فإن هذه الإئتمانات الصغرى تضع سوق الإئتمان في قلب المصفوفة وتؤدي إلى نمذجة علاوة الوكالة (علاوة الخطر) على التمويل الخارجي الذي يضاف إلى تكلفة رأس المال (تكلفة الفرصة البديلة للتمويل الداخلي). تفسر تكاليف تقييم ومراقبة المقترضين وجود علاوة تمويل خارجية في عالم حيث الأسواق المالية ليست مثالية. من خلال زيادة تكلفة رأس المال، تؤثر هذه العلاوة على الطلب على الإستثمار وبالتالي على النشاط. ونتيجة لذلك، فإن التقلبات في علاوة التمويل الخارجي قادرة على تفسير تتابع مراحل النشاط الصاعد والنازل. نماذج Bernanke

⁽¹⁾ Christian Pinshi, (2017): Op.Cit p 12.

وآخرون، Kiyotaki و Moore و Townsend، كل على طريقته، يشرح لماذا تتقلب علاوة الخطر وكيف يؤثر ذلك في النهاية على النشاط الإقتصادي.⁽¹⁾

أولاً، في تمثيل Bernanke وآخرون (1999)، علاوة التمويل هي دالة عكسية للملاءة المالية للمؤسسة، استناداً إلى القيمة المحيطة لضماناتها، ويفسر بعدم قدرة البنوك على مراقبة عوائد المشروع واحتمالات تعثره. في هذا السياق تؤدي أي صدمة (صدمة الطلب، الإنتاجية أو صدمة النقدية) تؤثر على صافي الثروة (القيمة المحيطة للضمانات) إلى تغيير في شروط التمويل للمؤسسات، وبهذه الطريقة، إلى إجمالي حجم الاستثمار. وهكذا فإن هذه الآلية تجعل من الممكن شرح كيف يمكن أن تؤدي صدمة مؤقتة حقيقية، من خلال التأثير على شروط التمويل، إلى تقلبات مستمرة ومضخمة في النشاط. يمكن تلخيص آلية المسرع المالي من خلال الشكل التالي رقم (2-11):

الشكل رقم (2-11): آلية المسرع المالي



Source: Aurélien Leroy, (2016): **Analyse des effets de la concurrence bancaire sur la stabilité et l'efficacité: Une perspective européenne**, Thèse de Doctorat en science économiques, Ecole doctorale sciences de l'homme et de la société, Université d'Orléans, p 83.

يتيح الشكل إمكانية التمييز بين ثلاثة حلقات مختلفة؛ الحلقة الأولى والثانية (1 و 2) يمكن إرفاقها للإشارة إلى آلية الانتشار، والتي تربط الفضاء الحقيقي بالفضاء المالي. الحلقة الثالثة، من جانبها، تربط الفضاء المالي بالفضاء الحقيقي ويتم تفسيرها كآلية تضخيم.

نموذج Kiyotaki و Moore (1997) يتماشى مع الخط المفاهيمي لـ Bernanke وآخرون (1999)، على الرغم من تسليط الضوء على الفروق الهامة. عادة في Kiyotaki و Moore، تقتصر آليات التضخيم في البداية على التغيرات في أسعار الأصول ولا تمر من خلال التغير الداخلي في الرفع، على عكس Bernanke وآخرون. علاوة على ذلك، فإن العقار هو بمثابة ضمانات. ومع ذلك فإن الآلية المذكورة والمقدمة سابقاً لا تزال قابلة للمقارنة. ومن ثم، فإن صدمة الطلب السلبية مثلاً تؤدي إلى انخفاض الاستثمار في العقارات، مما يتسبب

⁽¹⁾ Aurélien Leroy, (2016): **Analyse des effets de la concurrence bancaire sur la stabilité et l'efficacité: Une perspective européenne**, Thèse de Doctorat en science économiques, Ecole doctorale sciences de l'homme et de la société, Université d'Orléans, p 82.

في انخفاض أسعارها. لذلك، بما أن كل التمويل يتطلب مستوى معين من الضمانات، فإن انخفاض أسعار العقارات يزيد من قيود التمويل، مما يزيد من الانخفاض الأولي في الإستثمار وتدهور النشاط الإقتصادي. وبالتالي يتم تقديم تفسير مقنع، من جهة، لمسايرة التقلبات الدورية المتأصلة في الأنظمة المالية (آلية الإنتشار)، ومن جهة أخرى، الطبيعة المزعزعة للإستقرار للدورة الإقتصادية في النشاط الإقتصادي (آلية التضخيم). ومع ذلك فإن نظرية المسرع المالي لها حدود لشرح شدة بعض الأزمات، وعلى وجه الخصوص سنة 2008. لذلك هناك عناصر نظرية أخرى قادرة على تكثيف آلية الإنتشار (الحلقات 01 و 02 في الشكل السابق)، يجب أن تكون متقدمة. وبالإضافة إلى وجود عدم التماثل في المعلومات، يمكن أيضاً تفسير آلية الإنتشار، أولاً من خلال التحيزات المعرفية، وثانياً من خلال ميزات مؤسسية معينة.⁽¹⁾

3- خصائص الدورة المالية عند Borio:

Claudio Borio هو رئيس قسم النقد والإقتصاد ببنك التسويات الدولية. وقد عمل فيه منذ سنة 1987، حيث تمحورت اهتماماته البحثية أكثر حول القضايا المتعلقة بالإستقرار المالي وخاصة الدورة المالية.

تتمثل الخصائص السبع (07) للدورة المالية وفقاً لـ Borio في:⁽²⁾

- ❖ تتلخص الدورة المالية بشكل جيد في التطورات في الإئتمان وأسعار العقارات؛
 - ❖ ترددها أقل (أي أوسع نطاقاً) من دورة الأعمال: بدلاً من الإنتقال من القمة إلى القعر كل 05-07 أو 08 سنوات، يمكن أن تمتد الدورة المالية من 16 إلى 20 سنة؛
 - ❖ تتطابق القمم عادة مع الأزمات المالية النظامية الرئيسية، وقد أكدت الأزمة المالية لسنة 2008 ذلك؛
 - ❖ ملاحظة الدورة المالية يمكن أن يساعد إذا في تحديد مخاطر الأزمات البنكية والمالية مثلاً من خلال مؤشرات الإئتمان/الـ PIB وأسعار العقارات؛
 - ❖ مراقبة الدورات المالية يمكن أن يساعد في توقع الناتج المحلي الإجمالي المحتمل بشكل أفضل من مجرد رصد توقعات التضخم. وبالتالي، لم يعد من الممكن تعريف الـ PIB المحتمل على أنه "ما يمكن إنتاجه دون التسبب في ضغوط تضخمية"، ولكن كما يمكن أن يكون، مع تجنب تراكم الإختلالات المالية أيضاً؛
 - ❖ يعتمد مدى (سعة) الدورة المالية وطولها على النظام الذي تتكشف فيه:
- يعني التحرير المالي معوقات مالية أقل ويشجع على التهور المالي،

⁽¹⁾ Aurélien Leroy, (2016): Op.Cit, p p 83-84.

⁽²⁾ Jézabel Couppey-Soubeyran et Salim Dehmej, (Mai 2017): **Le rôle de la politique macroprudentielle dans la prévention et la correction des divergences au sein de la Zone Euro**, Direction générale pour les politiques internes, Unité e soutien à la gouvernance économique, Parlement européen, p 43.

- كانت السياسة النقدية التي تستهدف التضخم عاجزة عن رؤية الإختلالات المالية،
- تغذي العولمة التجارية الإزدهار المالي وتحد من التضخم،
- باختصار، أدى التحرير، التضخم المستقر والعولمة التجارية إلى تغذية الدورة المالية؛
- ❖ عادة ما يصاحب النزول في الدورة المالية "انكماش الميزانية" (أكثر خطورة من حالات الركود العادية)؛ فالإنتعاش يكون أبطأ مما هو عليه في أعقاب الركود الدوري التقليدي؛ خسائر الإنتاج هي أيضا أقوى. وكثيراً ما تكون هذه الخسائر دائمة -أي أن الإنتاج نادراً ما يعود إلى معدل نموه قبل الأزمة-.

ثالثاً - دور السياستين النقدية والمالية العامة والعوامل التنظيمية في تضخيم تقلبات الدورة المالية:

خضعت السياسات الإقتصادية خاصة المالية والنقدية إلى دراسات مكثفة لتقييم دورها في تضخيم تقلبات الدورات المالية والإقتصادية عبر مساهمتها لها وتعميق الإختلالات؛ وأيضاً بالنسبة للعوامل التنظيمية. وفتح النقاش في المقابل حول كيفية جعلها تعمل بشكل مضاد (معاكس) للدورة.

1- دور السياسة النقدية المساهمة للإتجاهات الدورية:

تواجه السلطات النقدية والإحترازية مأزق التوفيق بين تكلفة تمويل الإقتصاد (سعر الخطر/ معدل الفائدة) ومستوى الخطر النظامي.⁽¹⁾

باستخدام أساليب مختلفة قام Kurowski و Smaga (2018) بتقييم مدى دورية السياسة النقدية في سبعة بنوك مركزية (ل: المملكة المتحدة، جمهورية التشيك، منطقة اليورو، أمريكا، هنغاريا، بولندا والسويد) عبر مراحل الدورة المالية للفترة 1995-2015. قدّم هذا البحث دليلاً على أن السياسة النقدية في مرحلة التوسع من الدورة المالية، تكون توسعية في المتوسط بأكثر من 50 % من الحالات. ويشير هذا إلى السلوك المساهم للإتجاهات الدورية للسياسة النقدية والذي قد يؤدي إلى تضخيم الإختلالات المالية الدورية (الذي تم قياسه باستخدام فجوة الائتمان/PIB. تظهر النتائج التي توصلت إليها الدراسة أن مساهمة السياسة النقدية للدورة هي قضية لا ينبغي إهمالها، مما يسهم في النقاش المستمر في الأدبيات حول كيفية الحد من التضارب بين استقرار الأسعار والإستقرار المالي.⁽²⁾

بغض النظر عن هدفها الأساسي، تؤثر أدوات السياسة النقدية على الدورة المالية (الجدول رقم 2-5). تعتمد قوة واتجاه قرارات السياسة النقدية التي تؤثر على الخطر النظامي على مصدر هذا الأخير. إذا كان هيكل

⁽¹⁾ Michel Aglietta, (2013): Op.Cit, p 47.

⁽²⁾ Lukasz Kurowski and Pawel Smaga, (2018): Op.Cit, p 522.

ميزانية المؤسسات المالية النقدية هو مصدر الخطر النظامي، فإن سياسة البنك المركزي التي تتطوي على برامج للسيولة تزيد من رافعها المالي (مثلا من خلال نماذج تقييم المخاطر).⁽¹⁾

جدول رقم (2-5): قنوات تأثير أدوات السياسة النقدية على الدورة المالية

قناة التأثير	أداة السياسة النقدية	التأثير على الدورة المالية
الميزانية	برامج حقن السيولة	- زيادة في الرفع وتحركات مفرطة في أسعار الأصول
	برامج حقن السيولة في حالة الهيئات ضعيفة الرسملة	- التوسع الائتماني وزيادة الأصول الإجمالية للمؤسسات المالية، مما يؤدي إلى نمو أسعار الأصول وتوسع إضافي في الميزانية
	تخفيض معدل الفائدة	- زيادة في مديونية الأسر والمؤسسات غير المالية
سلوك الخطر	تخفيض معدل الفائدة	- زيادة نسبة القروض المقدمة للمقترضين ذوي الجدارة الائتمانية السيئة - البحث عن سلوك الدخل
	رفع معدل الفائدة	- التعرض المرتفع لخطر تغيرات أسعار العقارات
أسعار الأصول ومعدل الصرف	تخفيض معدل الفائدة	- ارتفاع مستوى أسعار الأصول (في 2001-2005 في الولايات المتحدة الأمريكية) - تعزيز الاختلالات المالية في البلدان الأخرى -ارتفاع معدل تقلبات أسعار الصرف-
	رفع معدل الفائدة	- زيادة في حصة القروض بالعملة الأجنبية

Source: Lukasz Kurowski and Pawel Smaga, (2018): **Monetary policy and cyclical systemic risk – Friends or foes?**, Prague economic papers, N° 27 (05), <https://doi.org/10.18267/j.pep.667.pdf>, p 524.

إن تخفيض معدلات الفائدة، كأداة رئيسية للسياسة النقدية، يمكن أن يكون "سلاح ذو حدين". فهو يقلل على المدى القصير من مخاطر الائتمان، لكنه يشجع العملاء على تحمل المزيد من الديون وزيادة مستوى المديونية المفرطة في المدى المتوسط. وقد أظهرت العديد من الدراسات أن تخفيض معدلات الفائدة قد يحفز البنوك على تقديم قروض للمقترضين ذوي المخاطر العالية مع سوء الجدارة الائتمانية. ويلاحظ ارتفاع مستوى سلوك المخاطرة في البنوك الصغيرة والبنوك التعاونية. علاوة على ذلك، فإن معدلات الفائدة التي تتحول إلى سلبية تقاوم البحث عن سلوك الربح. تشجع معدلات الفائدة المنخفضة أو السلبية المستثمرين على البحث عن فرص استثمار مربحة ومحفوفة بالمخاطر.

⁽¹⁾ Lukasz Kurowski and Pawel Smaga, (2018): Op.Cit, p 525.

تؤثر السياسة النقدية على الخطر النظامي من خلال أسعار الأصول، وقنوات تدفقات رؤوس الأموال والعملات. يوضح Taylor (2007) وجود ترابط كبير بين قرارات السياسة النقدية وأسعار الأصول في الفترة 2001-2005. السياسات النقدية التوسعية تحفز تدفقات رأس المال، مما قد يزيد الإختلالات المالية. في بيئة معدلات فائدة سلبية، قد تدفع التدفقات الرأسمالية بين البلدان البنوك المركزية لخفض معدلات الفائدة لوقف ارتفاع أسعار صرف العملات. ومع ذلك، إذا كان مصدر الخطر النظامي هو القروض بالعملات الأجنبية، فإن السياسات النقدية التقييدية سوف تزيد من المخاطر المتراكمة والتعرض لتقلبات أسعار العملات الأجنبية. يحدد Agur و Demertzis (2012) تأثير الإستبدال المتعلق بالسياسات النقدية التقييدية؛ عندما يزداد معدل الفائدة تصبح بنود الميزانية التي يرفعها القطاع البنكي أكثر تكلفة، لذلك تسعى البنوك إلى تقليل حجمها وبالتالي تقليل أخذ المخاطر.

وبالتالي يبقى السؤال التالي: هل ينبغي أن تأخذ السياسة النقدية، التي تهدف إلى إستقرار الأسعار، الدورة المالية بعين الاعتبار؟ أظهر Delis و Karavias (2015) أن السياسة النقدية "المثلى" تستهدف تحقيق الإستقرار في دورة الأعمال تقيد في الوقت نفسه مستوى مخاطر الإئتمان للبنوك عند حالة التوازن. إن السياسة المثلى تقلل من قوة حلقات التضخيم المالي من خلال الإستجابة لعوامل صدمات اللاتأكد في فترات الإجهاد، حتى لو كان ذلك على حساب خلق درجة معتدلة من التقلبات في التضخم.⁽¹⁾

2- دور سياسة المالية العامة المساهمة للإتجاهات الدورية:

يأتي مصطلح السياسة المالية أساسا من الكلمة الفرنسية "Fisc" وتعني حافظة النقود أو الخزنة، حيث يتضمن معناها كلا من المالية العامة وميزانية الدولة. يوجد العديد من التعريفات للسياسة المالية نذكر منها:⁽²⁾

- السياسة المالية بأنها مجموعة السياسات المتعلقة بالإيرادات العامة والنفقات العامة بقصد تحقيق أهداف محددة.
- هي سياسة استخدام أدوات المالية العامة من برامج الإنفاق والإيرادات العامة لتحريك متغيرات الإقتصاد الكلي وهذا بتغيير مستوى الضرائب وأنواعها ومدى تكوين الإنفاق، ودرجة وشكل الإقتراض. وتستخدم الحكومات السياسة المالية العامة عادة لتعزيز النمو القوي المستدام.

⁽¹⁾ Lukasz Kurowski and Pawel Smaga, (2018): Op.Cit, p 525.

⁽²⁾ سعد الله داود، (2013): الأزمات النفطية والسياسات المالية في الجزائر، دار هومة للطباعة والنشر والتوزيع، الجزائر، ص ص 163-164.

من خلال التعريفين السابقين يمكن القول أنهما يتفقان في أن السياسة المالية هي أداة الدولة للتأثير في النشاط الإقتصادي بغية تحقيق الأهداف الإقتصادية والإجتماعية. بمعنى إستخدام الحكومة لبرامج الإنفاق والإيرادات العامة التي تنتظم في الموازنة العامة لإحداث الآثار المرغوبة على التنمية ومعالجة مشاكل الإقتصاد.⁽¹⁾

دفعت الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 والهبوط اللّاحق في الإقتصاد العالمي صانعي السياسات في عدد كبير من البلدان إلى تفعيل حُرْم الحوافز المالية الكبيرة. استلزمت معظم حُزم التعافي هذه أحكامًا لإنقاذ القطاع المالي، والذي تعرض لخسائر هائلة في أعقاب بداية الأزمة، مما رفع التكلفة المالية العامة للتدخل إلى مستويات غير مسبوقة في معظم البلدان الصناعية، وخاصة المملكة المتحدة والولايات المتحدة الأمريكية. وهذا بدوره قاد العديد من البلدان إلى عكس مسار السياسة واختيار تقليص النفقات المالية. واضطرت دول أخرى مثل اليونان وإيرلندا وإيطاليا وإسبانيا إلى أن تسير على شاكلتها بسبب اعتبارات المخاطر السيادية. مثل هذه الإجراءات السياسية في شكل حافز مالي الذي أعقبه التقشف المالي أعادت تنشيط النقاش حول السياسة المالية المعاكسة للدورة الاقتصادية.

إن الرجوع الأخير إلى مسايرة السياسة المالية للدورة (التقشف خلال أشد مراحل الانكماش في فترات ما بعد الحروب والأزمات) ليست حالة معزولة. الواقع أن هناك أدلة شائعة على أن السياسات المالية المسايرة للتقلبات الدورية كانت هي المعيار السائد في العديد من البلدان النامية والأسواق الناشئة. وقد اعتُبرت هذه الأدلة نقطة الإنطلاق، ومن ثم أدت إلى جدول أعمال بحث نشط بشأن مصادر السياسة المالية المسايرة للدورة. وتشمل التفسيرات المحتملة التي طرحت: القيود على الاقتراض التي تحد من قدرة صانعي السياسات على إتباع السياسة المالية المعاكسة للدورة الاقتصادية في الأوقات السيئة؛ مسايرة تدفقات رأس المال للتقلبات الدورية التي تعمل أيضًا كقيود للاقتراض في الأوقات السيئة؛ القيود السياسية مثل الضغوط الجبائية من مجموعات القوة المتعددة لزيادة الإنفاق العام في الأوقات الجيدة والتي تؤدي إلى سياسة مالية انكماشية في الأوقات السيئة بسبب عدم كفاية المدخرات؛ والتشوهات السياسية مثل الفساد مما يؤدي إلى الضغط العام من أجل زيادة الإنفاق العام في الأوقات الجيدة للحد من الريوع المتاحة أمام الحكومات.

⁽¹⁾ سعد الله داود، (2013): مرجع سبق ذكره، ص 164.

يرتبط أحد الجوانب الرئيسية للطابع الدوري المرتبط بالسياسة المالية بعواقبه على المتغيرات الإقتصادية. وبالنظر إلى انتشار السياسة المالية المسيرة للدورة الإقتصادية في العديد من البلدان، فمن الواضح أن هذا الأمر ذو أهمية رئيسية لكل من الباحثين وصانعي السياسات.⁽¹⁾

توصلت دراسة كل من Richard McManus و F. Gulcin Ozkan (2015) عن عواقب السياسة المالية المسيرة للدورية في مجموعة من البلدان المتقدمة والنامية إلى النتائج التالية:⁽²⁾

- وجدوا أن سياسة المالية العامة المسيرة للدورية (الإنكماش في الأوقات السيئة والتوسع في الأوقات الجيدة) كانت واسعة الانتشار في كل من البلدان النامية والبلدان المتقدمة خلال الفترة 1950-2010؛
- كذلك، ملاحظة أن درجة التقيد بالدورة الإقتصادية في سياسة المالية العامة تتزايد في المتوسط بمرور الوقت؛
- أظهرت نتائج البحث بوضوح أن الطابع المسير للدورية لسياسة المالية العامة له آثار مهمة على نتائج الإقتصاد الكلي؛
- على وجه الخصوص، وجدوا أن إتباع الموقف المالي المسير للدورية يؤدي إلى انخفاض النمو الإقتصادي، وارتفاع معدل التقلب في الإنتاج وارتفاع مستويات التضخم.

والسؤال المركزي الذي يكمن وراء هذا النقاش حول السياسة المالية هو ما إذا كانت الإجراءات المضادة للدورة -التوسعية في الأوقات السيئة والإنكماشية في الأوقات الجيدة- التي كانت تسعى إليها حزم التحفيز المالي، هل من الممكن أن تكون فعالة للتخفيف والحد من فترات الركود؟

3- دور العوامل التنظيمية:

تم إدخال العديد من التغييرات على أنظمة رأس المال وأنظمة المحاسبة من أجل جعلها أكثر حساسية للمخاطر. تعتبر المزايا من حيث زيادة الشفافية وتحسين إدارة المخاطر كبيرة جداً، إلا أن هذه التغييرات نفسها أسهمت في خلق آليات تضخيم جديدة داخل النظام المالي. نحاول توضيح الأثر المحتمل للقواعد الإحترازية والأنظمة المحاسبية على الدورة المالية.

3-1 تأثير القواعد الإحترازية:

يشكل قياس الحساسية للخطر وسيلة جيدة للرقابة على المخاطر على مستوى كل بنك، إلا أنها إذا كانت سيئة التصميم فإنها تؤدي إلى نتائج نظامية غير مرغوب فيها، وخاصة إذا كانت المؤسسات الخاضعة لهذه

⁽¹⁾ Richard McManus and F. Gulcin Ozkan, (2015): **On the consequences of procyclical fiscal policy**, Fiscal studies, Vol. 36. N° 01, Institute for fiscal studies, Oxford, p p 30-31.

⁽²⁾ Ibidem, p 32.

القواعد تبحث في نفس الوقت عن رفع الأموال الخاصة، تخفيض أصولها المخطرة المرجحة وحل وضعيات محفظة تفاوضها.

يحتوي الجهاز الإحترازي "بازل II" على أربعة عناصر مهمة مساهمة للإتجاهات الدورية:⁽¹⁾

- بالنسبة لخطر السوق، متطلبات الأموال الخاصة مؤسسة على الخطر المحتمل للخسارة القصوى (VaR)؛
 - بالنسبة لخطر القرض، متطلبات الأموال الخاصة مؤسسة على التتقيط؛
 - التقييد المحاسبي بالقيمة العادلة للمنتجات غير السائلة وفقا للمعايير المحاسبية المالية؛
 - الطابع المساهم للإتجاهات الدورية للإحتياطات الإجبارية حسب المعايير المحاسبية المالية.
- التفاعل والتداخل بين هذه العناصر الأربعة ساهم بقوة في الإنخفاض الكبير لأسعار الأصول الذي شهدته الأسواق والبنوك منذ بداية الأزمة.

3-2 تأثير القواعد المحاسبية:

بصفة عامة، كل إصلاح محاسبي مهم يجب النظر إليه كذلك من وجهة نظر أثره على الإقتصاد الكلي، وخاصة إمكانية زيادة التقلبات الدورية. شهدت الأدوات المالية ظاهرة التغير المتسارع وغير المستقر في قيمتها، وهذا ما تتسم به الأدوات المالية في الأسواق عموما. ومع هذه الظاهرة تعددت طرق قياس الأدوات المالية عبر الزمن، ومنها التقييم بالقيمة العادلة.

رغم أن طريقة التقييم بالقيمة العادلة تتطلب من المؤسسات أن تقيم أصولها باستخدام الأسعار السوقية الراهنة، تستخدم كمقياس أداء جيد في معظم الحالات. فإن الأزمة المالية أوضحت أنها يمكن أن تعمل في فترات التخفيف من الإستدانة على زيادة حدة عمليات الهبوط في الأسعار. فإذا ما تعين على شركة ما أن تبيع أصل بسعر منخفض. فقد يتعين على شركات أخرى أن تقيم الأصول المماثلة بنفس السعر المنخفض، وهو ما قد يدفع شركات أخرى للبيع، وبخاصة إذا كان لديها قواعد تمنع الإحتفاظ بأصول منخفضة القيمة. ومن ثم فإنه ينبغي أن تسمح قواعد المحاسبة للمؤسسات المالية التي لديها أصول متداولة بأن تخصص احتياطات تقييم تنمو لكي تعكس التقييمات المبالغ فيها أثناء الإنتعاش وتعمل كخط أمان للوقاية من أي تراجع نحو القيم الدنيا أثناء الإنكماش. وكذلك الأمر بالنسبة للأصول المستخدمة كرهونات، مثل المنازل التي تميل أيضا إلى مساهمة إتجاه الدورة.⁽²⁾

⁽¹⁾ Hugo Banziger, (Septembre 2009): **Réforme de l'architecture financière globale: Un nouveau contrat social entre la société et la finance**, Revue de la stabilité financière, N° 13 – Quel avenir pour la régulation financière? , Banque de France, p 29.

⁽²⁾ حكيم براضية، (جوان 2015): مرجع سبق ذكره، ص ص 97-98.

للدورة المالية آثار وخيمة على الإقتصاد الكلي بحكم تراكم الخطر النظامي في بعده الزمني، كما تعتبر المسبب الرئيسي للخطر النظامي في بعده عبر-قطاعي.

المطلب الثالث: البعد عبر-قطاعي للخطر النظامي وتفاعله مع البعد الزمني

يشمل البعد الثاني للخطر النظامي عدة قطاعات -عبر-قطاعي-، ويعكس وجود وانتقال الخطر النظامي في لحظة معينة من الزمن. ومصدر هذا البعد هو أثر العدوى الناجم عن التعرضات المتبادلة بين الأعوان الماليين. وخاصة المؤسسات ذات الأهمية النظامية في حالة تقديرها الناقص لاحتمال تأثير خطر أنشطتها على الشبكة المالية ككل، مما يخلق آثار خارجية سلبية إلى قطاعات النظام الأخرى وإلى الإقتصاد الحقيقي. أظهرت أزمة الـ Subprimes أن المخاطر المالية التي كان يفترض سابقاً أنها مستقلة هي في الحقيقة مترابطة مع بعضها، وأن التعرض المفرط لنفس المخاطر يلاحظ عادة في المرحلة الصاعدة للدورة المالية. لذلك سنحاول تسليط الضوء على ظاهرة العدوى المالية ودور المؤسسات المهمة نظامياً في تفاقمها، ثم ديناميكية التفاعل بين بعدي الخطر النظامي في شكل أزمة نظامية.

أولاً- العدوى كعنصر مفتاحي للبعد عبر-قطاعي للخطر النظامي وآليات إنتشارها:

تعمل القنوات المختلفة لإنتقال الخطر النظامي من خلال العدوى المباشرة وغير المباشرة، والتي تعكس الترابط بين العوامل والطبيعة الداخلية للخطر النظامي. وكذلك تذكرنا بمفهومين نظاميين أساسيين هما مغالطة التعميم والآثار الخارجية.

1- مفهوم العدوى المالية وأثرها:

العدوى ملازمة للخطر النظامي وتحدث عندما يتحقق أو يتجسد هذا الخطر، وهي الآلية البارزة والرئيسية وبها يصبح أي اضطراب مالي واسع الإنتشار إلى أن تصل الأزمة إلى أبعادها النظامية. بشكل عام، يمكن تعريف العدوى بأنها "عملية إنتقال الصدمات (الإيجابية أو السلبية) عبر مكونات النظام المالي". المفهوم الأكثر تقييداً للعدوى هو إنتشار الصدمات التي تفوق ما يمكن تفسيره من خلال العوامل الأساسية. ويستند معظم تحليل العدوى إلى إطار عمل Forbes و Rigobon (2000) حيث يتم تعريف العدوى على أنها تغير في كيفية انتشار الصدمات بين الفترات العادية نسبياً وفترات الأزمات.⁽¹⁾

⁽¹⁾ Markus Brunnermeier and others, (September 2013): **Assessing contagion risks from the CDS market**, Occasional Paper Series N° 4, European Systemic Risk Board (ESRB), p 12.

تضمنت المعايير التي استعملت في الأدبيات المالية لتعريف العدوى النقاط التالية:⁽¹⁾

❖ الإنتقال يفوق ما يمكن تفسيره بالأسس النظرية الاقتصادية؛

❖ الإنتقال مختلف عن التعديلات المنتظمة الملاحظة في الأوقات الهادئة؛

❖ الأحداث المشكلة للعدوى سلبية الأطراف القصوى؛

إلا أنه ليس هناك إتفاق حول أي واحد من هذه المعايير ضروري أو كافٍ لوصف العدوى. ومع ذلك ينبغي مراعاة أن الظروف "العادية" تخضع لتغير (هيكلية) أيضا. بناء على ذلك يمكن تعريف أثر العدوى كـ "احتمال انتشار وامتداد عدم استقرار هيئة معينة (أداة، سوق، بنية تحتية، قسم من النظام المالي) إلى بقية أجزاء النظام المالي مع الآثار السلبية، مؤديا إلى أزمة ذات نطاق نظامي". يُفهم أثر العدوى على أنه انتقال الخطر النظامي عبر قنوات متعددة. يتأسس هذا التعريف على فرضيتين:

– الأولى: هي أن العدوى لا يمكن أن تحدث دون صدمة مبدئية؛

– والثانية: هي أن كُلاً من حجم ووتيرة انتقالها بين الهيئات (الأسواق) يفوق تلك المتوقعة في ظروف سوقية "عادية".

بالتالي يمكن أن يتم تحليل الخطر النظامي في بعده عبر-القطاعي من خلال عنصرين رئيسيين: **الصدمة** التي تؤثر على واحدة أو أكثر من المؤسسات المالية، وآلية **العدوى** التي تضاعف من هذه الصدمة. إلا أن أثر الصدمة يمكن أن يكون **لاخطي** وقد يتغير بسرعة. قد يتبع هذا الأثر في الأجل القصير والمتوسط الحالة الراهنة التي تشهدها الأسواق المالية والظروف الاقتصادية. وفي الأجل الطويل يتبع التطور والتغيرات الهيكلية للنظام المالي.⁽²⁾

يمكن توضيح أثر العدوى داخل النظام المالي بمساعدة مصفوفة العدوى التي تبرز المكونات الثلاثة الرئيسية للنظام المالي –المؤسسات، الأسواق والبنى التحتية– والترابطات الرئيسية بينها (الجدول رقم 2-6).⁽³⁾

⁽¹⁾ Pawel Smaga, (2014): Op.Cit, p 10.

⁽²⁾ Ibidem, p 11.

⁽³⁾ Jan Frait and Zlatuše Kmarkova, (2010-2011): Op.Cit, p p 100-101.

الجدول رقم (2-6): مصفوفة العدوى المالية

العدوى إلى			العدوى من
المؤسسات	المؤسسات	البنية التحتية	
الأسواق	الأسواق	البنية التحتية	
البنية التحتية	الأسواق	البنية التحتية	
التعرض لمخاطر الائتمان، روابط حاملي الأسهم (shareholders) خطوط القرض المخصصة للطوارئ، الوصول إلى البنية التحتية المالية الرئيسية	خسائر استثمارات في التجارة والمحافظة المالية المتاحة للبيع، خسائر من خلال قناة الدخل، مشاكل مع التمويل وإدارة السيولة	تأخرات في المدفوعات الواردة والصادرة تعقد مهمة إدارة السيولة	اضطرابات تشغيلية
صناع السوق للمشقات، تقديم التسهيلات الائتمانية عن طريق البيع الإضطراري للاصول	عدوى معلوماتية خسارة مفاجئة في الثقة	اضطرابات تشغيلية في النظام يمكن أن تؤثر بشكل سلبي على دورة السوق وتشوه تشكيل الأسعار	هوامش شراء (قد تصبح أسعار الأصول المالية تحت الضغط)
يمكن لخدمات الدعم، الروابط التقنية، تكنولوجيا المعلومات والاتصالات أن تنتشر الاضطرابات			

Source: Jan Frait and Zlatuše Kmarkova, (2010-2011): **Financial stability, systemic risk and macroprudential policy**, Financial stability report, Czech National Bank, p 101.

يجب أولاً التمييز بين العدوى المباشرة والعدوى غير المباشرة. يرتبط هذا التمييز بذلك الموجود بين الترابط (interconnexion) المباشر والترابط غير المباشر.

2- العدوى المالية المباشرة وأثر الدومينو:

تحدث العدوى المالية المباشرة عندما يتعذر على الطرف المقابل للمعاملات، نتيجة لصدمة سلبية، الوفاء بالتزاماته أو لا يريد الوفاء بها، مما يكون له تأثير مباشر على الطرف المقابل الآخر. وبالتالي فهذه العدوى المباشرة تحدث عندما ترتبط المؤسسات بالتزامات تعاقدية، ولم يعد أحد الأطراف المقابلة أو أكثر يفي بهذه الالتزامات بعد الصدمة.⁽¹⁾

تشير هذه القناة إلى الآثار المباشرة من مؤسسة معسرة (أو السوق أو البنية التحتية) للأطراف المقابلة من خلال الترابطات المباشرة (مثل التعرضات الضخمة الموجودة أو التدفقات المالية عن طريق أنظمة المدفوعات). أثارت الكتابات الاقتصادية في التسعينات (Tirole و Rochet، 1996) الانتباه إلى مخاطر التعرض المفرط بين

⁽¹⁾ Laurent Clerc and others, (2016): **Indirect contagion: The policy problem**, Occasional paper series, N° 09, European Systemic Risk Board (ESRB), p 03.

البنوك، وخاصة في حالة السوق النقدي غير المضمون. وقد أشارت إلى أن مزايا الترابط والإتصال في شكل تقاسم المخاطر بين المؤسسات المالية تأتي دائما على حساب مخاطر العدوى.

تهتم البحوث في مجال المالية منذ زمن بنظرية الشبكات، وأغلب الدراسات في هذا الميدان التي استعملها القائمين بالضبط أو من قبل البنوك المركزية كانت ذات توجه وحيد واهتمت فقط بالعدوى المباشرة وبأثر الدومينو. تتم الإرتباطات المتبادلة على مستوى ميزانيات البنوك، وعدم ملاء بنك ما يمكن أن تؤدي إلى عدم ملاء بنك آخر مُعرّض للبنك الأول، ... وهكذا. يمكن أن نستنتج أن نماذج الشبكة بأثر الدومينو للعدوى المباشرة أظهرت احتمال جد ضعيف لوقوع أزمة نظامية، لأن الأخذ في الحسبان فقط للصدمات ذات النطاق بعيد الإحتمال عند المحاكاة. يُفسّر هذا في جزء كبير منه بأن هذه النماذج لا تأخذ بعين الاعتبار المُكوّنة "خطر داخلي" للعدوى، والذي بإمكانه تضخيم الإنخفاضات بطريقة مذهلة.⁽¹⁾

يمكن تلخيص القنوات المباشرة للعدوى في الآثار المباشرة الناجمة عن الروابط التعاقدية و/أو التخلف عن السداد (آثار الدومينو). إلا أن إغفال مفهوم الخطر الداخلي وآليات التغذية الرجعية والتضخيم في الشبكة المالية جعل تفسير الأزمات النظامية لا يمكن أن يتم بالإعتماد على هذه القناة.

3- القنوات غير المباشرة لانتشار العدوى:

تنجم العدوى غير المباشرة عن عدم الأخذ بشكل كاف في الحسبان للآثار الخارجية السلبية من طرف مشاركي السوق (التي تزيد من الخطر النظامي) بسبب أنشطتهم واتصالياتهم. يمكن لأثر العدوى أن يؤثر بالتالي على كل المؤسسات وليس فقط تلك ذات الشروط المالية الضعيفة. وإنما أيضا تلك في حالة سليمة مسبقا والتي تأثرت بآثار الدورة الثانية لأثر الدومينو وتغير ظروف السوق المالي (كإنخفاض أسعار الأصول المقيمة سوقيا). وكمثال عن ما يمكن أن تشمله العدوى نذكر: فشل المؤسسات ذات الأهمية النظامية (SIFI's: Systemically Important Financial Institutions)، انخفاض معتبر في الثقة (لاتأكد متزايد) في النظام المالي وأيضا تصاعد عدم دعم أسعار الأصول (مؤديا إلى انفجار فقاعات السوق العقاري).⁽²⁾

عكس العدوى المباشرة، لا تتطلب العدوى المالية غير المباشرة أي إخلال مبدئي بالعقد، وإنما تحدث عندما تُؤدّ إجراءات المؤسسات المالية آثار خارجية تؤثر على مؤسسات أخرى من خلال قنوات غير تعاقدية. نميز صنفين رئيسيين من هذه القنوات وهي قنوات سعر السوق وقنوات المعلومات:⁽³⁾

(1) Jean-Pierre Zigrand, (Juillet 2010): Op.Cit, p 180.

(2) Pawel Smaga, (2014): Op.Cit, p 11.

(3) Laurent Clerc and others, (2016): Op.Cit, p 04.

3-1 قنوات سعر السوق:

يؤثر تصفية الميزانيات على أسعار الأصول المالية، مما يؤثر على جميع الجهات الفاعلة المعرضة لهذه الأصول. وقد تؤدي مثل هذه التصفية أيضاً إلى حدوث مشكلات في السيولة، حيث قد يؤدي انخفاض قيمة الضمانات إلى إطلاق نداءات الهامش.

ترتبط ثروات المؤسسات المالية عندما يكون لديها أصول مشتركة أو مترابطة. يمكن لقرار إحدى المؤسسات بالبيع أن يقلل من سعر السوق للأصل. سيؤثر تخفيض السعر هذا على القيمة السوقية للأصول التي تحتفظ بها جميع المؤسسات التي لم تبع. ولما كانت الإلتزامات ثابتة، فإن انخفاض القيمة السوقية لأصول المؤسسة يدفع المؤسسة إلى الإقتراب من نقطة العجز لديها.

وعادة ما تسمى هذه القناة غير المباشرة للعدوى بـ "الآثار الخارجية للبيع الطارئ أو الإضطرابي/ fire sale externality". تنشأ العوامل الخارجية نتيجة لقرار مؤسسة واحدة ببيع الأصل المشترك أو المترابط مما يؤثر على احتمال تعثر مؤسسة أخرى. لا تستوعب مؤسسة البيع هذا التأثير، وبالتالي تكون النتيجة غير فعالة نظامياً.⁽¹⁾

تحدث المبيعات الإضطرابية خاصة أثناء الأزمات المالية لأن سيولة السوق تميل إلى أن تكون مسايمة للتقلبات الدورية: فهي مرتفعة عندما ترتفع أسعار الأصول أثناء فترات الازدهار، وتكون الأسعار منخفضة في فترات الركود. وبهذا تكون العوامل الخارجية للبيع الإضطرابي قوية خصوصاً عندما تكون المؤسسات أكثر ميلاً إلى البيع في مراحل دورة الأعمال. إضافة لذلك، هناك بعض الأدلة على أن الإرتباط بين فئات الأصول يزيد خلال الأزمات. ولهذه الآثار الخارجية لعمليات البيع آثار أوسع نطاقاً عندما تكون الإرتباطات المتبادلة بين الأصول عالية، لأن البيع الطارئ يقلل من الأسعار عبر مجموعة أوسع من فئات الأصول.

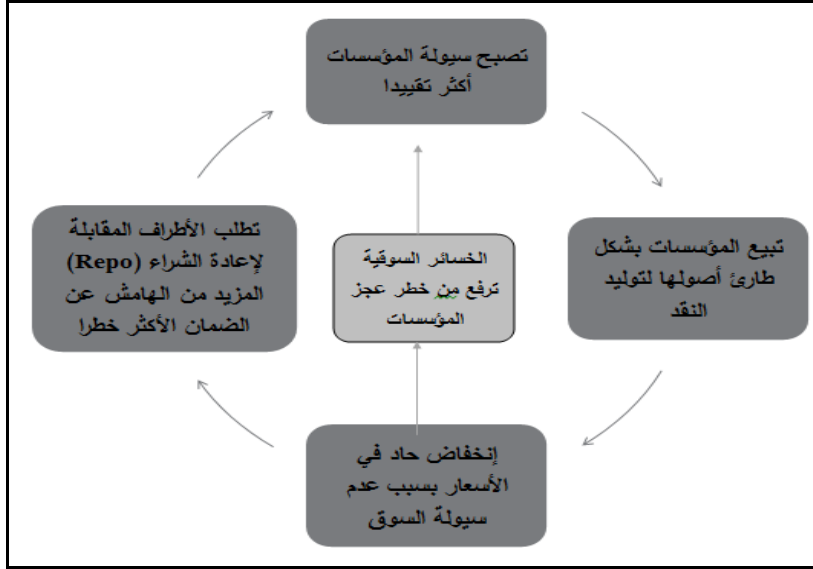
تتفاعل الآثار الخارجية للبيع الطارئ ديناميكياً مع نقاط الضعف في الميزانية - مما قد يؤدي إلى حدوث حلقة رد فعل سلبية من عدم السيولة. والضعف الرئيسي في الميزانية هو إختلال آجال السيولة، وهي ميزة هيكلية لكثير من نماذج أعمال المؤسسات المالية كالبنوك وبعض الصناديق التعاونية.

إن الإستجابة السلوكية لدى الأطراف المقابلة لـ repo لزيادة عدم السيولة في السوق تقلل من سيولة التمويل الكلي في النظام المالي. وفي الوقت الذي تبدأ فيه المؤسسات المقيدة بالسيولة في بيع أصولها السائلة، تصبح ميزانيتها غير سائلة أكثر فأكثر. نتيجة لذلك، يكون لديها ميل أعلى لبيع الأصول غير السائلة بسعر

⁽¹⁾ Laurent Clerc and others, (2016): Op.Cit, p 05.

مخفض. وهذا يخلق ظروف دوامة إنخفاض السيولة على نطاق النظام؛ إذ تتفاعل سيولة السوق وسيولة التمويل سلبيا مع بعضهما وتتدهوران في الوقت نفسه. يوضح الشكل رقم (2-12) ديناميكيات دوامة اللّسيولة.

الشكل رقم (2-12): البيع الطارئ ودوامة الإنخفاض في السيولة النظامية



Source: Laurent Clerc and others, (2016): **Indirect contagion: The policy problem**, Occasional paper series, N° 09, European Systemic Risk Board (ESRB), p 07.

وبالتالي يمكن أن تصبح معاملات إعادة الشراء مصدراً لا يمكن الإعتماد عليه للسيولة أثناء الأزمات المالية، حيث يمكن أن يتوقف تحويل السيولة على أساس الشروط الجيدة التي أصبح فيها المقترض النقدي مألوفاً. في حالة الإقراض المضمون، قد يؤدي الإنخفاض في جودة الضمانات إلى "التدافع" من جانب الدائنين على شكل دعوات للحصول على هامش إضافي. ساهمت آليات هذه العمليات في انهيار بنك Lehman Brothers⁽¹⁾.

2-3 قنوات المعلومات:

يمكن تعريف معلومات العدوى بأنها تغيير مفاجئ وأحيانا غير متوقع في سلوك الأعوان الإقتصاديّين التي يمكن أن يأخذ شكل "سلوك القطيع" (عند فئات الإستثمار المتنوعة، التي تتعرض معا لنفس الفئة من الخطر المرتفع)، تنهار المعلومات (عندما يختار كل عون نفس الفعل، بغض النظر عن معلوماته الخاصة) أو إعادة النظر المفاجئ في الأسس الإقتصادية (ما يسمى البقع الشمسية)⁽²⁾.

قد تتسبب الأخبار السيئة أو الشائعات في حدوث سلوك تحوط من جانب الأطراف المقابلة المباشرة وغير المباشرة للمؤسسة المعسرة. هذه القنوات غير المباشرة للعدوى هي نتاج داخلية (endogeneity) معتبرة. وغالبا ما

⁽¹⁾ Laurent Clerc and others, (2016): Op.Cit, p 07.

⁽²⁾ Jan Frait and Zlatuše Kmarkova, (2010-2011): Op.Cit, p 101.

تعمل في وقت واحد، والتفاعل مع بعضها البعض مع آثار لاختطية محتملة. تتفاعل هذه القنوات غير المباشرة مع قناة العدوى المباشرة أيضاً، مما يؤدي إلى نتائج نظامية أكثر حدة مما لو كانت قناة عدوى واحدة فقط قيد العمل.⁽¹⁾

عندما يكون المستثمرون حساسون للتغيرات الأساسية في المعلومات، فإن الأخبار السيئة عن مؤسسة مالية واحدة يمكن أن تؤدي إلى حدوث "تدافع" على تلك المؤسسة وتؤثر أيضاً على المؤسسات المالية الأخرى. في النموذج البنكي الكلاسيكي لـ Diamond و Dybvig (1983)، يتدافع الدائنون أو المودعون غير المضمونين قصيرو الأجل على البنوك مما يحدث ظاهرة الذعر التي يمكن أن تحدث في أي وقت، ليس فقط خلال أزمة اقتصادية أو مالية. إلا أن المودعون في الغالب يميلون إلى الارتباط بالتغيرات الأساسية في المعلومات، مثل الأخبار السيئة عن صحة البنك أو النظام المالي، تُضخم المعلومات غير المباشرة في هذه الحالة الأثر الأولي للعدوى المباشرة.⁽²⁾

تعطي نظرية لاتماثل المعلومات تفسيراً للقنوات المعلوماتية لانتشار العدوى، فعدم قدرة البنوك أو الدائنين الآخرين على التمييز بين الأصول أو الأطراف المقابلة الجيدة والسيئة، يؤدي هذا إلى التدافع ويبدأ الإمتداد عن طريق سلوك القطيع إلى بقية البنوك التي ينتشر التدافع عليها. يتولد الخطر النظامي كذلك بعدوى عسر البنك الأول للبنوك الأخرى التي تصبح هي أيضاً في عسر.⁽³⁾

ثانياً - الأهمية النظامية للمؤسسات المالية وتأثيرها على العدوى في الشبكة المالية:

قد تكون الهيئة المهمة نظامياً مؤسسة مالية، بنك، أسواق وبنى تحتية، شركة تأمين أو مؤسسة مالية أخرى يمكن أن يؤدي فشلها إلى التأثير على كامل النظام المالي وزعزعة إستقراره.

1- الأهمية النظامية للمؤسسات المالية ومخاطرها:

إن عملية التعرف على كل المؤسسات والأدوات والأسواق المالية ذات الأهمية النظامية تتسم بالتعقيد والصعوبة، فأغلب الحكومات لا تملك تعريفاً رسمياً لها. ومع ذلك فقد اعتبرت المؤسسة المالية، الأداة أو السوق المالية ذات الأهمية النظامية إذا تسبب تعثرها خطراً واسع الانتشار وذلك إما من خلال الأثر المباشر أو في صورة إنتقالية من خلال العدوى.⁽⁴⁾

(1) Laurent Clerc and others, (2016): Op.Cit, p 04.

(2) Ibidem, p 10.

(3) Alaa Guidara, (2015): Op.Cit, p 15.

(4) ذهبي ريمة، (2012-2013): مرجع سبق ذكره، ص ص 110-111.

كشفت أزمة الـ Subprimes عن مخاطر كبيرة مرتبطة بأنشطة المؤسسات المالية الكبيرة، المعقدة والمتشابكة، والمعروفة بإسم المؤسسات المالية المهمة نظامياً (SIFIs: Systemically Important Financial Institutions)، مع عدم كفاية الضبط والإشراف على هذه المؤسسات. على مدى العقود القليلة الماضية توسعت البنوك في الإقتصادات المتقدمة إلى أحجام كبيرة، وتجاوزت في كثير من الحالات الحدود التي تتوقف عندها وفورات الحجم، وتخلت كذلك عن النموذج البنكي المحلي أو الإقليمي التقليدي وبدأت العمل على نطاق عالمي. فمعظم المعاملات المالية عبر الحدود تتم بواسطة عدد قليل من المؤسسات المالية، التي توجد بينها روابط عديدة غير شفافة. وتشمل الإتجاهات المشتركة في سلوك هذه المؤسسات زيادة حادة في الرفع المالي، الإعتماد على مصادر التمويل قصيرة الأجل، نمو كبير في الأنشطة خارج الميزانية، نشاطات تحويل الآجال، ونسبة عالية من الدخل ناتجة عن المتاجرة في المنتجات المالية المهيكلّة المعقدة.⁽¹⁾

لا يعتبر تعريف مصطلح مؤسسة مهمة نظامياً أمراً واضحاً جداً نظراً للظروف المتنوعة على النطاق الدولي ومستويات تطور الأسواق المالية المختلفة. ولأغراض الإشراف الاحترازي، يمكن تعريف SIFIs كمؤسسة يؤدي فشلها إلى تعريض دائنيها وحملة الأسهم لخسائر كبيرة في شكل تكاليف مباشرة. من المنظور النظامي، تعتبر SIFI أحد مكونات النظام الذي يساهم بشكل كبير في تراكم الخطر النظامي والتي قد يؤدي فشلها في فرض آثارا كبيرة على البيئة المحيطة بها، وهذا من شأنه أن يهدد الأداء السلس للنظام ككل ويكون له تأثيرات سلبية على النظام والإقتصاد الحقيقي. العامل الكلي هو الأكبر، لأن التأثيرات غير المباشرة على محيط الـ SIFI والتي لديها القدرة على إحداث أزمة كبيرة وممتدة. يمكن تعريف SIFI من وجهة النظر السلبية كمؤسسة يمكن أن يؤدي فشلها غير الخاضع للرقابة إلى إلحاق ضرر جسيم بالنظام المالي، ولكن يمكن تعريفها أيضاً من وجهة نظر إيجابية كمؤسسة ذات مكانة حيوية لأداء سلس للنظام المالي والإقتصاد الحقيقي.

يرتبط التوسع في المؤسسات المالية الكبيرة والمعقدة (في المقام الأول في شكل مجموعات بنكية كبيرة ومعقدة) بالتكامل العالمي للأسواق، وبالتالي يمكن اعتباره ظاهرة طبيعية. إن الدفع المستمر للحصول على الأموال بسهولة أكبر، تنويعها، واستخدامها بفعالية لتمويل العمليات الدولية، قد استلزم بالضرورة إنشاء بنوك كبيرة عبر الحدود. إن خدمات هذه المؤسسات المالية لا تستخدم فقط من قبل الشركات الدولية الكبيرة والمستثمرين غير الماليين، ولكن أيضاً بشكل غير مباشر من قبل الحكومات التي تسعى للحصول على دائنين جدد لتمويل ديونها المرتفعة. كما أن الصناعة البنكية العالمية مركزة جداً، مثلما يتضح من ارتفاع نسبة

⁽¹⁾ Zlatuše Komarkova, Václav Hausenblas and Jan Frait, (2011-2012): **How to identify systemically important financial institutions**, Financial stability report, Czech National Bank, p 100.

المعاملات عبر الحدود إلى عدد المؤسسات المالية الدولية المنفذة لها. وفيما يتعلق بهذا الإتجاه، تم تشكيل هيكل معقد من الروابط بين المؤسسات المالية. وهذا يوفر الفائدة من تقاسم مخاطر الائتمان والسيولة من ناحية، ولكنه يشكل خطراً متزايداً لحدوث العدوى من جهة أخرى.

تمثل مخاطر العدوى، المعروفة أيضاً بإسم مخاطر الشبكة، المساهمة الرئيسية لمؤسسات SIFIs في الخطر النظامي. تمثل الإستجابة المحتملة للأزمات من قبل السلطات لمخاطر العدوى مصدراً مهماً للخطر الأخلاقي، حيث أن الإنقاذ المتوقع لمؤسسات النظام المالي الكبيرة والمعقدة التي أصبحت غير مستقرة تجعل الأسواق تعتقد أنها لا يمكن أن تفشل. كما أنه يتيح لها سهولة الوصول إلى الأموال الرخيصة ويشجعها على الإنخراط في أنشطة أكثر خطورة. وكلما زادت المخاطر التي تقبلها هذه المؤسسات، كلما زادت مشاركتها في الخطر النظامي.⁽¹⁾

لفترة طويلة، كان تحديد المؤسسات ذات الأهمية النظامية أشبه بتقدير حجم ميزانيات البنوك في منطق "أكبر من أن يفشل" / Too Big To Fail (TBTf). لكن أزمة 2008 أظهرت أن المؤسسات المترابطة بشكل مفرط تشكل أيضاً خطراً على النظام المالي بأكمله (جد مترابط من أن يفشل / Too Interconnected To Fail (TICTF)). وقد اقترحت عدة تدابير لقياس الخطر النظامي للمؤسسات المالية وتقييم هشاشتها.⁽²⁾

المساهمة في الخطر النظامي لهيئة ما (المعروفة بـ أهميتها "النظامية") يمكن أن تختلف اختلافاً كبيراً حسب ظروف السوق الحالية. المؤسسات ذات الأهمية النظامية الصغيرة أثناء فترة الإنتعاش يمكن أن تكون عالية "الأهمية النظامية" أثناء الركود. لذلك تحليل مساهمة الهيئات في الخطر النظامي لا ينبغي أن يعتمد فقط على حجمها (لأنه من غير الممكن تغييره في المدى القصير)، وإنما أيضاً على معايير أخرى مثل درجة الإرتباطية (interconnectedness)، والتي قد تكون أثناء الأزمة بمثابة قناة للعدوى. بسبب لا تماثل المعلومات وعدم الكفاءة الإعلامية للأسواق المالية، الخطر النظامي الناشئ عن مساهمة المؤسسات المالية لا ينعكس بشكل كاف في متغيرات السوق المالي.⁽³⁾

(1) Zlatuše Komarkova, Václav Hausenblas and Jan Frait, (2011-2012): Op.Cit, p 101.

(2) Olivier de Bandt, Françoise Drumetz et Christian Pfister, (2013): Op.Cit, p 42.

(3) Pawel Smaga, (2014): Op.Cit, p 07.

2- معايير تحديد المؤسسات المالية البنكية ذات الأهمية النظامية:

من وجهة نظر الإشراف الإحترازي، من المفيد وضع تعريف عملي للأهمية النظامية من شأنه أن يمنح السلطات الإشرافية مجالاً لتطبيق أدواتها للتأثير على هذه المؤسسات المالية. ومن هذا المنطلق، تم اقتراح تحديد الـ SIFIs من خلال تصنيف مصادر تمويلها وقياس مساهمتها في المخاطر أو الأحداث النظامية.⁽¹⁾ وتتمثل مجموعات المؤشرات الرئيسية المستخدمة لتحديد المؤسسات البنكية ذات الأهمية النظامية (Global Systemically Important Banks/GSIBs) على المستوى العالمي المحددة من قبل لجنة بازل للرقابة البنكية، في المؤشرات الخمسة التالية:⁽²⁾

❖ حجم المؤسسات المالية؛

❖ الترابط بين أنشطة هذه المؤسسات البنكية، والمؤسسات البنكية والمالية الأخرى داخل حدود الدولة؛

❖ أنشطة هذه المؤسسات البنكية خارج حدود دولة المقر؛

❖ مدى وجود بدائل للخدمات التي تقدمها هذه المؤسسات البنكية، ودورها في البنية الأساسية للقطاع المالي؛

❖ مدى تطور أو تعقد أنشطة هذه المؤسسات البنكية.

ويشار إلى أن المؤشرات الخاصة بكل من حجم المؤسسة المالية، وعلاقات الارتباط مع المؤسسات المالية المحلية الأخرى، ومدى وجود بدائل لخدماتها، كانت متضمنة في الإطار المقدم من قبل صندوق النقد الدولي ولجنة بازل ومجلس الاستقرار العالمي لإجتماع وزراء ومحافظي البنوك المركزية لمجموعة العشرين في أكتوبر 2009. إلا أن لجنة بازل ارتأت في إطار سعيها لتحديد منهجية عالمية للمؤسسات البنكية خارج حدود الدولة الأم، ومدى تطور الخدمات المقدمة من خلالها، إلى المؤشرات الثلاث التي تم تحديدها مسبقاً. وقد ساعد ذلك على صياغة منهجية أكثر دقة لتقييم الآثار عن فشل أي من هذه المؤسسات.

ووفقاً لهذه المنهجية، تم إعطاء أوزان (أهمية نسبية) متساوية لكل من المؤشرات الخمسة المشار إليها، بواقع 20 % لكل منها. كما تم استخدام عدد من المؤشرات الفرعية لقياس كل مؤشر رئيسي. وتم منح المؤشرات الفرعية أوزان متساوية داخل فئة كل مؤشر رئيسي، وذلك بهدف أن يتم في النهاية الحصول على مؤشر مرجح للأهمية النظامية لكل مؤسسة مالية (بنكية)، كما يتضح من الجدول التالي (رقم 2-7):

⁽¹⁾ Zlatuše Komarkova, Václav Hausenblas and Jan Frait, (2011-2012): Op.Cit, p 101.

⁽²⁾ محمد يسر برنيه وهبة عبد المنعم، (2014): التعامل مع المؤسسات المصرفية ذات المخاطر النظامية محلياً ودور المصارف المركزية، صندوق النقد العربي، أبو ظبي - الإمارات العربية المتحدة، ص 04.

الجدول رقم (2-6): منهجية بازل لتحديد المؤسسات البنكية ذات الأهمية النظامية على المستوى العالمي

أهمية المؤشر	الوزن النسبي (%)	المؤشرات المتضمنة	الفئة (وزن الفئة/الأهمية النسبية)
• يقاس هذا المؤشر من خلال معيار الإنكشاف (التعرض) في مؤشر نسبة الرافع المالي بمبادئ اتفاقية بازل؛ • ويحسب هذا المؤشر بقسمة قيمة التعرض بالبنك إلى إجمالي قيمة مؤشر الإنكشاف لكافة البنوك المتضمنة بالعينة؛ • تلجأ عدد من البنوك المركزية والدراسات إلى مؤشر إجمالي أصول البنك إلى إجمالي الأصول البنكية كمؤشر لحجم البنك.	20	التعرض (الإنكشاف) الإجمالي كما هو مُعرف في مؤشرات الرافع المالي لاتفاقية بازل III	- الحجم (20 %)
• يقيس هذا المؤشر الأهمية النسبية لكل من أصول وخصوم البنك خارج الدولة التي يتواجد بها مقره الرئيسي وبالتالي كلما زادت الأهمية النسبية لأصوله أو خصومه الأجنبية كلما دل ذلك على ارتفاع الأهمية النظامية للبنك على المستوى العالمي وارتفاع حجم الآثار المترتبة على فشله وكلفة إنقاذه؛ • ويحسب هذا المؤشر بقسمة أصول البنك وخصومه الخارجية إلى كل من إجمالي أصول وخصوم البنوك المتضمنة بالعينة؛ • يستند هذا المؤشر إلى البيانات التي تقوم البنوك العالمية بإمداد بنك التسويات الدولية بها فيما يتعلق بالأصول والخصوم عبر الحدود.	10	الأصول خارج حدود دولة المقر	- الأنشطة خارج حدود دولة المقر (20 %)
	10	الخصوم خارج حدود دولة المقر	
• يشير هذا المؤشر إلى علاقات البنك الإرتباطية مع المؤسسات المالية الأخرى داخل حدود الدولة سواء فيما يتعلق بعمليات الإقراض أو الاقتراض؛ • كلما زادت مستويات ارتباط البنك بالمؤسسات المالية الأخرى داخل حدود الدولة كلما ارتفع مستوى المخاطر النظامية والآثار التي قد تنتج عن فشل هذا البنك على المؤسسات المالية الأخرى؛ • يحسب هذا المؤشر بالنسبة للمؤشرين الفرعيين الأول والثاني من خلال حساب نسبة إجمالي أصول البنوك المتضمنة في العينة بالإضافة إلى نسبة خصوم البنك إلى إجمالي الخصوم من المؤسسات المالية الأخرى للبنوك داخل العينة وداخل حدود الدولة. يقيس مؤشر التمويل بالجملة درجة اعتماد البنك على المؤسسات المالية الأخرى في تمويل عملياته؛ • يحسب مؤشر التمويل بالجملة من خلال احتساب نسبة التمويل	6.67	الأصول (من المؤسسات المالية الأخرى داخل حدود الدولة)	- الإرتباط بين أنشطة البنك والمؤسسات المالية الأخرى داخل حدود الدولة (20 %)
	6.67	الخصوم (من المؤسسات المالية الأخرى داخل حدود الدولة)	
	6.67	مؤشر التمويل بالجملة	

من خلال الجملة إلى إجمالي التمويل.			
• يقيس هذا المؤشر مدى أهمية البنك سواء كمشارك في الصناعة البنكية أو في تقديم الخدمات المالية ومن ثم مدى وجود بدائل للخدمات المالية ومدى أهميته فيما يتعلق بأنظمة الدفع أو التسوية البنكية؛ • وبالتالي فكلما زاد عدد البدائل المتوافرة لدور البنك كمشارك في الصناعة البنكية أو بدائل لدوره كمقدم أو مشارك في البنية الأساسية للقطاع المالي كلما انخفضت أهميته النظامية ومستوى الآثار المترتبة عن فشله (علاقة عكسية)؛ • ويقاس هذا المؤشر من خلال قياس الأهمية النسبية لكل من الأصول التي يحتفظ بها البنك كوصي لإجمالي الأصول المماثلة للبنوك المتضمنة بالعينة، وقيمة المدفوعات من خلال أنظمة الدفع بالإضافة إلى إجمالي الأسهم والسندات المكتتب بها من قبل البنك لإجمالي الأوراق المالية المماثلة المكتتب بها من قبل البنوك المتضمنة بالعينة.	6.67	الأصول محل النزاع القانوني المدفوعات التي تم تسويتها أو تنفيذها من خلال أنظمة الدفع قيمة المعاملات التي تم الإكتتاب بها فيما يتعلق بأسواق الدين أو الأسهم.	- مدى وجود بدائل للخدمات التي تقدمها هذه المؤسسة البنكية/ دورها في البنية الأساسية للقطاع المالي (20 %).
• يشير هذا المؤشر إلى مدى تعقد العمليات الخاصة بالبنك سواء على مستوى الخدمات أو هيكل العمليات أو تنفيذها وإلى أي مدى يندرج البنك في تعاملات أسواق المشتقات المالية في السوق الموازي بما يشمل التعاملات في أسواق الصرف والأسهم وأسواق السلع وعمليات مقايضة مخاطر الائتمان، وغيرها من التعاملات الأخرى؛ • وكلما زاد تعقد مستوى الخدمات المالية للبنك كلما زادت مخاطره النظامية وارتفعت تكلفة إنقاذه من التعثر؛ • يقاس هذا المؤشر من خلال الأهمية النسبية لمجموع تعاملات البنك في هذه المشتقات المالية إلى إجمالي التعاملات المناظرة من البنوك المتضمنة بالعينة بالإضافة إلى الأهمية النسبية للأصول من النوع الثالث لإجمالي الأصول المناظرة للبنوك المتضمنة بالعينة، هذا إلى جانب الأهمية النسبية للأوراق المالية المتداولة والمعدة للتداول لإجمالي القيمة المماثلة على صعيد باقي بنوك العينة.	6.67	قيمة التعاملات في الأسواق غير المنظمة (OTC). الأصول من المستوى الثالث Tier 3 assets قيمة الأوراق المالية المتداولة أو المتاحة للتداول	- مدى تطور وتعقد أنشطة البنك (20 %)

المصدر: محمد يسر برنييه وهبة عبد المنعم، (2014): التعامل مع المؤسسات المصرفية ذات المخاطر النظامية محليا ودور المصارف المركزية، صندوق النقد العربي، أبو ظبي-الإمارات العربية المتحدة، ص ص 05-07.

3- نماذج من المؤسسات المالية غير البنكية المؤثرة نظامياً:

لقد أصبحت السلطات الإحترازية في الآونة الأخيرة مهتمة بهذه المؤسسات المالية التي قد تكون مهمة نظامياً ولكنها ليست بنكية. يستهدف هذا بشكل رئيسي مسيرو الأصول، شركات التأمين وغرف المقاصة. هذه المؤسسات ليس بالضرورة مدعومة أو يمكن إنقاذها ولا هي عرضة لتحويل الآجال من خلال أنشطتها العادية، وهما الخاصيتان الرئيسيتان اللتان تصنفان البنوك بوضوح كـ SIFIs. بدلاً من ذلك، تتطور المناقشة الحالية نحو عوامل أخرى قد تجعل هذه المؤسسات المالية غير البنكية مهمة نظامياً.⁽¹⁾

3-1 مسيرو الأصول (صناديق الإستثمار):

طلبت مجموعة العشرين (G20) من مجلس الإستقرار المالي والمنظمة الدولية للجان الأوراق المالية (IOSCO) في سنة 2011 إعداد منهجيات لتحديد المؤسسات المهمة نظامياً غير البنكية وغير التأمينية، فخرجوا بتقريرين، واحد في سنة 2015 والآخر في سنة 2016. أشار هذان التقريران إلى أن السلطات تجد صعوبة في تحديد ما يمكن أن يجعل مسيري الأصول ذوو أهمية نظامية، ولكن أيضاً لم يؤكدوا بشكل قاطع على أنهم ليسوا كذلك. مسيرو الأصول كبيرون للغاية، بمعنى أنهم يحتفظون بكميات كبيرة من الأموال نيابة عن العملاء. ومع ذلك، على عكس البنوك أو التأمين، فإنهم لا يحملون هذه الأصول في حساباتهم. ولذلك، فإن الثغرة المرتبطة بالهبوط في قيمة الأصول التي تعتبر مهمة بالنسبة للبنوك غير موجودة لدى مسيري الأصول. يركز مجلس الإستقرار المالي على العديد من القضايا المتعلقة بمسيري الأصول، منها:

- تحويل السيولة بين استثمارات الصندوق وشروط استرداد وحدات التمويل المفتوحة؛
- الرفع المالي داخل صناديق الاستثمار؛
- المخاطر التشغيلية والتحديات في نقل العهدة الإستثمارية في الظروف السيئة؛
- أنشطة إقراض الأوراق المالية لمسيري الأصول والصناديق.

تُطرح العديد من المخاوف بشأن مسيري الأصول التي يمكن أن تكون مزعزة للإستقرار المالي، ولكن بنفس الطريقة قد تقوم بالعكس أي دعم الإستقرار، مثلاً عن طريق شراء القروض المتعثرة من البنوك. وهو ما يزيد من صعوبة تحديد مدى نظاميتها. إن جوانب الضعف في البنوك التقليدية مثل التعرض المباشر والمترابط وتحويل السيولة غائبة بشكل عام عن معظم صناديق الإستثمار المشترك وصناديق الإستثمار المتداولة

⁽¹⁾ Jon Danielsson, (November 2016): **Global Financial Systems: Stability and Risk**, On-line chapters Version 4.1, Systemic Risk Centre London School of Economics, PEARSON Education Limited, United Kingdom, <http://www.globalfinancialsystems.org/files/danielsson-on-line-book-chapters.pdf>: 28/04/2017, p 517.

وصناديق التقاعد. في حين أن الرفع المالي يمكن أن يصل إلى 12 ضعفاً من المسموح به للبنوك الخاضعة للتنظيم في إتفاقية بازل.

اقترح مجلس الإستقرار المالي في جوان 2016، أن يخضع مسيرو الأصول لإختبارات الإجهاد بطريقة مماثلة لتلك التي تقوم بها البنوك الكبيرة لتقييم التهديدات المحتملة على الصناعة المالية والاقتصاد. واقترح إضافة إلى ذلك رسوم إضافية على عملاء مسيري الأصول للحد من التدفقات الخارجة في أوقات الأزمات.⁽¹⁾

3-2 مؤسسات التأمين:

نشرت جمعية جنيف الدولية لاقتصاديات التأمين الدولي في سنة 2010 تحليلاً عن دور شركات التأمين في الخطر النظامي، تم في هذا التقرير فحص الأدوار المختلفة لشركات التأمين والبنوك في النظام المالي العالمي وتأثيرها على الأزمة. الإستنتاج الرئيسي لهذا التحليل هو أن الأنشطة التقليدية لشركات التأمين وإعادة التأمين لا تشكل خطراً نظامياً بسبب السمات المحددة لهذه الصناعة، ولسبب على الأقل من الأسباب التالية:⁽²⁾

- حجمها المحدود يعني أنه لن يكون هناك آثار كبيرة على الأسواق المالية؛
- يتطور إعسار شركات التأمين ببطء ويمكن في الغالب استيعابه، مثلاً عن طريق زيادة رأس المال؛
- ملامح العلاقات المتبادلة بين أنشطة التأمين تعني أن خطر العدوى سيكون محدوداً.

ومع ذلك، وخلال الأزمة المالية، تسبب عدد صغير من الأنشطة شبه البنكية التي تقوم بها شركات التأمين إما بالفشل أو إثارة صعوبات كبيرة في النظام المالي. بيّنت الممارسة العملية أن شركات التأمين تتعرض بشكل متزايد للمخاطر الكلية، ويُفسر هذه التعرض إلى حد كبير بارتفاع حساسيتها للتطورات المالية ومشاركتها في الأنشطة غير التقليدية. توفر مجموعة متزايدة من الأدبيات دليلاً على أن شركات التأمين تشكل خطراً نظامياً بين المؤسسات المالية. حتى إذا كان هذا الخطر أصغر عادةً مقارنة بالبنوك، فإن ذلك يعني أن شركات التأمين يمكن أن تكون ذات أهمية نظامية.⁽³⁾

⁽¹⁾ Jon Danielsson, (November 2016): Op.Cit, p p 517-518.

⁽²⁾ Andreas A. Jobst, (2014): **Systemic risk in the insurance sector- a review of current assessment approaches-**, <https://link.springer.com/article/10.1057/gpp.2014.7>, p 15.

⁽³⁾ Elia Berdin and Matteo Sottocornola, (2017) : **Systemic risk in insurance: Towards a new approach**, SAFE Policy Letter, No. 62, Goethe University Frankfurt, SAFE -Sustainable Architecture for Finance in Europe, Frankfurt, <https://www.econstor.eu/bitstream/10419/.../1/1007507225.pdf>, p 03.

صنّف مجلس الإستقرار المالي في السنوات الأخيرة خمسة (05) مؤسسات تأمين أوروبية، ثلاثة (03) أمريكية وواحدة صينية باعتبارها مهمة نظاميا (Global Systemically Important Insurers /G-SIIs)، على أساس كونها من اللاعبين الكبار في السوق المالي.⁽¹⁾

3-3 غرف المقاصة والأطراف المقابلة المركزية:

توجد العديد من الأسباب التي تجعل من المفروض أن يتم التفاوض على المشتقات المالية في الأسواق غير المنظمة (OTC) عبر غرفة مقاصة متمثلة في الأطراف المقابلة المركزية (Central Counterparties /CCPs). يسمح هذا الجهاز للقائمين بالضبط بالإستفادة من المزايا المعلوماتية الناتجة عن إحدى الوظائف التي بإمكان CCPs أن يقوم بها. بإمكان CCPs أيضا أن يسمح بتخفيض خطر الطرف المقابل بدمج أموالها الخاصة في أموال الضمان المشترك، وبفضل ودائع الهامش المبدئية وعروض الهامش المدفوعة من قبل الأطراف المقابلة، إضافة إلى حصص التسوية المنتظمة. نظريا، تزيد الـ CCPs من مرونة النظام المالي من خلال تركيز جميع مخاطر الطرف المقابل، إلا أنها:⁽²⁾

- تصبح مؤسسة نظامية تتجسد مخاطرها في حالة وجود خلل في الروابط بين CCPs والعدوى المرتبطة بالتشغيل البيني والمتطلبات الإضافية في الأسواق؛
 - الـ CCPs هي أيضا مساهمة للتقلبات الدورية من خلال نداءات الهامش التي ترتفع مع مستوى المخاطر (للأصول الأساسية والمخاطر المقابلة)؛
 - تُفاقم من تغيرات الأسعار في الأوقات السيئة؛
 - الطريقة الخاطئة لخطر الضمانات المنشورة في CCPs؛
 - في الأوقات السيئة يمكن ربط الأصل الأساسي بالإضافة إلى الضمانات المنشورة بشكل إيجابي وبالتالي تقليل المستوى الفعلي لتغطية الـ CCPs؛
 - الأثر الجزئي والكلي لإرتفاع عروض الهامش.
- توسط الأطراف المقابلة المركزية يمكن أن يتلف شبكة الإرتباطات بين الهيئات المالية، وبالتالي يزيد قنوات العدوى. كما أن وجود أحد أو العديد من الـ CCPs لن يكون له فقط أثر مباشر على الخطر النظامي من خلال وساطة الميزانيات، ولكن هيكل الـ CCPs ذاته يؤثر على الخطر النظامي بطريقة غير مباشرة كذلك عن طريق آليات الأسعار. كمتغير داخلي تحدد الأسعار في جانب منها من طرف الهيئات المالية، كما تُفرض

⁽¹⁾ Jon Danielsson, (November 2016): Op.Cit, p 519.

⁽²⁾ Olivier de Bandt, Françoise Drumetz et Christian Pfister, (2013): Op.Cit, p 46.

عليها من خلال تقييمات السوق وحدود الـ VaR، وهما عنصرين في قلب آلية CCPs. بإمكان "آثار الدور الثاني" من أن تضخم حركات السوق أثناء الأزمة.⁽¹⁾

ثالثاً - الأزمات النظامية كتعبير عن الطابع التطوري والديناميكي للخطر النظامي:

يتفاعل بعدي الخطر النظامي الزمني وعبر-القطاعي إضافة لبقية الأبعاد، وتشكل الخاصة الجوهرية للخطر النظامي المتمثلة في طبيعته التطورية، والتي نحاول إبراز ديناميكيته من خلال أزمة الـ Subprimes.

1 - تشابك وتفاعل مصادر وأبعاد الخطر النظامي:

يتنوع الخطر النظامي جوهرياً ويشمل مجموعة كبيرة من المميزات. يعني هذا أن الأداة المالية، المؤسسة، السوق، البنية التحتية للسوق، أو قسم من النظام المالي يمكن أن يكون مصدراً للخطر النظامي، ناقل له، كما يمكن أن يكون متأثراً به. ليس من السهل تحديد ما إذا كان نطاق حدث ما هو (أو سيصبح) نظامياً حتى في فترات الإضطراب. تقييم مدى تأثيره على سائر أجزاء النظام قد يكون عرضة لتغيرات ديناميكية والتقييم قد يتعرض لخلل التقدير الناقص (الإستهانة). قد يكون مصدر الخطر النظامي داخل أو خارج النظام المالي، أو قد ينتج عن الإتصال والترابط (interconnectedness) خصوصاً بين مؤسسات مالية وأسواق مالية وتعرضها للإقتصاد الحقيقي.

غير أن تصنيف ظاهرة ما على أنها خطر نظامي لا يمكن أن يعتمد على ما إذا كانت داخلية (endogenous) للنظام المالي، أو إذا كان لها أثر على الإقتصاد الحقيقي. هذا الأثر هو احتمالاً دائم الحضور من خلال الإضطرابات في وظائف النظام المالي. يمكن أن يكون الخطر النظامي من الإثنين أي داخلي الناجم عن السلوك الجماعي للمؤسسات المالية (أو واحدة منها: المؤسسات ذات الأهمية النظامية SIFIs)، أو خارجي (exogenous) عندما يكون المصدر خارج النظام المالي، كالاختلالات في الإقتصاد الحقيقي. نظراً للروابط المالية الكلية العديدة بين الإقتصاد الحقيقي والنظام المالي، فمن الصعب إيجاد مصادر الخطر النظامي بوضوح.

يمكن للخطر النظامي أن يكون ذو بعد كلي أو جزئي. قد ينشأ الخطر النظامي الكلي عندما يصبح النظام المالي معرضاً للخطر المجمع الناتج مثلاً عن نمو التعرضات المترابطة؛ بينما ينشأ الجزئي عندما يكون لفشل مؤسسة فردية أثر على النظام المالي كـ "كل" (عجز SIFI). يرتبط البعد الكلي والبعد الجزئي ارتباطاً وثيقاً. تحقق الخطر النظامي الذي سببته تراكم الاختلالات (اللاتوازنات) لا يزيد فقط من الخطر الجزئي

⁽¹⁾ Jean-Pierre Zigrand, (Juillet 2010): Op.Cit, p 175.

(احتمال عجز مؤسسة مالية) ولكن أيضا إمتداد أثره إلى النظام المالي، أين تصبح الحصاة الكبرى من النظام غير مستقرة، خاصة في الأنظمة ذات التركيز البنكي العالي، حيث يمكن أن يعوق عجز مؤسسة أخرى الحصول على الخدمات المالية. ولهذا يبدو أكثر احتمالا للخطر الكلي أن يزيد الخطر الجزئي، وبالمثل الخطر الجزئي يمكن أيضا أن يتحقق دون الأخذ في الحسبان لـ "مستوى" الخطر النظامي في البعد الكلي.

كذلك، يمكن التمييز كذلك بين البعدين الأفقي والعمودي الخطر النظامي. يقتصر البعد الأفقي على الأحداث في القطاع المالي وحده (إفلاس الوسطاء الماليين أو انهيار الأسواق المالية). يركز البعد العمودي على الخطر النظامي أين يؤثر حدث نظامي على الإقتصاد الحقيقي كمقياس لشدة مثل هذا الحدث. إلا أنه في الواقع قد يكون من الصعب التمييز بين نطاق آثار الخطر النظامي على الإقتصاد الحقيقي، وما هو تأثيره فقط على النظام المالي، كما يعتمد على الإطار الزمني للملاحظة. في الأخير من المرجح أن يكون للخطر النظامي دائما أثرا غير مباشر وأيضا سلبي على الإقتصاد الحقيقي.⁽¹⁾

إضافة لذلك، يتطور بعدي الخطر النظامي الزمني وعبر-القطاعي إلى حد كبير بالتوافق، حتى أنه لا يمكن الفصل بينهما تماما. في مرحلة نمو الدورة المالية، يقترن النمو الإئتماني السريع بزيادة تعرض عدد كبير من البنوك لنفس القطاعات (عادة العقارات) عن طريق زيادة الترابط والإتصال المتبادل في تلبية الحاجة المتزايدة لسيولة الميزانية. تصبح المؤسسات المالية عرضة لنفس خطر التركيز على جانبي الأصول والخصوم معا. وهذا يجعلها عرضة لنفس أنواع الصدمات وتجعل النظام ككل هش. يظهر البعد الزمني في درجة الملاءة، بينما البعد عبر-القطاعي يتجلى في نوعية سيولة الميزانية للمؤسسات المالية. ومع ذلك، تترابط الملاءة والسيولة أيضا، حيث غالبا ما تتحول مشاكل السيولة بسرعة إلى عدم ملاءة.

يرتبط هذين البعدين للخطر النظامي ارتباطا وثيقا. مثلا تزايد تركيز النظام المالي (البعد عبر-القطاعي) المؤدي إلى خلق المؤسسات ذات الأهمية النظامية، يمكن أن يقود إلى الأخذ المفرط للمخاطر عبر الزمن (البعد الزمني) كنتيجة لتزايد الخطر الأخلاقي وتوقعات الإفلاس. إضافة لذلك، يزيد الإقراض المفرط أثناء الإنتعاش من أخذ الخطر (البعد الزمني) مما يمكن أن يؤدي إلى تراكم التعرضات للخطر للبنك وتركزها في قطاعات سوق معينة (بعد قطاعي) على المستوى الجزئي (سوق العقارات مثلا). على المستوى الكلي، الإتجاه المسير للدورية يمكن أن يؤدي إلى تطوير جديد بروابط أكثر تعقيدا داخل النظام المالي وبين النظام المالي والإقتصاد الحقيقي. في نفس الوقت قد تختلف نتائج التحليل من كل منظور، مثلا خلال فترات الإنتعاش ترتفع ربحية ورأس مال البنوك مما يعزز مقاومتها للصدمات (البعد القطاعي) ⇐ تناقص في الخطر النظامي، بينما - وفي

⁽¹⁾ Pawel Smaga, (2014): Op.Cit, p 08.

يُجمل الشكل التالي (رقم 2-13) مصادر وأبعاد الخطر النظامي خاصة البعدين الزمني وعبر-القطاعي.

أزمات نظامية
نتائج كامنة تتدلع بصدمة

خطر نظامي

بعد زمني:

- أخذ مفرط للخطر طيلة مراحل انتعاش دورة القرض؛
- تعرض مفرط للخطر طيلة مراحل انحسار دورة القرض.

بعد عبر قطاعي:

- الترابط؛
- التعرض المشترك؛
- المؤسسات ذات الأهمية النظامية.

أسباب اقتصادية / سلوكية
مثلا، السلوك الجماعي لمتعاملي السوق، نماذج الخطر المسايرة للدورية، التقدير السيئ للمخاطر الذي يغذيه الإعتقاد بأنه يمكن تفادي الخسائر (بفعل الضمانات الصريحة أو الضمنية للحكومات)

أسباب اقتصادية / مؤسسية
تغرات قانونية، بخصوص مثلا الإشراف، وضعيات إعادة الهيكلة وقيود الإفصاح والشفافية

تعني الطبيعة التطورية للخطر النظامي أن تعرض المؤسسات المالية لا يتبع نشاطاتها، وإنما أيضا العوامل الخارجية والطابع المسامر للدورية (procyclicality) مثلا التعرض للخطر النظامي يمكن أن يتزايد عموما أثناء فترات الركود. يمكن استنتاج أن الخطر النظامي يشكل مصفوفة بمتغيرات ديناميكية متعددة الأبعاد.

152

2- ديناميكية الخطر النظامي في أزمة الـ Subprimes:

يمكن تعريف الأزمة النظامية بالمعنى الواسع بأنها الأزمة التي يوجد مصدرها في النظام المالي، عبر انتشار صدمة أو لاتوازن، وتنتشر إلى الإقتصاد الحقيقي. عند الرجوع، يمكن لتقهقر الإقتصاد أن يؤثر سلبا على النظام المالي، وهو أثر التغذية الرجعية. الحدث المندلح يمكن أن يتعلق ببنك، سوق، منتج مالي، قطاع أو بلد مثلا. ينجم عن هذه الصدمة أزمة نظامية سواء عندما تسبب ظواهر العدوى انتقال أو حتى تضخيم لكامل النظام المالي لدرجة تعريض وظائفه للخطر بشكل عنيف، أو عندما تمس الصدمة منذ البداية مؤسسة ذات أهمية نظامية. لا تتطابق الأزمة النظامية إذا مع الأزمة المالية أو البنكية "البحتة"، بمعنى تنحصر في النظام المالي فقط، ولا في ركود "كلاسيكي"، بمعنى ذو طبيعة اقتصادية بحتة وغير مالية، مثلما يوضحه الشكل التالي رقم (2-14):

الشكل رقم (2-14): الأزمة النظامية



Source: Taryk Bennani et autres, (2017): **Politique macroprudentielle: Prévenir le risque systémique et assurer la stabilité financière**, Pearson, France, Extrait publié du livre sur le site: <https://livre.fnac.com/a10581407/Taryk-Bennani-Politique-macroprudentielle:15/01/2018>, p 21.

ومن ثَمَّ، عند دراسة الأزمة النظامية ينبغي التعمق في مفهوم الخطر النظامي. يقدم التعريف المؤسسي المشترك الأزمة النظامية كانهيار في وظائف الخدمات المالية التي يتسبب فيها انهيار كل أو جزء من النظام المالي وله أثر سلبي مُعمَّم على الإقتصاد الحقيقي، وهو نفسه المفهوم العام للخطر النظامي.⁽¹⁾

تقدم أزمة الـ Subprimes مثال جلي للخطر النظامي الذي أدى إلى أزمة نظامية، من حيث أنها أدت إلى زعزعة استقرار النظام المالي الدولي وانتشارها لكامل الإقتصاد العالمي. طبعاً الخطر النظامي ليس ظاهرة جديدة، فالأزمات المالية ميّزت تاريخ الأنظمة المالية وأزمة سنة 1929 كانت واحدة من الأزمات الأكثر رسوخاً. وقد تكثّف الخطر النظامي منذ سنوات السبعينات مع العولمة المالية. هذه الأخيرة التي رفعت من ترابط واتصال الأسواق وأدت إلى تطور المجمعات المالية الكبرى العابرة للدول ومتعددة الاختصاصات.⁽²⁾

⁽¹⁾ Taryk Bennani et autres, (2017): Op.Cit, p p 20-21.

⁽²⁾ Jean-Claude Trichet, (Février 2011): Op.Cit, p 160.

تعتبر الأزمة النظامية لسنة 2008 أول أزمة عالمية حدثت بعد أزمة الكساد الكبير من سنة 1929 إلى 1933. ربما تكون هذه هي الأزمة الأكثر تعقيداً في جميع الأزمان، ليس بالضرورة من حيث آثارها ولكن من حيث الأسباب التي أوجدتها. يكمن تعقيد أسباب الأزمة في حقيقة أن الإضطرابات كانت ناجمة عن نوعين من العوامل التي غدت بعضها البعض: العوامل التي كانت تسبب الأزمات المالية في الماضي، مثل ظهور فقاعات المضاربة، التوسع الائتماني، والمديونية أو عدم كفاية التنظيم والإشراف؛ والعناصر والتطورات الجديدة مثل ظهور منتجات مالية معقدة تتميز بدرجة عالية من التعقيد، التعرض المفرط للمخاطر من قبل معظم المتدخلين في الأسواق المالية، والنمو غير المسبوق للترابط بين الأسواق المالية والمؤسسات على الصعيدين الوطني والدولي أو الاستخدام الواسع النطاق لأنظمة استثمار الديون عالية المخاطر. ترجع أصول الأزمة إلى سوق الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية؛ ثم امتدت المشكلات عبر النظام المالي الأمريكي بأكمله، إلى جانب التلوث العالمي للأسواق المالية. تسببت الأزمة المالية في حدوث ركود في العديد من اقتصادات العالم، وفي وقت لاحق، تسبب تعقيد الظواهر المالية والاقتصادية في أزمة البلدان الأوروبية.⁽¹⁾

أهم درس مستفاد من الأزمة وآثارها التي استمرت لفترة طويلة هو تحديد الأسباب بالطريقة الصعبة. وقد صدرت عشرات الكتب ومئات المقالات في المجالات الأكاديمية المرموقة عن أسباب الأزمة المالية. وتعكس التفسيرات المتنافسة لأسباب الأزمة الصعوبة المتزايدة في تحديد العلاقة السببية في الأنظمة المركبة.⁽²⁾ الفرق بين الأزمات الأخرى وأزمة Subprimes ليس في حجم الخسائر الأولية، ولكن في الترابطات النظامية وتداعياتها. عند تدهور سوق الأوراق المالية في أوائل سنة 2000 تحمل المستثمرون النهائيون العبء الأكبر، إما مباشرة أو من خلال قيم ممتلكاتهم في صناديق المعاشات التقاعدية وما شابه ذلك. في أزمة الإذخار والقروض (S & L crisis)، تم الإستيلاء على المؤسسات الفاشلة وإغلاقها من قبل الحكومة، سداد المودعين والتصرف في الأصول. في كل حالة كان على المؤسسات المالية غير تلك التي تورطت مباشرة أن تتكيف مع الظروف المتغيرة، ولكن لم يكن عليها تحمل أجزاء كبيرة من الخسائر الفعلية. على العكس من ذلك، لم يكن هناك في أزمة الـ Subprimes أي فصل بين الأصول والمؤسسات الفاشلة عن بقية النظام المالي.⁽³⁾

⁽¹⁾ Ioana Andrada Moldovan, (2015): Op.Cit, p 266.

⁽²⁾ أيان غولدن وكريس كوتارنا، (سبتمبر 2017): **المخاطر والتعقيد**، مجلة التمويل والتنمية، العدد 45، الرقم 03، صندوق النقد الدولي، ص 47.

⁽³⁾ Martin Hellwig, (November 2008): **Systemic Risk in the Financial Sector: An Analysis of the Subprime-Mortgage Financial Crisis**, Bonn 2008/43, Preprints of the Max Planck Institute for Research on Collective Goods, p 37.

يمكن تلخيص سيرورة أزمة الـ Subprimes على النحو التالي: أدى خفض تصنيفات الأوراق المالية التي ترهنها شركات التصنيف العقاري إلى جعل أزمة الرهن العقاري عالية المخاطر تظهر في شهري جويلية وأوت من سنة 2007. فوجئ المشاركون في السوق بمدى خفض التصنيف الائتماني، كما فوجئوا بمدى مشكلات السيولة والقدرة على سداد الديون التي ارتبطت بالمواقف وأوضاع الإستثمار المهيكل وانهيار هذه المؤسسات كقنوات لإجراء الأوراق المالية المدعومة بالأصول. تسببت كل من هذه المفاجآت في الإحساس بالذعر، مما دفع المستثمرين إلى أخذ وضعية دفاع من دون الإستعداد للمساهمة في جعل التعديل المطلوب سلساً قدر الإمكان. ومنذ ذلك الحين، فإن تفاعل كل من سوء أداء السوق في الأزمة، المحاسبة بالقيمة العادلة، عدم كفاية رأس مال البنوك، والمتطلبات التنظيمية للبنوك قد أدخل النظام المالي في دوامة هبوطية طالت فترتها. أدت التدخلات الحكومية إلى منع الأسوأ على الأقل لفترة قصيرة. كانت كل مصادر وأبعاد الخطر النظامي تعمل بشكل تفاعلي في الركود الذي شهده الإقتصاد العالمي عقب الأزمة. إن انهيار القنوات والأدوات الإستثمارية المهيكل، وكذلك بعض شركات التأمين الائتماني، ثم فشل بنك Lehman Brother's، كان له ردود فعل وآليات التضخيم على الأعوان والعملاء والدائنين من خلال روابط تعاقدية. يمكن أن يُنظر إلى تفاعل الأسواق ومحاسبة القيمة العادلة والمتطلبات التنظيمية والإجراءات الاحترازية للبنوك التي لا تتمتع بحقوق ملكية كافية على أنها سلسلة من تأثيرات الدومينو، التفاعلات والآليات التغذية الراجعة من خلال أسعار الأصول. وأخيراً، لعبت عدوى المعلومات دوراً حاسماً في تشكيل التخفيض الدفاعي في أسواق ما بين البنوك وكذلك أسواق الأصول. بالنظر إلى هذه السيرورة، من المهم التركيز أيضاً على المخاطر الأخلاقية وعلى جشع مديري البنوك بالنسبة إلى توريق الرهن العقاري الذي تسبب في الأزمة، رأينا أن المخاطر الأخلاقية في عمليات الإنشاء والتوريق تلعب بالفعل دوراً رئيسياً، مدفوعةً بحوافز معيبة وتصورات خاطئة عن الخطر.⁽¹⁾

⁽¹⁾ Martin Hellwig, (November 2008): Op.Cit, p p 47-48.

خلاصة الفصل الثاني:

شهدت الأنظمة المالية المحلية والنظام المالي الدولي كمحصلة تركيبية لهذه الأنظمة، تحولات هيكلية عميقة، يمكن وصفها بأنها السبب الأساسي في ضعفها وتعرضها للمخاطر. أصبحت تقنيات تسيير وتوزيع الخطر أكثر تطوراً وتركيباً، كما توسعت شبكة الأطراف المقابلة من حيث الحجم والتعقيد، وهو التغيير النظامي الذي تم إدراكه بشكل صحيح، إلا أنه لم يتم التحكم فيه من طرف المهتمين وسلطات الضبط في الوقت المناسب، فكان التأثير على مستوى النظام الكلي سلبياً جداً ومزعزعا للاستقرار المالي. وهذا ما استدعي استدراك الأمر والتوجه نحو المقاربة النظامية للخطر.

يسمح دراسة الخطر في النظام المالي المركب بمحاولة استيعاب مصادر وأبعاد الخطر النظامي الذي يهدد بضرب استقرار كامل هذا النظام. يتم التركيز عادة على أهم بعدين، البعد الزمني أي التراكم الدوري للخطر عبر الدورة المالية، والبعد عبر-القطاعي أي انتشار هذا الخطر أو الصدمة المبدئية إلى قطاعات النظام المالي وحتى للقطاع الحقيقي عبر قنوات العدوى. الغرض من التركيز على البعدين السابقين هو وضع إطار واضح لتصميم الإستجابات المناسبة من طرف سلطات الضبط المالي وتلك المهمة بالوقاية من الخطر النظامي والحفاظ على الإستقرار المالي على المستوى المحلي والدولي.

الفصل الثالث

المقاربة النظامية للإستقرار المالي

والأفق الإحترازي الكلي للضبط المالي

تمهيد:

بينت الأزمات المالية المطّردة وتداعياتها الضخمة أهمية الإستقرار المالي والسعي إلى الحفاظ عليه، باعتباره سلعة عامة ورهان للإستقرار الإقتصادي والإجتماعي. لذلك تسعى الجهود الحثيثة للفاعلين الرئيسيين وسلطات الضبط في هذا الميدان إلى إرساء إطار فعّال له؛ ما دفع إلى تعجيل الإعتراف الدولي بضرورة التوجه نحو المقاربة النظامية للإستقرار المالي في إطار دراسة وفهم أكثر عمقا للخطر النظامي مصدر عدم الإستقرار بمحاولة تحليل مواطن الضعف، تقييمها وقياسها قدر المستطاع، ومن ثمّ تصميم استجابات مناسبة كبديل ومكمل للسياسات السّابقة بعد ثبوت قصورها بل وحتىّ إسهامها هي ذاتها في تغذية الهشاشة. تُوجّ هذا التوجه النظامي بتبني بعد احترازي كلي للضبط المالي، وقد كانت لجنة بازل للرقابة البنكية السّابقة في ذلك بإضفاء صبغة احترازيّة كلية على توصياتها في بازل III، بهدف ملء وهو ضمان توفير خدمات الوساطة المالية بشكل مستقر. أثّرت المقاربة النظامية للإستقرار على أطر إصلاح النظام المالي الدولي وفتحت أفقا جديدة أمامه، بدءا بالتأكيد على أهمية إصلاح الخطايا الأصلية له المتمثلة في نظام الإحتياطي البنكي الجزئي والتعامل بالفائدة. يتطلب الإصلاح أيضا تكريس الإنضباط السوقي بعد دحض فرضية الكفاءة والإنضباط التلقائي، إضافة إلى تحسين البنى التحتية المالية وإقامة شبكة أمن مالي متينة. وحتى يكون النظام المالي دوما في خدمة القطاع الحقيقي يتعين تعزيز الشمول المالي وتفعيل التحول نحو التمويل المستدام.

نسعى في هذا الفصل إلى التعمق في النقاط السابقة من خلال المباحث التالية:

المبحث الأول: تفسير جوهر ومضامين مفهوم الإستقرار المالي النظامي

المبحث الثاني: السياسة الإحترازية الكلية كاستجابة لضبط الخطر النظامي والحفاظ على الإستقرار المالي

المبحث الثالث: آفاق إصلاح النظام المالي الدولي وتعزيز استقراره النظامي

المبحث الأول: تفسير جوهر ومضامين مفهوم الإستقرار المالي النظامي

يوضح هذا المبحث الرهان الذي يمثله استقرار النظام المالي، أي قدرة الوسطاء الماليين، الأسواق والبنية التحتية المالية التي تكوّن النظام المالي على الصمود أمام الصدمات سواء كانت داخلية أو خارجية وتحقيق المرونة أمام الخطر النظامي؛ مما ينعكس على ضمان التخصيص الأمثل للموارد وخدمة الإقتصاد الحقيقي. تكثفت جهود التعاون الدولي بين مختلف الفاعلين الأساسيين الدوليين أو المحليين، مع تسجيل الدور البارز للبنوك المركزية، وغيرها من التنظيمات سواء الموجودة مسبقا وقامت بتكييف عملها مع مستجدات الوضع أو تلك المستحدثة كلياً، للتكفل بإشكالية الوقاية من الخطر النظامي والحفاظ على الإستقرار المالي.

المطلب الأول: التأسيس النظري للإستقرار المالي النظامي

عمقت الأزمة النظامية لسنة 2008 من إدراك أهمية الإستقرار المالي، إلا أنه لا يوجد تعريف بالإجماع لهذا الأخير، لأن الأنظمة المالية مركبة والعلاقات اللاخطية بين مختلف قطاعاتها تزيد من صعوبة التنبؤ بالأزمات المالية كمظهر لعدم الإستقرار. لذلك يعد مفهوم المرونة النظامية في قلب النقاش لكونه مفهوم تكيّفي.

أولاً- مفهوم الإستقرار المالي:

يعود منشأ مصطلح "الإستقرار المالي" إلى الإتفاقية المؤسّسة لمنظمة التعاون والتنمية الإقتصادية (OCDE) سنة 1960، وصار هذا المفهوم جزء لا يتجزأ من الصيرفة المركزية. رغم أنّ هذا المصطلح عُرف بالتأكيد خلال أزمة الكساد العظيم وما بعدها، إلا أن دوره كان صغيراً خلال عهد بريتون وودز المعروف بتنظيمه العالي. ومع بداية أزمة 2008 أصبح الإستقرار المالي وظيفة أساسية للبنوك المركزية.⁽¹⁾

تتعد الجهات الدولية والإقليمية التي تُعنى بتحقيق الإستقرار المالي، وهو ما ترتب عليه عدم وجود اتفاق على تعريف وحيد له، حيث تضمنت الأدبيات الإقتصادية مفاهيم متعددة للإستقرار المالي. وركز العديد منها على تعريفه من زاوية كونه الحالة المقابلة لعدم الإستقرار المالي، التي قد تشهد قصور أو اضطراب في قيام القطاع بوظيفة الوساطة المالية وفق أسس ومعايير مثالية. وقد انتقد فريق آخر من الإقتصاديين هذا التوجه حيث أشاروا إلى أن قيام القطاع المالي بوظيفته كوسيط مالي على الوجه الأمثل لا يعني بالضرورة قدرته على مواجهة الأزمات المالية التي تنتقل من دولة لأخرى، ولا يمكن تفاديها في ظل تحول العالم إلى قرية صغيرة

⁽¹⁾ Jon Danielsson, (November 2016): Op.Cit, p 457.

تربطها علاقات مالية واقتصادية غاية في التشابك والتعقيد. وفيما يلي عرض لمجموعة من المفاهيم الشائعة للإستقرار وعدم الإستقرار الماليين، والانتقادات التي قد توجه لهذه المفاهيم، وذلك وصولاً إلى تعريف شامل.⁽¹⁾

1- مفاهيم الإستقرار المالي في الأدبيات الإقتصادية:

يُعرّف Tarik Bennani وآخرون (2017) الإستقرار المالي بـ "حالة النظام المالي التي يبدي فيها هذا الأخير مرونة تجاه حلقات من الإجهاد المالي أو صدمات حقيقية. في شكله المثالي، يسمح هذا الإستقرار أيضاً بتخصيص أمثل للموارد، تمويل مُرضي للإقتصاد وتقييم صحيح للمخاطر وأسعار الأصول المالية".⁽²⁾

ويرى Danielsson (2016) أن الإستقرار المالي يشير إلى "السياسات الرامية إلى التخفيف من حدة النّقلب المالي، ومنع الأزمات أو احتواء الخطر النظامي، والحفاظ على أداء الأسواق المالية بكفاءة وحل الأزمات المالية".⁽³⁾

Mishkin بدوره عرّف حالة عدم الإستقرار المالي بأنها "الحالة التي يصبح عندها القطاع المالي غير قادر على القيام بوظيفته بصورة كاملة كوسيط مالي تتدفق من خلاله الموارد المالية من أصحاب رؤوس الأموال إلى طالبيها لاستغلال الفرص الإستثمارية الممكنة". يؤخذ على هذا التعريف تجاهل الواقع، حيث أن أكبر الأزمات المالية حدثت في ظل قيام القطاع المالي بهذه الوظيفة، ومثال ذلك الأزمة المالية التي اندلعت بدول شرق آسيا (1997-1999)، وحتى أثناء الأزمات المالية لا يتوقف القطاع المالي بصورة كلية في أداء وظيفته الرئيسية، ويتم التعويل عليه بصورة كبيرة في تنفيذ الخطط العلاجية لمواجهة تداعياتها سواء بضخ مزيد من السيولة اللازمة أو من خلال الإستفادة من دوره كوسيط مالي في إعادة توجيه الموارد إلى القطاعات المتضررة.

عرّف Davis حالة عدم الإستقرار المالي بأنها "الحالة التي تزيد فيها مخاطر حدوث الأزمات، وهي الحالة التي يشهد فيها القطاع المالي انهياراً كبيراً يحول دون قيامه بخدمات المدفوعات والتسوية وتوجيه الائتمان إلى الفرص الإستثمارية المنتجة والفعالة"، وهو بذلك يُعوّل كثيراً على الدور الذي يقوم به النظام المالي في دعم الإقتصاد الحقيقي من خلال وظيفته الأساسية في تقديم الائتمان وتسهيل خدمات المدفوعات.⁽⁴⁾

وقدّم Ferguson تعريفاً لحالة عدم الإستقرار يوضح الآثار غير المباشرة لها في النظام المالي على الإقتصاد الكلي، حيث أوضح أن "عدم الإستقرار المالي يتحقق من خلال ثلاث عوامل هي: - انحراف أسعار مجموعة من الأصول المالية الهامة بصورة كبيرة عن المستويات المتوقعة والمنطقية لها، - حدوث تشوهات في

(1) أحمد شفيق الشاذلي، (2014): مرجع سبق ذكره، ص 15-16.

(2) Taryk Bennani et autres, (2017): Op.Cit, p 19.

(3) Jon Danielsson, (November 2016): Op.Cit, p 458.

(4) أحمد شفيق الشاذلي، نفس المرجع، ص ص 11-12.

أداء الأسواق وتعذر الحصول على الإئتمان أو الإرتفاع المبالغ فيه في تكلفة الحصول عليه من المصادر المحلية أو العالمية، - إنحراف الإنفاق بشدة، وبما يفوق أو يقل عن القدرة الإستيعابية للإقتصاد".

يشير Andrew Crockett إلى ضرورة التفرقة بين مفهومين للإستقرار المالي وهما استقرار المؤسسات واستقرار الأسواق. وحيث تعتبر البنوك في مقدمة المؤسسات المكونة للقطاع المالي، فإن استقرار القطاع يتحقق عندما تزيد الثقة في أداء المؤسسات البنكية، والتي تعد من وجهة نظره الركيزة الأساسية التي يعول عليها في نجاح القطاع المالي في القيام بدور الوساطة المالية. وعليه، فإن حدوث تراجع في الثقة بالجهاز البنكي يعني ليس فقط حدوث اضطراب بأحد المكونات الرئيسية للنظام المالي، بل قد يمتد أثر هذا الإضطراب لينعكس في انهيار قطاع المؤسسات والأسواق في ذات الوقت.

وبوجه عام فإن الإستقرار المالي من وجهة نظر Crockett يتمثل في "الحالة التي تتمتع فيها المؤسسات بالقطاع المالي بقدر كبير من الثقة في قدرتها على الإستمرار في أداء المهام المنوطة بها دون الحاجة إلى مساعدة خارجية، وقيام المتعاملون بالأسواق الرئيسية بإجراء معاملاتهم بقدر من الثقة وبأسعار تعكس القيمة الحقيقية للمنتجات المالية المتداولة، وبحيث لا تشهد أسعار هذه المنتجات تغييرات جوهرية لا تعكس قوى العرض والطلب عليها "مع ثبات العوامل الأخرى دون تغيير". يعكس هذا التعريف التركيز على الوساطة المالية والأسواق، ويتجاهل الدور الذي تلعبه أنظمة الدفع والسياسة النقدية في التأثير على الإستقرار المالي.⁽¹⁾

2- مفاهيم الإستقرار المالي من وجهة نظر بعض البنوك المركزية:

قد تختلف مفاهيم الإستقرار المالي من بنك مركزي لآخر شكلا، وإن كانت تتفق في ضرورة العمل على تحقيق الإستقرار في كل المكونات الرئيسية للقطاع المالي بصورة متوازنة. ويلاحظ أن بعض البنوك المركزية تولي وزنا نسبيا أكبر لأحد المكونات على حساب الآخر حسب تأثير التطورات بهذا المكون في القطاعين المالي والحقيقي. ويتبنى البنك المركزي الأوروبي وجهة نظر بعض الإقتصاديين الذين يرون أن الإستقرار المالي يتحقق عندما تتمكن المؤسسات المالية من الصمود أمام الصدمات والإختلالات المالية التي من شأنها التأثير سلبا على كفاءة عملية توزيع المدخرات على الفرص الإستثمارية ذات الربحية. ويشير البنك إلى أن هذه العملية تتطلب المتابعة والتقييم المستمر لعدد من المؤشرات الإقتصادية الكلية ذات العلاقة، حيث يرى البنك أن هناك ارتباط كبير بين الإستقرار المالي والإستقرار السعري، ويعزز وجود كل منهما من فرص تحقق الآخر. فمن ناحية، يساهم الإستقرار السعري بشكل كبير في زيادة مستويات كفاءة المؤسسات المالية وقدرتها على تخصيص

⁽¹⁾ أحمد شفيق الشاذلي، (2014): مرجع سبق ذكره، ص ص 13-14.

الموارد ويعزز من قدرتها على تقييم المخاطر. ومن ناحية أخرى، يعمل الإستقرار المالي على تعزيز الإستقرار السعري، من خلال المساهمة بفاعلية وبشكل تدريجي في نقل أثر السياسة النقدية للقطاع الحقيقي.

يتبنى **مجلس الإحتياطي الفيدرالي الأمريكي** وجهة نظر أخرى مفادها أن حالة عدم الإستقرار المالي هي الحالة التي تتسم بوقوع ثلاثة ظواهر رئيسية متتالية في انحراف أسعار مجموعة من الأوراق المالية الأكثر أهمية عن أسعارها التي تتلاءم مع مقومات التحليل الأساسي لهذه المؤسسات المالية المصدرة لهذه الأوراق، وحدوث تشوه في اتجاهات الإئتمان على المستوى المحلي والعالمي وهو ما يؤدي إلى تركيز الإئتمان وتزايد احتمالات المخاطر المتعلقة بعدم القدرة على السداد، والانحراف الفعلي أو المحتمل لمستويات الإنفاق عن المستوى التوازني بما يقلص فرص النمو الإقتصادي.

يعرف **بنك كندا المركزي** حالة الإستقرار المالي بأنها "الحالة التي تنتفي فيها أية تهديدات من شأنها التأثير على أداء الإقتصاد الكلي وأداء القطاع المالي والقطاعات الأخرى".

يتمثل الإستقرار المالي من وجهة نظر **البنك المركزي الألماني** في "حالة التوازن التي يتمكن بموجبها النظام المالي من القيام بوظائفه الإقتصادية الأساسية والتي تتمثل في تخصيص الموارد الإقتصادية وموازنة المخاطر وتسوية المدفوعات بالكفاءة اللازمة، والقدرة على الإستمرار في أداء هذه الوظائف بصورة مناسبة حتى مع وجود بعض الصدمات أو الأزمات أو الحالات التي تستلزم تغييرات هيكلية كبيرة".

يرى أحد كبار الإقتصاديين بـ **بنك التسويات الدولية** أن حالة "الإستقرار المالي" هي "الحالة التي ينتفي فيها وجود أية عوامل من شأنها إحداث تقلبات مفاجئة وغير مبررة في أسعار الأصول المالية، أو التأثير على مقدرة المؤسسات المالية على مواجهة التزاماتها التعاقدية".

ومن خلال استعراض وجهات النظر المختلفة بشأن مفهوم الإستقرار المالي، يمكن اقتراح تعريف لحالة الإستقرار المالي بأنها "الحالة التي يكون فيها القطاع المالي قادرا على التحوط ضد الأزمات الداخلية والخارجية، والإستقرار، في حالة وقوع الأزمات، في أداء وظيفته المتمثلة في توجيه الموارد المالية إلى الفرص الإستثمارية بكفاءة، وكذلك الإستمرار في أداء المدفوعات بالكفاءة والسرعة والوقت المناسبين، وذلك مع عدم الإخلال بعمل الآليات المتعلقة بالحد من المخاطر المرتبطة بعملية منح الإئتمان والسيولة، أو مخاطر السوق والمخاطر التشغيلية، مع مراعاة تناسب النمو في قيم الأصول المالية مع النمو في الإقتصاد الحقيقي، ونمو فرص العمل

المنتج والمستدام. كما يمكن أن تتحدد درجة الإستقرار المالي بحسب قدرة النظام المالي على التخفيف من وطأة تداعيات الأزمات على الإقتصاد الحقيقي.⁽¹⁾

حاليا هناك توافق في الآراء أن هدف الإستقرار المالي هو تحقيق مستوى من الإستقرار في توفير الخدمات المالية (أي الإقراض، التأمين، تنفيذ المدفوعات...) على كامل دورة الأعمال ودعم الإقتصاد في بلوغ أقصى قدر من النمو المستدام. يعتمد مفهوم الإستقرار المالي على تيسير عملية نظام الوساطة المالية فيما بين القطاع العائلي، المؤسسات والحكومة من خلال مجموعة من المؤسسات المالية. ويتم تحقيق ذلك من خلال:⁽²⁾

• كفاءة البنية التحتية الرقابية؛

• كفاءة الأسواق المالية؛

• كفاءة وسلامة المؤسسات المالية.

كما أن الإستقرار المالي يعني أن المكونات الرئيسية للنظام المالي قادرة على استيعاب الإضطرابات السلبية بشكل مشترك، بحيث:

• يسهل النظام المالي إعادة توزيع الموارد المالية بصورة سلسة وفعالة من المدخرين إلى المستثمرين؛

• يتم تسعير المخاطر المالية وتقييمها بشكل معقول؛

• تتم إدارة المخاطر بكفاءة.

ثانيا - أهمية الإستقرار المالي:

يمكن إدراك أهمية الإستقرار المالي باعتباره سلعة عامة من جهة، ومن جهة أخرى بالنظر إلى التداعيات التي أفرزتها الأزمات على القطاع المالي والإقتصادي ككل بدلا من تحقيق النمو الإقتصادي المستدام.

1- الإستقرار المالي كسلعة عامة:

هناك العديد من التعريفات للسلعة العامة (Bien public) ولكنها تتميز كلها بالخصائص الأساسية التالية:⁽³⁾

• يتعلق الأمر عادة بخدمة قاعدية؛

⁽¹⁾ أحمد شفيق الشاذلي، (2014): مرجع سبق ذكره، ص ص 15-16.

⁽²⁾ فريق العمل الإقليمي لتعزيز الشمول المالي في الدول العربية، (2015): العلاقة المتداخلة بين الإستقرار المالي والشمول المالي،

صندوق النقد العربي، أبو ظبي-الإمارات العربية المتحدة، ص 32.

⁽³⁾ Michael C. Bodson, (Avril 2013): **De nouvelles infrastructures pour un système financier plus solide**, Revue de la stabilité financière, N° 17 -Les produits dérivés de gré à gré: Nouvelles règles, nouveaux acteurs, nouveaux risques-, Banque de France, p 109.

- يتم توفيرها دون هدف ربحي؛
- مؤردها قد يكون هيئة عمومية أو خاصة؛
- هي موجهة لتوفير خدمة "للجمهور" (أي لمجموع الأطراف المعنية)؛
- استعمالها من قبل طرف فاعل (partie prenante) لا يلغي استعمالها من طرف آخر؛
- استعمالها من قبل طرف فاعل ليس له تأثير على طرف آخر.

غالبا ما ينظر إلى أنشطة التمويل الحديثة باعتبارها أنشطة خاصة محضة، يجني ثمارها أساسا -إن لم يكن بصفة حصرية- الأفراد والمؤسسات من القطاع الخاص، غير أن هناك روابط بالغة الأهمية تربط بين الأسواق المالية في أي بلد بنفوذ الثقة والإقتصاد الحقيقي فيه. قامت العديد من الدراسات النظرية بإثبات أن الإستقرار المالي الدولي هو عبارة عن سلعة عامة دولية. وهو ما استوجب تنسيق العمل الجماعي على المستوى العالمي من أجل ضمان هذا الإستقرار. في حين أن هذا الطرح اصطدم بعدة اعتراضات، ولكن لا شك من أن عواقب وردود اللاإستقرار المالي الدولي على الإقتصاد العالمي والنمو كفيلة بدعم هذا الرأي.⁽¹⁾

2- الإستقرار المالي والنمو الإقتصادي المستدام:

يتطلب تحقيق النمو الإقتصادي المستدام بالضرورة وجود قطاع مالي متطور ومستقر وقادر على توجيه المدخرات لتمويل فرص الإستثمار المنتجة القادرة على توفير المزيد من فرص العمل، ورفع مستويات الإنتاجية للمستويات القصوى الممكنة. ومن ثم، فإن تحقيق الإستقرار في القطاع المالي يمكن اعتباره نقطة الإنطلاق نحو تحقيق الإستقرار الإقتصادي.⁽²⁾

يمكن إدراك أهمية الإستقرار المالي من خلال ما يلي:⁽³⁾

- ◀ أن الإضطرابات المالية تقف على رأس المخاطر التي تهدد استقرار الإقتصاد العالمي؛
 - ◀ غياب الإستقرار المالي يؤثر على النمو الإقتصادي؛
 - ◀ انتشار الإضطرابات المالية على نطاق واسع على مستوى الإقتصاد المحلي وعلى المستوى العالمي.
- فالإهتزازات المالية تحدث تأثيرا متزايدا على كل من قنوات الإئتمان البنكية وغير البنكية في الإقتصادات المتقدمة؛

⁽¹⁾ ذهبي ريمة، (2012-2013): مرجع سبق ذكره، ص 29.

⁽²⁾ أحمد شفيق الشاذلي، (2014): مرجع سبق ذكره، ص 17.

⁽³⁾ أحمد بلوافي، (2008): البنوك الإسلامية والإستقرار المالي: تحليل تجريبي - مناقشة نتائج ورقة عمل صادرة عن صندوق النقد الدولي -، الإقتصاد الإسلامي، مجلد 31، عدد 02، مجلة جامعة الملك عبد العزيز، ص ص 72-75، بتصرف.

◀ نتائج الإضطرابات المالية كارثية على كل الأصعدة؛ الإقتصادية والسياسية والإجتماعية وممتدة لسنوات بعد حدوثها، وما الأزمة الآسيوية وأزمة بنوك اليابان في نهاية الثمانينات ومطلع التسعينات، ثم أزمة الـ Subprimes وتبعاتها وآثارها، إلا نماذج من أمثلة ممتدة عبر تاريخ طويل.

إن مسألة الإستقرار المالي من الأهمية بما كان خاصة بعد العجز الواضح في إيجاد حلول فعالة تمنع تكرار حدوث الأزمات المالية بشكل دوري.⁽¹⁾

ثالثاً - علاقة الإستقرار المالي بالإستقرار النقدي والمرونة (résilience) النظامية:

بعد توضيح علاقة الإستقرار المالي بالإستقرار النقدي، نتطرق لمفهوم المرونة النظامية الذي بإمكانه تفسير مدى قدرة النظام المالي المركب على التكيف مع الظروف والرجوع لحالة الإستقرار.

1 - علاقة الإستقرار المالي بالإستقرار النقدي:

يُعرّف الإستقرار النقدي على أنه الإستقرار في قيمة النقود، ويعبر عن ذلك بالإستقرار في معدل التضخم، وهذا لا يعني مستوى تضخم منعدم، لأن ذلك قد يوقع في الإنكماش. والمقصود هنا هو الثبات النسبي لمستويات الأسعار، أي بتغيرات قابلة للتوقع دون مفاجآت. ويعتبر استقرار الأسعار من أهم أهداف السياسة النقدية، حيث يؤدي عدم الإستقرار النقدي سواء في شكل تضخم أو انكماش إلى أضرار بالغة على الإقتصاد الوطني. ويمكن للإستقرار في مستويات الأسعار أن يساهم في الإستقرار المالي، بحيث يمنع التشنجات في الأسواق المالية، ويقلل اللاتأكد المرتبط بتقلبات الأسعار.

يتطلب الإستقرار المالي إستقراراً نقدياً في قدرة القطاع النقدي على تحقيق إستقرار في المستوى العام للأسعار عند المستويات المستهدفة، ووجود هيكل واضح لأسعار الفائدة ينسجم مع التطورات الإقتصادية المحلية والدولية، ويستطيع بدرجة مناسبة من الكفاءة، تنظيم كمية وأسعار وشروط الإئتمان بشكل يدعم النمو الإقتصادي ويحول دون تركيز وتراكم مخاطر الإئتمان وخاصة فيما يتعلق بالقطاعات الأكثر عرضة للتقلبات.

⁽¹⁾ أحمد بلوافي، (2008): مرجع سبق ذكره، ص 76، بتصرف.

2- علاقة الإستقرار المالي بمرونة النظام المالي:

بينما يعتبر الإستقرار المالي شرط ضروري لنمو اقتصادي مستدام، التطور وخلق فرص العمل-وهو قدرة المكونات الرئيسية للنظام المالي بشكل مشترك على استيعاب الإضطرابات السلبية، والإستمرار في وظائفه-، فالمرونة (la résilience) هي القدرة على البقاء والتكيف والإزدهار في مواجهة التغير المضطرب. وتُنسب المرونة عادة لاقتصاد قادر على الرجوع، بعد صدمة مثل أزمة مالية، بسرعة نسبيا إلى نمو ما قبل الأزمة. وتُعرّف مرونة النظام المالي على النحو التالي:⁽¹⁾

"قدرة النظام المالي على التكيف استجابة للصدمات قصيرة الأجل والتغيرات طويلة الأجل في الظروف الإقتصادية والإجتماعية والبيئية مع الإستمرار في أداء وظائفه في خدمة الاقتصاد الحقيقي". رياضيا، يمكن تقديم المرونة كتابع لمتغيرات هي نفسها ذات أبعاد متشابهة، حيث:

المرونة = تا (التوازن، الضبط، التعقيد، الحوكمة)

Resilience = f (equilibrium, regulation, complexity, governance)

هل المرونة هي نفسها الإستقرار المالي؟ كثيرا ما تستخدم الكلمتان بالتبادل. أكثر من تكلموا عن الإستقرار فسروه على أنه شيء أقرب إلى مفهوم توازن المرونة، أي قدرة النظام على الحفاظ على حالة ثابتة في مواجهة الإضطراب، وهذا يتفق مع تعريف القاموس للإستقرار - "المتانة، الثبات، قوة استعادة التوازن" - ولكنها لا تتوافق بسهولة مع المفهوم التّكفي والتطوري للمرونة.⁽²⁾

المرونة بشكل أكثر دقة هي "قدرة الأنظمة على استيعاب التغيرات والصدمات التي قد تعطل الإستقرار المالي كسيرورة ديناميكية".⁽³⁾

وهكذا، وعلى الرغم من ارتباط مفهومي المرونة والإستقرار المالي ارتباطا وثيقا، إلا أن مصطلح المرونة مفيد من حيث أنه يضيف أبعادا جديدة في فهم ما يشكل نظاما ماليا سليما في خدمة الإقتصاد الحقيقي، عوضا عن الإيمان بكفاءة السوق.⁽⁴⁾

يبين الشكل رقم (1-3) العلاقة بين استقرار ومرونة النظام المالي:

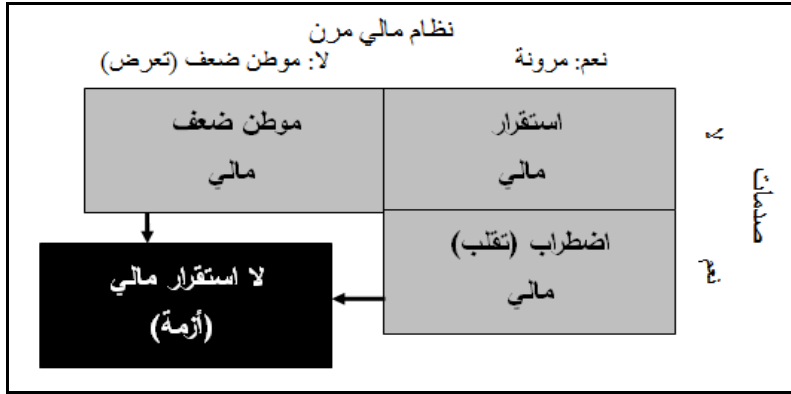
⁽¹⁾ Robert May, (2015): Op.Cit, p p 06-07.

⁽²⁾ Ibidem, p 07.

⁽³⁾ Salima Guettafi and Yassine Laib, (2016): **Resilience and Stability of Algeria's Financial System: towards – Resilience versus Stability - Approach**, Journal of Economics and Development Studies, Vol 04, N° 01, American Research Institute for Policy Development, http://jedsnet.com/journals/jeds/Vol_4_No_1_March_2016/8.pdf, p 79.

⁽⁴⁾ Jan Frait and Zlatuše Kmarkova, (2010-2011): Op.Cit, p 97.

الشكل رقم (3-1): حالات الإستقرار للنظام المالي وعلاقتها بالمرونة والصدمات



Source: Jan Frait and Zlatuše Kmarkova, (2010-2011): **Financial stability, systemic risk and macroprudential policy**, Financial stability report, Czech National Bank, p 97.

تتضح العلاقة بين استقرار ومرونة النظام المالي من خلال الحالات التي قد تنشأ عند وجود الصدمات من عدمها، ومدى استجابة النظام المالي بالحفاظ على الإستقرار أو الإضطراب ثم الأزمة.

المطلب الثاني: الفاعلين الرئيسيين للإستقرار المالي

أسهمت الأزمة المالية في التوعية المٌعمّمة بنقائص السياسات المطبقة للحفاظ على الإستقرار المالي من قبل أهم الهيئات والمؤسسات المالية الدولية، لذلك وعلى ضوء الإنتقادات الموجهة لها حاولت إدخال إصلاحات على عملها، مثلما لوحظ في سياسات صندوق النقد الدولي، بنك التسويات الدولية ولجنة بازل للرقابة البنكية. في نفس الإتجاه، صارت الأعمال الهادفة إلى ضمان الإستقرار المالي إحدى أولويات مجموعة العشرين منذ قمة لندن في أبريل 2009 التي تأسس بموجب توصياتها مجلس الإستقرار المالي امتدادا للمنتدى؛ مع استحداث مؤسسات أخرى مهمتها الرئيسية الوقاية من الخطر النظامي. وفي هذا الصدد ظهر الإستقرار المالي كتحدٍ آخر أمام البنوك المركزية إلى جانب مهمتها الأساسية.

أولاً- صندوق النقد الدولي والبنك الدولي:

أوكلت مجموعة من المهام لصندوق النقد الدولي منذ إنشائه سنة 1945، ورغم أنه لا يدرج بشكل صريح هدف الإستقرار المالي ضمن أهدافه، إلا أنّ الصندوق يسهم بطريقة غير مباشرة في السعي للحفاظ على الإستقرار المالي الدولي عبر مهامه. يؤدي البنك الدولي دورا بارزا أيضا في هذا المجال، وبالتنسيق عادة أو بالتداخل مع أدوار صندوق النقد الدولي.

1- مجالات تدخل صندوق النقد الدولي لدعم الإستقرار المالي الدولي:

يساعد صندوق النقد الدولي البلدان الأعضاء على تنفيذ سياسات سليمة وملائمة من خلال وظائفه الأساسية في مجالات الرقابة والمساعدة الفنية والإقراض.

1-1 الرقابة:

يوافق كل بلد ينضم إلى عضوية الصندوق على الإلتزام بإخضاع سياساته الإقتصادية والمالية للفحص من جانب المجتمع الدولي. والصندوق مكلف بالإشراف على النظام النقدي الدولي، ومتابعة التطورات الإقتصادية والمالية والسياسات في بلدانه الأعضاء البالغ عددها مئة وتسعة وثمانين (189) بلدا. وتُعرف هذه العملية باسم الرقابة، وتتم على المستوى العالمي وفي البلدان والمناطق المنفردة. وفي هذا السياق، يُقِيم الصندوق ما إذا كانت السياسات الداخلية تدعم استقرار البلدان التي تطبق فيها من خلال دراسة المخاطر التي يمكن أن تعرّض لها استقرار الأوضاع الداخلية وميزان المدفوعات، ويقدم المشورة بشأن التعديلات المطلوبة في هذه السياسات. كذلك يقترح الصندوق بدائل عندما تكون سياسات البلدان داعمة لاستقرارها الداخلي ولكنها قد تؤثر سلبا على الإستقرار العالمي. ويقوم بذلك عبر العمليات التالية:

❖ الإشراف والتشاور مع الدول الأعضاء:

يراقب الصندوق اقتصادات بلدانه الأعضاء من خلال المشاورات المنتظمة التي يجريها مع كل بلد عضو - على أساس سنوي في العادة - حيث يناقش خبراءه التطورات والسياسات الإقتصادية والمالية مع صناع السياسات في البلد المعني، وغالبا مع ممثلي القطاع الخاص والإتحادات المهنية والنقابات العمالية والدوائر الأكاديمية والمجتمع المدني. ويقوم خبراء الصندوق بتقييم المخاطر وأوجه الضعف، كما ينظرون في تأثير سياسة المالية العامة والسياسة النقدية وسياسة سعر الصرف على الإستقرار الداخلي واستقرار ميزان المدفوعات في البلد العضو ويُقِيمون انعكاساتها على الإستقرار العالمي. ويقدم الصندوق المشورة بشأن السياسات الداعمة للإستقرار المالي والإقتصادي الكلي واستقرار ميزان المدفوعات في كل بلد عضو بالإعتماد على خبراته السابقة مع مختلف البلدان الأعضاء. ويأتي تحديد إطار هذه المشاورات في اتفاقية تأسيس الصندوق وقرار الرقابة الموحدة، كما تستنير المشاورات بالمعلومات المستمدة من كل المبادرات على مستوى البلدان الأعضاء، ومنها:⁽¹⁾

⁽¹⁾ صندوق النقد الدولي، (31 مارس 2018): كيف يدعم الصندوق استقرار الاقتصاد العالمي،

<https://www.imf.org/ar/About/Factsheets/Sheets/2016/07/27/15/22/How-the-IMF-Promotes-Global-Economic-Stability> :2019/01/12

- العمل على إجراء تقييم منتظم لمدى تعرض البلدان الأعضاء لمخاطر الأزمات؛
- برنامج تقييم القطاع المالي (Financial Sector Assessment Program /FSAP)، الذي يقيم القطاعات المالية في البلدان الأعضاء ويساعد على صياغة إجراءات السياسة الملائمة لمواجهة المخاطر ومكامن الضعف القائمة؛
- مبادرة المعايير والمواثيق، التي يقوم بمقتضاها الصندوق والبنك الدولي وهيئات أخرى بإجراء تقييم لمدى مراعاة البلدان للمعايير والمواثيق المتعارف عليها دولياً بشأن الممارسات السليمة في اثني عشر (12) مجالاً من مجالات السياسات.

❖ مراقبة المشهد الأوسع:

يراقب الصندوق أيضاً الإتجاهات العامة على المستويين العالمي والإقليمي. ويقدم الصندوق تحليلاً للتطورات المالية والاقتصادية الكلية على هذين المستويين من خلال تقاريره الدورية واستعراضاته للأوضاع الإقليمية. وبفضل عضوية الصندوق واسعة النطاق، فهو مؤهل لتيسير المناقشات متعددة الأطراف بشأن القضايا ذات الإهتمام المشترك. يواصل الصندوق العمل مع مجموعة العشرين لتقييم مدى اتساق أطر السياسات في هذه البلدان مع هدف دعم النمو المتوازن في الإقتصاد العالمي. وقد أجرى الصندوق مراجعة لمهمته الرقابية في ضوء الأزمة، وأدخل في هذا السياق عدداً من الإصلاحات لتحسين الرقابة على القطاع المالي في البلدان الأعضاء وعبر الحدود، وتعزيز فهم الروابط المتبادلة بين التطورات المالية والإقتصادية الكلية.

1-2 المساعدة الفنية:

يساعد الصندوق البلدان الأعضاء في زيادة قدرتها على رسم السياسات الإقتصادية السليمة وتنفيذها. ويقدم الصندوق المشورة والتدريب في مجالات خبراته الأساسية، بما في ذلك سياسات المالية العامة والسياسات النقدية وسياسات أسعار الصرف، والتنظيم والرقابة على الأنظمة المالية، والإحصاءات، والأطر القانونية.

1-3 الإقراض:

إذا واجه أي بلد عضو أزمة في ميزان مدفوعاته، يستطيع الصندوق تقديم مساعدات مالية لدعم برامج السياسات التي تعالج المشكلات الإقتصادية الكلية الأساسية، وتحد من الإرتباك في الإقتصاد المحلي والعالمي. كذلك يقدم الصندوق خطوط ائتمان وقائية للبلدان التي لديها أساسيات إقتصادية سليمة بغرض وقايتها من الأزمات.⁽¹⁾

⁽¹⁾ صندوق النقد الدولي، (31 مارس 2018): مرجع سبق ذكره.

2- تكامل الأدوار بين صندوق النقد الدولي والبنك الدولي:

إن البنك الدولي وغيره من بنوك التنمية متعددة الأطراف له دور مهم في التصدي للأزمات من حيث توفير التمويل اللازم لتلبية مجموعة كبيرة من الإحتياجات، بما في ذلك شبكات الأمان الإجتماعي، الحفاظ على البنية التحتية وغيرها من الإستثمارات ذات الأولوية، تمويل التجارة، تقديم القروض بمستويات قياسية، تطوير أدوات الإقراض المتاحة، زيادة الحد الأقصى المتاح للمقترض الواحد، تجنب الشرطية المفرطة في سياسات تسعير القروض، زيادة اللامركزية في صنع القرار ومعالجة المعوقات طويلة الأمد التي تسهم في التكاليف غير المالية لعملياته.

وينبغي أن تكون بنوك التنمية متعددة الأطراف على استعداد لتعديل سياساتها التشغيلية والمالية حتى تتمكن من استخدام ميزانياتها إلى أقصى حد ممكن لتلبية احتياجات التمويل، بمساندة كاملة من مساهميه، وأن تعمل على تحقيق زيادة كبيرة في رؤوس أموالها لضمان القدرة على التحرك اللازم تجاه الأزمة وتأمين التمويل طويل الأجل لأغراض التنمية في أعقابها. ولذلك يجب القيام بمراجعات تتم في الوقت المناسب وإجراءات عاجلة لتعزيز كفاية رأس المال في منظومة بنوك التنمية متعددة الأطراف، بما فيها مجموعة البنك الدولي.⁽¹⁾

3- الإنتقادات الموجهة لسياسات صندوق النقد الدولي والبنك الدولي:

يرمي صندوق النقد الدولي لتحسيد أهداف تعزيز الإستقرار المالي والإقتصادي العالمي ومساعدة البلدان النامية والتي تمر بمرحلة انتقال لتحقيق الإستقرار والنمو الإقتصادي. إلا أن الصندوق فشل فشلا ذريعا في تحقيق هذه الأهداف، وهذا الفشل لم يكن مجرد حدث تلقائي بل كان نتيجة حتمية للكيفية التي أدار بها الصندوق مهامه خلال السنوات الماضية. فقد كان شعاره هو أن "ما تراه النخب المالية جيد للإقتصاد العالمي يجب فعله"، وحتى إن كان هذا الشعار صحيحا في حالات معينة فهو غير صالح في الكثير منها، وذلك لأن هذه النخب المالية دائما تتساق وراء مصالحها الشخصية بغض النظر عن مصلحة الإقتصاد العالمي، وقد ساندتها في ذلك الإيديولوجية السائدة على مستوى الصندوق ألا وهي "إيديولوجية حرية الأسواق". وهذا ما ألح عليه Stiglitz في كتابه "العولمة والساخطون عليها" حيث أكد أن إفتقاد الصندوق لنظرية متماسكة ورشيدة قد دفعت به إلى إتخاذ قرارات ساهمت في زيادة حدة بعض الأزمات التي أراد معالجتها، مثلما حصل في دول جنوب شرق آسيا (1997-1998) حيث ساهمت توجيهاته في انتشار عدوى الأزمة بدلا من الحد منها.

⁽¹⁾ ودان بوعبدالله، (2014-2015): آليات المؤسسات النقدية في التوقي ومواجهة الأزمات المالية الدولية -دراسة حالة الأزمة المالية العالمية-، أطروحة دكتوراه غير منشورة، كلية العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير والعلوم التجارية، جامعة أبو بكر بلقايد- تلمسان، الجزائر، ص 353.

ورغم محاولات الصندوق البحث عن استراتيجيات بديلة لتصحيح مساره إلا أنه فشل في ذلك لإفتقاده لنظرية متكاملة ومتناسقة. وانطلاقاً من ذلك يقترح Stiglitz دوراً جديداً للصندوق يمكنه من الإضطلاع به مستقبلاً يتوافق مع ما نادى به Stainly Fisher سنة 1999 عندما كان يشغل النائب الأول للمدير العام للصندوق، وهو أن يكون الصندوق بمثابة "الملجأ الأخير للإقراض (LLR) Lender of Last Resort" تماماً مثل الدور الذي يقوم به البنك المركزي في أي بلد معاصر، حيث يقرض البنوك ذات الملاءة والتي لا تتوافر على سيولة لأنها لا تستطيع الحصول عليها من جهة أخرى. والذي من شأنه أن يرفع من فاعلية الصندوق وقدرته على إدارة التحولات النقدية والمالية العالمية.⁽¹⁾

نفس الإنتقادات وجهت للبنك الدولي الذي يعتبر أحد أضلاع مثلث قيادة الإقتصاد العالمي كما صندوق النقد الدولي والمنظمة العالمية للتجارة، إذ تنطلق الفلسفة الإقتصادية التي يتبناها في النظام العالمي الجديد من المدرسة الليبرالية، واستطاع تجسيد هذا المبدأ على أرض الواقع وإرساء آليات السوق، فعمل منذ نشأته على تدعيم وتعميم مبادئ الفكر الليبرالي. ويتضح هذا من خلال السياسات التي يوصي بها البنك التي تفرض شكلاً ليبرالياً للتنظيم الإقتصادي وإعتماد القواعد الرأسمالية.⁽²⁾

ثانياً - بنك التسويات الدولية ولجنة بازل:

1 - بنك التسويات الدولية وهيئاته:

تأسس بنك التسويات الدولية (BIS/BRI) في 17 ماي 1930، وهو منظمة مالية دولية تجمع ستون (60) عضواً من البنوك المركزية، تمثل بلداناً من مختلف أنحاء العالم تشكل معاً نحو 95 % من الـ PIB العالمي. ويقع مقرها الرئيسي في بازل بسويسرا ولديها مكتبان تمثليان، في منطقة هونغ كونغ وفي مكسيكو. وتتمثل مهمة بنك التسويات الدولية في خدمة البنوك المركزية في سعيها لتحقيق الإستقرار النقدي والمالي، وتعزيز التعاون الدولي في تلك المجالات والعمل كبنك للبنوك المركزية.

في الخطوط العريضة له، يواصل بنك التسويات الدولية مهمته من خلال:⁽³⁾

- الإرتقاء بالمناقشات وتيسير التعاون بين البنوك المركزية؛
- دعم الحوار مع السلطات الأخرى المسؤولة عن تعزيز الإستقرار المالي؛

(1) عبد الحميد مرغيت، (دون تاريخ): مراجعة كتاب جوزيف ستيفليتز: "العولمة والساخطون عليها"، كلية العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد الصديق بن يحيى - جيجل، الجزائر، ص ص 02-07، بتصرف.

(2) بن شيخ عبد الرحمن، (2008-2009): مرجع سبق ذكره، ص 87.

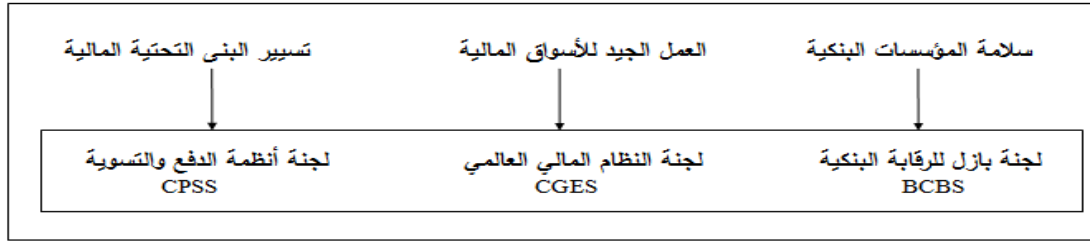
(3) Bank for International settlement, **About the BIS -overview**, <https://www.bis.org/about/index.htm>: 13/10/2017.

- إجراء البحوث وتحليل السياسات بشأن القضايا ذات الصلة بالإستقرار النقدي والمالي؛
 - التصرف بصفته الطرف المقابل الرئيسي للبنوك المركزية في معاملاتها المالية؛
 - يعمل كوكيل أو وصي فيما يتعلق بالعمليات المالية الدولية.
- يتيح بنك التسويات الدولية جزءا من أعماله البحثية للجمهور الواسع، بما في ذلك:
- تحليلاته الخاصة بقضايا الإستقرار النقدي والمالي؛
 - الإحصاءات المالية والبنكية الدولية التي تدعم عملية رسم السياسات، البحوث الأكاديمية والمناقشات العامة.
- وفيما يتعلق بأنشطته البنكية، فإن عملاء بنك التسويات الدولية هم بنوك مركزية ومنظمات دولية. وباعتباره بنكا، لا يقبل بنك التسويات الدولية الودائع من الأفراد أو الكيانات التجارية أو يقدم خدمات مالية لها. يجتمع محافظو البنوك المركزية العضوة في بنك التسويات الدولية كل شهرين في مقره في بازل، لمناقشة المسائل المتعلقة بالسياسة النقدية والإستقرار المالي.⁽¹⁾
- يتشكل بنك التسويات الدولية كذلك من مجموعة من اللجان الدائمة التابعة للمحافظين وتلعب دورا مهما في ما يخص الإستقرار المالي، تتمثل هذه اللجان في:⁽²⁾
- ◀ **لجنة بازل للرقابة البنكية** (Basel Committee on Banking Supervision/ BCBS): توفر منتدى للتعاون المنتظم حول مواضيع الإشراف والرقابة البنكية. هدفها هو تحسين فهم وإدراك القضايا الرئيسية للرقابة وجودة الإشراف البنكي الخاص بمعايير السيولة والملاءة، وسيتم إفرادها بعرض أكثر تفصيلا لاحقا؛
 - ◀ **لجنة النظام المالي العالمي** (Committee on the Global Financial System/ CGFS)، المعروفة سابقا بلجنة Euromonnaies: تأسست في 1971 للرقابة على الأسواق البنكية الدولية وتداعياتها على السياسة النقدية، وتتكفل بتحديد وتقييم المصادر المحتملة للضغوط والتوترات في الأسواق المالية الدولية، تطوير فهم مناسب لآليات هذه الأسواق وترقية التحسن في عملها وكذا الإستقرار؛
 - ◀ **لجنة أنظمة الدفع والتسوية** (Committee on Payment and Settlement Systems/ CPSS): وتسهم في تعزيز البنية التحتية للأسواق المالية، من خلال خاصة ترسيخ المعايير الموحدة، مثل المبادئ الخاصة بالبنية التحتية للأسواق المالية التي حددها BIS بالإتفاق مع المنظمة الدولية للجان القيم.
- يوضح الشكل التالي رقم (3-2) الدعم اللوجستيكي المقدم من بنك التسويات الدولية للعمل على مراقبة والإشراف على العمل الحسن للنظام المالي الدولي ومكوناته عبر هذه اللجان:

(1) Bank for International settlement, Op.Cit.

(2) Olivier de Bandt, Françoise Drumetz et Christian Pfister, (2013): Op.Cit, p p 302-303.

الشكل رقم (2-3): الدعم اللوجيستيكي المقدم من بنك التسويات الدولية للنظام المالي الدولي



المصدر: بن شيخ عبد الرحمن، (2008-2009): إتجاهات تقييم إستقرار النظام المالي في الإطار العولمي الجديد - دراسة حالة الجزائر -، مذكرة ماجستير غير منشورة، كلية العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير جامعة الجزائر، ص 97، بتصرف.

يضم بنك التسويات الدولية أيضا أمانات عدد من التنظيمات المستقلة التي لا تتبع المحافظين، وهي مجلس الإستقرار المالي، الجمعية الدولية لمشرفي التأمين (International Association of Insurance Supervisors/ IAIS) والجمعية الدولية لمؤمني الودائع (International Association of Deposit Insurers/ IADI).⁽¹⁾

2- لجنة بازل للرقابة البنكية:

تأسست لجنة بازل للرقابة البنكية تحت مسمى "لجنة الأنظمة البنكية والممارسات الرقابية"، من طرف محافظي البنوك المركزية لدول مجموعة العشرة مع نهاية 1974 تحت إشراف بنك التسويات الدولية بمدينة بازل بسويسرا ويقتصر أعضاؤها على مسؤولين من هيئات الرقابة البنكية ومن البنوك المركزية للدول الصناعية الكبرى المتمثلة في كل من: بلجيكا، كندا، فرنسا، ألمانيا، إيطاليا، اليابان، هولندا، سويسرا، السويد، بريطانيا، إسبانيا، لوكسمبورغ والولايات المتحدة الأمريكية.

لجنة بازل هي لجنة إستشارية فنية لا تستند إلى أي إتفاقية دولية وإنما أنشئت بمقتضى قرار من محافظي البنوك المركزية للدول الصناعية. تجتمع هذه اللجنة أربع مرات سنويا وتساعد فرق عمل مكونة من فنيين لدراسة مختلف جوانب الرقابة على البنوك، وقد إستطاعت أن تساهم بقدر كبير في إعطاء إطار دولي للرقابة البنكية وإيجاد فكر مشترك بين البنوك المركزية في دول العالم المختلفة، يقوم على التنسيق بين مختلف السلطات الرقابية والتفكير في إيجاد آليات لمواجهة المخاطر التي تتعرض لها البنوك إدراكا منها بأهمية وخطورة القطاع البنكي. وبذلك أصبحت هذه اللجنة تمثل حجر الأساس للتعاون الدولي في مجال الرقابة البنكية.

بدأت الجهود المبذولة من جانب بنك التسويات الدولية العمل على تقوية ودعم القطاع المالي والبنكي، منذ قيام لجنة بازل للرقابة البنكية المنبثقة عن البنك بصياغة وإصدار مبادئ الرقابة البنكية الفعالة (Core principales for effective banking supervision)، وفي عام 1999 أصدرت اللجنة منهجيات تطبيق هذه

⁽¹⁾ Olivier de Bandt, Françoise Drumetz et Christian Pfister, (2013): Op.Cit, p 303.

الأسس. وفي أكتوبر 2006 قامت اللجنة بمراجعة هذه المبادئ وما يرتبط بها من منهجيات، حيث تضمنت هذه المراجعة تطوير المبادئ المنوه عنها بصورة تضمن سهولة تطبيقها بفعالية، كما تمت التفرقة بين ما يجب على السلطات الرقابية فعله لضمان تحقيق الأهداف المرجوة من الإلتزام بهذه المبادئ، وبين ما يجب على البنوك القيام به. وفي هذا الإطار تمثلت هذه المبادئ في تسعة وعشرون (29) مبدأ، تختص المبادئ الثلاثة عشر الأولى بالصلاحيات الممنوحة للسلطات الرقابية، وضرورة التدخل في وقت مبكر ووفق جدول زمني مناسب للوقوف على مكامن القصور والمخاطر. في حين تغطي المبادئ الستة عشر الأخرى الدور المتوقع من البنوك من حيث تحسين الحوكمة وإدارة المخاطر بها، ومواكبة المعايير الرقابية الجديدة.⁽¹⁾

ثالثاً- مجموعة العشرين، مجلس الإستقرار المالي والمؤسسات المستحدثة للوقاية من الخطر النظامي:

أظهرت الأزمة أن الإعداد المؤسسي والإطار التنظيمي للحفاظ على الإستقرار المالي لم يكن مناسباً ولا كافياً، بدءاً من المقاربة الفردية التي ينطلق منها، وصولاً إلى السياسات المنتهجة. لذلك منذ سنة 2009، ومع صعود المقاربة النظامية للإستقرار المالي شهد هذا الإطار العديد من التغييرات والتحسينات.

1- مجموعة العشرين (G 20) ومجلس الإستقرار المالي:

في 20 فيفري 1999، أقر وزراء المالية ومحافظي البنوك المركزية لمجموعة الدول السبعة (G7)، إنشاء "منتدى الإستقرار المالي/ Forum de Stabilité Financière" وقد أنشئ هذا المنتدى بناء على توصيات الرئيس السابق للبنك المركزي الألماني السيد Hans Tietmeyer، حيث تتكفل الهيئة الجديدة بتقوية تبادل المعلومات والإشراف على النظام المالي الدولي وتحديد الفجوات التشريعية والتنظيمية في النظام المالي، لتقوية وترقية الإستقرار المالي العالمي وتحسين وظائف ومهام الأسواق والتقليل من مخاطر النظام. وأختير رئيس بنك التسويات الدولية كأول رئيس لهذا المنتدى. يقوم المنتدى بدور الهيئة الإستشارية في المساعدة على البناء السليم لتكامل نمو أسواق رأس المال والحد من عدم التوافق الحاصل حول قواعد العمل على المستوى الدولي بين مختلف الهيئات الفاعلة، وضع الأسس التي تسمح بمركزية المعلومات، ولا يعمل على التوصية بمعايير جديدة فهذه تبقى مهمة الهيئات الدولية التي تمثل السلطات التنظيمية في كل قطاع.⁽²⁾

وفي قمة لندن في أبريل 2009 تأسس مجلس الإستقرار المالي (Conseil de Stabilité Financière- CSF/ Financial Stability Board – FSB) امتداد لمنتدى الإستقرار المالي. يضم المجلس ممثلين من هيئات

(1) أحمد شفيق الشاذلي، (2014): مرجع سبق ذكره، ص 33-34.

(2) بن شيخ عبد الرحمن، (2008-2009): مرجع سبق ذكره، ص 99.

وطنية من حوالي 24 دولة، إضافة إلى 12 مؤسسة مالية دولية، وهيئات معنية بوضع المعايير الدولية. إن التغيير في التسمية له أهمية مزدوجة، فمن جهة سوف يتوسع عدد الدول ليشمل جميع دول مجموعة العشرين "G 20" في حين كان منتدى الإستقرار المالي يشمل الدول الأكثر تطورا فقط إضافة إلى هونغ كونغ وسنغافورة، ومن جهة أخرى سيكون لمجلس الإستقرار المالي مهام كثيرة، حيث سيعمل حسب نفس مبدأ التعاون بين السلطات الوطنية التي تعمل على الإتفاق على المعايير وتنفيذها، كما تمتد مجموعة العشرين من دورها الرقابي على جميع المؤسسات المالية والمنتجات والأسواق ذات الأهمية النظامية. ولأول مرة صناديق التحوط إضافة إلى الإهتمام بالـ Off-Shore والجنات الضريبية، كما يقوم المجلس في عمله بالتشاور مع صندوق النقد الدولي الذي يبقى مهامه المراقبة على المستوى الإقتصادي الكلي أساسا.

وعليه يمكن تلخيص أهم مهام مجلس الإستقرار المالي في النقاط التالية:⁽¹⁾

- تقييم مواطن ضعف النظام المالي؛
- تعزيز التنسيق وتبادل المعلومات بين السلطات المسؤولة عن الإستقرار المالي؛
- رصد وتقديم المشورة بشأن أفضل الممارسات في تطبيق المعايير التنظيمية؛
- وضع مبادئ توجيهية لدعم وإنشاء الهيئات الإشرافية؛
- إدارة التخطيط للطوارئ؛
- كما تتوزع أعمال المجلس على عدد من اللجان الرئيسية ومجموعات العمل، وهي:
- المجلس الأعلى لمجلس الإستقرار المالي؛
- اللجنة التوجيهية؛
- اللجنة الدائمة لتقييم مواطن الضعف في القطاع المالي؛
- اللجنة الدائمة للتعاون الإشرافي والتنظيمي؛
- واللجنة الدائمة لتطبيق المعايير.

لقد تحقق قدر لا بأس به من التقدم تحت إشراف مجموعة العشرين (G20) في خضم البحث عن الحلول للآزمات المتلاحقة، كما أن البنيان الدولي تعزز بتوسيع دور مجلس الإستقرار المالي في الحفاظ على الإستقرار المالي الدولي.⁽²⁾

⁽¹⁾ حاج موسى نسيم، (2014-2015): دور صناديق الثروة السيادية في دعم الإستقرار المالي -دراسة أزمة الرهن العقاري-، أطروحة دكتوراه غير منشورة، كلية العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة أحمد بوقرة -بومرداس، الجزائر، ص ص 118-119.

⁽²⁾ نفس المرجع، ص 119.

2- المؤسسات المستحدثة للوقاية من الخطر النظامي:

أدت الأزمة المالية إلى نشوء أنواع جديدة من المؤسسات المسؤولة صراحة عن دراسة والوقاية من الخطر النظامي. أسست الولايات المتحدة الأمريكية مجلس مراقبة الإستقرار المالي (Financial Stability Oversight Council/ FSOC) في سنة 2010، والذي تتمثل مهمته بشكل عام في تحديد ومراقبة المخاطر التي يتعرض لها النظام المالي الأمريكي والرد على تهديدات الإستقرار المالي.⁽¹⁾

لدى FSOC ثلاثة أهداف رئيسية:⁽²⁾

- تحديد مخاطر النظام المالي الناشئة عن أحداث أو أنشطة المؤسسات المالية الكبيرة أو في أي قطاع آخر؛
- تعزيز انضباط السوق من خلال الحد من توقعات المشاركين لعمليات الإنقاذ الحكومية المحتملة؛
- تصميم الإستجابة المناسبة للمخاطر المهددة لإستقرار النظام المالي. تتمثل نقطة الانطلاق لكل هذه التوجيهات في محاولة القياس وفي الوقت المناسب للخطر النظامي.

كان الطرف المقابل في المملكة المتحدة هو لجنة السياسة المالية (Financial Policy Committee/FPC)، مع جهاز مؤسسي مختلف لأن وزارة الخزانة ليس لها دور تصويتي. يختلف الوضع إلى حد ما في الإتحاد الأوروبي لأنه غير قادر على إنشاء هيئة للخطر النظامي تتمتع بنفس الصلاحيات التي يتمتع بها نظرائه في المملكة المتحدة والولايات المتحدة الأمريكية. لذلك، فإن تأسيس الإتحاد للمجلس الأوروبي للخطر النظامي (European Systemic Risk Board/ESRB) في سنة 2010 ذو أهمية بالغة، ومن المفترض أن يمنع أو يخفف من الخطر النظامي، مع مراعاة تطورات الإقتصاد الكلي والمساهمة في الأداء السلس للسوق الداخلي. وقد استضاف البنك المركزي الأوروبي الـ ESRB ودعمه.⁽³⁾ وسنتطرق لهذه الهيئة لاحقا في الفصل التطبيقي.

رابعا- مهمة الإستقرار المالي للبنوك المركزية:

اتضح أن البنوك المركزية ينبغي عليها أن تلعب دورا رئيسيا في الحفاظ على الإستقرار المالي، لأنها السلطة النقدية التي تشرف على شؤون النقود الأداة الأكثر أهمية في النظام المالي. ورغم أن البنوك المركزية تسهم بشكل مباشر أو غير مباشر في الحفاظ على الإستقرار المالي من خلال وظائفها، إلا أنها يمكن أن تحيد عن هدف الإستقرار المالي إن لم يحدد صراحة. وبالنتيجة فالبنوك المركزية تتحمل مسؤولية جديدة هي مسؤولية الحفاظ على الإستقرار المالي إضافة إلى الإستقرار النقدي.

(1) Jon Danielsson, (2013): Op.Cit, p 346.

(2) Bisias Dimitrios and Others, (2012): Op.Cit, p 01.

(3) Jon Danielsson, Ibidem, p 346.

1- المكانة المحورية للبنوك المركزية في الحفاظ على الإستقرار المالي:

يعتبر البنك المركزي من أهم فاعلي الإستقرار المالي حيث يعمل على تحقيقه على المستوى المحلي بالنسبة للدول سواء بعهدة صريحة أو من خلال بقية المهام المسندة إليه والتي تسهم تلقائياً في هدف الحفاظ على الإستقرار المالي.

ظهر إجماع دولي على أن البنوك المركزية تلعب دوراً رائداً في الحفاظ على الإستقرار المالي بالإضافة إلى وظيفته في تسيير السياسة النقدية، للأسباب التالية:⁽¹⁾

- ◀ تتمتع البنوك المركزية بميزة نسبية بفضل مجالات خبرتها المتعددة، والتي تشمل الإقتصاد الكلي، المؤسسات المالية عندما تلعب البنوك المركزية دوراً إشرافياً إحترازياً جزئياً، تحليل التفاعلات بين الأسواق المالية والإقتصاد الحقيقي والإشراف على البنى التحتية المالية؛
- ◀ للبنوك المركزية الكفاءات المطلوبة في مجال الإستقرار المالي وهي على رأس السياسات النقدية، الإحترازية الجزئية وسياسات الإقتصاد الكلي، مما يجعلها مناسبة لاستغلال أفضل للتأزر وتحسين نقل المعلومات، التنسيق وصنع القرار في هذا المجال؛
- ◀ تمنحها استقلاليتها ميزة معينة في تقييم المخاطر بشكل موضوعي وصياغة الآراء والتوصيات؛
- ◀ البنوك المركزية تلعب دور مقرض الملاذ الأخير؛
- ◀ هي عموماً المسؤولة عن أنظمة الدفع.

يتضمن الإطار الجديد لعمل البنوك المركزية مجموعة من الضوابط والإجراءات الهادفة لتحقيق الإستقرار المالي، والحد من تداعيات الأزمات على الإقتصاد. كما يتضمن هذا الإطار، تنظيم عمليات منح الائتمان والرافع المالي وأسعار الأصول، علاوة على مجموعة من الأدوات الإحترازية الكلية (Macroprudential tools) المستحدثة في إطار الإستقرار المالي. كما يتضمن الإطار الجديد لعمل البنك المركزي قيامه، بتوسيع نطاق الأهداف التي يناط بالسياسة النقدية تحقيقها، ليشمل تحقيق الإستقرار المالي إلى جانب الهدف الرئيسي وهو استقرار الأسعار، واعتماد آليات تسهم في التأكد من استقرار أسعار الأصول، إلى جانب الآليات المتعلقة بمتابعة التطورات في حجم الائتمان. وفي هذا الإطار، يتعين على البنك المركزي عند تحديد المدى الزمني لتحقيق الإستقرار المالي، أن يفوق المدى الزمني اللازم لتحقيق استقرار الأسعار.⁽²⁾

⁽¹⁾ Taryk Bennani and others, (February 2014): **Macroprudential framework: key questions applied to the French case**, Occasional papers, N° 09, Financial Stability Directorate, Banque de France, p 13.

⁽²⁾ أحمد شفيق الشاذلي، (2014): مرجع سبق ذكره، ص 51.

2- أهمية تعزيز دور البنوك المركزية في السياسات الهادفة للحفاظ على الإستقرار المالي:

ساهمت البنوك المركزية في مضاعفة اللاتوازنات التي سببها القطاع المالي؛ هذه اللاتوازنات أفضت إلى أزمة مالية إذ كان سببها المحوري هو تبخر السيولة المنتجة من طرف النظام البنكي الموازي، مما أجبر البنوك المركزية على ضخ مكثف للسيولة في الأسواق لتفادي انفجار الوضع فيها. دفعت فترة أزمات الديون السيادية بالبنوك المركزية إلى منح السيولة للدول وأُعتبر هذا العمل مستحدثاً. تعرضت سياسات البنوك المركزية إلى انتقادات واسعة جراء هذا التدخل، وقبلها السياسات النقدية التوسعية التي كانت من الأسباب المباشرة للأزمة.

قبل، أثناء وبعد الأزمة، البنوك المركزية هي دائماً في قلب إشكالية الحفاظ على الإستقرار المالي؛ وبالتالي يجب تقييم عهدها من أجل جعل عملها متناسقاً مقارنة مع أهدافها المعلنة كونها مسؤولة كذلك عن الإستقرار المالي، فحتى وإن كانت بالطبع ليست الهيئات الوحيدة في هذه الحالة، فإنها تلعب دوراً خاصاً في التزويد الشامل بالسيولة في وقت الأزمات بإعتبارها مقرض الملجأ الأخير.⁽¹⁾

أدت شدة الأزمة المالية وسعة التدابير لمواجهة اعتباراً من سنة 2009، إلى بروز تفكير جديد حول مسؤولية البنوك المركزية في الإكتشاف المبكر ومعالجة الأزمات، ومن هنا، تحول دورها فيما يتعلق بالإستقرار المالي. هذا ما انتهى إلى بروز ضرورة إعطاء مسؤولية أكبر للبنوك المركزية قصد تعزيز دورها في الإستقرار المالي، وذلك بإعطاء المزيد من الإهتمام لمراقبة الخطر النظامي.

تتامي مسؤولية البنوك المركزية لا يمس باستقلالها التشغيلي وإنما يمنحها الوسائل اللازمة للجزم بأنها هيئة أساسية للإستقرار المالي. فبالإضافة إلى المهمة التقليدية الموكلة للبنوك المركزية ينبغي تجديد عهدها لتضم أيضاً مهمة الإستقرار المالي، وذلك من خلال:⁽²⁾

☞ يجب على البنوك أن تتبنى مقاربات احترازية كلية للحفاظ على استقرار النظام المالي ككل؛

☞ يجب إنشاء سلطة نقدية عالمية لتشجيع التعاون متعدد الأطراف للبنوك المركزية؛

☞ ومع ذلك، يجب أن يبقى الإستقرار النقدي هو الهدف الرئيسي للبنوك المركزية.

على الرغم من غياب تكليف رسمي، إلا أن البنوك المركزية عملت غالباً على الحفاظ على استقرار النظام المالي ككل في الممارسة، نظراً لأهميته على المستويين الوطني والدولي، وخاصة تكاليف النظام المالي غير المستقر على الإقتصاد الكلي وتأثيره على فعالية السياسة النقدية.⁽³⁾

⁽¹⁾ Xavier Ragot, (2012): **Les banques centrales dans la tempête -Pour un nouveau mandat de stabilité financière-**, Éditions Rue d'Ulm/Presses de l'École normale supérieure, Paris, p 69.

⁽²⁾ Andrew Sheng, (2013): **Une approche systémique de la stabilité financière**, <https://www.project-syndicate.org/commentary/andrew-shenga-systemic-approach-to-financial-stability/french?barrier=accesspaylog>: 18/05/2017.

⁽³⁾ Xavier Ragot, Ibid, p 70.

المطلب الثالث: تحليل الإستقرار المالي

تحليل الإستقرار المالي هو موضوع العديد من التقارير المنشورة دوريا على الصعيد الدولي (تقرير الإستقرار المالي لصندوق النقد الدولي، بنك التسويات الدولية)، الأوروبي (البنك المركزي الأوروبي، المجلس الأوروبية للخطر النظامي) أو الوطني (البنوك المركزية). مرّ تحديد وتعريف وأيضا الرقابة على الخطر النظامي بوضع أدوات جديدة. إن صياغة وتطوير السياسات الموجهة للحفاظ على الإستقرار المالي تتطلب تحديد مواطن الضعف في النظام المالي، محاولة قياس الخطر النظامي وتقييم الإستقرار المالي، حتى يتسنى إعداد الإستجابات المناسبة.

أولا- مواطن الضعف في النظام المالي وتأثيرها على الإستقرار المالي:

منذ أزمة الـ Subprimes، أصبحت وجهة النظر القائلة بأن المميزات الهيكلية النظام المالي تلعب دور محوري في تشكل الخطر النظامي متفق حولها بشدة. لم تعد العلاقات المتشابكة للأسواق المالية كتفسير فقط لإنتشار الخطر داخل النظام، ولكنها دفعت أيضا إلى العديد من الأعمال التداخلية التي تم إدماجها في الأطر التنظيمية الجديدة التي تم تطويرها منذ ذلك الحين. ومع ذلك، يبقى الدور الدقيق الذي يلعبه هيكل النظام المالي في خلق الخطر النظامي مفهوم بشكل ناقص.⁽¹⁾

في الواقع، التمييز بين الأوقات العادية وأوقات الضغط بالنسبة للأنظمة المالية صار مضللا إلى حد ما. وبطبيعة الحال فإنه من المثير للإهتمام والمفيد للغاية دراسة سلوك الأنظمة المالية تحت الضغط. ولكن من وجهة نظر السياسة لابد من إدراك أن بذور اللاستقرار تُزرع في الأوقات العادية. لذا ينبغي أن تتركز الجهود الجماعية المبذولة حول الكشف عن مقومات ومميزات الأنظمة المالية والتي عادة ما تخلق أو تضخم الضغوط.⁽²⁾

يلخص الجدول رقم (3-1) الأثر المحتمل للخصائص التي يتميز بها النظام المالي والنظام الإقتصادي ككل على الخطر النظامي، وذلك بفحص اتجاهات التغير المحتملة للخصائص وتأثيرها بالزيادة أو النقصان في شدة الخطر النظامي.

⁽¹⁾ Alaa Guidara, (2015): Op.Cit, p 14.

⁽²⁾ Jean-Pierre Landau, (2009): Op.Cit, p 01.

الجدول رقم (3-1): الأثر المحتمل لخصائص النظام المالي على الخطر النظامي

خاصية النظام المالي	اتجاه التغير	الاتجاه المحتمل على الخطر النظامي
تركز	زيادة	تزايد (SIFI's)
لاتوازنات (اختلالات) اقتصادية كلية	بناء / تراكم	زيادة
تمويل من السوق بين-البنكي	زيادة	زيادة (تعرض لإنهيار السوق)
عولمة/ نشاطات عبر الحدود/ اندماج مالي/ تدفقات رؤوس الأموال	زيادة/ تطور	غير حاسم (التعرض للصدمات الخارجية - زيادة، التنوع- نقصان)
الظروف الإقتصادية	سيئة/ تحسن	زيادة/ نقصان
التشابه في طريقة عمل المؤسسات المالية	زيادة	زيادة (التعرض لصدمة متماثلة)
صيرفة الظل	تطور	زيادة
خلل داخلي (في حالة سندات سيادية)	زيادة	زيادة (تعزيز سلسلة ترابط البنك السيادي)
حجم النظام المالي	زيادة	زيادة (في حالة حجم مفرط)
مستوى المنافسة	زيادة	غير حاسم
تسوية الصفقات عبر ال CCP	زيادة	غير حاسم (نقصان بالنسبة لمؤسسات معينة، تراكم في ال CCP)
الاتجاه المسامر للدورية	زيادة	زيادة
سعر الصرف	زيادة/نقصان	غير حاسم
أسعار الفائدة	زيادة/نقصان	غير حاسم
السيولة	زيادة/ نقصان	غير حاسم /زيادة
الإبتكار المالي	تطور	غير حاسم
نمو الإقراض	زيادة/نقصان	زيادة / زيادة (في حالة زيادة مفرطة - رافع أو نقصان - إنهيار الرافع)
التغير في أسعار الأصول	زيادة	مفرط (إذا تجاوز معدل النمو القيم الأساسية)

Source: Pawel Smaga, (2014): **The concept of Systemic Risk**, Systemic Risk Centre special paper N° 5, London School of Economics, www.systemicrisk.ac.uk/sites/default/files/downloads/.../sp-5_0.pdf, p 17.

يتراوح تأثير الخصائص الهيكلية للنظام المالي على الخطر النظامي بين: زيادة، نقصان أو غير حاسم بمعنى لم يعرف اتجاه تغير الخطر النظامي سلوكا واحدا وإنما مختلفا من نظام لآخر. في حالة الأثر المفرط على الخطر النظامي فهذا يدل على تهديد شديد بإحتمال التحقق المادي (تجسيد) للخطر النظامي.

يمكن استعمال هذا الجدول كنموذج لتحليل أثر الصدمات في النظام المالي، ويؤكد على أهم جوانب تحقق الخطر النظامي التي ينبغي فحصها والتركيز عليها.⁽¹⁾

ثانياً - قياس الخطر النظامي:

إن الحقيقة التي تقول "لا يمكن لأحد أن يدير ما لا يمكن قياسه" هي مقنعة خصوصاً بالنسبة للإستقرار المالي، لأن صناع القرار والهيئات التنظيمية والأكاديميين والممارسين لم يتوصلوا بعد إلى توافق في الآراء بشأن كيفية تحديد "الخطر النظامي". في حين يطبق القائمون بالضبط في بعض الأحيان التعريف القائل "قد يكون من الصعب تحديد الخطر النظامي لكنهم يعرفونه عندما يرونه"، فإن مثل هذا التعريف الغامض وغير الموضوعي لا يفيد بشكل خاص في القياس والتحليل، وهو شرط مسبق لمعالجة تهديدات الإستقرار المالي.⁽²⁾

توجد مؤشرات كثيرة جداً تحاول الإقترب من قياس الخطر النظامي لا يمكن تقديمها كلها بشكل مفصل، لذلك سنقتصر على بعضها. ولهذا الغرض سيتم تقسيمها إلى المؤشرات الخاصة بالمؤسسات - بنوك وتأمينات - وتلك الخاصة بالبنية التحتية للسوق، ثم تلك التي تقيس الترابطات المتبادلة داخل الشبكات، وبعدها المؤشرات التركيبية وأنظمة الإنذار المبكر.

1- في المؤسسات المالية:

هناك عدد من المؤشرات التي تقيس مساهمة مؤسسات فردية في الخطر النظامي. يوجد فرق أساسي بين المؤشرات القائمة على بيانات السوق المتوفرة في الوقت الحقيقي، وتلك المسحوبة من البيانات المحاسبية المفصلة ذات الأصل التنظيمي عادة وتخضع أحياناً لقيود الموثوقية.

على أساس بيانات السوق، تقترح الأدبيات الإقتصادية مؤشرات للقيم المتطرفة (Valeurs extrêmes) منذ أعمال Hartmann وآخرون (2005). في الفترة الأخيرة تضاعفت الإحصائيات المؤسسة على القيم المعرضة للخطر (VaR) الشرطية، مع التمييز بين مؤشرات "الهشاشة النظامية" التي تقيس أثر صدمة نظامية على هيئة ما، ومؤشرات "الأهمية النظامية" التي تقيس أثر هيئة ما على بقية النظام المالي. هذه الأخيرة "الأهمية النظامية" هي ما بحث Adrian و Brunnermeier (2011) عن قياسه باقتراح مؤشر قيمة العدوى المعرضة للخطر (Contagion Value at Risk / CoVaR). تقيس الـ CoVaR الفرق بين VaR الشرطية في وضعية إجهاد سوقي و الـ VaR في الحالة العادية. مؤشر آخر اقترحه صندوق النقد الدولي (FMI) هو الـ CoRisk وبنائه مطابق للـ CoVaR، إلا أن المؤشر لا يعتمد على سوق الأسهم وإنما على سوق الدين.

⁽¹⁾ Pawel Smaga, (2014): Op.Cit, p 18.

⁽²⁾ Bisias Dimitrios and Others, (2012): Op.Cit, p 01.

بقياس "الهشاشة النظامية"، وسَّع Acharya وآخرون (2012) مفهوم الخسائر المتوقعة (Expected shortfall) بحساب الخسارة الهامشية المتوقعة أو (Marginal Expected Shortfall/ MES).
 دُمجت الفكرة المبدئية لـ MES مع تقنيات اقترحها Engle و Brownlees (2011) للعمل على المؤشر SRISK. يقيس هذا المؤشر مبلغ رأس المال الذي يجب على الهيئة أن ترفعه في حالة الأزمة.
 طوّر Gray و Jobst (2011) تحليلاً يخص الديون المحتملة انطلاقاً من أعمال Merton (1973).
 بالإنطلاق من الأسعار البورصية قام الإقتصاديان باستعمال تقنيات تقييم الخيارات لـ Black-Scholes لقياس سعر خيار نظري لبيع أصول البنك، ثم مقارنته مع علاوات الـ CDS. الفرق بين الإثنين هو الضمان الضمني للحكومة، لأن هذه الأخيرة لا تُدمج إلا في تسعير الـ CDS؛ تقدم قيمة الضمانات قياس للخطر النظامي.
 فيما يخص البيانات المحاسبية، الأعمال التي حددت الخطر النظامي كانت بمبادرة مجلس الإستقرار المالي، من حيث تحديد الهيئات الكبرى المسببة للخطر النظامي (المؤسسات المالية ذات الأهمية النظامية، SIFIs) في نفس الوقت بالنسبة للبنوك النظامية الكبيرة (GSIB) وشركات التأمين الكبيرة (G-SII).
 قام Greenwood وآخرون (2012) بنمذجة آثار البيع بأسعار منخفضة للشهادات السيادية باستعمال بيانات عمومية منشورة من قبل السلطة البنكية الأوروبية، وقد فرقوا بين مساهمة البنوك في الخطر النظامي وبين تعرضها له. اقترح Brunnermeier وآخرون (2011) كذلك مؤشراً لـ "خريطة الخطر" (topographie du risque) على أساس احتياجات السيولة للبنوك.⁽¹⁾

2- في البنى التحتية المالية:

بالنسبة للبنى التحتية المالية، يتوافق قياس الخطر النظامي مع البعد القطاعي أكثر من الزمني، أي تقييم المرونة تجاه الصدمات. تُطرح من جهة مسألة تسيير عروض الهوامش، والتي قد يكون لها هي نفسها جانب مساطر للدورية. ترتبط الممارسات في هذا الميدان بالقواعد الخاصة بكل بنية تحتية. من جهة أخرى، تطرح مسألة التنظيم الأمثل لغرف المقاصة، مع الأخذ في الحسبان لوجود تحكيم بين خطر الطرف المقابل وخطر التركيز في حالة عجز غرفة المقاصة. من وجهة النظر هذه، وصَف Galbiati و Soramaki (2012) مخطط أنظمة التسوية، وبينوا أنها أفضل هندسة ترتبط بالهدف المبتغى، فالأنظمة الأكثر تركيزاً (أي التي لها حصة سوقية جد معتبرة) بعدد ضعيف من الأطراف المقابلة المركزية (CCP) لها القدرة الأكبر على الترابط الشبكي

⁽¹⁾ Olivier de Bandt, Françoise Drumetz et Christian Pfister, (2013): Op.Cit, p p 229-230.

(netting). ولكن يوجد ترجيح بين القدرة على تحقيق الترابط الشبكي في الوقت العادي والمرونة تجاه الصدمات القصوى في أوقات الضغط.⁽¹⁾

3- مؤشرات قياس الترابط في الشبكات بين-البنكية:

يتأسس قياس الخطر النظامي في الشبكات بين-البنكية بطريقة عامة، إمّا على المؤشرات الوصفية لمخطط الشبكة، أو بقياس درجة العدوى.

تستعمل العديد من الأعمال طرق وصفية منحدرية عن علم الاجتماع (دراسة الشبكات الاجتماعية) ونظرية الرسوم التخطيطية لاستنتاج قياس للخطر النظامي (Van de Brink، 2000، De Castro، Miranda وآخرون، 2012؛ Battiston وآخرون، 2012؛ Leon، Perez، 2013). أدخل Karas و Schoor (2012) مؤشرات مستوحاة من العلوم الفيزيائية وطبقوها على السوق بين-البنكي الروسي.

تستعمل مؤشرات أخرى لنمذجة سلوكيات المتعاملين وآليات العدوى. يقترح Gouriéroux وآخرون (2012) منهجية للتمييز بين الآثار المباشرة لصدمات الملاءة والعدوى. لقد بينوا أن بعض الشبكات مرنة جدا لبعض الأنواع من الصدمات ولكن ليس لأخرى. اهتمت أعمال أخرى بالعدوى المؤسسة على السيولة وإعادة تمويل المؤسسات مثل Cfuentes وآخرون (2005)، Gai و Kadapia (2011)، Arinaminpathy وآخرون (2012). ركزت أعمال أخرى أكثر على معايرة الصدمات لاستنتاج مؤشرات للعدوى. حدد Con وآخرون (2012) مؤشر لأثر العجز (default impact and the contagion index) والذي يقيس الخسارة في رأس المال لمؤسسة ما بعد صدمة.⁽²⁾

تتنوع نماذج قياس الخطر النظامي سواء من حيث التقنيات الإحصائية المستعملة، أو من حيث نوع المعلومات المتاحة. وهي تُصنّف ضمن نماذج التوازن العام ونماذج نظرية الألعاب، وقد تكون أيضا نماذج مقارنة سكونية أو ديناميكية. وقّر عمل Bisias وآخرون (2012)^(*) قائمة مستقيضة لـ 31 مقياسا للخطر النظامي مع أسسها النظرية ونوع المعطيات الضرورية لمعايرتها وكذا كيفية حسابها، يمكن الرجوع إليها للمزيد من التفاصيل.

(1) Olivier de Bandt, Françoise Drumetz et Christian Pfister, (2013): Op.Cit, p 231.

(2) Ibid, p 232.

(*) للمزيد من التفاصيل يمكن الإطلاع على المرجع التالي:

- Bisias Dimitrios and Others, (2012): **A survey of systemic risk analytics**, Working Paper N° 0001, Office of Financial Research, US Department of Treasury.

ثالثا - تقييم وقياس الإستقرار المالي:

تغيرت أساليب تقييم وقياس الإستقرار المالي مع الزمن كنتيجة للحاجة للتعامل مع أثر الأزمات المتلاحقة ومع الترابطات المعقدة بين مكونات النظام المالي والإقتصاد الحقيقي، وبين الأنظمة المالية والإقتصادات في حد ذاتها في عالم معولم. عموما تقييم وقياس الإستقرار المالي يكمن في عدة أساليب كمية، سوف نركز على أهمها وهي: مؤشرات الدورة المالية، مؤشرات السلامة المالية، المؤشرات التركيبية، وهي الأساليب التي تعتمد عادة المؤسسات الدولية كصندوق النقد الدولي.⁽¹⁾

1- مؤشرات الدورة المالية:

تتكون مجموعة المؤشرات الأولى المستعملة من أجل وضع مقاييس للسياسة التدخلية من المؤشرات الفردية أو المدمجة للدورة المالية. وتعمل عند إنطلاق التدابير المضادة للدورية (هوامش وقائية مضادة للدورية أو التدابير الهادفة لتفادي الفقاعة المضاربة).

هناك الكثير من المؤشرات المقترحة في الأدبيات (Saporta، 2009؛ Galati و Moessner، 2011؛ البنك المركزي الأوروبي، 2011؛ De Haan وآخرون، 2012). عموما يتعلق الأمر بنسب الرفع، القرض إلى القيمة (Loan to Value/ LTV)، القرض إلى الدخل (Loan to income/ LTI) على المستوى الفردي أو القطاعي، أعباء الفائدة والتسديد مقارنة بالدخل المتوفر. مؤشرات اقتصادية كلية، مثل معدل البطالة الذي قد يزيد من حدة بعض اللاتوازنات، وخاصة في السوق العقاري بسبب خطر عدم الملاءة الذي يرفع أيضا هذا الصنف. وحتى تكون هذه المؤشرات ملائمة، يجب أن تستجيب لعدد من المعايير، توفير معلومات عن المخاطر مأخوذة في أبعادها المتعددة (الدورية/ عبر-القطاعية)، مشكلة إشارات متقدمة وتكون متوفرة بسرعة. من الممكن التمييز بين المؤشرات التي تقيس احتمال وقوع حادث وتلك التي تقيس أثر الدورة المالية على التطورات الإقتصادية، هذا البعد الأخير هو أكثر تعقيدا. يوجد أيضا تعارض بين المؤشرات التي تقيس صعود مواطن الضعف وتلك للتدفقات، والتي تكون أكثر تفاعلا.⁽²⁾

2- مؤشرات السلامة المالية:

تستعمل هذه المؤشرات لتعيين مؤشر للإستقرار المالي في العديد من البلدان، نظرا لتقنيته السهلة عكس بعض المقاييس الأخرى. تنتوع هذه المؤشرات حسب طبيعة كل نظام مالي والهدف من الدراسة، إلا أنها تعتمد كلها على التجربة الدولية باستعمال مؤشرات السلامة المالية لصندوق النقد الدولي التي نشرها في دليل خاص

⁽¹⁾ Salima Guettafi and Yassine Laib, (2016): Op.Cit , p 79.

⁽²⁾ Olivier de Bandt, Françoise Drumetz et Christian Pfister, (2013): Op.Cit, p 226.

سنة 2006 (Financial Soundness Indicators Compilation Guide, 2006)^(*) والذي يضم تسعة وثلاثون (39) مؤشرا مقسمة إلى مجموعتين، مجموعة أساسية تضم اثنا عشر (12) مؤشرا، ومجموعة مساعدة تضم سبعة وعشرون (27) مؤشرا.⁽¹⁾

كما يقوم صندوق النقد الدولي أيضا بنشر خريطة الإستقرار المالي الشامل (Global financial stability map) والتي تمثل تقييما للمخاطر والظروف العامة للنظام المالي الدولي.⁽²⁾

3- المؤشرات التركيبية وأنظمة الإنذار المبكر:

تأخذ هذه المؤشرات العديد من الأبعاد في نفس الوقت، كما تدمج أيضا اللاتوازنات في الأسواق المالية. تمثل مؤشرات الإستقرار المالي مؤشرات متزامنة للضغوط المالية في النظام المالي. يتم بناؤها بتجميع معلومات من القطاعات المختلفة للنظام المالي بأكمله، ثم جمع المعلومات في مؤشر إحصائي واحد والذي يقيس الوضعية الراهنة لعدم الإستقرار في النظام المالي.

في البنك المركزي الأوروبي، أعدّ Hollo وآخرون (2012) مؤشر CISS (Composite Indicator of Systemic Stress)، والذي يقيس بطريقة معاصرة وضغوط الإجهاد. يعتمد المؤشر بالأساس على معطيات خمس أسواق فرعية هي: الوسطاء الماليين، أسواق النقد، أسواق الأسهم، أسواق السندات وأسواق الصرف. يعطي هذا المؤشر وزن أكبر للضغوط المتزامنة في العديد من الأسواق كميزات للأحداث النظامية.

نشير كذلك إلى الأدبيات الوفيرة عن أنظمة الإنذار المبكر (Early Warning systems) والتي تقيس في إطار إحصائي متناسق ومنهجي خصائص بعض المتغيرات الإقتصادية الكلية - كمؤشرات مسبقة لأزمات مستقبلية- مأخوذة بشكل فردي أو متزامن. تركز هذه الأبحاث على أعمال Kaminsky و Reinhart (1999). توفر كل هذه المؤشرات قاعدة مهمة لتقييم وقياس درجة الإستقرار المالي، إلا أنها في نفس الوقت لها العديد من نقاط الضعف التي جعلتها عرضة للنقد، لذلك فإن تحسين وحتى إيجاد طرق جديدة لمحاولة قياس الخطر النظامي وتقييم الإستقرار المالي تبقى من التحديات المتواصلة أمام الباحثين.⁽³⁾

(*) للمزيد من التفاصيل يمكن الإطلاع على:

- International Monetary Fund (March 2006): **Financial Soundness Indicators: Compilation Guide.**

⁽¹⁾ Salima Guettafi and Yassine Laib, (2016): Op.Cit, p 79.

⁽²⁾ Blaise Gadanecz, Kaushik Jayaram, (24 july 2009): **Measures of financial stability -a review**, IFC Bulletin N° 31, p 378.

⁽³⁾ Ibidem, p 170.

المبحث الثاني: السياسة الإحترازية الكلية كاستجابة لضبط الخطر النظامي والحفاظ على الإستقرار المالي

أبرزت الأزمة المالية أهمية الحفاظ على الإستقرار المالي، إذ لم يعد الحديث عن السياستين المالية والنقدية وحتى السياسة الإحترازية الجزئية يجري بمعزل عن أهمية الوقاية والتخفيف من الخطر النظامي ببعديه الزمني وعبر-القطاعي. لذلك أصبحت هناك حاجة ماسة لنشوء واعتماد سياسة إحترازية كلية يكون هدفها الواضح والصريح هو ضمان استقرار النظام المالي ككل والوقاية من الخطر النظامي أو على الأقل التخفيف من آثاره حال تحققه. وفي هذا السياق برزت أهمية التركيز على تطوير الإطار التنظيمي والمؤسسي للسياسة الإحترازية الكلية وأدواتها، وأيضا التنسيق مع السياسات الإقتصادية الأخرى وكذا التنسيق على المستوى الدولي.

المطلب الأول: مدخل نظري للسياسة الإحترازية الكلية

تزامن نشأة مصطلح الإحتراز الكلي والمقاربة الكلية للضبط الإحترازي مع تداعيات الأزمات المالية على الإستقرار المالي وإخفاق السياسات المطبقة سابقا ذات الفلسفة الفردية والتخصصية. بعد التعرف على ماهية السياسة الإحترازية الكلية وأهميتها وصعودها كتوجه مستحدث للضبط النظامي خاصة بعد تبنيها من قبل لجنة بازل، نتطرق إلى أهدافها التي تصنف وفقا لبعد الخطر النظامي المستهدف الوقاية والتخفيف منه. إن وضع إطار مؤسسي وتنظيمي بعهدة وصلاحيات واضحة يعتبر مطلب رئيسي لنجاح السياسة الإحترازية في بلوغ أهدافها، وقد بينت الوقائع أن البنك المركزي لعب هذا الدور الريادي في الكثير من البلدان.

أولاً - مفهوم السياسة الإحترازية الكلية وتطورها:

نسعى في هذه النقطة إلى التعريف بالسياسة الإحترازية الكلية، ظروف نشأتها وتطورها، خاصة مع تبنيها من طرف هيئات الضبط والإشراف الدولية لها خاصة لجنة بازل.

1- مفهوم وأهمية السياسة الإحترازية الكلية:

تقليديا، نَمِيز نوعين من الضبط المالي:⁽¹⁾

- ضبط الأسواق (وما يلزمها من الإشراف على الأسواق) وهدفه هو حماية المستثمرين والمدخرين؛
- الضبط الإحترازي الجزئي (وما يلزمه من الإشراف البنكي والتأميني)، والذي يهدف إلى ضمان سلامة المؤسسات مأخوذة بشكل منفرد، من أجل حماية المودعين والدائنين.

⁽¹⁾ Taryk Bennani et autres, (2017): Op.Cit, p 22.

في ظل الإدراك المتزايد لما سمح به التنظيم التقليدي من نمو مواطن الضعف المالي دون ضابط، مما أسهم في وقوع الأزمة المالية العالمية، عملت السلطات في كثير من البلدان على استكشاف مقاربة للتنظيم المالي تتسم بتغطية نظامية أشمل. ويُطلق على هذه المقاربة بالسياسة الإحترازية الكلية.

وليس الهدف من السياسة الإحترازية الكلية هو إحلالها محل التنظيم التقليدي للمؤسسات المالية مثل البنوك التجارية، بما لها من أهمية في ضمان صحة النظام المالي، وإنما الهدف منها هو الإضافة إلى السياسة الإحترازية الجزئية وتكميلها. وغالبا ما تكون هذه السياسة قادرة على نشر أدوات التنظيم التقليدية، وتعتمد على الجهات التنظيمية التقليدية في التطبيق والإنفاذ. ولكنها تطوع استخدام هذه الأدوات لمواجهة المخاطر المتزايدة في النظام المالي. وربما اقتضى هذا المنهج المتطور نوعا جديدا من البنيان التنظيمي لمراقبة النظام المالي والتعرف على أدلة تعرض الإستقرار لتهديدات متزايدة وإتاحة الفرصة لكي تتخذ السلطات إجراءات في مواجهة هذه المخاوف.⁽¹⁾

ترمي السياسة الإحترازية الكلية إلى ضمان سلامة النظام المالي في مجموعه والوقاية من آثار العدوى بين المتعاملين الماليين. يتم تعريف السياسة الإحترازية الكلية بالتركيز على الخصائص التي تتبناها الهيئات الدولية (مجلس الإستقرار المالي، صندوق النقد الدولي، بنك التسويات الدولية)، وفقا لأربعة (04) معايير:⁽²⁾

- ❖ **هدفها:** يتم الحفاظ على الإستقرار المالي بالوقاية والتخفيف من الخطر النظامي؛
- ❖ **حدودها:** يُؤخذ النظام المالي في مجموعه أي ك "كل"، بالأخذ بعين الإعتبار للتفاعلات بين القطاع المالي والحقيقي؛
- ❖ **أدواتها:** تدابير ملموسة تهدف للحد من الخطر النظامي (مثلا الأعباء الإضافية على رأس المال، السيولة،... أو تدابير خاصة بالنظام المالي الموازي - بنوك الظل-)؛
- ❖ **تنظيمها المؤسسي:** وضع سلطة احترازية كلية مُعرّفة بشكل جيّد -أو لجنة متعددة السلطات- مكلفة بعهدة مُكيّفة وأدوات مناسبة.

هناك جانب مهم جدا للسياسة الإحترازية الكلية وهو **بعدها الوقائي**. فهدفها هو الوقاية من الخطر النظامي وليس إصلاح أضراره عند حدوث الأزمة.

يمكن القول أن تحديد ماهية السياسة الإحترازية الكلية يعتمد على مدى إستعمالها للنماذج التحليلية والأدوات الموجهة للوقاية والتخفيف من الخطر النظامي والحفاظ على استقرار النظام المالي. يبحث التحليل

⁽¹⁾ لويس جاكومية وإرلند نير، (مارس 2012): **حماية الكل**، مجلة التمويل والتنمية، العدد 49، الرقم 01، صندوق النقد الدولي، ص 30.
⁽²⁾ Taryk Bennani et autres, (2017): Op.Cit, p 28.

الإحترازي الكلي عن وضع معالم لمواطن ضعف النظام المالي مأخوذاً كـ "كل". إنه ينطلق من رؤية عابرة للقطاعات للمخاطر التي تتعرض لها المؤسسات المالية وتبحث عن تجاوزها بالأخذ في الحسبان للآثار الخارجية التي تخلق الخطر النظامي.⁽¹⁾

نتجت ضرورة فرض آلية عالية المستوى (نظامية) للإشراف الإحترازي على كامل النظام عن درسين رئيسيين مستفادين من الأزمة المالية:⁽²⁾

- الدرس الأول هو أن استقرار الأسعار هو شرط ضروري ولكنه ليس كافٍ للإستقرار الإقتصادي، وأن استقرار النظام المالي ينبغي كذلك أن يؤخذ في الحسبان بهذا الخصوص؛
- الدرس الثاني يعود إلى أن المعايير الإحترازية الجزئية (والتي تهتم بالإشراف على الهيئات المالية منفردة) لا تكف هي لوحدها لوقاية النظام المالي بأكمله. تقوم هذه المقاربة على فكرة أنه "عندما تعتني المؤسسات منفردة بحماية نفسها فسيكون كل النظام بصحة جيدة". فالترابطات بين أعوان السوق وكذلك بين البنوك والدول غير مأخوذة في الإعتبار. وبالتالي فالخطر النظامي لا يمكن تسييره، أو على الأقل التخفيف من آثاره، بتدابير تقليدية للسياسات الإقتصادية الكلية والإحترازية الجزئية.
- إذا كان صحيح أن كل السياسات الإقتصادية سواء كانت نقدية، موازنية، صرف أو هيكلية بإمكانها المساهمة في ترقية الإستقرار المالي، فإن السياسة الإحترازية الكلية قد طُورت بهدف صريح ورئيسي هو ضمان استقرار كل النظام المالي.⁽³⁾

2- لمحة تاريخية موجزة عن نشأة وصعود مصطلح "الإحتراز الكلي"

في الحقيقة، يعتبر أساس التشريع للعهد الجديد (New Deal) في الولايات المتحدة الأمريكية منذ ما يزيد عن 40 سنة، إجابة مباشرة لما يطلق عليه اليوم مشاكل نظامية، مثل الذعر البنكي وأثر الرفع المفرط في سوق الأسهم.⁽⁴⁾

منذ نهاية سنوات سبعينات القرن الماضي، كان هناك دافع قوي لإعداد مقاربة إحترازية كلية صريحة. يظهر أن تأثير الإهتمامات التي يميل إليها هذا المصطلح "إحتراز كلي" كانت غير منتظمة طيلة العقود الثلاثة التي لحقت نشوئه. إنهار التقنين الذي فرضه العهد الجديد تدريجياً في الولايات المتحدة الأمريكية، بسبب

(1) Rainer Masera, (2015): Op.Cit, p 11.

(2) Ann-Katrin Petersen, (2015): Op.Cit, 16.

(3) Banque de France, (19 février 2013): **Stabilité financière et politique macroprudentielle**, Focus N° 09, p 04.

(4) Daniel K. Tarullo, (Avril 2014): **Une perspective macroprudentielle pour la réglementation des grandes institutions financières**, Revue de la stabilité financière N° 18 -Politiques macroprudentielles: mise en oeuvre et interactions-, Banque de France, p 52.

التغيرات العميقة التي حدثت للأسواق المالية وخصوصا تحت تأثير الإندماج المتصاعد لنشاطات الإقراض التقليدي وأسواق رؤوس الأموال. أشكال التقنين التي حلت محله شيئا فشيئا -خاصة المتطلبات الدنيا للأموال الخاصة (وليس هي فقط)- ارتكزت أساسا على ما أطلقت عليه وثائق متنوعة لـ BRI بالمقاربة الإحترازية الجزئية للتقنين (approche microprudentielle de la réglementation). إضافة للتحويلات المماثلة التي شهدتها على الأقل الإقتصادات المتقدمة، أوضحت التطورات المحلية كذلك ضرورة المنظور الإحترازي الكلي للتقنين المالي. في اليابان مثلا، توسعت الفقاعات العقارية والبورصية التي أسهمت في الأزمة البنكية لسنوات الثمانينات إلى قطاعات هائلة. في منطقة اليورو والإتحاد الأوروبي عموما، لم يتم إتخاذ أي تدبير تقنيي جديد يتلاءم مع الإتحاد النقدي والإندماج المالي.⁽¹⁾

إن الضبط الإحترازي الكلي هو مصطلح حديث نسبيا، مع تاريخ فكري أطول. وقد استخدم هذا المصطلح للمرة الأولى في اجتماع للجنة كوك (Cooke، لجنة بازل للإشراف البنكي حاليا)، في جوان 1979، للإشارة إلى كيف يمكن أن تترتب عن المشاكل المرتبطة بمؤسسة معينة آثار مالية نظامية مزعزة للإستقرار، خاصة بالنسبة للبنوك دولية النشاط. الظهور الثاني لمصطلح "إحتراز كلي" كان في وثيقة أصدرها بنك إنجلترا (Bank of England) في أكتوبر 1979، وكان هدفها فحص استعمال التدابير الإحترازية كواحدة من بين العديد من الطرق البديلة لكبح الإقراض. وقد ميّزت هذه الوثيقة بين المقاربة الإحترازية الجزئية للضبط والإشراف على البنوك الفردية، وبين المقاربة الإحترازية الكلية. بعد ذلك، ظهر مصطلح "الإحتراز الكلي" ليس أقل من سبع مرات في التقرير النهائي لـ Lamfalussy لمجموعة المحافظين العشرة (G10 Governors). وقد أكد التقرير كذلك على أهمية الإشراف الفعلي على النظام البنكي الدولي من وجهتي النظر الإحترازية الجزئية والكلية، إلا أن هذا الظهور اقتصر لحد تلك السنوات على البحوث الداخلية لبنك التسويات الدولية.⁽²⁾

مضت سبع سنوات أخرى قبل أن يُتداول مصطلح الإحتراز الكلي في وثيقة عمومية، ففي عام 1986، عرّف تقرير بنك التسويات الدولية السياسة الإحترازية الكلية، بأنها السياسة التي تعزز أمن وسلامة النظام المالي الواسع وآلية المدفوعات (BIS, 1986). وعلى الرغم من بعض الإستخدام غير الرسمي لمصطلح "السلامة الإحترازية الكلية" في بنك التسويات الدولية بعد سنة 1986، إلا أنه بعد الأزمة المالية الآسيوية خلال أوائل العقد الأول من القرن الحادي والعشرين، أُضيف المزيد من المضمون إلى مفاهيم الإحتراز الكلي من خلال مجموعة من الأنشطة الفكرية والبحثية. وكانت إدارة البحوث في بنك التسويات الدولية (BIS Research

⁽¹⁾ Daniel K. Tarullo, (Avril 2014): Op.Cit, p 52.

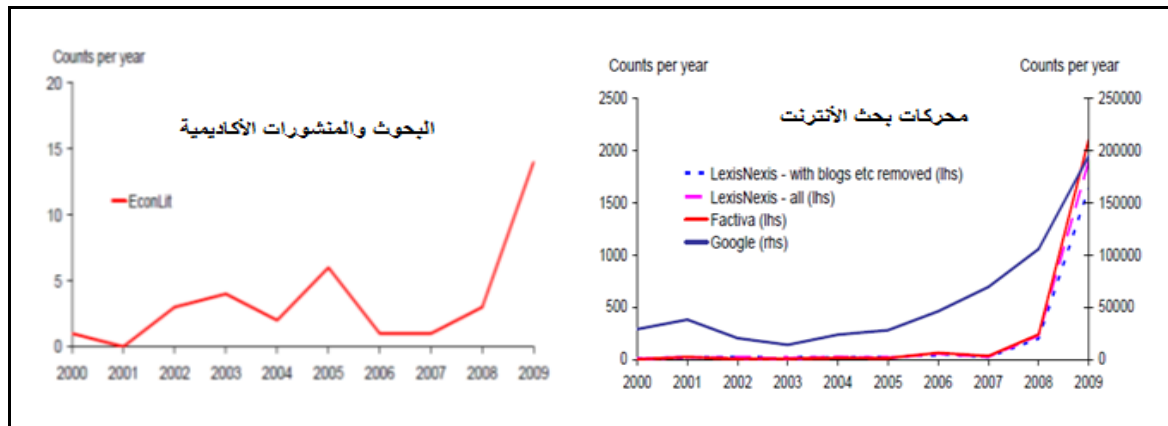
⁽²⁾ Piet Clement, (March 2010): **The term "macroprudential": origins and evolution**, BIS Quarterly Review, Bank of international settlement, p 59.

Department) موقعا رئيسيا لهذا العمل، على الرغم من أن عددا من الإقتصاديين في القطاعين الأكاديمي والخاص مثل Martin Hellwig ، Avinash Persaud ، Charles Goodhart واقتصادي التنمية مثل Stephanie Griffith-Jones و Stephanie Griffith-Jones، قدموا أيضا مساهمات هامة في المفاهيم الإحترازية الكلية، خاصة مغالطة التعميم، التقليد ومسايرة الدورية.

وفي سنة 2000، ميّز Andrew Crockett، المدير العام لبنك التسويات الدولية آنذاك، بين المقاربة الإحترازية الكلية والمقاربة الإحترازية الجزئية. بالنسبة له المقاربة الإحترازية الكلية تركز على النظام المالي ككل، وذلك للحد من تكاليف الضغوط المالية من حيث الناتج الإقتصادي الكلي. وقد انتقد المقاربة الإحترازية الجزئية التي اشتملت على الإشراف على المؤسسات الفردية ولكن ليس على الأنظمة بأكملها. ونتيجة لذلك، يدافع المنظور الإحترازي الكلي بأن هيئات الضبط بحاجة إلى أن تأخذ مقاربة نظامية وتستلزم متطلبات من القمة إلى الأسفل (Top down).⁽¹⁾

على الرغم من أن مصطلح "السياسة الإحترازية الكلية" نشأ في أواخر السبعينيات، إلا أن استخدامه كان على نطاق أوسع فقط مع الأزمة المالية العالمية منذ منتصف سنة 2007. وهذا ما تؤكده البيانات الخاصة بعدد مدخلات هذا المصطلح في محركات البحث على الأنترنت وعدد المنشورات الأكاديمية التي ورد ذكره فيها مثلما يوضحه الشكل الموالي رقم (3-3):⁽²⁾

الشكل رقم (3-3): تطور إستعمال مصطلح الإحتراز الكلي في محركات بحث الأنترنت والمنشورات الأكاديمية



Source: Gabriele Galati and Richhild Moessner, (February 2011): **Macroprudential policy –a literature review-**, BIS Working Papers, N° 337, p 05.

⁽¹⁾ Andrew Baker, (2013): **The new political economy of the macroprudential ideational shift**, New political economy, Queen's university Belfast, https://pure.qub.ac.uk/ws/files/11586616/The_New_Political_Economy_of_Macroprudential_Regulation.pdf, p 06.

⁽²⁾ Gabriele Galati and Richhild Moessner, (February 2011): **Macroprudential policy –a literature review-**, BIS Working Papers, No 337, p 04.

نستنتج أن مقارنة السّياسة الإحترازية الكلية ليست جديدة تماما، ولكن صناع السياسات لم يقدّروا جيدا احتمالات حدوث إضطرابات نظامية في المالية الحديثة وما يترتب عليها من آثار سلبية، إلا بعد وقوع الأزمة المالية النظامية. ومن ثمّ فهذه المقاربة آخذة في التطور.

3- التوجه الإحترازي الكلي للإشراف البنكي في إطار بازل III:

جاءت معايير بازل III كرد فعل لأزمة الـ Subprimes، خاصة بعد إفلاس العديد من البنوك وثبات قصور أو فشل معايير بازل II في حمايتها، ومن الأمور الأساسية التي بيّنتها الأزمة أيضا، أن العديد من البنوك لم يكن لديها رأس المال الكافي لدعم وضعية المخاطر التي إتخذتها والتي تبين لاحقا أنها فاقت بكثير ما كانت تتوقع قبل الأزمة المالية. هذا بلا شك مخالف للمبادئ الأساسية لبازل II والمتعلقة بكفاية رأس المال، حيث وضعت معايير دولية حديثة تساهم في جعل البنوك أكثر قدرة على تحمل الصدمات، عبر تحديد وضعية مخاطر البنوك بطريقة أكثر شمولية، وقد كان للجنة بازل دور قيادي في هذا المجال، حيث قامت بإجراء تعديلات واسعة وجوهرية على الدعامات الثلاثة لبازل II، تمثلت بإصدار قواعد ومعايير جديدة، شكلت معها ما سُمّي ببازل III.⁽¹⁾

صدرت اتفاقية بازل عقب اجتماع محافظي البنوك المركزية والمسؤولين الماليين الممثلين للأعضاء الـ 27 للجنة بازل بعد توسيعها، وذلك في مقر اللجنة في بنك التسويات الدولية، في مدينة بازل السويسرية في 12 سبتمبر 2010، وبعد المصادقة عليها من قادة مجموعة العشرين في إجتماعهم في نوفمبر 2010.

تناولت إتفاقية بازل III، ثلاث ملفات محورية وهي:⁽²⁾

- متطلبات الأموال الخاصة؛
- خطر السيولة؛
- الخطر النظامي.

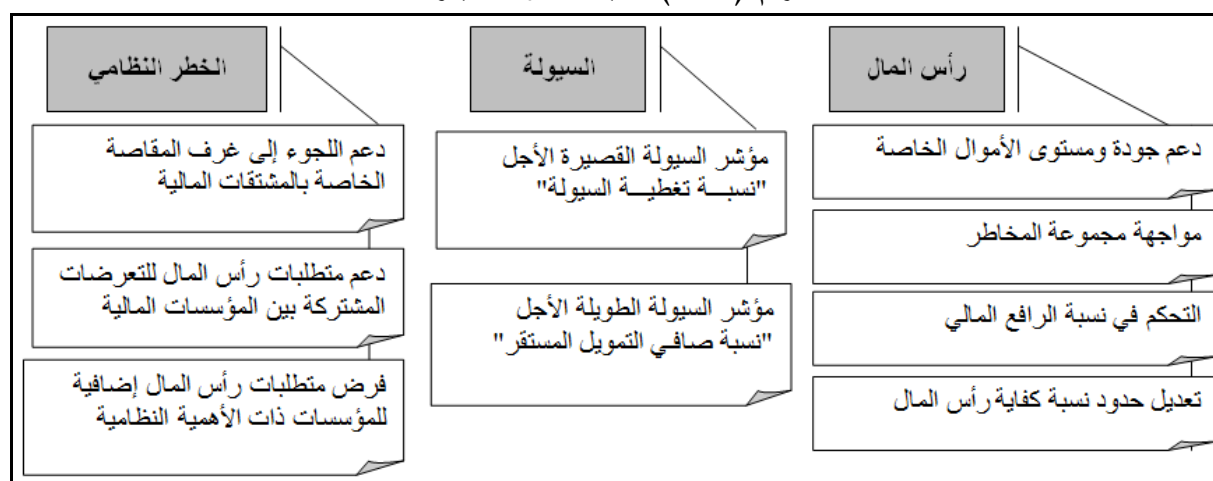
في الشكل الموالي رقم (3-4) تلخيص لهيكل مكونات بازل III حسب هذه الملفات:

⁽¹⁾ بريش عبد القادر وزهير غراية، (2015): مقررات بازل 3 ودورها في تحقيق مبادئ الحوكمة وتعزيز الإستقرار المالي والمصرفي

العالمي، مجلة الإقتصاد والمالية، العدد 00، الجزائر، ص 109.

⁽²⁾ ذهبي ريمة، (2012-2013): مرجع سبق ذكره، ص 103.

الشكل رقم (3-4): هيكل مكونات بازل III



المصدر: بوحديدة محمد، (2015): إدارة مخاطر السيولة في المصارف الإسلامية: مقاربة نظامية في تفسير علاقات الارتباط بين المصارف والأسواق ومؤسسات الرقابة-، المؤتمر الدولي الثاني للمالية والمصرفية الإسلامية: إدارة السيولة في المصارف الإسلامية، تنظيم كلية الشريعة- قسم المصارف الإسلامية - الجامعة الأردنية، 28 - 30 تموز 2015، ص 11.

تم إستحداث وإدراج في إطار بازل III تشكيلة من الأدوات الإحترازية الكلية الهادفة إلى ضبط الخطر النظامي والوقاية منه، سواء في بعده الزمني أو عبر-القطاعي. وعلى هذا الأساس فإن السلطات المعنية بتطبيق السياسات الإحترازية (الجزئية والكلية)، تشترك في استخدام وسائل وأدوات يتم تطبيقها من قبل المراقبين البنكيين على مستوى الهيئات الفردية (البنوك، المؤسسات المالية، المؤسسات المالية ذات الأهمية النظامية ...)، كما هو الحال في استخدام متطلبات إضافية تتعلق برأس المال أو السيولة.⁽¹⁾

ثانياً- أهداف السياسة الإحترازية الكلية:

مثالاً تطرقنا له سابقاً الهدف الأسمى للسياسة الإحترازية الكلية هو الوقاية والتخفيف من الخطر النظامي والحفاظ على الإستقرار المالي. مع ذلك، يبقى هذا الهدف "نظري" نوعاً ما ومبهم في جانب منه. تميز بعض الدراسات في هذا المجال بين البحث عن صلابة النظام المالي تجاه الصدمات الخارجية، ومرونته تجاه الصدمات الداخلية. وهناك دراسات أخرى تفرّق بين السياسات الرامية إلى تعزيز مرونة النظام والأخرى التي تبحث عن تخفيف الطابع المسابير للدورية للنظام المالي. يمكن كذلك المقابلة بين البحث عن الإستقرار المالي في لحظة معينة بمعنى محاربة ظواهر العدوى، وبين متابعة -استمرار- الإستقرار المالي "في الزمن".⁽²⁾

⁽¹⁾ فريق عمل الإستقرار المالي في الدول العربية، (2017): توافق السياسات الإحترازية والسياسات الإقتصادية الكلية، صندوق النقد العربي، أبو ظبي -الإمارات العربية المتحدة، ص 11.

⁽²⁾ Olivier de Bandt, Françoise Drumetz et Christian Pfister, (2013): Op.Cit, p 225.

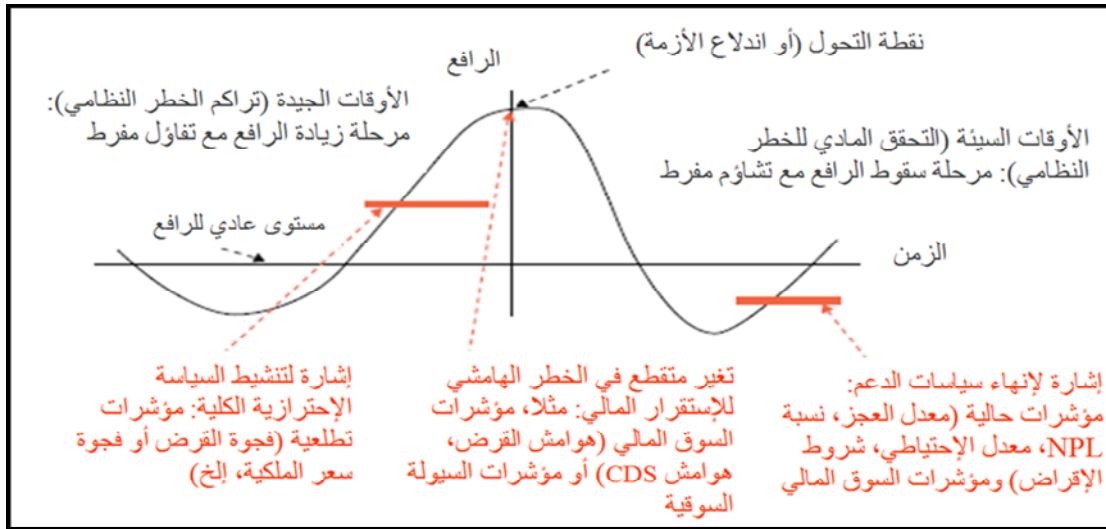
من الضروري دراسة أهداف السياسة الإحترازية الكلية بأكثر واقعية وعملية؛ لذلك من الأفضل ربطها ببُعدي الخطر النظامي (الزمني وعبر-القطاعي) واستخدامهما كبعدين للسياسة الإحترازية الكلية في البداية، ثم تعريف الأهداف الوسيطة لها.

1- البعد الزمني لأهداف السياسة الإحترازية الكلية:

في بعدها الزمني، يتمثل هدف السياسة الإحترازية الكلية في الحد من الطابع المسابير للدورية للأنظمة المالية، هذه الظاهرة التي تعني الأثر الذي يمكن بواسطته أن يتم تضخيم الدورات الإقتصادية من طرف النظام المالي، سواء بتشجيع ظهور مراحل توسع مفرطة تكون في أثنائها المخاطر أقل تقديرا (sous-évalués) وبالتالي تتراكم؛ أو، تناظريا، بتعزيز التقلبات في مراحل الإنكماش بفعل التعرض المكثف للمخاطر. يمكن أن تتجسد هذه الظواهر في تشكّل فقاعات أسعار الأصول أو بالتراجع العنيف للدورة. هذه الدعوة إلى محاربة الطابع المسابير للدورية لا تعني إلغاء أو إبعاد كل الدورة المالية. في الواقع، ما دام أن هذه الدورات تبقى في نطاق معقول، فهي تعبير طبيعي عن النشاط الإقتصادي. والإهتمام ينصب على تقادي التقلبات ذات النطاق المفرط.⁽¹⁾

يمثل الشكل رقم (3-5) تمثيل مبسط لكيفية التدخل وقيادة السياسة الإحترازية الكلية حسب مراحل الدورة المالية:

الشكل رقم (3-5): تطور الخطر النظامي وقيادة السياسة الإحترازية الكلية على مدى الدورة المالية



Source: Jan Frait and Zlatuše Kmarkova, (2010-2011): **Financial stability, systemic risk and macroprudential policy**, Financial stability report, Czech National Bank, p 99.

- ملاحظة: NPL (No Performing Loans): القروض المتعثرة.

⁽¹⁾ Banque de France, (19 février 2013), Op.Cit, p 04.

ينطوي منع الخطر النظامي في بعده الديناميكي على تقليل التقلبات المسيرة الدورية للنظام المالي، وعلى نطاق أوسع، ضبط الدورة المالية. وهذا يتطلب سياسة مضادة للتقلبات الدورية (أي في نهاية الدورة)، بمساعدة الأدوات التي تفضل تشكيل مصدات وقائية (الهوامش المؤقتة) في المرحلة الصاعدة للدورة (الطفرة). لتكون قادرة على الإستفادة منها في مرحلة الإنكماش (الهبوط) بعد تحقق الخطر النظامي.

2- البعد عبر-القطاعي لأهداف السياسة الإحترازية الكلية:

في البعد عبر-القطاعي، تهدف السياسة الإحترازية الكلية إلى تعزيز مرونة (résilience) النظام المالي، أي قدرته على امتصاص الصدمات المالية أو الإقتصادية دون انعكاسات خطيرة. ولهذا تستهدف السياسة الإحترازية الكلية خاصة الهيئات ذات الأهمية النظامية، تلك التي قد يؤدي إفلاسها إلى تعريض مجموع النظام المالي إلى الخطر. في الحقيقة، لا يعني ذلك منع كل إفلاس وإنما تجنب ما يمكن أن لا يتحملة النظام المالي. من هذا المنظور، تهتم السياسة الإحترازية الكلية بالحد من ظواهر العجوزات الجماعية سواء تلك المرتبطة بالترابطات المتبادلة القوية أو بالتعرضات المكثفة لخطر متشابه، ولا تركز على سلامة كل متعامل منفردا وإنما فقط أولئك الذين يهدد حجمهم أو ترابطهم استقرار النظام المالي في حالة العجز.⁽¹⁾

3- الأهداف الوسيطة للسياسة الإحترازية الكلية:

الطريقة الأخرى لفهم الهدف الأسمى للسياسة الإحترازية الكلية يتمثل في تحديد الأهداف الوسيطة المعلنة أكثر. يوجد في الأدبيات التي تناولت الموضوع عدد كبير من الأهداف الوسيطة، لذلك نذكر في هذا المقام تلك التي ركّز عليها المجلس الأوروبي للخطر النظامي، وهي:⁽²⁾

- تجنب النمو المفرط للإئتمان وأثر الرافع، والذي يلعب الدور المحرك لنشوء فقاعات أسعار الأصول؛
- تجنب اللاتوازنات في السيولة وفي تمويل الهيئات، وسببه الفجوة الكبيرة للإستحقاقات؛
- تجنب تركيز التعرضات التي تجعل القطاع المالي معرض للصدمات، سواء بشكل مباشر من خلال الميزانيات، أو غير مباشر بسبب العدوى أو البيع بأدنى الأسعار؛
- تجنب التحفيزات غير الملائمة والخطر الأخلاقي المرتبطان بالمؤسسات المالية ذات الأهمية النظامية والضمانات الضمنية الممنوحة من قبل الحكومات لهذه الأخيرة.

⁽¹⁾ Banque de France, (19 février 2013), Op.Cit, p 04.

⁽²⁾ Taryk Bennani et autres, (2017) : Op.Cit, p p 30-31.

يمكن تلخيص أهداف السياسة الإحترازية الكلية في تحقيق الإستقرار المالي، من خلال منع أو تخفيف الخطر النظامي، بما في ذلك تخفيف آثار الصدمات الخارجية وحل معضلات عدم التوازن المالي من جهة، والحد من جهة أخرى من الإتجاهات المسيرة للدورات الإقتصادية في النظام المالي.⁽¹⁾

يجمل الجدول رقم (2-3) هذه الأهداف كما يلي:

الجدول رقم (2-3): أهداف السياسة الإحترازية الكلية

السياسة الإحترازية الكلية	
الأهداف الوسيطة	- التخفيف من الخطر النظامي؛ - تخفيض إحتمال وقوع أزمات مالية.
البعد الزمني للأهداف	- تخفيف الطابع المسامر للدورية للنظام المالي.
البعد عبر-القطاعي للأهداف	- تقليص التعرضات المشتركة بين المؤسسات المالية؛ - الحد من العدوى.
الهدف النهائي	الإستقرار المالي

Source: Christian Pinshi, (2017): **Une perspective macroprudentielle pour la stabilité financière**, MPRA Paper N° 79189, <https://mpra.ub.uni-muenchen.de/79189/>, p 07.

ينبغي أن يكون التسلسل الهرمي لأهداف السياسة الإحترازية الكلية واضحا ومحددا، والذي يعني أن هدفا معينا يحضى بالأسبقية على هدف آخر.

ثالثا - الإطار المؤسسي للسياسة الإحترازية الكلية:

يعتبر وضع إطار مؤسسي وتنظيمي يتضمن هيكل الجهات المكلفة بتطبيق السياسات الإحترازية الكلية من الأولويات لضمان نجاح السياسة الإحترازية الكلية في بلوغ أهدافها، وأيضا من العوامل المساعدة على تقوية الحافز للمزيد من التعاون والتنسيق بين الجهات المعنية بمختلف مجالات بقية السياسات.

1- أهمية تعيين السلطة الإحترازية الكلية وتحديد عهدتها:

تطالب تقارير لجنة بازل، صندوق النقد الدولي، مجلس الإستقرار المالي أو أيضا المجلس الأوروبي للخطر النظامي، كلها بتعريف الإطار المؤسسي وعهدة السياسة الإحترازية الكلية بطريقة واضحة والتي، مثل أي سياسة اقتصادية، يمكن أن تواجه وتتعرض لتضارب الأهداف بفعل تداخلها وتفاعلها مع سياسات أخرى.⁽²⁾

⁽¹⁾ فريق عمل الإستقرار المالي في الدول العربية، (2017): مرجع سبق ذكره، ص 07.

⁽²⁾ Banque de France, (19 février 2013), Op.Cit, p 05.

تشكل البنية المؤسسية عنصرا أساسيا في السياسة الإحترازية الكلية، تماما مثلما يكون البنك المركزي في صميم السياسة النقدية والخزينة العمومية في صميم سياسات المالية العامة. يعتمد اختيار مجموعة مؤسسية محددة على الظروف المحلية، ولا تزال أفضل الممارسات الدولية في الظهور. هناك عنصرين رئيسيين (ومتداخلين) في هذا الإطار: سلطة ذات عهدة واضحة للسياسة الإحترازية الكلية؛ وآلية رسمية للتنسيق أو التشاور عبر السياسات الرامية إلى تحقيق الإستقرار المالي، وذلك من خلال:⁽¹⁾

- ❖ الحاجة إلى تحديد سلطة تشرف على مراقبة الخطر النظامي وتقرر أو توصي بإجراءات تعكس ما يلي:
 - الحاجة إلى وضوح المسؤولية عن احتواء الخطر النظامي، مع وجود حوافز مناسبة للعمل،
 - الحاجة إلى وضوح المسؤولية عن أدوات السياسة العامة،
 - تعقيد تحديد الخطر النظامي بالنظر إلى اتساع نطاق التحليلات المطلوبة واحتياجات البيانات الأساسية.
- ويمكن أن تكون هذه السلطة هيئة (لجنة أو مجلس) أو مؤسسة (بنك مركزي، وكالة إشرافية)؛ قائمة فعلا أو جديدة؛

❖ تنشأ الحاجة إلى التنسيق لأن السياسة الإحترازية الكلية تتفاعل مع السياسات الأخرى، ولأن الإستقرار المالي قد لا يكون هدفا لهذه السياسات الأخرى، فقد ينشأ تضارب في أهداف السياسات، ومن ثم تنشأ الحاجة إلى آليات تنسيق أو تشاور أكثر رسمية؛

❖ وقد يتخذ ذلك شكلا مؤسسيا، مثل لجنة أو مجلس أو أشكال أخرى، مثل اشتراط استشارة السلطة الإحترازية الكلية أو تقديم المشورة بشأن القرارات الرئيسية التي تؤثر على النظام المالي. ويكتسي التنسيق أهمية خاصة عندما تقع السلطة الرسمية على الأدوات التي تؤثر على مصادر محددة للخطر النظامي على عاتق هيئات أخرى غير السلطة الإحترازية الكلية؛

❖ ولكي تكون الترتيبات المؤسسية للسياسة الإحترازية الكلية فعالة، يجب أن تضمن قدرة صانعي السياسات واستعدادهم للعمل -بما في ذلك عهدة واضحة-؛ التحكم في أدوات السياسة الإحترازية الكلية التي تتناسب مع تلك العهدة؛ الترتيبات التي تضمن استقلالية العمليات؛ وأحكام لضمان المساءلة، تدعمها الشفافية والتواصل الواضح بين القرارات وعمليات صنع القرار.

إن وجود تفويض بعهدة واضحة يمكن أن يزيل الغموض المتعلق بشرعية إجراءات السلطات الإحترازية الكلية بوضعها في إطار قانوني واضح، وفي الوقت نفسه فإن العهدة هي ضمان ضد خلل التحيزات. يجب أن

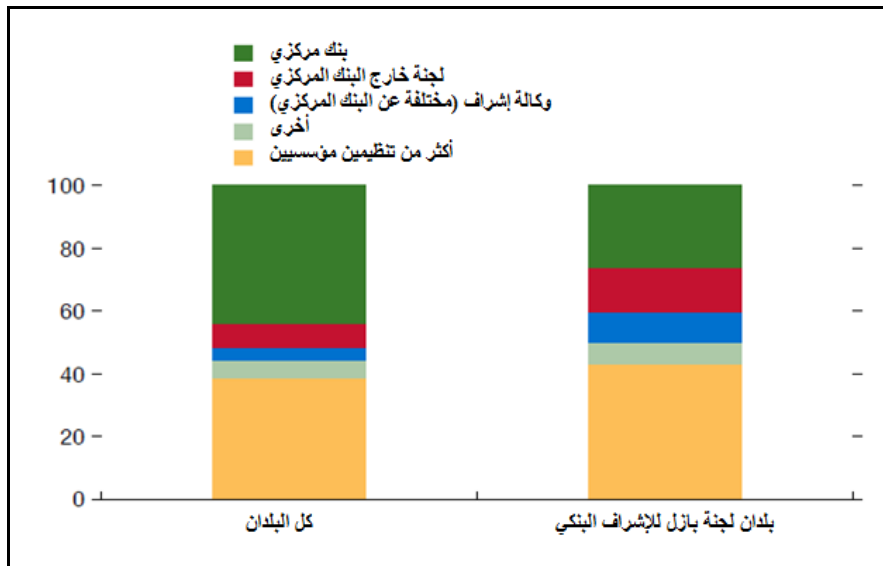
⁽¹⁾ José Viñals (Approved by), (March 2011): **Macroprudential Policy: An Organizing Framework**, Prepared by the Monetary and Capital Markets Department, In consultation with Research and other departments, International Monetary Fund, p 34.

يعطي السلطة أيضا صلاحيات كافية للقيام بمهامها بشكل صحيح. على سبيل المثال، يجب أن تكون السلطة قادرة على الحصول على جميع المعلومات الضرورية، مثل البيانات المتعلقة بإشراف البنوك وشركات التأمين والمؤسسات المالية الأخرى أو فيما يتعلق بالبنى التحتية المالية. في حال توفر الترتيبات المناسبة لضمان احترام معايير السرية الصارمة، قد تتضمن هذه المعلومات بيانات عامة و/أو بيانات فردية تغطيها قواعد السرية المهنية. من الضروري أن تكون السلطة قادرة على تطبيق التدابير الإحترازية الكلية على النطاق المناسب داخل القطاع المالي. يجب أن تكون السلطات مصحوبة بقواعد تضمن المساواة (مثلا الإختبارات أمام البرلمان) والشفافية. وأخيراً، ينبغي أن تكون السلطة مستقلة، على الأقل من الناحية التشغيلية (ميزانيتها وموظفيها مثلاً)، فيما يتعلق بكل من الحكومة والجهات الفاعلة الخاصة في القطاع المالي.⁽¹⁾

2- النماذج المؤسسية للسلطات الإحترازية الكلية وتفوق دور البنوك المركزية:

منذ الأزمة المالية العالمية لسنة 2008، وضعت معظم البلدان سلطات للسياسة الإحترازية الكلية. تختلف الترتيبات التنظيمية والمؤسسية باختلاف البلدان، ولكن في معظم الحالات تم إسناد هذا الدور للبنك المركزي، مثلما يوضحه الشكل رقم (3-6). تعد اللجان خارج البنك المركزي ثاني أكثر أشكال التنظيم انتشاراً.⁽²⁾

الشكل رقم (3-6): السلطات الإحترازية الكلية المعينة لسنة 2017 (%)



Source: International Monetary Fund, (October 2018): **Global financial stability report –A decade after the global financial crisis: Are we safer?-,** Washinton, DC, p 70.

⁽¹⁾ Taryk Bennani and others, (February 2014): Op.Cit, p p 12-13.

⁽²⁾ International Monetary Fund, (October 2018): **Global financial stability report –A decade after the global financial crisis: Are we safer?-,** Washinton, DC, p 70.

الإشراك القوي للبنك المركزي جاء بسبب دوره كمقرض الملجأ الأخير وكذا ميادين خبرته المتعددة (اقتصاد كلي، قطاع مالي، بنية تحتية مالية... إلخ). بالتدقيق، يمكن رؤية السياسة الإحترازية الكلية وكأنها طيف بين السياسة النقدية من جهة والسياسة الإحترازية الجزئية من جهة الأخرى. أهدافها ذات طبيعة شاملة تقترب من تلك للسياسة النقدية. بالمقابل، إنها أكثر قربا من السياسة الإحترازية الجزئية على مستوى الأدوات - كنسب رأس المال- والتي ينبغي البحث عنها وتكييفها واستعمالها لتقليل الخطر النظامي. فحتما الحدود بين الإحتراز الكلي والإحتراز الجزئي ستكون شفافة وريقة. مما سيوجب البنوك المركزية والسلطات الإشرافية أن تتسق فيما بينها بشكل وثيق.⁽¹⁾

المطلب الثاني: أدوات السياسة الإحترازية الكلية

بعد تعريف وتحديد الخطر النظامي، تحدد السلطات الأدوات المناسبة للوقاية منه أو التخفيف من آثاره. يمكن لمرحلتين وبعدي الخطر النظامي أن يتطلبا استعمال أدوات مختلفة أو توليفات منها. تعمل الأدوات الإحترازية الكلية من خلال التأثير على دورات الإئتمان وأسعار الأصول لمحاربة السلوكات المسيرة للدورية (البعد الزمني)، أو الإسهام في تحسين مرونة النظام المالي أو المتعاملين السوقيين الذي يظهرون أهمية نظامية (البعد عبر-القطاعي). تضم الأدوات الإحترازية الكلية تشكيلة واسعة، فبالإضافة إلى الأدوات الإحترازية الكلية الحقيقية، تم توسيع الأدوات التنظيمية والإشرافية المتعددة الجوانب لتشمل الأغراض الكلية واعتبارها أدوات إحترازية كلية معاد تصميمها.

أولا - الأدوات الإحترازية الكلية المضادة للدورية:

تهدف الأدوات الإحترازية الكلية التي تركز على البعد الزمني للخطر النظامي إلى تخفيف التقلبات الدورية في النظام المالي. نعرض هنا مجموعة من الأدوات من خلال تقديم وصف للأداة الإحترازية الكلية المعنية، شرح آلية الانتقال الخاصة بها، وتحديد بعض مزاياها وعيوبها.

1- المتطلبات الإضافية لرأس المال المضاد للتقلبات الدورية (CCB):

عملا بالمقاربة النظامية للإستقرار المالي وبالتالي الضبط الإحترازي الكلي، تقوم الهيئات الرقابية والإشرافية على الأنظمة المالية على غرار بنك التسويات الدولية بمهمة الإشراف والمتابعة للبنوك العالمية، من خلال دعوتها إلى الإلتزام بجملة من المعايير الإحترازية الكلية والتي كانت آخرها تصحيحات متطلبات رأس

⁽¹⁾ Rainer Masera, (2015): Op.Cit, p 15.

المال المُدرجة في بازل III، وإدخال المتطلب الإضافي لرأس المال المضاد للتقلبات الدورية (Countercyclical Capital Buffer/ CCB).

استنادا إلى ما سبق وإلى ما لوحظ على المستوى الدولي من وجود ارتباط بين الدورات الإقتصادية ودورات الإئتمان فقد حرصت لجنة بازل للرقابة البنكية في إطار التعديلات الرقابية المرتبطة ببازل III على تضمين المتطلبات الرقابية لمتطلب إضافي لرأس المال تتراوح قيمته بين 0-2.5 % من الأصول المرجحة بالمخاطر لمواجهة مخاطر الدورة الإئتمانية وذلك فيما يعرف بـ CCB. ترى لجنة بازل أن الهدف الرئيسي من هذا المتطلب يتمثل في تحقيق الهدف النظامي للسياسة الإحترازية الكلية والمتمثل في حماية القطاع المالي من تراكم مخاطر الإفراط في منح الإئتمان وقد تسببه التقلبات في الدورة الإقتصادية من تأثيرات على قدرة القطاع المالي على منح الإئتمان. وبالتالي فإن هذا المتطلب الإضافي لرأس المال يستهدف تقليل التقلبات الحادة في مستويات منح الإئتمان في القطاع البنكي.⁽¹⁾

ويشار في هذا السياق إلى أن هذا المتطلب الإضافي لرأس المال لا يستهدف فقط حماية البنوك الفردية التي أفرطت في منح الإئتمان من التعثر في أوقات التعرض للصدمات، وإنما يستهدف أيضا حماية القطاع المالي ككل من تداعيات وتأثيرات الإفراط في منح الإئتمان بما يضمن قيام كافة المؤسسات المالية بدورها في تمويل الأنشطة الإقتصادية المختلفة. ويعمل هذا المتطلب من خلال إلزام السلطات الرقابية لكافة المؤسسات المالية بتكوين رأس مال إضافي يتم مراكمته خلال فترات الرواج الإقتصادي، وتوفر دلائل لدى السلطات الرقابية تشير إلى اتجاه المؤسسات المالية للتوسع في منح الإئتمان. وبالتالي فإن فرض هذا المتطلب الإضافي من شأنه تخفيف وتيرة تسارع عمليات منح الإئتمان. وفي المقابل، تلجأ السلطات الرقابية إلى إطلاق هذا المتطلب بما يعني السماح للبنوك باستغلال وتوظيف الموارد المتاحة من خلاله حال تغير الدورة الإقتصادية ووجود شح في الموارد المالية، حيث يستخدم المتطلب الإضافي لرأس المال في هذه الحالة سواء بهدف تغطية خسائر المؤسسات المالية أو الإستمرار في منح الإئتمان والذي يشهد تراجعا حادا خلال تلك الأونة.⁽²⁾

تعمل آلية إنتقال CCB على النحو التالي: يعزز رفع متطلبات رأس المال مرونة النظام البنكي بشكل مباشر لأن البنوك قادرة على تحمل خسائر أكبر قبل أن تتعرض لمشاكل الملاءة المالية. وفي الوقت نفسه، يمكن تعزيز القدرة على التكيف بشكل غير مباشر من خلال التأثير على دورة الإئتمان وعلى توقعات وسلوك

(1) هبة عبد المنعم، (2015): متطلبات رأس المال الإضافي للحد من مخاطر التقلبات في دورات الأعمال ومنح الإئتمان، ورقة مقدمة في الإجتماع الخامس والعشرين للجنة العربية للرقابة المصرفية، صندوق النقد العربي، أبو ظبي-الإمارات العربية المتحدة، يومي: 13-14 ماي، ص 03.

(2) نفس المرجع، ص 04.

المشاركين في السوق. يؤثر CCB أيضًا على دورة الائتمان من خلال استجابة البنوك لعجز في رأس المال عن طريق زيادة فروق الإقراض، تقليص الأرباح والمكافآت، وإصدار رأس مال جديد (والذي يجب أن يكون له تأثير سلبي على الطلب على الائتمان نتيجة فروقات الإقراض الأعلى)، أو من ناحية أخرى من خلال الحد من ممتلكات الأصول، مما قد يؤدي إلى انخفاض في العرض الائتماني أو إلى تحول في تكوين الأصول تجاه التعرض للخطر بأوزان منخفضة.⁽¹⁾

بالطبع فإن لتطبيق مثل هذا المتطلب الإضافي لرأس المال العديد من المزايا على صعيد الإقتصاد الكلي ومن أهمها:⁽²⁾

- ◀ تجنب السلطات الرقابية التدخل لدعم بعض المؤسسات المالية خشية تعرضها للتعثر المالي، هذه الكلفة التي يتحملها عادة دافعي الضرائب؛
- ◀ ضمان وجود قدر كاف من الائتمان الممنوح والموجه لتمويل الأنشطة الإقتصادية حتى في أوقات تعرض الإقتصاد للصدمات، وبالتالي ضمان وجود تمويل لأنشطة الإقتصاد الحقيقي بما يقلل من فترات الركود الإقتصادي؛
- ◀ الحيلولة دون توسع القطاع المالي في منح الائتمان في أوقات الرّواج الإقتصادي وبالتالي الحد من تراكم المخاطر على مستوى القطاع المالي؛
- ◀ الحيلولة دون تكوّن فقاعات أسعار الأصول وما ينتج عنها من أزمات مالية تؤثر على أنشطة القطاعين المالي والحقيقي على حد سواء.

2- متطلبات رأس المال القطاعي (SCRs):

في حين تتم معايرة المتطلبات الإضافية النظامية من رأس المال لضمان قدرة النظام البنكي على مواجهة الصدمات على نطاق النظام، فإن متطلبات رأس المال القطاعي (Sectoral Capital Requirements/ SCRs) تركز على التطورات الخطرة في قطاع معين من قطاعات الإقتصاد. يمكن أن تأخذ هذه المتطلبات القطاعية شكلين رئيسيين: رفع أوزان ترجيح الخطر، أو فرض ضريبة إضافية على رأس المال فيما يتعلق ببعض التعرضات. يمكن رفع أوزان ترجيح الخطر إما عن طريق تطبيق مضاعف أو إضافة إلى أوزان ترجيح خطر القرض الجزئي للبنوك في القطاع المعني، مثل العقاري والسكني التجاري أو المؤسسات والقطاعات داخل المالية، أو بتحديد الحد الأدنى (القاعدة) لأوزان الخطر على التعرضات القطاعية المحددة (مثلا عن طريق الحد

⁽¹⁾ Taryk Bennani and others, (February 2014): Op.Cit, p 21.

⁽²⁾ هبة عبد المنعم، (2015): مرجع سبق ذكره، ص 05.

الأدنى من العجز المعطى للخسارة "Loss Given Default/ LGD" في حساب أوزان الخطر). سيعمل الخياران معا أو مزيج من الإثنين معاً، على تخفيض نسب رأس مال البنوك تلقائياً اعتماداً على تعرضها للقطاع المعني. ومع ذلك، فإن هذا التأثير العام قد يؤدي إلى تعميم بالنسبة للمشاركين في السوق بين ما يحركه سلوك المخاطرة لدى البنوك وما هو نتيجة للتشديد الإحترازي الكلي. فيما يتعلق بمتطلبات رأس المال القطاعي في شكل رسم إضافي لرأس المال فإن الآلية تعمل بشكل مماثل لـ CCB، لكن الوظيفة الإضافية لرأس المال تعتمد على التعرض للقطاع المعني. وكما هو الحال مع CCB، فإن المستوى الدقيق لمتطلبات رأس المال القطاعية يعتمد على متغيرات مشروطة وملائمة مثل فجوة الإئتمان القطاعية إلى الـ PIB.

والغرض من متطلبات رأس المال القطاعي هو زيادة قدرة البنوك على مواجهة التطورات الخطيرة في قطاع معين والتي قد تضعف نمو الإئتمان القطاعي. وتتمثل الميزة الرئيسية في أنها من المرجح أن تكون أكثر كفاءة من متطلبات رأس المال الإضافي CCB، عندما يتم احتواء الطفرة الضمنية داخل قطاع معين. استجابة لمتطلبات رأس المال القطاعي المرتفع، قد يتم تحفيز البنوك لتقليل الإقراض للقطاع المحدد، حيث ترتفع التكلفة الهامشية النسبية لمثل هذا الإقراض. يمكن أن يتضخم هذا التأثير من خلال ضغوط المستثمرين فتجد البنوك صعوبة في زيادة رأس المال الخارجي من أجل تمويل الإقراض الذي تم تحديده من قبل السلطة الإحترازية الكلية على أنه خطر بشكل خاص.⁽¹⁾

3- نسبة الرفع المالي:

قامت لجنة بازل بإدراج نسبة جديدة غير حساسة للمخاطر وهي نسبة الرفع المالي كوسيلة مكملة لمتطلبات كفاية رأس المال، وهي تهدف لوضع حد أقصى لتزايد نسبة الديون في النظام البنكي، من خلال خلق مثبت ضد محاولات إعطاء تصنيفات داخلية منخفضة وغير واقعية للقروض، بهدف تخفيض متطلبات رأس المال أو حتى تحويل مخاطر القرض من السجلات البنكية إلى السجلات التجارية، أو إلى العمليات خارج الميزانية. وهي أساليب لتخفيض قيمة الأصول المرجحة بالمخاطر ومن ثم تخفيض متطلبات رأس المال المرجح بالمخاطر.

تم تطوير هذه الأداة في الأصل كأداة إحترازية جزئية متعددة الأبعاد، ولكن يمكن استخدامها أيضاً كأداة للسياسة الإحترازية الكلية لاستهداف الخطر النظامي. تم تقديم نسبة رافع لا تعتمد على المخاطرة بنسبة 3 % كحد أدنى بواسطة إطار بازل III، كأداة متعددة بهدف العمل كداعم وتكملة للمتطلبات المستندة إلى المخاطر.

⁽¹⁾ Taryk Bennani and others, (February 2014): Op.Cit, p p 21-22.

لا تعتبر نسبة الرفع المالي لبازل III أداة احترازية في حد ذاتها، ومع ذلك يمكن تعديلها لخدمة أغراض الاحتراز الكلي. يمكن استخدام نسبة الرفع المالي لتقليص المديونية العامة للبنوك طول الدورة، وبالتالي الحد من التقلبات الدورية وزيادة قدرتها على الصمود، من خلال الحد من قدرتها على الإستفادة من رأس مالها خاصة خلال المرحلة التصاعدية من الدورة.

يجب الإنتباه إلى بساطة نسبة الرفع المالي التي قد تكون أيضاً نقصاً. ونظراً لأن النسبة لا تأخذ المخاطر في الاعتبار، فيمكن أن تضر بنماذج أعمال البنوك القائمة على الأصول الآمنة وتعطي حوافز للبنوك من أجل تفضيل الأصول ذات المخاطر الأعلى من أجل زيادة عوائدها، ولهذا السبب يجب أن تظل اللوائح التنظيمية حساسة للمخاطر. بالإضافة إلى ذلك، غالباً ما تستخدم نسبة الرفع كمؤشر على تراكم الخطر النظامي في النظام المالي، إلا أنها قد تفقد قدرتها على تقديم المعلومات إذا استخدمت كأداة احترازية كلية.⁽¹⁾

4- أدوات إدارة خطر السيولة النظامية:

استدراكاً منها للنقائص التي أظهرتها الأزمات السابقة فيما يتعلق بمتطلبات بازل "II"، التي كانت تركز أساساً على مخاطر الائتمان وأهملت، في مقابل ذلك، مخاطر السيولة التي تتعرض لها البنوك، خصّصت معايير بازل III نسبتي أساسيتين لإدارة مخاطر السيولة البنكية في شقها النظامي تتمثل هاتين النسبتين في:

❖ **نسبة تغطية السيولة (Liquidity Coverage Ratio /LCR):** وتمثل نسبة الأصول المرتفعة السيولة

حسب تعريف بازل III إلى صافي التدفقات النقدية الصادرة المتوقعة خلال 30 يوماً، ويجب أن لا تقل عن 100 %. الهدف من هذه النسبة هو تحوّل البنك لمواجهة احتمالات السحب المفاجئ للسيولة على المدى القصير. وأما من حيث إدارة مخاطر السيولة، فطريقة تنفيذها تقضي بتتبع الخطوات التالية:

- **على المدى القصير:** لا بد أن تحافظ البنوك على مؤشر سيولة قصيرة الأجل (LCR) بدأ من الفاتح جانفي 2015 بنسبة 60 % ليصل بعدها إلى 100 %. هذا التدرج في تطبيق الإجراء من شأنه أن يتيح للبنك توفير وقت كافٍ للوصول إلى هذا المستوى المطلوب وهو مؤشر $LCR = 100\%$ ، والذي يمكن صياغته بطريقة أخرى على النحو التالي:⁽²⁾

$$LCR = \text{الأصول السائلة} \div \text{التدفقات الصافية الصادرة لمدة شهر}$$

ومصطلح التدفقات الصافية هنا يقصد به الفرق بين التدفقات الواردة والتدفقات الصادرة لنفس الفترة.

⁽¹⁾ Taryk Bennani and others, (February 2014): Op.Cit, p 22.

⁽²⁾ بريش عبد القادر وزهير غراية، (2015): مرجع سبق ذكره ، ص 113.

- **على المدى الطويل:** يدفع هذا الإجراء البنوك إلى أن تحتفظ، لما يكافئ 30 يوما، على سلة من الأصول السائلة العالية الجودة لمواجهة حالات التأزم في السيولة قصيرة الأجل. من جهة أخرى، يقوم البنك وفقا لهذا الإجراء بتوزيع أصوله السائلة حسب درجة جودتها: فيتم تصنيف سندات الدولة والحسابات الجارية ذات درجة الجودة العالية 100 %، تليها توزيعات الأصول المصنفة بين 0% و 50% فيما يخص الديون الخاصة.

❖ **نسبة صافي التمويل المستقر (Net Stable Funding Ratio/ NSFR):** وتمثل نسبة مصادر التمويل لدى البنك (المطلوبات وحقوق الملكية) إلى استخدامات هذه المصادر (الأصول)، وهي كذلك يجب أن لا تقل عن 100%. الغرض من هذه النسبة هو معالجة إشكالية عدم تماثل الإستحقاقات التي كانت تعاني منها البنوك من خلال استعمالها لإيداعات قصيرة الأجل في تمويلات طويلة الأجل. وواضح أن هذه النسبة ستُحرّض البنوك إلى اللجوء إلى مصادر تمويل مستقرة من أجل تمويل نشاطاتها.

بما أن مقدار الخبرة العملية في تنفيذ أدوات السيولة محدود، فإن آلية إنتقالها غير معروفة إلى حد كبير في الوقت الحالي. من شأن زيادة متطلبات السيولة أن تعزز بشكل مباشر مرونة النظام البنكي بالسماح للبنوك ببيع الأصول التي تظل أسعارها مستقرة أو أقل اعتمادا على التمويل قصير الأجل المتقلب. كما أن ارتفاع المتطلبات يمكن أن يعزز قدرة البنوك على الصمود بشكل غير مباشر من خلال التأثير على دورة الائتمان أو توقعات السوق. فيما يتعلق بالتأثير على دورة الائتمان، يمكن للبنوك الإستجابة لارتفاع متطلبات السيولة عن طريق استبدال التمويل قصير الأجل بتمويل طويل الأجل، أو عن طريق استبدال السيولة غير النقدية بالأصول السائلة. في هذه الحالات من المرجح أن تزيد البنوك من هامش الإقراض بدلاً من قبول أرباح أقل، مما قد يؤدي إلى انخفاض في الحجم الإجمالي للائتمان في الإقتصاد، حيث تقوم البنوك بتمرير تكاليف الإئتمان لمتطلبات السيولة المرتفعة إلى المقترضين.

تشمل عيوب متطلبات السيولة تفاعلاً سلبياً محتملاً مع السياسة النقدية. فمن ناحية، قد يكون لدى البنوك حوافز لاستخدام عمليات البنك المركزي للتحكيم في متطلبات السيولة وليس فقط للوفاء بالمتطلبات الإحترازية عندما يعتبر تمويل البنك المركزي مصدر تمويل أكثر استقراراً من قروض ما بين البنوك. من ناحية أخرى، يمكن أن يكون لها تأثير سلبي على تنفيذ السياسة النقدية وفعاليتها لأن الهوامش الوقائية من السيولة قد تؤدي إلى ارتفاع معدل الفائدة في مزادات البنك المركزي التي توفر السيولة، مما يجعل من الصعب على البنوك المركزية توجيه معدلات الفائدة وفقاً لأهدافها النقدية. تحمل متطلبات السيولة أيضاً خطر زيادة التركيز، لأن البنوك قد تستثمر أكثر وأكثر في الأصول السائلة المتماثلة (السندات السيادية مثلاً). ومن الجدير بالذكر أيضاً أن متطلبات السيولة قد تؤدي إلى زيادة طلب البنوك على ودائع العملاء نظراً لأن هذا الأخير مدرج في تعريف

التمويل المستقر. وقد تؤدي المنافسة السعرية الناتجة ("حرب الإيداع") إلى انخفاض ربحية البنوك وزيادة في تقلب الودائع.⁽¹⁾

ثانياً - الأدوات الإحترازية الكلية المضادة للعدوى عبر-القطاعية:

تهدف الأدوات التي تتكفل بالبعد عبر-القطاعي للخطر النظامي إلى تخفيف نقاط الضعف الهيكلية في النظام المالي التي تنشأ من تركيز المخاطر، والتعقيد والترابط بين المؤسسات المالية. أحد أهدافها هو الحد من الآثار غير المباشرة على المؤسسات المالية الأخرى، وكذلك على الإقتصاد ككل والذي قد ينتج عن عجز مؤسسة مالية مهمة نظامياً. تهدف هذه الأدوات أيضاً إلى الحد من التعرضات المشتركة بين البنوك وتخفيف سلوكها المتماثل تجاه الخطر، مما يجعل النظام ككل عرضة للصدمات. لا تقتصر الأدوات الإحترازية الكلية عبر-القطاعية أو الهيكلية على هذه التدابير فحسب، وإنما تشمل أيضاً ضبط بنوك الظل الذي ثبتت مساهمتها الكبيرة في الخطر النظامي.

1- التدابير الهيكلية لفصل وتقسيم النشاطات البنكية:

يُمكن تنفيذ التدابير الهيكلية من الحد من تركيز المخاطر والتعقيد والترابط في القطاع المالي، كتكملة للتدابير السعرية التي قد تكون غير كافية في بعض القطاعات. ويمكن أن تتخذ شكل قيود قانونية على الأنشطة المضاربة المحفوفة بالمخاطر للبنوك.⁽²⁾

كان تطور النشاطات المالية المعاصرة يتم في سياق فرضت فيه معظم الدول الصناعية على الهيئات المالية تقنين صارم ولكنه غير كامل في الكثير من الأحيان. أعادت الدول تأسيس قانونها المالي على إثر أزمة 1929، شكلت أهداف هذه الإصلاحات المحاور الرئيسية في النقاشات المالية المعاصرة. وقد كان الغرض منها حماية المودعين من مخاطر تضارب المصالح، خاصة بين نشاطات الإقراض وتوظيف الأصول من أجل تقليص مخاطر الأزمات، أي تعزيز الإستقرار المالي. بالإضافة لذلك، تم مناقشة قضية حجم المؤسسات سابقاً، فأفق بناء عدد صغير من المجمعات المالية الكبرى حول بنوك شاملة أدى إلى تهديد المنافسين الآخرين لمختلف الأسواق المالية، بفضل وزنها وحصولها على المعلومات. مثل هذه الوضعية الإحتكارية يمكنها أن تكبح النمو والتنمية الإقتصادية.

فرض القانون البنكي Glass-Steagall لسنة 1933 في الولايات المتحدة الأمريكية لعدة عقود فصل تام بين بنوك الأعمال وبنوك التجزئة. هدَفَ القانون إلى منع البنوك التجارية من مزاوله أنشطة السوق التي كانت

⁽¹⁾ Taryk Bennani and others, (February 2014): Op.Cit, p 23.

⁽²⁾ Ibidem, p 25.

تخص بنوك الإستثمار التي لا تتلقى الودائع ولا تخضع للقواعد التنظيمية التي لا تخضع لها البنوك. وقد تم التخلي عن هذا القانون سنة 1999 حيث أن مخاطر الإنهيار المالي مصدرها السوق تؤدي إلى إفلاس بنوك الإستثمار، بينما يجب منع إفلاس البنوك التي تتلقى الودائع من الجمهور وتمنح قروض للإقتصاد. ومن هنا توجب الفصل بين نشاط البنوك التجارية وبنوك الإستثمار. أصبح هذا المنطق الذي ساد سنة 1933 إصلاح أساسي يجب إدراجه في النظام البنكي العالمي في أعقاب أزمة الـ Subprimes.⁽¹⁾

تجري حالياً العديد من الإصلاحات البنكية في البلدان الصناعية الكبرى للحد من حوافز البنوك وقدرتها على القيام بأعمال مرتفعة المخاطرة. إن قانون فولكر (Volcker Rule) في الولايات المتحدة (البند 619 من Dodd-Frank Act الصادر في جويلية 2010)، والذي أصبح سارياً في أبريل 2014، يحظر على الكيانات البنكية المشاركة في أنشطة تجارية خاصة والإستثمار في صناديق التحوط وصناديق الأسهم الخاصة. وفي أوروبا يوصي تقرير Liikanen بالفصل بين الأنشطة التقليدية للبنوك وأنشطة المتاجرة المالية عالية المخاطر، وخاصة المعاملات على الحساب الخاص المتمثلة في التوظيف في أسواق المشتقات المالية، أسواق التراضي، أدوات التمويل المهيكل والإستثمار في صناديق التحوط. هذه الأنشطة يجب فصلها ودمجها في صناديق الإستثمار وتخصيص حجم أموال خاصة لها من أجل تغطية مخاطر وضعيات السوق.⁽²⁾

2- الأعباء والمتطلبات الإضافية على رأس مال المؤسسات المالية ذات الأهمية النظامية:

المؤسسات المالية المهمة نظامياً (SIFIs) هي مؤسسات مالية قد يؤدي اضطرابها أو فشلها إلى حدوث عجز ينتقل عبر العدوى وتعطيل كبير لعمل النظام المالي والإقتصاد الحقيقي. لم تتمكن اللوائح التنظيمية والإشرافية السابقة من مواجهة المخاطر المتركمة المرتبطة بأنشطة المؤسسات المالية المهمة نظامياً، فرأس مالها الذي كان من المفترض أن يعمل كحاجز (هامش وقائي) ضد المخاطر، تبين أنه ليس فحسب صغيراً جداً، بل رديء أيضاً. ومن ثم فإن الأعباء الإضافية لرأس المال تهدف إلى الحد من احتمال وشدة مثل هذا الخطر عن طريق زيادة امتصاص صدمات العجز. وفي هذا الصدد، تكون المساهمة أيضاً في معالجة قضية "أكبر من أن يفشل" / Too Big To Fail من خلال الحد من توقعات الإنقاذ بأموال دافعي الضرائب. إن هذه الأعباء الإضافية على رأس المال هي أدوات إحترازية كلية بمعنى أنها تطبق فقط على المؤسسات ذات الأهمية النظامية وهي مصممة بشكل خاص للتقليل من الخطر النظامي في النظام المالي ككل.

(1) Olivier de Bandt, Françoise Drumetz et Christian Pfister, (2013): Op.Cit, p p 149-150.

(2) Taryk Bennani and others, (February 2014): Op.Cit, p 25.

ترتبط منهجية تحديد الأدوات الإحترازية الكلية المستخدمة لضبط المخاطر المرتبطة بـ SIFIs ارتباطاً وثيقاً بتحديد SIFIs نفسها. على المستوى الأساسي، يجب تعيين الأداة كدالة لحجم المؤسسة، ترابطها مع المؤسسات الأخرى، الإرتباط بين ميزانيات المؤسسات الفردية، وعوامل أخرى. من المفترض أن الغرض من الأداة هو تقليل احتمال فشل SIFIs وتخفيف الآثار السلبية لهذا الفشل على النظام المالي. وبالتالي، فإننا نشهد تحولاً في النقاش حول التنظيم الجديد لمؤسسات SIFIs، حيث لم يعد التركيز فقط على كيفية منع انهيار المتعثرة منها بالفعل، ولكن على كيفية الحفاظ عليها مرنة بما يكفي تجاه الخطر النظامي.⁽¹⁾

تمّ تعديل بند متطلبات رأس المال في إتفاقية بازل III، بما يتضمن إضافة رأس مال إضافي لتمكين المؤسسات البنكية ذات الأهمية النظامية من امتصاص الصدمات المالية والإقتصادية ذاتياً. يبين الجدول رقم (3-3) توزيع الشرائح الخاصة بالأهمية النظامية ورأس المال الإضافي المفترض الإحتفاظ به في كل شريحة.⁽²⁾

الجدول رقم (3-3): الشرائح الخاصة بالأهمية النظامية للبنوك على المستوى العالمي ومتطلبات رأس المال الإضافية

الشريحة	قيم المؤشر	متطلبات رأس المال الإضافية %
1	A - الحد الأدنى	01
2	A - B	01.5
3	B - C	02
4	C - D	02.5
5	D - ...	03.5

المصدر: محمد يسر برنيه وهبة عبد المنعم، (2014): التعامل مع المؤسسات المصرفية ذات المخاطر النظامية محلياً ودور المصارف المركزية، صندوق النقد العربي، أبو ظبي - الإمارات العربية المتحدة، ص 09.

تتدرج متطلبات رأس المال الإضافي من 01 % من إجمالي الأصول المرجحة بالمخاطر لأدنى مستوى للمخاطر النظامية (الشريحة الأولى)، لتصل متطلبات رأس المال الإضافي إلى 03.5 % لأعلى مستوى من المخاطر النظامية (الشريحة الخامسة).

⁽¹⁾ Zlatuše Komarkova, Václav Hausenblas and Jan Frait, (2011-2012): Op.Cit, p p 100-101.

⁽²⁾ محمد يسر برنيه وهبة عبد المنعم، (2014): مرجع سبق ذكره، ص 08.

3- الهامش الوقائي من الخطر النظامي (SRB):

إن الهامش الوقائي للخطر النظامي (Systemic Risk Buffer/SRB) هو أداة إحترازية كلية تستخدم لمعالجة الخطر النظامي ذو الطبيعة طويلة الأجل وغير الدورية. بالإضافة إلى تعزيز مرونة القطاع البنكي أمام الصدمات المحتملة، تشجع السلطات الرقابية البنوك على تقليل التعرض لمخاطر محددة.

إن الميزة الرئيسية لـ SRB مقارنةً بالهامش الرأسمالية الأخرى هي المرونة العالية -لا توجد معايير خاصة لتحديد المخاطر التي تتطلب إدخال هذه الأداة-، ويسمح بإدخال الهامش الوقائي لواحد، عدة بنوك أو جميعها، بمعدلات موحدة أو مختلفة. إن أدنى معدل لـ SRB يساوي 01 % من الأصول المرجحة بالمخاطر ويمكن زيادتها بزيادات قدرها 0.5 نقطة.

يستهدف الهامش الوقائي للخطر النظامي SRB مواطن الضعف الهيكلية للنظام البنكي ككل. في الواقع، قد يكون بنك فردي ما يقوم بتنويع محفظة أصوله، إلا أن النظام البنكي قد يعتمد بشكل كبير على أصول محددة يمكن أن تؤدي إلى ظاهرة كبيرة من العدوى غير المباشرة. تم تصميم SRB للتخفيف من المخاطر طويلة الأجل وغير الدورية التي قد تكون لها عواقب خاصة على الإقتصاد. يمكن تطبيق هذا الشرط على جميع حالات تعرض البنك أو التعرض فقط لقطاعات محددة (مثل العقارات).

4- ضبط النظام البنكي الموازي (بنوك الظل):

لا ينجم الخطر النظامي عن النظام البنكي الرسمي فقط وإنما أيضا من خارج هذا النظام، أي النظام البنكي الموازي، وفيه تقوم المؤسسات المالية بالتهرب من الضبط المالي. مع العلم أن هذه الهيئات تمارس نفس الوظائف العامة للبنوك (وخاصة تحويل الآجال)، وبهذا فمستوى الخطر قد يصل إلى حصص معتبرة وغير مراقبة. يجب على عمليات التنظيم أن تمنع عودة ظهور مثل هذه السيورة خاصة وأن التأطير الدقيق للنظام البنكي الرسمي سيدفع لتحويل أكثر للنشاطات نحو النظام البنكي الموازي، ولذلك فمن الضروري تدعيم وتقوية قواعد الشفافية المطبقة في هذا الأخير عند الحاجة وعدم حصر الإشراف والضبط في القطاع البنكي الرسمي، يجب الإنطلاق من مبدأ أن النشاطات المتماثلة يجب أن تضبط بطريقة متماثلة أيضا مهما كان المتعامل بغض النظر عن طبيعته القانونية.⁽¹⁾

هناك العديد من الأدوات الإحترازية للحد من المخاطر الناجمة عن النظام البنكي الموازي، والتي يمكن أن نجمل أهمها في الجدول التالي رقم (3-4):

⁽¹⁾ Bisias Dimitrios and Others, (2012): Op.Cit, p 08.

الجدول رقم (3-4): أهم الأدوات الإحترازية الكلية للحد من مخاطر النظام البنكي الموازي

الأدوات المستخدمة	مجال المخاطر
❖ <u>الأداة رقم 01</u>: أدوات لإدارة ضغوط الإسترداد في أوقات الأزمات، وتشمل: • فتح أبواب جزئية للإسترداد (Redemption Gates)؛ • تعليق الإسترداد (Suspension of Redemption)؛ • فرض عمولة على طلبات الإسترداد أو قيود أخرى على ممارسة هذا الحق؛ • استحداث جيوب جانبية في محفظة الأصول (Side Pockets). ❖ <u>الأداة رقم 02</u>: أدوات لإدارة مخاطر السيولة، وتشمل: • سقف التوظيف في الأصول غير السائلة؛ • سيولة جاهزة؛ • سقف على تركيز الأصول؛ ❖ <u>الأداة رقم 03</u>: سقف على نسب الرفع المالي؛ ❖ <u>الأداة رقم 04</u>: قيود على استحقاق محفظة الأصول.	إدارة مدخرات العملاء مع احتمال تعرضها للإفلاس
❖ <u>الأداة رقم 01</u>: فرض رقابة احترازية على أي مؤسسة تقبل الودائع وتقوم بمنح القروض؛ ❖ <u>الأداة رقم 02</u>: متطلبات رأس المال؛ ❖ <u>الأداة رقم 03</u>: السيولة الجاهزة؛ ❖ <u>الأداة رقم 04</u>: سقف الإستدانة /الرفع المالي ❖ <u>الأداة رقم 05</u>: سقف على التركيز في الأصول؛ ❖ <u>الأداة رقم 06</u>: قيود على أنواع الخصوم	تقديم القروض التي تعتمد على التمويل قصير الأجل
❖ <u>الأداة رقم 01</u>: فرض أنظمة رقابية مساوية لتلك المفروضة على البنوك؛ ❖ <u>الأداة رقم 02</u>: متطلبات السيولة؛ ❖ <u>الأداة رقم 03</u>: متطلبات رأس المال؛ ❖ <u>الأداة رقم 04</u>: قيود على استعمال الأصول العائدة للعملاء.	أنشطة الوساطة في الأسواق التي تعتمد على التمويل قصير الأجل
❖ <u>الأداة رقم 01</u>: متطلبات الحد الأدنى لرأس المال؛ ❖ <u>الأداة رقم 02</u>: قيود على حجم ونطاق العمل؛ ❖ <u>الأداة رقم 03</u>: السيولة الجاهزة؛ ❖ <u>الأداة رقم 04</u>: نظام إدارة مخاطر قادر على اكتشاف الحوادث الإستثنائية ودراسة تأثيراتها.	تسهيل خلق ومضاعفة الإئتمان
❖ <u>الأداة رقم 01</u>: قيود على تحويل الإستحقاقات / السيولة؛ ❖ <u>الأداة رقم 02</u>: قيود على الضمانات المؤهلة؛ ❖ <u>الأداة رقم 03</u>: قيود على حجم التمويل من البنوك وغيرها من المؤسسات المالية.	التوريق وتمويل المؤسسات المالية

المصدر: من إعداد الباحثة بالإعتماد على:

- اللجنة العربية للرقابة المصرفية، (2014): الرقابة على صيرفة الظل، أمانة مجلس محافظي المصارف المركزية ومؤسسات النقد العربية، صندوق النقد العربي، أبو ظبي -الإمارات العربية المتحدة، ص ص 15 - 29.

عموماً، من الواجب أن يؤدي نشوء النظام البنكي الموازي والهيئات المالية الأخرى التي تستعمل الرفع المالي إلى توسيع مجال الضبط والإشراف لكل هذه الهيئات.

ثالثاً - الأدوات المعاد تكيفها ودمجها في علبة الأدوات الإحترازية الكلية:

بالإضافة إلى الأدوات الإحترازية الكلية الحقيقية، أي تلك المصممة خصيصاً للسياسة الإحترازية الكلية، توجد حزمة من الأدوات التي كانت غير مصممة أصلاً لمواجهة الخطر النظامي، ولكنها أضيفت إلى أدوات السياسات الإحترازية الكلية، ويمكن تصنيفها كذلك إلى صنفين: أدوات مصممة من منظور زمني، وأخرى من منظور عبر-قطاعي.⁽¹⁾

يمكن أن تكون الأدوات المعاد تشكيلها (reconfigurés) مستعملة في الأصل من طرف سياسات اقتصادية أخرى، وأعيد تعريفها لتقوم بعملها كأداة تهدف للإستقرار المالي. إن السياسة الإحترازية الكلية تعيد توجيه العديد من الأدوات ذات الطابع الإحترازي الجزئي لمكافحة الهشاشات والاختلالات المالية، مما يجعل الحدود بين هاتين المقاربتين ضعيف. يمكن اعتبار كل أداة إحترازية جزئية كأداة إحترازية كلية إذا تم تطبيقها:⁽²⁾

- بطريقة مضادة للدورة (البعد الزمني للخطر النظامي)؛ أو
- على المؤسسات النظامية أو استهداف مصادر الخطر المحددة (البعد عبر-القطاعي للخطر النظامي).

1- الأدوات المكيفة ذات البعد الزمني:

تشتمل هذه الأدوات على:⁽³⁾

- وضع أسقف لنسب تشمل نسبة القروض إلى قيمتها أو ما يعرف بـ LTV (Loan To Value caps)، وهي متغيرة عبر الزمن؛
- نسبة الأرصدة المدينة إلى الدخل (Debt Service To Income Ratio/ DSTI)؛
- نسبة القروض إلى الدخل (Loan To Income/ LTI)؛
- وضع سقف متغيرة (حسب الزمن) للتفاوت بين قيم العملات المختلفة التي يتم اقتراضها وإقراضها أو لحدود التعرض (على سبيل المثال في حالة العقارات)؛
- وضع سقف متغيرة (حسب الزمن) لنسبة القروض إلى الودائع (Loan To Deposits caps/ LTD)؛
- وضع سقف متغيرة (حسب الزمن) للإئتمان أو معدلات نمو الإئتمان؛

⁽¹⁾ فريق عمل الإستقرار المالي في الدول العربية، (2017): مرجع سبق ذكره ، ص 10.

⁽²⁾ Ann-Katrin Petersen, (2015): Op.Cit, 22.

⁽³⁾ فريق عمل الإستقرار المالي في الدول العربية، نفس المرجع، ص 10.

- إتباع نظام متغير أو ديناميكي لتكوين المخصصات؛
- إجراء إختبارات التحمل لما يعرف بالقيمة عند الخطر (Value at Risk /VaR) بهدف تكوين هوامش (Buffers) لمواجهة مخاطر السوق في حالة الرواج.

2- الأدوات المكيفة ذات البعد عبر-القطاعي:

- تشمل الأدوات المعاد تكييفها والمصممة من منظور عبر-قطاعي على: (1)
- إمتلاك القدرة على تفكيك مؤسسات مالية لإعتبارات مرتبطة بالخطر النظامي؛
- فرض رسوم رأسمالية على مدفوعات المشتقات؛
- أقساط تأمين المخاطر على الودائع الحساسة للخطر النظامي؛
- القيود على بعض الأنشطة المسموح بها (مثلا حضر المتاجرة في الممتلكات) بالنسبة للبنوك ذات الأهمية النظامية.

يبدو أن هناك إجماعاً في الأدبيات الاقتصادية على أن فئتي الأدوات، سواء تلك التي تستهدف البعد الزمني للخطر النظامي، أو تلك التي تستهدف البعد عبر-القطاعي، تكمل بعضها البعض. ويعزز استخدامها المشترك من فعالية السياسة الإحترازية الكلية ويزيد من استقرار النظام المالي من خلال تعزيز مرونته، وتجنب الإختلالات المالية. (2)

المطلب الثالث: تنسيق السياسة الإحترازية الكلية مع بعض السياسات الإقتصادية الكلية وآليات تنفيذها

بالإضافة إلى السياسة الإحترازية الكلية، يتأثر الإستقرار المالي بشدة بسياسات اقتصادية أخرى، على غرار السياسات الإحترازية الجزئية والنقدية والمالية. وبما أن كل واحد منها يؤثر كذلك على كل من التطورات النقدية، المالية والحقيقية، فإن العلاقات المتبادلة بينها يجب أن تؤخذ بعين الإعتبار أيضاً عند اختيار أدوات السياسة الإحترازية الكلية. قد تكون أهداف هذه السياسات متعارضة في بعض الأحيان، مما يؤكد على أهمية التنسيق بينها ليس فقط على المستوى الوطني وإنما كذلك دولياً لتفادي أي تضارب ممكن قد يؤثر على فعالية تنفيذ السياسة الإحترازية الكلية.

(1) فريق عمل الإستقرار المالي في الدول العربية، (2017): مرجع سبق ذكره، ص 10.

(2) Jézabel Couppey-Soubeyran et Salim Dehmej, (Mai 2017): Op.Cit p 26.

أولاً- التفاعل وتضارب الأهداف بين السياسة الإحترازية الكلية و بعض السياسات الإقتصادية:
بالتركيز على أهمها وهي: السياسة الإحترازية الجزئية، السياسة النقدية وسياسة المالية العامة.

1- مع السياسة الإحترازية الجزئية

ترتبط السياسة الإحترازية الكلية ارتباطاً وثيقاً بالسياسة الإحترازية الجزئية التي تشترك معها في أدوات معينة (رأس المال أو نسب السيولة).⁽¹⁾

يعني استقرار النظام المالي في تصور السياسة الإحترازية الجزئية الصورة الكلية للمؤسسات المنفردة ذات الأوضاع السليمة. ولا تأخذ هذه السياسة في اعتبارها أن ما يشكل سلوكاً حذراً من منظور مؤسسة واحدة قد يسفر عنه مشكلات عريضة إذا انتهجت المؤسسات سلوكاً مماثلاً -سواء ببيع أصول مشكوك فيها أو تشديد معايير الإئتمان أو الإحتفاظ بالنقدية-. كذلك لا يدرك التنظيم الإحترازي الجزئي عادة ما قد تشكل المؤسسات من تهديد للمؤسسات المالية الأخرى وللأسواق.⁽²⁾

تختلف السياسات الإحترازية الكلية والإحترازية الجزئية في الهدف والتركيز والمقاربة وعرض المخاطر، وفي معايرة الأدوات. يركز البعد الإحترازي الجزئي على الظروف والمخاطر والإدارة في المؤسسات المالية الفردية وحماية المستثمرين والمودعين. لا يؤدي التركيز على المؤسسات الفردية في كثير من الأحيان إلى الكشف عن المخاطر على مستوى النظام، وتحديد العلاقات المتبادلة بين المؤسسات المالية أو أهميتها النظامية المحتملة. ولذلك، فإنه غالباً ما يؤدي إلى إهمال الآثار الخارجية السلبية التي قد تحدثها المؤسسات أو أجزاء النظام المالي المحتملة على أجزاء أخرى من هذا النظام. وعلى النقيض من ذلك، تحلل المقاربة الإحترازية الكلية الأنظمة المالية والبنكية ككل. على عكس المقاربة الإحترازية الجزئية التي تفترض أن المخاطر خارجية، بما أن المؤسسات الفردية لن يكون لها تأثير كبير على الإقتصاد بشكل عام. بينما المقاربة الإحترازية الكلية تعتبر أن الخطر داخلياً، حيث يمكن للمؤسسات المالية أن تؤثر بشكل جماعي على المعاملات الإقتصادية بحيث يكون إجمالي المخاطر في النظام المالي أكبر من مجموع المخاطر في المؤسسات الفردية.

⁽¹⁾ Thibaut Duprey, (2016): **Qu'est-ce que la politique macroprudentielle?**, BSI Economics, www.bsi-economics.org/images/articles/a122:15/04/2018, p 04.

⁽²⁾ لويس جاكومية وإرلند نير، (مارس 2012): مرجع سبق ذكره، ص 30.

وتشمل قائمة الأدوات الإحترازية الكلية أيضاً بعض الأدوات الإحترازية الجزئية التي قد تقلل أيضاً الخطر النظامي وتعزز الإستقرار المالي. ومع ذلك، فبالرغم من تكاملها، لا يمكن أن تكون التدابير الإحترازية الكلية بديلاً عن التدابير الإحترازية الجزئية والعكس صحيح.⁽¹⁾

2- مع السياسة النقدية:

يتمثل الهدف الرئيسي للسياسة النقدية في معظم البلدان في الحفاظ على استقرار أسعار السلع والخدمات، والذي يمكن أن يقترن بارتفاع العمالة والنمو الإقتصادي واستقرار أسعار الفائدة واستقرار أسعار الصرف... إلخ. وفقاً للأهداف المحددة بهذه الطريقة، فإن البنوك المركزية مسؤولة عن توفير بيئة اقتصادية كلية مستقرة، تساهم في نمو اقتصادي مستدام.

ترتبط السياسة الإحترازية الكلية ارتباطاً وثيقاً بالسياسة النقدية، وهما عمليتان متكاملتان عموماً، فالسياسة الإحترازية الكلية، من خلال الحد من انتشار الصدمات على أسعار الأصول أو عرض الائتمان، يمكن أن تعزز آلية انتقال السياسة النقدية. ومع ذلك، فإن السياستان لا تسيران بالضرورة بشكل تعاوني دائماً، ففي أوقات التضخم الخاضع للتحكم لا يمكن منع ظهور الفقاعة (كما هو الحال في الولايات المتحدة الأمريكية في سوق العقارات) من خلال السياسة النقدية. وبالإضافة إلى ذلك، يمكن لتعزيز ميزانية المؤسسات المثقلة بالديون أن يؤدي إلى تآكل القيمة الحقيقية للخصوم أو عن طريق دعم سعر الأصول، مما قد يؤدي إلى عودة التضخم.⁽²⁾ يعتبر التداخل مع السياسة النقدية أحد أهم النقاط الرئيسية التي يجب التركيز عليها عند تصميم الإطار العام للسياسة الإحترازية الكلية، طالما كانتا تستهدفان الإستقرار المالي والتأثير على المتغيرات الإقتصادية الحقيقية.⁽³⁾

تلعب البنوك المركزية دوراً جوهرياً في تنسيق الإشراف الإحترازي الكلي والسياسة النقدية، من حيث أن المخاطر التي تضغط على الإستقرار المالي يمكن أن تتعارض مع استقرار الأسعار. وبالتالي، فأدوات السياسة النقدية لا يتم توظيفها فقط عندما يكون استقرار الأسعار مهدداً بفعل اللاتوازنات المالية، ولكن أيضاً بهدف حماية الإستقرار المالي.⁽⁴⁾

⁽¹⁾ Mirna Dumičić, (2015): **A brief introduction to the world of macroprudential policy**, Surveys S-18, Croatian national bank, p 07.

⁽²⁾ Thibaut Duprey, (2016): Op.Cit, p 04.

⁽³⁾ فريق عمل الإستقرار المالي في الدول العربية، (2017): مرجع سبق ذكره، ص 16.

⁽⁴⁾ Ann-Katrin Petersen, (2015): Op.Cit, p 24.

المقارنة بين الجوانب الفردية للسياسة النقدية والأطر العملية للسياسة الإحترازية الكلية يبين أن السياسة الإحترازية الكلية ستكون دائماً مرفقة بدرجة مرتفعة من اللاتأكد ومستوى متدن من الدقة عنه لإطار السياسة النقدية. ينجم هذا عن الطبيعة متعددة الأبعاد لهدف الإستقرار المالي، المدى الطويل عادة للدورة المالية عنه في الدورة النقدية، والانتقال الأكثر تعقيداً من أدوات الإحتراز الكلي إلى التغيير في سلوك الهيئات المالية وعمالها. لذلك يمكن أن يكون للسياسة الإحترازية الكلية أفق رد فعل أكثر تغيراً.⁽¹⁾

وكقاعدة عامة، يعتمد ظهور التضارب بين السياسات النقدية والسياسات الإحترازية الكلية على تزامن دورات الأعمال والدورات المالية. إذا تمت مواعمة هذه الدورات، فقد تزيد السياسة النقدية من تعزيز الإجراءات والأدوات الإحترازية الكلية والعكس صحيح. عندما يقوم البنك المركزي بتشديد الشروط المالية لأنه يقيم النشاط الإقتصادي ليكون أعلى من المستوى الأمثل في الوقت الذي تكون فيه الإجراءات الإحترازية الكلية للحد من نمو الإئتمان السريع فعالة، فإن هذه الإجراءات ستعزز بعضها البعض. في المقابل، قد تعمل آثار السياسة النقدية والإحترازية الكلية في اتجاهات معاكسة إذا كان البنك المركزي يسعى إلى تنشيط الإقتصاد عندما تكون الدورة المالية في توسع بالفعل.⁽²⁾

3- مع سياسة المالية العامة:

ترتبط السياسة الإحترازية الكلية ارتباطاً كبيراً بسياسة المالية العامة. فمن ناحية، قد يكون الحد من عرض الإئتمان مخالفاً لسياسات إعادة التوزيع أو التوسع. على سبيل المثال، قد يكون الحد من قدرة الأسر على الإقتراض للحصول على العقارات معاكساً لسياسات الإعفاء من الضرائب التي تشجع على تملك المساكن. من ناحية أخرى، يمكن للمديونية المفرطة للقطاع العام أن تزيد من ضعف النظام البنكي الأكثر تعرضاً لمخاطر سيادية (كما هو الحال في اليونان). وأخيراً، فإن الضمانات التي تمنحها الدولة ضمنياً للبنوك الكبرى ("أكبر من أن تفشل") تخاطر بالحد من فعالية السياسة الإحترازية الكلية من خلال تعزيز الحوافز على تحمل الخطر النظامي.⁽³⁾

إن تنسيق السياسات الإحترازية الكلية وسياسات المالية العامة، التحليل المشترك للمخاطر واتخاذ الإجراءات المناسبة من شأنه أن يقلل من احتمال وقوع الأزمات. قد تمنع سياسة جبائية وضريبية مسؤولة عملية تراكم الخطر النظامي وتمكن من وضع الهوامش الوقائية على نطاق النظام ضد الصدمات المحتملة والعكس صحيح. مثلاً، سياسة المالية العامة التي تشجع -من خلال السياسة الضريبية- على شراء العقارات خلال فترة

(1) Jan Frait and Zlatuše Kmarkova, (2010-2011): Op.Cit, p 106.

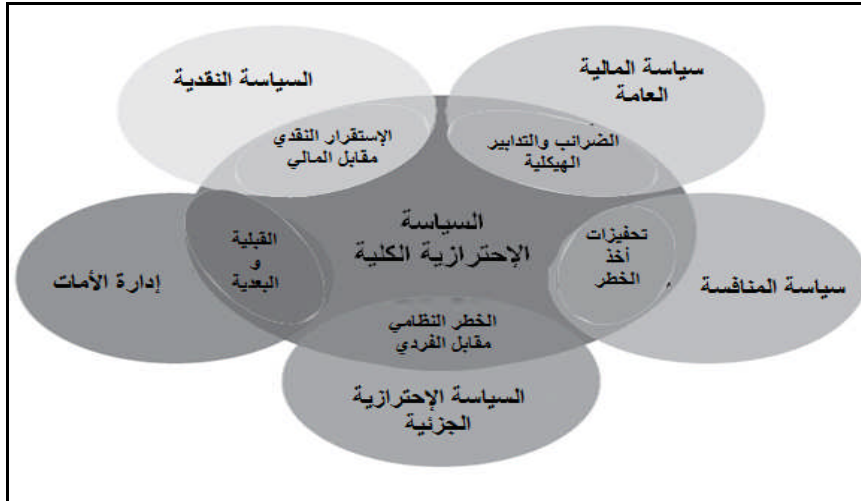
(2) Mirna Dumičić, (2015): Op.Cit, p 08.

(3) Thibaut Duprey, (2016): Op.Cit, p 04.

صعود الدورة، والتي تقترن بزيادة مفاجئة في أسعار العقارات، فبالإضافة إلى أنها توسع من صعود الدورة فإنها تزيد من احتمال تجسد الخطر النظامي في مرحلة انحدار الدورة. يتسم العمل المنسق بأهمية خاصة في فترات التدفق الكبير لرؤوس الأموال عندما تكون السياسة المالية في كثير من الأحيان مسابرة للتقلبات الدورية، وهو ما يشكل مصدراً إضافياً للاختلالات ويضيف ضغطاً على سياسات أخرى، وخاصة السياستين النقدية والإحترازية الكلية، ويقلل من مساحة عملها. وبالإضافة إلى ذلك فإن الأفق الزمني للهيكل السياسية (المؤطرة للسياسة المالية) يكون أقصر عموماً لأنه غالباً ما يتم تحديده بمرحلة الدورة الانتخابية، مما يجعل التنسيق بين هاتين السياستين أكثر صعوبة.⁽¹⁾

بالإضافة إلى السياسة الإحترازية الجزئية والسياسة النقدية وسياسة المالية العامة، تتفاعل السياسة الإحترازية الكلية مع مجموعة من السياسات الأخرى والتي لها صلة أيضاً بالخطر النظامي. هذه السياسات هي خاصة سياسة المنافسة وسياسة إدارة الأزمات. الحدود والتفاعلات بين السياسات معقدة ويمكن أن تؤدي إلى صعود التكمالات والتضارب معاً، وهو ما يستدعي التنسيق عند تنفيذ وتطبيق الأدوات الإحترازية الكلية لضمان الفعالية المنشودة منها وهي الوقاية من الخطر النظامي والحفاظ على الإستقرار المالي. يلخص الشكل رقم (3-7) أهم نقاط التداخل والتفاعل بين السياسة الإحترازية الكلية وبعض السياسات الإقتصادية الأخرى.

الشكل رقم (3-7): التفاعل بين السياسة الإحترازية الكلية وبعض السياسات الإقتصادية الكلية الأخرى



Source: Thibaut Duprey, (2016): *Qu'est-ce que la politique macroprudentielle?*, BSI Economics, www.bsi-economics.org/images/articles/a122: 15/04/2018, p 03. بتصرف

⁽¹⁾ Mirna Dumičić, (2015): Op.Cit, p 09.

ثانيا - آليات تنفيذ السياسة الإحترازية الكلية:

تشير السياسة الإحترازية الكلية إلى سيرة مراقبة وتحليل النظام المالي ككل من أجل تعيين مواطن الضعف، تقييم التهديدات المحتملة للإستقرار المالي لأخذ القرارات والإجراءات المناسبة، تنفيذ التدابير فعلياً للتخفيف من مواطن الضعف، وبعدها تقييم فعالية هذه الإجراءات.

1- مراحل تنفيذ السياسة الإحترازية الكلية:

عندما يتم تحديد خطر ما في النظام المالي وإذا أشار تقييمه إلى أنه ذو طبيعة نظامية، فإن مسألة الإجراء الوقائي أو التدخل للحد منه تعتبر ذات طابع إحترازي كلي ويجب أن تُفعل على الفور. ومن ثمّ مسألة معرفة أي أداة (أو أدوات) إحترازية كلية ينبغي اختيارها لمواجهة هذا الخطر، وهي مرحلة اختيار الأداة (الأدوات) الإحترازية الكلية. ثم تأتي مرحلة نطاق تطبيق هذه الأدوات.

بمجرد اختيار الأداة (الأدوات)، فإن الخطوة التالية هي تحديد وقت تنشيطها أو تعديل مستواها -بالرفع أو الخفض-؛ هذه المرحلة هي **التنشيط**. بمجرد تحديد التوقيت (timing) فإن السؤال الذي يطرح نفسه هو ضبط المستوى والكثافة المراد تطبيقها على هذه الأداة (الأدوات) الإحترازية الكلية، وهي ما يسمى بمرحلة **المعايرة**. عند حسم قرار التنشيط والمعايرة، يتم عندئذ تنفيذ الإجراءات والتدابير الإحترازية الكلية. سيكون من الضروري تقييم فعالية هذه الإجراءات في نهاية فترة زمنية معينة، للتحقق مما إذا كان قد تم تحقيق هدف الوقاية أو الحد من الخطر النظامي؛ وهي مرحلة **التقييم**.

في الممارسة العملية عادة ما تتم مراحل الإختيار، التنشيط والمعايرة في وقت واحد تقريباً بمجرد تحديد الخطر. يأتي التقييم البعدي لفعالية التدابير المتخذة بالتعريف لاحقاً.⁽¹⁾

2- معايير اختيار الأدوات الإحترازية الكلية وتنفيذها:

يجب أن تقي الأدوات المعنية التي يتم إدراجها في مجموعة الأدوات الإحترازية الكلية بمعايير معينة، وقد تكون **الفعالية والكفاءة** هي الأكثر أهمية. تمثل الفعالية تحقيق أهداف السياسة، بينما تعني الكفاءة احترامها بأقل تكلفة لمجالات تدخل السياسات الأخرى. الشرط المهم للتنفيذ الفعال والكفؤ للسياسة الإحترازية الكلية هو تفعيلها (opérationnalisation). لتحقيق ذلك ينبغي على السلطات المعنية أن تتجه تدريجياً نحو إطار تشغيلي متطور مماثل لذلك المطبق في استهداف التضخم المرن، أين يتم ربط الأهداف النهائية بالأهداف الوسيطة وتعيين مجموعات المؤشرات لتحديد المخاطر والأدوات النظامية لمواجهةها.

⁽¹⁾ Taryk Bennani et autres, (2017): Op.Cit, p 32-33.

- يعتمد اختيار الأداة (الأدوات) الإحترازية الكلية على طبيعة الخطر المحدد والهدف المتوخى. تجعل الإجابات على مجموعة من الأسئلة من الممكن عملياً هذا الاختيار، ومنها:⁽¹⁾
- ◀ ما هو الخطر المرغوب في منعه أو الحد منه؟ مثلاً: النمو المفرط للإئتمان للقطاع الخاص غير المالي (الأسر، المؤسسات، وكلاهما)؟ فشل مؤسسة ذات طابع نظامي؟ مسار غير مستدام لسوق العقارات؟ مستوى دين مفرط لبعض الفاعلين؟ مخاطر العدوى في النظام المالي؟
 - ◀ ما هو الهدف الوسيط المتبع؟ مثلاً: الحد من استخدام الرافع المالي والديون؟ الحد من لا تماثل الإستحقاقات أو عدم سيولة السوق؟ الحد من التركيز المفرط للتعرض للخطر؟
 - ◀ ما هو الهدف التشغيلي و/أو الكمي؟ مثلاً: هل تحقق مستوى $x\%$ من نسبة القرض إلى القيمة (LTV)؟ تحقيق الحد الأدنى لنسبة رأس المال بـ $Y\%$ للقطاع البنكي بأكمله؟ تقليل تعرض جزء من القطاع البنكي لجزء آخر أو جزء من السوق إلى مستوى قدره Z ؟
 - ◀ ما هو نطاق التطبيق؟ مثلاً: النظام البنكي بأكمله؟ قطاع معين؟ من هم المتعاملين أو الهيئات المستهدفة؟
 - ◀ ما هي الآثار المطلوبة وقنوات الإنتقال؟ مثلاً: زيادة مرونة بعض المتعاملين للصدمات؟ تحسين الأساسيات من حيث التمويل والسيولة لبعض المتعاملين؟ وقف نمو الإئتمان في قطاع معين؟
 - ◀ هل هناك قيود تنظيمية أو قانونية يجب احترامها؟ مثلاً: هل تندرج الأداة المستعملة في إطار تشريعات وطنية بحتة أو نصوص قانونية تتجاوز الحدود الوطنية؟ هل هناك معايير تنظيمية تحد من الاختيار؟
- يرتبط تنفيذ أدوات السياسة الإحترازية بمراحل الإختلالات المالية، ففي مرحلة التحقق المادي للخطر النظامي، تصبح أولويات السياسة الإحترازية الكلية الوقاية من العناصر التي تصعد من عدم الإستقرار المالي. يمكن النظر للمتطلبات المضادة للدورية المنشأة في الأوقات الجيدة كأكثر أهم أداة احترازية كلية لهذه المرحلة. قد تصبح الترتيبات على صعيد "الكل" لأدوات السياسة النقدية وتدابير الإشراف الجزئي ذات طبيعة احترازية كلية في الأزمات النظامية. تعمل السياسة الإحترازية الكلية على المستوى الحقيقي في هذه المرحلة على بناء الإستقرار (إطلاق الهوامش الوقائية واستعمال تسهيلات البنوك المركزية) أو أدوات إدارة الأزمات. سيكون التواصل النشط مع الأسواق المالية والجمهور والكشف عن نتائج اختبارات الإجهاد، بغية خفض مستوى اللاتأكد بشأن إستقرار القطاع المالي مهم أيضاً، وهو أداة بالغة الأهمية في مرحلة تراكم الخطر النظامي.⁽²⁾

(1) Taryk Bennani et autres, (2017): Op.Cit, p 33-34.

(2) Zlatuše Komarkova, Václav Hausenblas and Jan Frait, (2011-2012): Op.Cit, p 105.

ثالثاً - فعالية الأدوات الإحترازية الكلية وأهمية التنسيق الدولي:

يمثل إدخال الضبط الإحترازي الكلي للنظام المالي العالمي تحدياً تشغيلياً وتحليلياً في بيئة اقتصادية ومالية شديدة اللاتأكد، بمأن أن الفكرة حديثة فالتجارب الإحترازية الكلية محدودة، والدراسات المقارنة وحتى النظرية منها قليلة.

1- فعالية أدوات السياسة الإحترازية الكلية من وجهة نظر تجريبية:

درس Claessens، Ghosh و Mihet (2014) فعالية استخدام السياسات الإحترازية الكلية لتخفيف مواطن الضعف في النظام المالي. لقد استخدموا مجموعة بيانات للقياس والتي تتمثل في الإئتمان والسيولة ورأس المال كمتغير مستقل، في حين استخدموا نمو كل من الرافع المالي، الأصول والخصوم كمتغيرات بنكية. غطت هذه الدراسة الفترة من عام 2000 إلى 2010، وتم جمع البيانات من 2820 بنكاً في 48 دولة، منها 35 دولة نفذت أداة إحترازية كلية واحدة على الأقل. وأكد التحليل أن زيادة استخدام الأدوات الإحترازية الكلية من شأنه أن يقلل من المخاطر في النظام البنكي. لقد وجدوا أن أدوات السياسات التسقيفية على المقترض مثل LTV والحد الأقصى لأصول البنك وخصومه، تقلل بفعالية وبشكل كبير من إجمالي نمو الرافع ونمو الأصول الإجمالي. بينما يبدو أن السياسات المستندة إلى الهوامش الوقائية لها تأثير ضئيل على نمو الأصول.

بخلاف ذلك، درس Aiyar، Calomiris و Wieladek (2014) مدى استجابة العرض الإئتماني للسياسة النقدية ومتطلبات الحد الأدنى لرأس المال البنكي في المملكة المتحدة خلال الفترة من 1998 إلى 2007. ووجدوا أن متطلبات كفاية رأس المال المرتفعة الخاصة بالبنك قد قلصت الإقراض من قبل البنوك الفردية (في حين أن السياسة النقدية الأكثر تشدداً لم تؤثر على الإقراض).

من ناحية أخرى، وباستخدام البيانات المتطابقة بين البنوك والمؤسسات، درس Camors و Peydro (2014) أثر السياسة النقدية والإحترازية الكلية على مستوى القروض من خلال متطلبات الإحتياطي في الأوروغواي. لقد درسوا آثار الزيادة الكبيرة وغير المتوقعة في متطلبات الإحتياطي في سنة 2008، وأظهرت النتيجة أنه على الرغم من انخفاض إجمالي نمو الإئتمان، فإن بعض المؤسسات الأكثر تعرضاً للمخاطر بحصولها على المزيد من الإئتمان، والبنوك الأكبر حجماً وربما أكثر أهمية نظامية هي أقل تأثراً.

درس Akinci و Olmstead-Rumsey (2015) تأثير بعض أدوات السياسة الإحترازية الكلية وهي المتطلبات الإضافية لرأس المال المضاد للدورية، متطلبات المؤونات، القيود المفروضة على نمو القروض البنكية والمتطلبات الأكثر صرامة على قروض المستهلكين على إجمالي الإئتمان البنكي، والرهن العقاري

وأسعار المنازل. تم جمع البيانات في 57 دولة لفترة من 2000 إلى 2013. وأظهرت النتيجة العملية أن متطلبات المؤونات ومتطلبات رأس المال المضاد للدورة لها تأثير كبير على إجمالي القروض البنكية. هناك نتيجة أخرى لهذه الدراسة وهي هناك علاقة بين متطلبات رأس المال وسعر المنازل، ومتطلبات المؤونات ليس لها أي علاقة بالرهون العقارية وسعر المنازل. بالإضافة إلى ذلك، استخدم Cerutti، Claessens و Laeven (2015) العديد من الأدوات الإحترازية الكلية في دراستهم كمتغيرات مستقلة لشرح ما إذا كان لها تأثير على تطور سوق الإئتمان والإسكان أم لا. تم استخدام عينة كبيرة من 119 دولة خلال الفترة من 2000 إلى 2013، ووجدوا أن أدوات السياسة الإحترازية الكلية هذه ترتبط عمومًا بتخفيض معدل نمو الإئتمان ولها بعض التأثير على النمو في أسعار المنازل.

أظهرت الدراسة التي أجراها Akinci (2016) أن تشديد بعض الأدوات الإحترازية الكلية قد قلل بشكل كبير من نمو الإئتمان وارتفاع أسعار المنازل. وقام بإجراء هذا البحث باستخدام بيانات ربع سنوية لمؤشر السياسة الإحترازية الكلية بين 57 دولة متقدمة وصاعدة من سنة 2000 إلى سنة 2013. ومع ذلك، أشار Ghosh (2016) إلى أنه على الرغم من أن السياسات الإحترازية الكلية نافعة في حالة النمو الإئتماني، فليست جميعها بنفس القدر من الفعالية في احتواء تراكم الضغوط المالية المحتملة.⁽¹⁾

2- أهمية التنسيق الدولي في تنفيذ السياسة الإحترازية الكلية:

بالإضافة إلى أهمية التنسيق مع السياسات الإقتصادية الكلية الأخرى، يطرح تنفيذ السياسة الإحترازية الكلية مسألة التنسيق الدولي. المشكلة باختصار هي أن بنيان استقرار النظام المالي لم يلحق بوتيرة التكامل السريعة. ورغم أن التمويل عالمي، فقد ظل البنيان اللازم لكفالة الإستقرار النظامي وطنيا في أغلبه. ويعني ذلك أن قدرة صانعي السياسات على التجاوب مع الصدمات يمكن أن تقصر بسهولة، وقد يجد صانعو السياسات أنفسهم وقد استنفذوا بسرعة الحلول الممكنة. لا يوجد جزء منيع في هذا العالم المترابط فالعدوى عالمية، ولا بد أن تكون الحلول عالمية أيضا. وحتى تكون حلول السياسات فعالة، يجب أن يتم النظر إلى ما وراء الحدود. ويمكن بالعمل المنسق أن تكون الإجراءات في مجال السياسات أكبر من حاصل جمع أجزائها.⁽²⁾

يعتبر موضوع التنسيق الدولي للسياسات الإحترازية الكلية من الموضوعات التي لا زال النقاش حولها مستمرا، تحديدا من حيث التعامل بكفاءة مع البعد الدولي للسياسة. تكمن المشكلة الرئيسية التي تعترض السياسة الإحترازية الكلية في عدم التوافق الزمني بين الدورات المالية، وخاصة عدم التزامن بين دورات الإئتمان. كما أن

⁽¹⁾ Taryk Bennani et autres (2017): Op.Cit, p 193.

⁽²⁾ كريستين لاغارد، (سبتمبر 2012): مخاطر التجزؤ، مجلة التمويل والتنمية، العدد 49، الرقم 03، صندوق النقد الدولي، ص 26.

الإقراض من خلال الفروع البنكية الأجنبية، أو ما يعرف بالإقراض العابر للحدود، يؤدي إلى تجميد وإبطال فاعلية أدوات السياسة الإحترازية الكلية. ومن أهم الأمثلة على أهمية التنسيق الدولي ما تتطلبه إتفاقية بازل III من الإحتفاظ برأس مال إضافي لمواجهة الإتجاهات الدورية.

وجود الآثار الخارجية في الأنظمة المالية الدولية نتيجة حرية حركة رؤوس الأموال وتدويل نشاط المجموعات البنكية، والخطر النظامي الذي تخلقه المؤسسات المالية ذات الأهمية النظامية على المستوى الدولي، يبرر ضرورة وجود مستوى عالي من التنسيق الدولي. يؤدي غياب التنسيق إلى العديد من الآثار الضارة، نذكر منها:⁽¹⁾

- تشجيع التحفيز المشوهة، إذا كانت الآثار السلبية للسياسة الإحترازية الكلية تنتقل إلى البلدان الأخرى. في هذه الحالة لن يكون للقائم بالضبط الإحترازي الكلي أي دافع للتدخل لتصحيح الوضع غير المرضي الخاص بالرفاهية على المستوى العالمي. يمكن ذكر مثال الهيئات المالية التي تواجه تقييدات جد كثيرة من السلطات السياسية، دون أن تعترض السلطات الإحترازية الكلية من أجل الحفاظ على تدفقات معينة من القروض إلى البلد الرئيسي في حالة الركود، مما يقودها إلى تقليص نشاط فروعها الأجنبية لمواجهة قيود التمويل التي تخضع لها؛
- يؤدي إلى التضارب بين المشرفين للبلد الرئيسي والبلد المضيف، مما يضر بالتسيير الجيد للمخاطر داخل المجموعة، مثلاً إذا فرض البلد المضيف توطين رأس مال المجموعة في الفرع على حساب باقي المجموعة.

ينبغي للسلطات الدولية أن تتظر في آليات تكامل السياسات الوطنية بحيث يمكن تنسيقها لتعزيز الإستقرار المالي والنمو الإقتصادي الدولي. تتضمن هذه الآليات التعاون والتواصل لتحديد الأولويات وتقليل الآثار السلبية التي قد تحدث بسبب تطبيق سياسات معينة على المستوى الوطني. لقد تم إحرار تقدم كبير بالفعل في العهدة الإحترازية الكلية للسلطات الدولية خاصة مجلس الإستقرار المالي وصندوق النقد الدولي الذي تكثف التعاون والتنسيق بينهما في هذا المجال بناءً على طلب مجموعة العشرين G20.

⁽¹⁾ Olivier de Bandt, Françoise Drumetz et Christian Pfister, (2013): Op.Cit, p p 250-251.

المبحث الثالث: آفاق إصلاح النظام المالي الدولي وتعزيز استقراره النظامي

إن ضبط النظام المالي الدولي يستدعي حتمية البحث في المصادر الفعلية للإختلالات النظامية والتي تعود بالأساس إلى الخطايا المتأصلة في تصميمه، ومن ثم العمل على الإصلاح الجذري لها. وبعدها إصلاح أوجه القصور والإخفاقات الرقابية والإشرافية بتكريس الإنضباط السوقي وتوسيع نطاقه ليضم المجالات التي أثبتت الأزمة المالية علاقتها الوثيقة بتهديد الاستقرار المالي؛ إضافة إلى تدعيم البنى التحتية المالية التي تضمن حسن عمل النظام المالي. وبمأن الضبط الدقيق للنظام المركب غير ممكن، فإن إقامة شبكة أمن مالي متينة كحماية نظامية تصبح ضرورة. وحتى يكون النظام المالي المركب في خدمة الإقتصاد الحقيقي فعليه تجاوز الحدود النيوكلاسيكية الضيقة والإستجابة للتطلعات النظامية، فيجب أن يكون شاملاً (inclusive) ومستداماً.

المطلب الأول: إصلاح "الخطايا الأصلية" للنظام المالي الدولي

استعمل مفهوم "الخطيئة الأصلية" في الميدان الإقتصادي لوصف السبب الأصلي لنشوء الإختلالات الإقتصادية. تعتبر "الخطايا الأصلية" للنظام المالي الدولي بمثابة المصادر الفعلية للخطر النظامي وجذور الخلل الأصلية لعدم الإستقرار المالي والتي تتغلغل عميقاً في النظام النقدي والبنكي. وتتمثل في نظام الإحتياطي البنكي الجزئي والنقود القانونية دون غطاء، والتعامل بالفائدة. إن أي محاولة لإصلاح النظام المالي دون الإنطلاق من هذه الخطايا تعتبر تعامل مع مشاكل فرعية، ولن تكون الحلول الناتجة عنها بالنجاعة المطلوبة.

أولاً - خطايا تصميم النظام النقدي القانوني الدولي:

من الركائز الأساسية التي يقوم عليها النظام المالي الدولي هي عملية خلق النقود عبر نظام الإحتياطي الجزئي، مما أثار جدلاً واسعاً في الأدبيات الإقتصادية حول تصميم النظام النقدي نفسه والآلية التي يعمل بها، بالإضافة إلى التعامل بالفائدة التي تعمل كآلية تضخيم ذاتية للمخاطر داخل الأنظمة المالية. هذين المظهرين الرئيسيين للنظام النقدي الحالي وثيقا الصلة بموضوع الإستقرار المالي وتعتبر هي نفسها أهم مصادر الخلل والعيوب المتأصلة في النظام النقدي والمالي الدولي الراهن.

1- مخاطر نظام الإحتياطي البنكي الجزئي:

نتعرف في البداية بشكل مختصر على عملية خلق النقود عبر نظام الإحتياطي الجزئي؛ حيث تطلب البنوك المركزية من البنوك التجارية الإحتفاظ بجزء من إجمالي الودائع في النظام البنكي على شكل إحتياطي لمواجهة السحوبات غير المتوقعة التي قد تحدث مستقبلاً، إلا أنه من خلال تطبيق نظام الإحتياطي الجزئي

يحق للبنك القيام بخلق نقود إضافية انطلاقاً من لا شيء إستناداً على ودائع زبائنه. يتم خلق هذه النقود عندما يقوم البنك بمنح قروض لزبائنه، ويتمثل القيد الوحيد لخلق نقود جديدة في أن نسبة ودائع الزبائن إلى إجمالي النقود التي يمتلكها البنك يجب أن تكون مساوية لمتطلبات الإحتياطي القانوني. أصبحت للبنوك اليوم القدرة على الإقراض بأضعاف الأصول المودعة لديها، وذلك من خلال المحافظة على جزء فقط من الأموال المودعة كإحتياطي سائل غير مُقرض وإقراض الجزء المتبقي، عبر ما يعرف حالياً بنظام الإحتياطي الجزئي. وبممارسة البنوك هذه الآلية والتي تعرف على نطاق واسع باسم "الصيرفة الجزئية" أو "توسع الودائع" أصبحت البنوك التجارية تخلق النقود من لا شيء وتقرضه بفوائد. وهكذا يتم إنشاء معظم العرض النقدي من قبل النظام البنكي التجاري في الأنظمة النقدية للإقتصادات الحديثة. يتم إنشاء 97 % من المعروض النقدي في المملكة المتحدة ونسب مماثلة تنطبق على معظم الإقتصادات الصناعية.⁽¹⁾

إن المشكلة الأساسية في نظام الإحتياطي الجزئي تتمثل في خلق النقود من العدم دون أدنى جهد أو مخاطرة، وبمأن هذه النقود لها قوة شرائية فهذا يعني خلق ثروة من العدم. في حقيقة الأمر ما تقوم به البنوك من خلق النقود بهذه الطريقة ليس ثروة حقيقية وإنما هي عبارة عن مدخلات في الكمبيوتر ليس لها أية قيمة جوهرية أو مدعومة بسلع حقيقية، ولكن القانون يفرضها إلى جانب الأوراق النقدية والنقود المساعدة كأداة تبادل ووحدة تحاسب وحيدة في الإقتصاد. ومن المهم هنا الإشارة إلى أن كل المقاييس الإقتصادية الرئيسية والمهمة كالوقت، الوزن، المسافة تركز على أسس مادية، أما نظام الإحتياطي الجزئي فهو المقياس الإقتصادي الوحيد الذي لا يركز على أساس مادي أو موضوعي.

وبهذا الخصوص، يقول Maurice Allais:

«Par essence, la création monétaire ex nihilo (à partir de rien) que pratiquent les banques est semblable, je n'hésite pas à le dire pour que les gens comprennent bien ce qui est en jeu ici, à la fabrication de monnaie par des faux-monnayeurs, si justement réprimée par la loi. Concrètement elle aboutit aux mêmes résultats. La seule différence est que ceux qui en profitent sont différents »

لقد أُستخدم الذهب والفضة كنقود والنقود المدعومة بهما كمقياس حقيقي لتبادل وقياس القيم منذ العصور القديمة إلى غاية إنهيار نظام بريتون وودز سنة 1971. ويتميز الذهب والفضة بثباتهما وإتساقهما مع المقاييس المادية الأخرى للقيم في الإقتصاد، وهكذا يعتبر خلق النقود عبر الإحتياطي الجزئي عملية غير طبيعية في الإقتصاد لأنها لا تركز على أساس مادي أو حقيقي. لذلك يمكن القول أن نظام الإحتياطي الجزئي لم يتمكن

⁽¹⁾ بن يحيى خولة ومخلوفي عبد السلام، (ديسمبر 2017): الآثار الإقتصادية لنظام الإحتياطي الجزئي وكيف يساهم في خلق الأزمات، مجلة البشائر الإقتصادية، المجلد الثالث، العدد 04، كلية العلوم الإقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة طاهري محمد -بشار، الجزائر، ص ص 68-69.

من الإستمرار والهيمنة كل هذا الوقت نظرا للفوائد التي يقدمها للإقتصاد كما يدعي مؤيدوه، وإنما تعود هيمنته واستمراره إلى أنه النظام القانوني أي أنه محمي بواسطة القانون.⁽¹⁾

2- مخاطر التعامل بالفائدة - رؤية إسلامية:-

تعد الفائدة مظهرا بارزا للنظام النقدي الدولي الحالي، وتقوم الآن بدور واضح في كل المجتمعات تقريبا، بما في ذلك تلك التي تؤمن بالديانات التي تحرم الفائدة "الربا" بشدة في تعاليمها الأصلية. ويرى الكثير من الإقتصاديين اليوم الفائدة باعتبارها ثمن المال أو رأس المال، أي هي ثمن للبعد عن إستخدامه أو فائدته. ومن ثم من المشروع -في رأيهم- فرض رسم الفائدة، ويؤكدون من ثم أنه من المستبعد منع رسوم الفائدة، وإلا أصبح هذا غير عادل مع المقرض. إلا أنهم في حقيقة الأمر لا يفهمون فعلا ما قد تفعله رسوم الفائدة لإقتصاد ما خاصة ضمن نظام نقدي قانوني.⁽²⁾

وقد تم تحديد ثلاث عواقب رئيسية للتعامل بالفائدة:⁽³⁾

◀ تتطلب الفائدة نمو اقتصاديا متصلا حتى وإن بقيت مستويات المعيشة الفعلية كما هي؛

◀ ترفع الفائدة التنافس بين المشاركين في الإقتصاد؛

◀ تجمع الفائدة الثروة في أيدي أقلية قليلة من خلال إرهاب الأغلبية.

المفسدة الجوهرية للربا (الفائدة) نص عليها القرآن الكريم: ﴿لَا تَأْكُلُوا الرِّبَا أَضْعَافًا مُضَاعَفَةً﴾ [سورة آل عمران: الآية 130]. فالربا بطبيعته يؤدي إلى فصل المديونية عن النشاط الإقتصادي ممثلا في التبادل والإنتاج. فالفوائد على القرض والديون المؤجلة تنمو تلقائيا مع مرور الوقت بغض النظر عن حصول عمليات حقيقية توظف التمويل في توليد الثروة ورفع الإنتاجية. فالدين في ظل الربا لا يحتاج لكي ينمو أكثر من مرور الزمن، ولذلك يصبح نمو تلقائيا. أما الثروة فإن نموها يتطلب الكثير من الجهد والتضحية والمعرفة والإبداع. ونتيجة لذلك فإن المديونية تنمو بمعدلات أسرع من معدلات نمو الثروة والدخل، فالربا هو آلية تضاعف المديونية وبرزوز الهرم المقلوب.⁽⁴⁾

(1) بن يحيى خولة ومخلوفي عبد السلام، (ديسمبر 2017): مرجع سبق ذكره ، ص ص 73-74.

(2) أحمد كاميل ميرا، (2017): سرقة الدول - العودة إلى الذهب-، ترجمة عثمان إبراهيم التويجري، الطبعة الأولى، مركز نماء للبحوث والدراسات، بيروت - لبنان، ص 33، بتصرف.

(3) نفس المرجع، ص 34.

(4) سامي السويلم، (2013): مرجع سبق ذكره، ص 67.

ويترتب عن هذه الأهرامات من الديون أعباء متزايدة. فمع نمو المديونية تنمو تكاليف خدمة الدين بمعدلات أعلى من معدلات نمو الدخل. ولكن هذا الوضع غير قابل للإستمرار؛ لأنه يؤدي إلى تدهور نمو الدخل الصافي (بعد استبعاد خدمة الدين) إلى حد يعطل النشاط الإقتصادي. وحيث أن هذا الوضع غير قابل للإستمرار، فإن الإقتصاد يصبح عرضة للإنهيار لتصحيح الوضع المختل للمديونية. فالإنهيار يؤدي إلى شطب المديونيات الكبيرة التي تراكمت دون أن يوجد ما يدعمها من القاعدة الإنتاجية والثروة الحقيقية. ولا يتوقف الأمر عند هذا الحد. فبعد إنتهاء عملية التصحيح للبناء الإقتصادي ترجع المديونية للنمو مرة أخرى بمعدلات أعلى من نمو الثروة والناتج المحلي. مما يؤدي إلى ظهور الهرم المقلوب مرة أخرى، ثم الإنهيار، وهكذا دواليك. وبهذا يعاني الإقتصاد بما وصفه Minsky "بالنزعة التلقائية لعدم الإستقرار والهشاشة المالية".

تكرر الإنهيارات والإضطرابات يماثل النمط المعروف في الدراسات الطبيعية بظاهرة **الفوضى (Chaos)**، والتي تنتج عن حلقة **التغذية الرجعية** التي تجعل النظام متقلبا باستمرار، خاصة حلقة المديونية التي تنفرد بالنمو الأسّي من خلال الفائدة المركبة. ومنه يمكن تلخيص آليات مخاطر الفائدة "الربا" في النقاط التالية:⁽¹⁾

- مخاطر الفائدة داخلية بالدرجة الأولى، لأنها تنشأ من داخله؛
- فصل التمويل عن الإنتاج والتبادل يؤدي إلى نمو الدين تلقائيا؛
- تضاعف الدين والهرم المقلوب؛
- الإنهيار والتصحيح المتكرر.

ويعد الإقراض بفائدة مثال آخر على **مغالطة التعميم**. فلو قرر كل فرد أن يعتمد على الفوائد من الإقراض، فإن الإقتصاد سوف ينهار. وحيث أن الناس لا يمكنهم أن يعيشوا على فوائد مديونيات بعضهم البعض، يصبح من المهم تقنين سعر الفائدة بطريقة أو بأخرى لتجنب مغالطة التعميم.

إن تحليل ظاهرة الأزمات المالية خاصة المتأخرة منها، وما نشأ عنها من إنعكاسات سلبية على اقتصاديات الدول المعاشية للأزمة على وجه الخصوص وباقي دول العالم عموما، يؤكد أن أسعار الفائدة وتقلباتها زيادة ونقصانا وعلاقتها الوثيقة بأسعار صرف مختلف العملات في الأسواق المالية العالمية فتؤثر فيها بفوارق هامة، أثرت بدورها سلبا في عدم استقرار رؤوس الأموال المستثمرة في هذه الأسواق؛ هذه الظاهرة تشير في عمومها إلى سوء إدارة الكتلة النقدية والإئتمانية على المستوى الدولي، على إعتبار أن هذا المستوى هو محصلة الأنظمة المالية الفرعية التي تبنت في معظمها سياسات نقدية قائمة على أساس إدارة أسعار الفائدة.

⁽¹⁾ سامي السويلم، (2012): الإقتصاد الإسلامي في عالم مركب - دراسة استطلاعية بإستخدام المحاكاة على مستوى الوحدة-، مرجع سبق ذكره، ص 91.

الشيء الذي ينم عن حقيقة تكاد تكون مسلّمة بين الإقتصاديين وهي أن الجدل في الربا والفائدة لا ينتهي، وقد حسمه الفكر الغربي بالقوة أكثر مما حسمه بالعقل، وتبقى نظرية الفائدة نقطة ضعف في علم الإقتصاد، ولا يزال تفسيرها وتحديدتها يثيران الكثير من الخلاف بين الإقتصاديين.⁽¹⁾

ثانيا - مظاهر تأثير الخطايا الأصلية على استقرار النظام المالي الدولي:

يتميز النظام المالي الدولي باختلالات نظامية عميقة يمكن إعتبارها كمظاهر للخطايا الأصلية. فمعالم النظام النقدي والمالي الدولي السائد قد تشكلت بعد قرار Nixon سنة 1971 بالتخلي عن قاعدة تحويل الدولار إلى ذهب والتوجه نحو النقود القانونية دون غطاء كامل، وما تبعه من تعويم نظام الصرف.

1- الإختلالات النظامية في ظل أنظمة الصرف المعمومة وهيمنة الدولار كعملة إحتياطي دولية:

يمثل النظام النقدي الدولي التدفقات عالية السيولة التي تسيورها المؤسسات النقدية الدولية، بالإعتماد على مجموعة من الأطر القانونية والتنظيمات المؤسساتية التي تستهدف تسوية المعاملات التجارية والمالية العابرة للحدود.⁽²⁾ يتميز النظام النقدي والمالي العالمي الراهن بالخصائص التالية:⁽³⁾

- ◀ الإنتشار الواسع لقابلية تحويل العملات وحرية حركة رؤوس الأموال؛
- ◀ وجود تشكيلة كبيرة ومتنوعة من أنظمة الصرف؛
- ◀ تقديم السيولة الدولية في حالة الطوارئ من خلال تسهيلات صندوق النقد الدولي؛
- ◀ يتميز النظام النقدي الدولي بتقلب كبير في أسعار الصرف الإسمية والفعلية وأسعار الصرف على المدى القصير والمدى الطويل؛
- ◀ إختلاف وجهات النظر حول فعالية الرقابة والتعاون النقدي على المستوى الإقليمي.

يشهد الإقتصاد العالمي أنواعا مختلفة من الإختلالات الدولية، التي يمكن لأي منها أن تهدد الإستقرار المالي في المستقبل. ويجدر التساؤل عما إذا كانت لهذه الإختلالات المختلفة جذر واحد، وهو اختلالات النظام النقدي الدولي. وهناك حقيقة بسيطة وهي أنه لم يعد هناك قواعد سلوك متفق عليها دوليا لتقييد الإجراءات قصيرة الأجل للدول الفردية السيادية بهدف تحقيق منافع طويلة الأجل للجميع. وقد كانت هناك مثل هذه القواعد

(1) محمد بوحديدة، (2011): مرجع سبق ذكره، ص 231، ص 160.

(2) بونعاس شيماء، (2018-2019): مرجع سبق ذكره، ص 11.

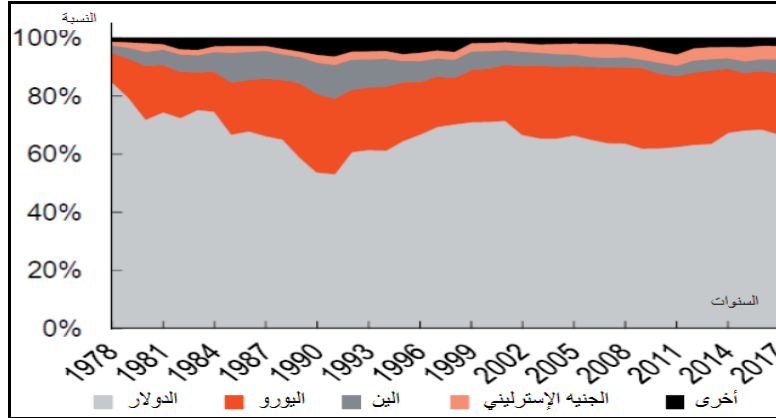
(3) لحو موسى بوخاري، (ديسمبر 2016): النظام النقدي والمالي الدولي الراهن: الخصائص ومكامن الخلل، مجلة الإقتصاد الإسلامي العالمية، العدد 55، ص 55.

بموجب نظام الذهب الذي سبق الحرب العالمية الأولى وبموجب إتفاقية بريتون وودز الذي تلى الحرب العالمية الثانية إلا أنه انهيار.⁽¹⁾

مع التوسع في التجارة الدولية التي شهدتها فترة نظام بريتون وودز، أدى ذلك إلى الإرتفاع في تدفقات رؤوس الأموال الدولية، وبعد التحولات التي طرأت على القواعد الثابتة جراء التخلي عن هذا النظام، شهد النظام النقدي الدولي بروزا كبيرا لدور الدولار في التعاملات النقدية الدولية. حيث عرفت الفترة توجه العديد من الإقتصادات لسياسات التحرير المالي مع تعويم أسعار صرفها، مما أسفر عن ارتفاع في التقلبات الإقتصادية والمالية بالتزامن مع التسريع في حركة رؤوس الأموال الدولية في الأنظمة المالية المحررة.⁽²⁾

اكتسب الدولار الأمريكي خلال القرن العشرين، وخاصة بعد اتفاقيات بريتون وودز، تدريجياً وضع العملة المرجعية الدولية. تعرض الدولار في كثير من الأحيان إلى تحدي من قبل الجنيه الإسترليني، ثم الين والمارك في الثمانينات، إلا أنه استطاع المقاومة بسبب القوة السياسية والإقتصادية للولايات المتحدة الأمريكية.⁽³⁾ يبين الشكل الموالي رقم (3-8) هيمنة الدولار على احتياطات الصرف الأجنبي الرسمية مقابل أهم العملات الأخرى منذ سنة 1978.

الشكل رقم (3-8): هيمنة الدولار على احتياطات الصرف الأجنبي الرسمية (1978-2017)



Source: Carl Grekou, (Avril 2018): **Dollar: Une hégémonie persistante**, dans: Carnets graphiques- L'économie mondiale dévoile ses courbes-, CEPII, Paris, p 32.

بالموازاة مع هيمنة الدولار، شهد سوق الصرف الأجنبي صعوداً كبيراً منذ منتصف الثمانينات، بفعل نمو المستثمرين المؤسساتيين الذين ينوعون محافظهم على الصعيد الدولي ويسيطرون مخاطرها بنشاط بالعملات الأجنبية؛ كما ساهم تطور التجارة الإلكترونية في تسريع هذا الإتجاه أيضاً. بلغت معاملات الصرف ذروتها في

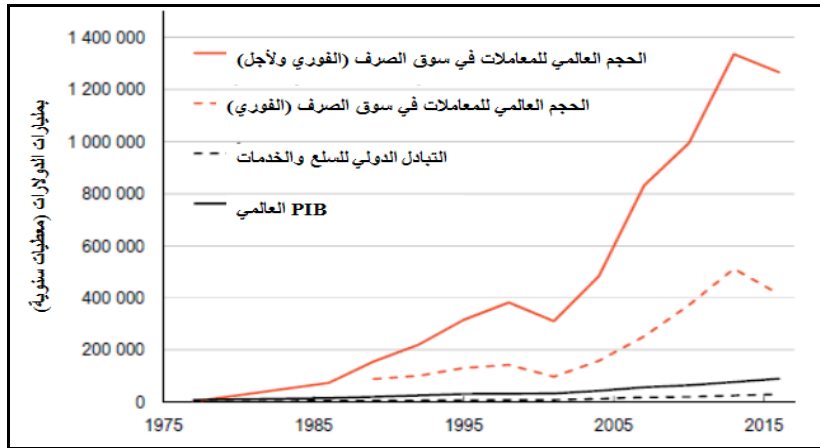
⁽¹⁾ وليام وايت، (مارس 2015): **خلل في النظام**، مجلة التمويل والتنمية، العدد 52، الرقم 01، صندوق النقد الدولي، ص 44.

⁽²⁾ يونغاس شيماء، (2018-2019): مرجع سبق ذكره، ص 11.

⁽³⁾ Carl Grekou, (Avril 2018): **Dollar: Une hégémonie persistante**, dans: Carnets graphiques- L'économie mondiale dévoile ses courbes-, CEPII, Paris, p 33.

سنة 2013 لتصل إلى أكثر من 300,000 مليار، أو حوالي 55 مرة من التجارة العالمية للسلع والخدمات و 18 ضعف الـ PIB العالمي لتلك السنة، ثم بدأ التباطؤ منذ ذلك الحين دون تصحيح هذا الانفصال القوي.⁽¹⁾ وهو ما يوضحه الشكل رقم (3-9):

الشكل رقم (3-9): تطور المعاملات في سوق الصرف (1975-2015)



Source: Jézabel Couppey-Soubeyran, (Avril 2018): **Marché des changes: Miroir d'une finance internationalisée**, dans: Carnets graphiques- L'économie mondiale dévoile ses courbes-, CEPII, Paris, p 88.

النمو الهائل في حجم التداول في أسواق الصرف في غير توافق مع حركة السلع والخدمات ورؤوس الأموال يعكس تلك الإستقلالية في المعاملات، بما يؤكد صفة "المالية/الأموال" على سعر الصرف والمقصود بهذه "المالية" عدم ارتباط سعر الصرف بمعطيات اقتصادية حقيقية متعلقة بأي نوع من المبادلات التجارية أو حركة رؤوس الأموال بغرض الإستثمار، إنما يتحدد هذا السعر تبعاً لحركة العملات والمضاربة عليها.⁽²⁾

2- صعود النشاط المضاربي والانفصال بين القطاع المالي والقطاع الحقيقي:

يتساءل "Bourguinat" ألسنا أمام اقتصاد عالمي للمضاربة؟ أمام رأس المال المالي الذي لا يستكين كلما كانت هناك فرصة للإقتناص على حساب أي مصلحة عامة والذي يدفع نحو إرساء اقتصاد مضاربة يغذي الأزمات ويتغذى عليها. أو على حد تعبير "Chesnais" نحو مزيد من تصاعد نفوذ النظام التراكمي المالي العالمي الجديد. وقد أمكن ذلك حسب "Allais" بفعل التوسع المفرط في آلية الإئتمان، وعندما أمكن الشراء دون دفع والبيع دون حيازة، والضمان بأصل لم يدفع سعره بعد. بعثا لعصر الثورة المالية على غرار الثورة

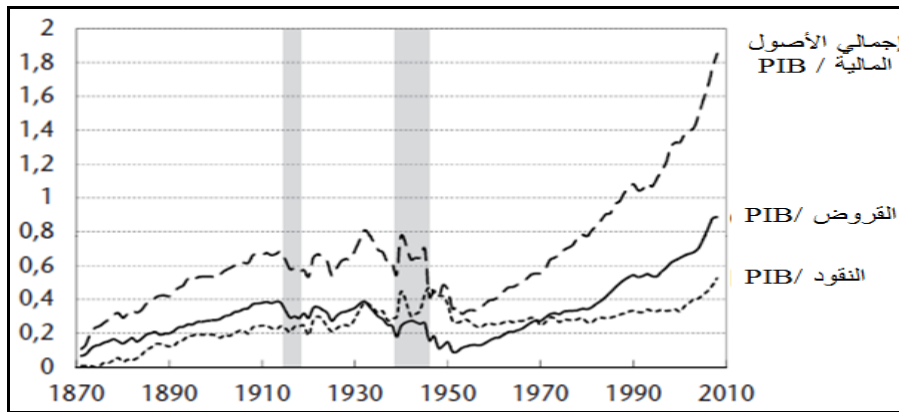
⁽¹⁾ Jézabel Couppey-Soubeyran, (Avril 2018): **Marché des changes: Miroir d'une finance internationalisée**, dans: Carnets graphiques- L'économie mondiale dévoile ses courbes-, CEPII, Paris, p 89.

⁽²⁾ عماني لمياء، (جوان 2009): **العولمة المالية: ديناميكية رأس المال المالي وتطبيقاته**، مجلة العلوم الإنسانية -بحوث اقتصادية-، العدد 31، جامعة منتوري، قسنطينة -الجزائر، ص 224.

التكنولوجية. تنشأ هذه النزعة المضاربة من حركة رؤوس أموال ساخنة، مقتنصة لأفضل توظيف من حيث العائد- السيولة والخطر في أسواق مال أكثر ربطا واتصالا واندماجا وتحررا. وتخلق في المقابل انفصالا للفضاء المالي عن الفضاء الحقيقي، الشيء الذي ينتج عنه فقاعات مالية سرعان ما تنفجر لعدم استنادها لقاعدة إنتاجية حقيقية لتخلف أثارا هائلة بفعل العدوى في انتشار حالات اللاإستقرار وتعميمها إلى مستوى الأزمة.⁽¹⁾

يبين الشكل رقم (3-10) تطور النشاط المالي طيلة 140 سنة (1870-2008) لـ 14 بلدا لـ OCDE من خلال ثلاث مؤشرات هي: النقود (M_2)، القرض البنكي والأصول الإجمالية للنظام المالي بالنسبة للـ PIB.⁽²⁾

الشكل رقم (3-10): تطور النشاط المالي لعينة من الدول للفترة (1870-2008)



Source: Michel Aglietta, (2013): *L'économie mondiale 2014 -Politique monétaire: Nouveaux territoires, nouveaux horizons-*, Éditions La Découverte, collection Repères, Paris, p 45.

تؤكد هذه المؤشرات كيف تضخم القطاع المالي على حساب القطاع الحقيقي، ولم يعد تابعا له. وقد عبر عن ذلك الإقتصادي Stiglitz، حين قال: "إن التمويل وسيلة وليس غاية في ذاته، ولكن القطاع المالي أصبح هدفا في ذاته". وهذا يعني أن التمويل وسيلة لتوظيف رأس المال في القطاع الحقيقي على النحو الأمثل والأكثر إنتاجية، لتكون النتيجة هي نشاط اقتصادي يوجد الوظائف ويولد الدخل الحقيقي. إلا أن الأزمات بينت بوضوح أن القطاع المالي بأكمله لم يعد فعالا في أداء هذه الوظائف.⁽³⁾

(1) عماني لمياء، (جوان 2009): مرجع سبق ذكره، ص 222.

(2) Michel Aglietta, (2013): Op.Cit, p 44.

(3) سامي السويلم، (2012): الأزمات المالية في ضوء الإقتصاد الإسلامي، مرجع سبق ذكره، ص 32.

3- إخفاق سياسات المؤسسات المالية الدولية في الحفاظ على الإستقرار النقدي والمالي:

من يهتم بأن يكون الإقتصاد العالمي كـ "كل" جيدا؟ فمنذ زوال نظام بريتون وودز اهتم صندوق النقد الدولي الذي يشرف على النظام أساسا بمراقبة سلوك البلدان الأعضاء فيه وتقديم مساعدة مشروطة للبلدان المحتاجة. ومع ذلك واصل الصندوق الإعراب عن قلقه من خلال قنوات مختلفة إزاء السياسات الوطنية التي يرى أنها لا تحقق المصالح الفضلى للمجتمع العالمي. غير أنه بالنسبة للعديد من البلدان الكبيرة تبقى توصيات السياسات هذه مجرد مشورة، فالولايات المتحدة الأمريكية لها حرية التصرف على الرغم من أنها أكبر مدين دولي في العالم، وذلك بفضل إستمرار إستخدام الدولار بوصفه العملة الإحتياطية الرئيسية.⁽¹⁾

يفتقر النظام النقدي الدولي اليوم للقواعد، فهو إلى آلية دولية تلقائية لضبط إختلالات الحساب الجاري. وهو يسمح بحدوث تداعيات ضخمة بما في ذلك تدفقات رأسمالية إجمالية من البلدان الكبيرة (خاصة الولايات المتحدة الأمريكية) إلى البلدان الصغيرة مع ما لذلك من آثار ضارة محتملة. وهذا النظام ليس له ركيزة ثابتة فيما يتعلق بالإئتمان والتوسع النقدي على المستوى العالمي، ويفتقر إلى مقرض دولي يعمل كملاذ أخير ويكون له موارد كافية. والإتفاق الطوعي بين جميع البلدان الكبيرة بشأن نظام نقدي دولي يفرض مسؤوليات على الجميع يمكن أن يؤدي دورا مهما في الحد من المخاطر المرتبطة بالإختلالات العالمية.⁽²⁾

لإقامة نظام نقدي قابل للإستمرارية دون هيمنة، من الضروري بناء قواعد نظام المدفوعات الدولي الذي يؤدي إلى تعديلات متماثلة لميزان المدفوعات. ويجب أن يكون هناك مقرض الملاذ الأخير الدولي. ولتحقيق ذلك، من الضروري فرض مبدأ أخلاقي أعلى للشرعية، يؤسس عقيدة العلاقات الدولية التي تفرض المساواة بين الدول أيا كان حجمها والموارد المتاحة لها. هذا المبدأ أو "القيمة" هو اعتقاد شائع بالواجب في العلاقات الدولية. يجب أن توجه استراتيجيات الدول من خلال تحديد معايير السلوك من حيث الحقوق والواجبات.⁽³⁾

ثالثا- المحاور الرئيسية لإصلاح "الخطايا الأصلية" للنظام المالي الدولي:

إنّ أي محاولة لإصلاح النظام المالي دون التركيز على الخطايا الأصلية والمصادر الفعلية للخطر النظامي تعتبر تعامل مع مشاكل فرعية، ولا تعالج جذور الإشكالية، وبالتالي تعطي حجة قوية ضدّها لمننقديها.

⁽¹⁾ وليام وايت، (مارس 2015): مرجع سبق ذكره، ص 44.

⁽²⁾ نفس المرجع، ص 47.

⁽³⁾ Michel Aglietta (Sous la direction de), (2018): **Transformer le régime de croissance**, Rapport pour l'Institut CDC pour la Recherche, https://www.caissedesdepots.fr/sites/default/medias/institut_cdc_pour_la_recherche/cdc_rapport_final_croissance_de_long_terme-_vpc_il_bis_-_relu_af.pdf, p 374.

1- نظام الإحتياطي البنكي الكامل كبديل عن النظام الإحتياطي البنكي الجزئي:

في هذا النوع من الإحتياطي يُلزم البنك المركزي البنوك التجارية أن تضع إحتياطي نقدي بنسبة 100 % من حساباتها الجارية لديه، وقد ذهب مجموعة من الباحثين إلى أنه من الأفضل الأخذ بنظام الإحتياطي الكامل كبديل للإحتياطي الجزئي، نذكر منهم:⁽¹⁾

- إقتراح Ludwig Von Mises: كان Ludwig Von Mises أول اقتصادي في القرن العشرين يقترح إنشاء نظام بنكي يطبق التغطية الكاملة على الودائع تحت الطلب، وقد وضع Mises توصياته هاته في كتابه الأول "نظرية المال والإئتمان" سنة 1912 (الطبعة الثانية سنة 1924). بحيث رأى Mises أن النظام البنكي القائم على التغطية الكاملة وعلى معيار الذهب سوف يدفع بالأسعار إلى الإنخفاض قليلا وبالتالي يستفيد معظم المواطنين لأن ذلك سيزيد من دخلهم الحقيقي. ويرى Mises أن هذا النظام أفضل بكثير من النظام القائم على الإحتياطي الجزئي والذي يعاني من التضخم المزمن ودورات التوسع والركود المتكررة.
- شيكاغو والتقاليد القديمة المؤيدة لشرط الإحتياطي الكامل 100 %: يعود تاريخ تشريع أو شرط الإحتياطي الكامل من قبل مدرسة شيكاغو إلى تاريخ 16 مارس 1933 من خلال بيان منشور قام بإعداده مجموعة من الإقتصاديين بعنوان "البنوك والإصلاح النقدي". وتوالت الأعمال البحثية التي توسعت في هذا البرنامج سنتي 1935 و 1936 وصاغت جملة من المقترحات. وقد قام Irving Fisher بتتبع هذه المقترحات أيضا في شكل كتاب بعنوان "100% نقود" بعد الحرب العالمية الثانية. لتؤخذ بعد ذلك هذه المقترحات من قبل Henry Simons في كتابه "السياسة الإقتصادية من أجل مجتمع حر"، ومن قبل Lloyd W. Mints في "السياسة النقدية من أجل مجتمع تنافسي". ولقد توج هذا الإتجاه بالنشر في برنامج Milton Friedman للاستقرار النقدي سنة 1959. مثل أسلافه يوصي Milton Friedman بإستبدال النظام البنكي القائم على التغطية الجزئية بالنظام القائم على التغطية الكاملة، والفرق الوحيد أنه يقترح دفع فائدة على هذه الإحتياطات في نقطة مثيرة للإهتمام في إشارة إلى تكامل نظام البنوك الحرة. بشكل عام فلقد قام منظرو مدرسة شيكاغو بالمطالبة والدفاع عن تطبيق شرط الإحتياطي الكامل بنسبة 100 % وذلك لإعتقادهم بأن هذا الإجراء سيجعل السياسة النقدية للحكومة سهلة وأكثر قابلية للتنبؤ بها.
- إقتراح Murray Rothbard: قام البروفيسور Rothbard في سنة 1962 بتطوير إقتراح بشأن معيار الذهب الخالص القائم على النظام البنكي الحر وتطبيق معيار التغطية الكاملة (نسبة الإحتياطي القانوني 100%)، وانتقد النظام البنكي القائم على الإحتياطي الجزئي والمسيطر عليه من قبل البنك المركزي، وبدلا

⁽¹⁾ بن يحيى خولة ومخلوفي عبد السلام، (ديسمبر 2017): مرجع سبق ذكره، ص 77.

من ذلك اقترح حلا بديلا والذي يراه مستقرا على المدى الطويل وهو النظام البنكي الحر مع تطبيق الإحتياطي القانوني بنسبة 100 % وإلغاء البنك المركزي وإقامة معيار الذهب الخالص.

- **Maurice Allais والدفاع الأوروبي عن شرط الإحتياطي القانوني الكامل:** أيد الفرنسي Allais اقتراح النظام البنكي الذي يخضع لمتطلبات الإحتياطي الكامل، وذكر أن الآلية الإئتمانية التي يعمل بها حاليا تُصعد بشكل كبير العراقيل والمشاكل الإقتصادية. وبالفعل أغلبية الأزمات الإقتصادية خلال القرنين 19 و 20 سببها التوسع المفرط في الإئتمان من خلال تحويل السيولة، كما وضّح Allais في تحليله الإقتصادي أن هاته الأزمات ما هي إلا آثار لممارسة الإحتياطي الجزئي.

2- إعادة الإعتبار لدور النقود كسلعة عامة وإرساء سياسة عملة دولية قوية:

من المؤسف أن يكون مصدر الأزمة المالية النظامية الـ Subprimes هي الخصصة وإزالة القوانين والمبادئ المالية للضبط المرتبطة بالنقود، عنصر التداول داخل المجتمع وهي سلعة عمومية يجب العمل على حمايتها بالدرجة الأولى. هذا اللاتأكد على أصل اقتصادي أساسي لم يتم متابعته في طرفه المقابل وضرورة حمايته والدفاع عن المبادئ النقدية بين الدول وداخل الدول نفسها. إنه انقلاب وزلزال في الأنظمة الإقتصادية والمالية المُنهم فيه هو فقدان البعد الأخلاقي والعدالة.⁽¹⁾

إن بلورة أسس جديدة لقاعدة النظام النقدي والمالي الدولي، تأخذ في الإعتبار تجنب الإعتماد المفرط على الدولار، والإتجاه صوب اعتماد سلة من العملات بحسب قوة اقتصاداتها. وضمن هذا السياق، يمكن إعادة قراءة مشروع Keynes حول تأسيس نظام دولي للمدفوعات والمقاصة، من خلال إنشاء عملة دولية جديدة، وتأمين تسهيلات تمويلية تعاونية بين البنوك المركزية لمواجهة المشاكل التي تتعرض لها بعض الدول في موازين مدفوعاتها، والعمل على تطوير مشروعه وتحديثه بما يتوافق والإحتياجات الفعلية للنظام المقترح، وذلك من أجل بلورة معالم نظام نقدي ومالي وتجاري دولي جديد أكثر إستقرارا وعدالة، ومتحررا من هيمنة الدولار الأمريكي.⁽²⁾ هناك من يرى أنّ العنصر الرئيسي في الإصلاح هو منح دور أكبر للنقود الدولية الحقيقية والمتمثلة في الذهب بالدرجة الأولى وحقوق السحب الخاصة التي يصدرها صندوق النقد الدولي في الدرجة الثانية، والتي أنشأها الصندوق سنة 1969 نتيجة لأزمة أخرى ضربت الدولار. كان إنشاء حقوق السحب الخاصة مصحوبا بالإلتزام تضمنه إتفاق تأسيس صندوق النقد الدولي؛ يجعل حقوق السحب الخاصة "الأصل الإحتياطي الرئيسي في

⁽¹⁾ Aziz Belkhatir, (Septembre 2010): Op.Cit, p 11.

⁽²⁾ جلال عزازير وحاجي العلبة، (2017): آليات إصلاح النظام النقدي الدولي الراهن في ظل تحديات الأزمة المالية العالمية 2008-2016، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، العدد 17، الجزائر، ص 294.

النظام النقدي الدولي؛" ولكن هذا الإلتزام ظلّ حبرا على ورق -بإستثناء بعض الإصدارات الدولية لحقوق السحب الخاصة أثناء الأزمة. كما يجب تعديل إتفاق تأسيس صندوق النقد الدولي، بحيث يسمح بالمزيد من المرونة في استخدام حقوق السحب الخاصة، بحيث تحاكي طريقة عمل البنوك المركزية.⁽¹⁾

في ظل النظام النقدي الدولي الراهن الذي يهيمن عليه الدولار يبقى دور الذهب محدود نسبيا، في حين أنه في الماضي القريب كانت البنوك المركزية تحتفظ بالذهب باعتباره الإحتياطي النهائي الذي قد تستعمله مباشرة في الدفاع عن عملاتها أو تمويل الواردات، كما كان للذهب دور مهم كأداة للتحوط ضد المخاطر الجيو-سياسية، والأهم من ذلك استخدامه للتحوط ضد العملات الإحتياطية الأخرى كالدولار، ولكن هناك العديد من المؤشرات على استعادة الذهب دوره النقدي في المستقبل. ومن المرجح أن يكون للذهب دور أكبر في عملية الإنتقال إلى نظام نقدي دولي متعدد العملات الإحتياطية. وهذا ما يجعل دور الذهب في المستقبل أكبر مما هو عليه الآن.⁽²⁾

3- إصلاح عميق للمؤسسات الفاعلة في مجال الإستقرار النقدي والمالي:

فشل مؤسسات النظام النقدي الدولي في تحقيق الأهداف التي أسست من أجلها تولد عنه الحاجة الملحة إلى إعادة بناء وهيكله كامل الأطر المؤسسية والقانونية والفنية للنظام، من خلال:⁽³⁾

❖ إعادة تصميم مؤسسات النظام النقدي الدولي، بحيث يتم إقامة بنيانها المؤسسي وإطارها القانوني وفق متطلبات وأهداف الإستقرار العالمي وإمتلاك القدرة اللازمة، لتجسيد رسالتها الجديدة المتمثلة في:

- تحقيق أهداف البلدان النامية في التنمية المستدامة والإستقرار الإقتصادي والإجتماعي،
- تدعيم قدرات الدول النامية على التخطيط الإستراتيجي لمعالجة الإختلالات المالية والنقدية والتجارية الهيكلية وحل مشاكل الفقر والبطالة والتضخم لديها؛

❖ التعاون مع منظمة الأمم المتحدة ومختلف المؤسسات واللجان الإقليمية التابعة لها، لإقامة نظام اقتصادي ومالي نقدي عالمي تسوده روح العدالة والشفافية من خلال:

- ترجمة كل الأهداف في الأطر القانونية الحاكمة لمؤسسات النظام الإقتصادي والمالي الدولي، وكذلك في البناء المؤسسي والتنظيمي والوظيفي لديها،

(1) لحو موسى بوخاري، (جانفي 2017): النظام النقدي والمالي الدولي الراهن: التحديات ورهانات المستقبل، مجلة الإقتصاد الإسلامي العالمية، العدد 56، ص ص 52-53.

(2) نفس المرجع، ص 54.

(3) جلال عزايير وحاجي العلبة، (2017): مرجع سبق ذكره، ص 294.

- إيلاء أسس ومبادئ الحوكمة الرشيدة مكانة عليا وإنفاذ المبادئ المتعلقة بأخلاقيات العمل الدولي، تجنباً لكافة أشكال الفساد والمضاربة وإستغلال الدول الفقيرة؛
- ❖ العمل على تحسين مستوى تمثيل الدول النامية والدول الصاعدة، والدول الفقيرة في إدارة المؤسسات الدولية؛
- ❖ إنشاء وتعزيز آليات التعاون والتنسيق بين المؤسسات المالية والنقدية والتجارية الدولية من جهة، ومع المؤسسات الإقليمية من جهة أخرى.

المطلب الثاني: تكريس الانضباط السوقي، تحسين البنى التحتية المالية وإقامة شبكة أمن مالي متينة

يمثل الانضباط السوقي ركيزة هامة لضمان إستيعاب النظام المالي للصدمات والحفاظ على إستقراره، وبغياب هذه الركيزة فإن إخفاقات السوق ستعمق وتتضخم نظامياً، خاصة إذا كانت البنية التحتية المالية ضعيفة والتي يعتبر تحسينها محورياً ضرورياً. إلا أن دروس الأزمة المالية أوضحت كذلك أن الضبط المالي والتنظيم يجب أن يوسع ليشمل المجالات الأخرى التي قد تشكل مصدراً لا يستهان به للخطر النظامي، مع التأكيد على إقامة شبكة أمن مالي وطنية ودولية قوية.

أولاً: فرض انضباط السوق المالي (تصحيح إخفاقات السوق المالي):

إنّ تعزيز ممارسات الإفصاح والشفافية، إصلاح دور وكالات التصنيف الائتماني وفرض ضريبة على المعاملات المالية، هي رهانات مستعجلة في سيرة الإصلاح المالي لتصحيح إخفاقات السوق المالي.

1- تعزيز ممارسات الإفصاح والشفافية:

كان أحد الجوانب الأكثر انتقاداً بعد الأزمة هو العقيدة السّوقية "laissez faire"، والتي تنص على أن التدخل يجب أن يكون ضئيلاً ويجب ألا يتأثر نشاط السوق بالتنظيم أو الرقابة المفرطة. ومع ذلك، فقد أظهرت الأحداث أنه إذا لم تقم الدولة بتنظيم الأسواق والإشراف عليها بشكل صحيح، فإن تطور الأدوات المالية والسيولة المفرطة يؤدي إلى التعرض المكثف للمخاطر، مما يؤدي إلى رفع أسعار الأصول وظهور فقاعات المضاربة والتي تنفجر وتتسبب في اختلال النظام المالي بأكمله، مع انعكاسات شديدة على الإقتصاد الحقيقي. يشوه التعقيد في الأسواق والأدوات المالية الإفصاح، الذي كان الإستجابة التنظيمية الرئيسية لإخفاق المعلومات المالية. وضع قانون Dodd-Frank قاعدة صلبة لفكرة تحسين الإفصاح، إلا أن فعاليتها محدودة نظراً للتعقيد المتواصل في الهياكل والأدوات المالية. فحتى مع إفصاح كفو فهو غير كاف للتخفيف من الإخفاقات

المعلوماتية المسببة للخطر النظامي. سيقوم المشاركون في السوق الذي فهموا الخطر بحماية أنفسهم ولكن ليس بالضرورة النظام المالي ككل.⁽¹⁾

راعت جميع الإصلاحات التأكيد على أهمية الإصلاح المالي، ذلك أن أهم شروط حرية السوق وضمان الفرص المتكافئة فيها والقضاء على محاولات الغش والتلاعب، أن يوفر لجميع المتعاملين قدر كاف من المعلومات والبيانات المالية. ورغم وجود عقبات كثيرة تعوق تنمية المؤسسات والأسواق المالية، فإن نقص الإفصاح عن بيانات اقتصادية ومالية موثوق فيها ودقيقة يعتبر أحد أهم هذه العقبات.

لقد أحرز في الآونة الأخيرة تقدما ملحوظا فيما يتعلق بتحسين شفافية المعلومات الإقتصادية والمالية في النظام البنكي وقد أوضحت لجنة بازل للرقابة البنكية مواصفات البنوك فيما يتعلق بتقنية المعلومات التي يتم إبلاغها للمنظمين ونشرها لإدارة الأسواق. ورغم أن نوعية المعلومات شرط ضروري، إلا أنه غير كاف لتحقيق الأداء السليم للأسواق. ينبغي عدم المغالاة في المزايا المتعلقة بأفضل المعلومات حول السوق، لأن نوعية المعلومات لا تحسن أداء الأسواق إلا إذا كانت هذه الأخيرة تتسم بالكفاءة. غير أن التجارب تدل على أن الأسواق بصفة عامة بعيدة عن الكفاءة، لأن المتعاملين الماليين لهم سلوكيات تكميلية في أوقات الأزمات. كما أن المعلومات التي يجري تداولها في الأسواق الحديثة تم تطويرها من طرف الفاعلين الذين يشكلون ما يعرف بصناعة الأرقام "L'industrie de chiffre". وهم المحللون الماليون، شركات مراجعة الحسابات، بنوك الإستثمار ووكالات التصنيف.⁽²⁾

يجب توفير المزيد من المعلومات حول تقنيات التقييم وحول البيانات والإفتراضات الأساسية حتى يتم الحصول على تسعير أفضل ومنح المشتركين قدرة أكبر على رؤية الإرتباطات المتبادلة وتتبع المخاطر. كما يتعين الإهتمام بالبيانات الخاصة بالأسعار والأحجام والتركيزات العامة في الأسواق غير الرسمية لأنها لا تسجل بطرق تسمح للآخرين بأن يدركوا المعلومات عن الصفقات، وتحد من السيولة في فترات الضيق.⁽³⁾

بخصوص منتجات الهندسة المالية، فقد أدت أزمة الـ subprimes وتداعياتها بطريقة تلقائية إلى العودة إلى منتجات وتركيبات مالية أكثر بساطة وشفافية، حيث أظهرت هذه الأزمة خسائر التعقيد المالي. فبعد سنوات من التعقيد المالي ترسخت لدى أغلبية الهيئات المالية الكبرى شعارات على شاكلة " الإنطلاق نحو البساطة flight to simplicity " أو " الرجوع إلى الأساسيات back to basics " إلا أن هذا الميول سيكون عابرا وليس دائما، وهنا

⁽¹⁾ Ioana Andrada Moldovan, (2015): Op.Cit, p 269.

⁽²⁾ العقون نادية، (2012-2013): مرجع سبق ذكره، ص 282.

⁽³⁾ حكيم براضية، (جوان 2015): مرجع سبق ذكره، ص 98.

يأتي دول الضبط المالي في محاولة الحفاظ على الديمومة المبتغاة والحد من التعقيد وتعزيز الشفافية والثقة من خلال إتخاذ جملة من التدابير.⁽¹⁾

2- إصلاح دور وكالات التصنيف الائتماني:

دار جدل بعد الأزمة حول وكالات التصنيف الائتماني ودورها في التصنيف المالي، وتم التركيز على قضايا مثل تضارب المصالح وكفاءة الأداء. ومن التساؤلات المطروحة كيفية تحديد هذه الهيئات للمراتب الائتمانية، وماهي الجوانب التي يتم تقييمها، وإذا ما كانت المراتب الائتمانية قد تسببت في حالة من الرواج الائتماني وفقاعات الأصول التي نتجت قبل الأزمة وتركت أثرا ضارا على الإقتصاد العالمي.

ركزت الإصلاحات في أعقاب أزمة 2008 على هيئات التصنيف الائتماني، لاسيما في الولايات المتحدة الأمريكية والاتحاد الأوروبي. ففي الولايات المتحدة الأمريكية نص قانون "Dodd-Frank" على تعزيز الإشراف على هيئات التصنيف الائتماني، لتشديد شروط الإفصاح عن المعلومات ومعالجة تضارب المصالح المرتبط بنموذج "المستفيد يدفع". ومن التدابير التنظيمية الموصى بها كذلك لمعالجة إخفاقات وكالات التصنيف الائتماني عموما نذكر:⁽²⁾

◀ إدارة صراعات المصالح من خلال إصلاحات الحوكمة في وكالات التصنيف؛

◀ تحسين نوعية التقييم والمنهجيات بالنسبة للتمويل المنظم؛

◀ زيادة الشفافية والإفصاح عن الإلتزامات؛

◀ تقديم الرقابة الحكومية المباشرة لتحل محل التنظيم الذاتي.

ويمكن أيضا الإصلاح بتقييم عمل وكالات التصنيف الائتماني القائمة عن طريق:⁽³⁾

◀ قيام السلطات المحلية بالتشجيع على إنشاء المزيد من وكالات التصنيف الائتماني وتخفيض الضغط على

الوكالات القائمة، وكذلك الإرتقاء بصناعة التصنيف الائتماني وزيادة مستوى المنافسة ومنع الإحتكار؛

◀ تجنب مشكلة تضارب المصالح بإصدار قواعد للسلوك المهني، حيث قامت المنظمة الدولية للجان الأوراق

المالية (IOSCO) بإصدار تلك القواعد التي تلزم من خلالها وكالات التصنيف الائتماني بعدم التأثير

بعلاقاتها مع أي طرف في إصدار درجات التصنيف الائتماني؛

⁽¹⁾ بوقفة نفيسة، (2012): مرجع سبق ذكره، ص 196.

⁽²⁾ منة الله محمود إبراهيم، (2015): تقييم دور وكالات التصنيف الائتماني في إدارة الأزمات، سلسلة أوراق بحثية، إدارة البحوث والتوعية، المعهد المصرفي المصري، مصر، ص ص 43-44.

⁽³⁾ نفسه المرجع، ص ص 44-45.

«زيادة شفافية الإجراءات المتبعة في إصدار درجات التصنيف الائتماني، ولتحقيق ذلك طالبتها IOSCO أن تنشر الطرق المتبعة من قبلها في عملية التصنيف الائتماني، وأن تفصح عن قواعد السلوك المهني المتعلقة بها وذلك بهدف الإرتقاء بالشفافية في الإصدارات التصنيفية التي يشوبها الكثير من الغموض؛
«إلتزام وكالات التصنيف الائتماني بالمسؤولية في إصدار درجات تصنيف دقيقة، وزيادة قدرة المتعاملين في السوق على الحكم على جودة التصنيفات التي تقدمها، وبالتالي زيادة الثقة فيها.

3- فرض ضريبة على المعاملات المالية:

لابد من الإشارة إلى أنه منذ سنة 1936 اعتبر Keynes أن فرض ضريبة على المعاملات المالية (Taxe sur les Transactions Financières/ TTF) من شأنه التقليل من الميل نحو المضاربة. واستنادا لهذه الفكرة اقترح Tobin سنة 1972 مشروع إنشاء ضريبة عالمية موحدة تفرض على المعاملات الخاصة بتبادل العملات. وقد أعاد Tobin صياغة مشروعه وتطويره سنة 1978 واعتبر أنه من الواجب فرض ضريبة عالمية موحدة تتراوح بين 0.05 % إلى 01 % على كافة المعاملات بالعملات الصعبة.⁽¹⁾

إن التحدي الرئيسي لضريبة Tobin سياسي بالدرجة الأولى، فقد إقترحها إقتصادي معروف ثم اعترف العديد من الإقتصاديين بقدرتها على تقليل القلب وهو إقتراح واضح ومدرّس بشكل كبير، كما يبدو أن الرأي العام قد تقبله، ومع هذا قابل كبار صناع السياسة الأمريكية والمؤسسات النقدية الكبرى الفكرة إما بالمعارضة أو التجاهل. فعندما قدم الإقتصادي الأمريكي Tobin إقتراحه هذا بفرض ضريبة على المعاملات المالية الدولية ما كان يأمل من ورائها إلا الحد من المضاربة المسببة لتقلبات شديدة لسعر الصرف وخسائر فادحة للأنظمة الإقتصادية، خاصة وأن المتسبب في كل هذه الكوارث هي المضاربة قصيرة الأجل، والحد منها يساعد على تجنب الأزمات النقدية التي أثرت على كل من الدول النامية والصناعية على حد سواء، وما ينتج عنها من عواقب إجتماعية قاسية.

يمكن أن توجد ضريبة Tobin عمليا إن جرى تطبيقها في نيويورك ولندن وباريس وفرانكفورت وطوكيو وإذا جرى تنظيم تنسيق لأجل إقتطاعها، بمعنى انه لا يمكن تطبيق هذه الضريبة إلا على نطاق دولي. إن ضريبة Tobin لبنة إصلاحية لأنها قد تستثير تقليل التكاليف على المعاملات المالية دون كبح الحركات المضاربة؛ أكيد أن ضريبة لن تلغي كل التلاعبات المالية العديدة، لكن هذا لا يلغي شرعية المطالبة بتطبيق ضريبة تصاعدية على تلك المعاملات المضاربة.

⁽¹⁾ Olivier de Bandt, Françoise Drumetz et Christian Pfister, (2013): Op.Cit, p 120.

يرفض النيوليبراليون ضريبة Tobin لأنهم يدافعون بشكل متطرف عن الرأسمالية ويماثلون الرفاهية بالتملك الفردي كما يماثلون النمو بالأرباح، ومن هذا المنطلق يجزمون أن التدخل في أنشطة الصرف سيفضي إلى الإساءة إلى سير الإستقرار العفوي لهذه السوق وهجرة رؤوس الأموال إلى الجنات الضريبية؛ إلا أن المدافعين عن هذه الضريبة يشيدون بمفعولها في الحد من أشكال الميول المضاربي قصد تشجيع الإستثمار المنتج.⁽¹⁾

ثانياً - توسيع مجال الضبط المالي:

أوضحت دروس الأزمة أن هناك مجالات أخرى يتعين على السلطات الإشرافية والتنظيمية عدم إغفالها من محاور الضبط، منها شركات التأمين التي قد تدخل في نشاطات تشكل خطراً نظامياً، الجنات الضريبية وصناديق التحوط التي ثبت تأثيرها الكبير على الإستقرار المالي الدولي، إضافة إلى المخاطر المستجدة التي قد تنتج عن التكنولوجيا المالية والمخاطر الإلكترونية.

1- الضبط المالي لشركات التأمين:

حدّد تقرير جمعية جنيف الدولية لإقتصاديات التأمين الدولي نشاطين عندما يتم إجراؤهما على نطاق واسع دون وجود أطر مناسبة لمراقبة الخطر، فإن لهما إمكانية التأثير النظامي وهما المشتقات المتداولة خارج الميزانية وسوء إدارة التمويل قصير الأجل من الأوراق التجارية أو إقراض الأوراق المالية. ولذلك قدمت للصناعة التأمينية خمس (05) توصيات لمعالجة هذه الأنشطة المعيّنة لتعزيز الإستقرار المالي وهي:⁽²⁾

- تنفيذ إطار إشرافي شامل ومتكامل وقائم على مبادئ مجموعات التأمين، من أجل ضبط أي أنشطة غير تأمينية مثل العمليات المفرطة على المشتقات؛
- تعزيز إدارة مخاطر السيولة، وخاصة لمعالجة قضايا سوء الإدارة المحتملة المتعلقة بالتمويل قصير الأجل؛
- تحسين تنظيم التأمين على الضمان المالي، والذي يتميز بنموذج أعمال مختلف تماماً عن التأمين التقليدي؛
- إنشاء مراقبة احترازية كلية مع تمثيل تأميني مناسب؛
- تعزيز ممارسات إدارة المخاطر في القطاع التأميني بناء على الدروس المستفادة وتبادل الخبرات مع المشرفين على نطاق عالمي.

⁽¹⁾ عبد الحكيم مصطفى الشرقاوي، (2010): إصلاح النظام النقدي الدولي - ضريبة توبيين -، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، ص 119-121.

⁽²⁾ Andreas A. Jobst, (2014): Op.Cit, p 16.

من المهم وجود مجموعة من الأدوات التنظيمية والإشرافية التي تهدف إلى تعزيز والحفاظ على الإستقرار المالي عبر النظام المالي بأكمله في قطاع التأمين. قد يتم اعتماد هذه الأدوات التنظيمية والإشرافية باتباع مقارنة مزدوجة:⁽¹⁾

❖ من جهة، إكمال الأطر الإحترازية الجزئية الحالية مع الأدوات التي تتضمن خصائص احترازية كلية، أي نظام الملاءة II (Solvency II) الحالي كمثال؛

❖ من جهة أخرى، اعتماد إطار عمل احترازي كلي يهدف إلى مراعاة خصائص نشاط قطاع التأمين، وإكماله بمجموعة من التدابير الإضافية المصممة وفق الخصائص المحددة للمؤسسات المالية الأخرى وخاصة البنوك.

لقد تم تطوير إطار العمل الإحترازي الحالي بهدف معالجة الآثار الخارجية الناتجة عن شركات التأمين في أعقاب الأزمة المالية العالمية. كان من بين أول تدابير السياسة المصممة لمعالجة الخطر النظامي تعريف ما يسمى بشركات التأمين ذات الأهمية النظامية (G-SIIs). وفقاً لهذه العملية، تشمل المتطلبات التنظيمية الإضافية ما يلي:⁽²⁾

- رسوم إضافية على رأس المال بدء من جانفي 2019 للشركات المعينة على أنها مهمة نظاميا في 2017؛
- تعزيز الإشراف على مستوى المجموعة، أي سلطة المشرفين المباشرة على الشركات القابضة والإشراف على تطوير خطة لإدارة الخطر النظامي وخطة لإدارة خطر السيولة؛
- التطوير الإلزامي لخطة الإسترداد على نطاق المجموعة، والتصفية وعملية تقييم القدرة على الحل القانوني للمشاكل داخل مجموعات إدارة الأزمات بالشركات.

2- ضبط نشاط صناديق التحوط والحد من الجنات الضريبية:

الجنة الضريبية أو الواحة الضريبية هي كل فضاء مالي أو اقتصادي أو تجاري يضمن السرية في المعاملات، كالتكتم على شخصية أصحاب الحسابات البنكية، يمنح إقامة جبائية دون الحاجة للإقامة الفعلية، ويعفي من الإقتطاع الضريبي خاصة على المعاملات المالية. ما يميز الجنات الضريبية ويجعلها مركز جذب هو السرية التامة لمعاملات عملائها، والتي لم تتمكن الحكومات وأجهزة مكافحة غسيل الأموال إلا من انتقاص القليل منها، من ناحية أخرى تطرح هذه الجنات كما تدل عليه التسمية ميزة الإعفاء من الضرائب، مع المرونة

(1) Elia Berdin and Matteo Sottocornola, (2017) : Op.Cit, p 03.

(2) Ibidem, p 04.

التامة في التحرك والتحول من أداة مالية لأخرى ومن عملة لأخرى ومن فضاء مالي لآخر، أي أنها تضمن خاصيتي الحركية والإحلال، مع الإستفادة من كافة الخدمات المالية والبنكية.⁽¹⁾

تشكل صناديق التحوط تهديدا كبيرا لإستقرار النظام المالي العالمي نظرا لتزايد أعدادها وحجم الأصول التي تديرها، وتتمثل أهم الإجراءات للحد من ظاهرة انتشار صناديق التحوط فيما يلي:⁽²⁾

- تعزيز التعاون الدولي للقضاء على الجنات الضريبية لكونها الفضاءات التي تحتضن هذا النوع من الصناديق، فهي تمنحهم الحرية الكاملة لممارسة نشاطهم دون أي نوع من الرقابة؛

- إلزام صناديق التحوط بالتقيد بالقواعد الإحترازية خاصة ما تعلق بمراعاة حد أدنى من الأموال الخاصة يتناسب وحجم الأصول على غرار ما هو معمول به في البنوك، وهو ما من شأنه إرغام مسيري صناديق التحوط على التقليل من المخاطرة والإستعمال الجيد للرافع المالي، فقد أثبتت الأزمات المالية أن الخطر النظامي لم يعد حكرا على النظام البنكي فقط، فحجم هذه الصناديق والعلاقات القوية التي تربطها بالنظام البنكي جعلتها سبب في الخطر النظامي ولذلك توجب إخضاعها لنفس القواعد التنظيمية؛

- إعادة تنظيم أسواق المشتقات المالية، يعتبر إجراء أساسيا للحد من خطورة هذه الصناديق التي تجد في هذه الأسواق مجالات ملائمة لتنفيذ استراتيجيتها المبنية على المضاربة خاصة في الأسواق غير المنظمة لما تتمتع به من عدم الشفافية وغياب الرقابة؛

- وضع قيود على نشاط البنوك التجارية في تمويل صناديق التحوط وحرمانها من أهم مصدر للرافع المالي؛

- إعادة النظر في نظام مكافأة مسيري الصناديق والقائم على ربطها بالنتائج المتحصل عليها الأمر الذي يدفعهم إلى المزيد من المخاطرة لرفع العائد وبالتالي المكافأة؛

- إلزام الصناديق على رفع الحد الأدنى لقيمة الحصص الأمر الذي من شأنه تقليص عدد المستثمرين وحرمانهم من جزء كبير من مواردها، كما يجب توعية المستثمرين وحثهم على الإهتمام بكيفية إدارة أموالهم.

3- ضبط مخاطر التكنولوجيا المالية والمخاطر الإلكترونية:

تسببت الأزمة المالية لسنة 2008 في فقدان الثقة وأدت إلى بانوراما جديدة للقطاع المالي. يجذب ظهور التكنولوجيا المالية "Fintech" أجيال جديدة تبتعد عن المؤسسات الفاعلة التقليدية. يعتمد التكيف الرقمي للقطاع البنكي والمالي بالمعنى الواسع على التحرك نحو زيادة الإنتاجية من خلال أدوات جديدة تؤدي إلى انخفاض

(1) عماني لمياء وزغيب شهرزاد، (2009): مرجع سبق ذكره، ص ص 8-9.

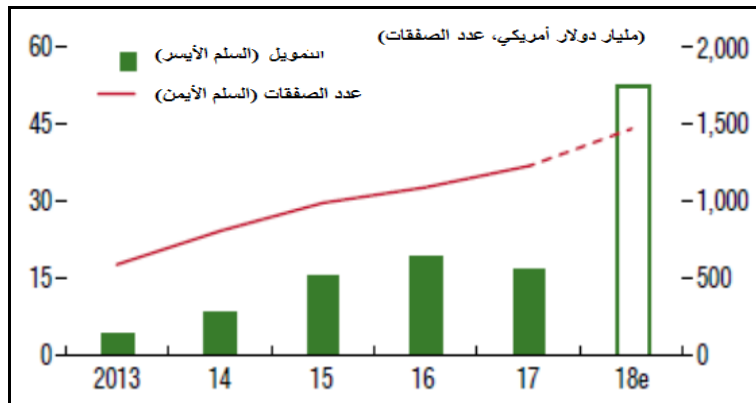
(2) العقون نادية، (2012-2013): مرجع سبق ذكره، ص 295.

تكاليف التوزيع. تثير هذه التطورات تساؤلات حول تأثيرها على النظام المالي وردود الفعل والمخاطر الناتجة عن ظهور ممارسات جديدة. يواجه المنظّمون والقائمون بالضبط المالي تحديات جديدة تدور حول قضايا المساواة والعدالة تجاه مختلف المتعاملين وحماية المستهلكين.⁽¹⁾

تفرض الـ Fintech تحديات بالإضافة إلى الفرص، إذ يجب معالجة مخاطر الأمن السيبراني والإلكتروني "Cybersecurity". في حين أن Fintech- التي تشمل أنشطة مثل البيانات الضخمة، أتمتة معالجة القروض، تكنولوجيا دفاتر الحسابات الرقمية الموزعة، منصّات الإقراض والتجارة الإلكترونية الجديدة - لا تزال صغيرة، إلا أنها نمت بسرعة هائلة (الشكل رقم 3-11). يتمثل التحدي التنظيمي في دعم مساهمة الـ Fintech المحتملة في الابتكار والكفاءة والإدماج، مع الحماية من المخاطر التي قد تزيد من الصدمات التي يتعرض لها النظام المالي. بالنظر إلى زيادة اعتماد القطاع المالي على تكنولوجيا المعلومات والترابط بين الأنظمة، يمكن أن تشكل التهديدات الإلكترونية مخاطر على الإستقرار المالي. قد تكون التكلفة المباشرة لأحداث الأمن السيبراني كبيرة، وتزيد التكاليف غير المباشرة مثل مخاطر السمعة من المخاطر. يجب أن يتعاون المشرفون مع المؤسسات المالية لتطوير قدرات التحديد والاستجابة.⁽²⁾

الشكل رقم (3-11): التطور السريع للتكنولوجيا المالية "Fintech" من خلال الإستثمار الإجمالي

المستند على رأس المال الإستثماري



Source: International Monetary Fund, (October 2018): **Global financial stability report –A decade after the global financial crisis: Are we safer?-,** Washinton, DC, p 75.

أصبح تطور الـ Fintech سريع. على الرغم من فوائدها المحتملة، فإن معرفة مخاطرها المحتملة وكيف يمكن أن تؤثر على النظام المالي لا زالت قيد التطور. تشكل مخاطر الأمن الإلكتروني المتزايدة تحديات أمام

⁽¹⁾ Andreas R. Dombret , (Avril 2016): **Au-delà de la technologie: Une réglementation et une supervision adéquates à l'ère des fintechs**, Revue de la stabilité financière, N° 20 - La stabilité financière à l'ère du numérique-, Banque de France , p 87.

⁽²⁾ International Monetary Fund, (October 2018): Op.Cit, p 75.

المؤسسات المالية والبنية التحتية المالية والمشرفين. ينبغي أن تكون هذه التطورات بمثابة تذكير بأن النظام المالي يتطور بشكل دائم، وبالتالي يجب أن يظل المنظمون والمشرفون متيقظين لهذا التطور وأن يكونوا مستعدين للعمل إذا لزم الأمر.⁽¹⁾

في العصر الرقمي، يتعين على البنوك والهيئات التنظيمية التعامل مع العدد المتزايد من المؤسسات العاملة في الـ Fintech. يجب أن يتأكد المشرفون من أن القواعد الإشرافية التي يضعونها تساهم في الاستقرار المالي وتهدف إلى معاملة تنظيمية متساوية للبنوك التقليدية والمتعاملين الماليين الجدد.⁽²⁾

يحتاج الخطر النظامي المحتمل المرتبط بالإبتكارات التكنولوجية إلى مراقبة دقيقة. ومع ذلك وبالنظر إلى تنوع الـ Fintech، يبدو من الصعب وضع قائمة كاملة لهذه المخاطر. على الرغم من السرعة المثيرة التي تُدخل بها الجهات الفاعلة المبتكرة والتكنولوجيات الجديدة في القطاع المالي، لا ينبغي أن تسعى اللوائح التنظيمية إلى إنشاء فصل مصطنع بين التكنولوجيا المالية من ناحية، والخدمات البنكية التقليدية من ناحية أخرى. لن يكون هذا الفصل مناسباً ولا متوافقاً في ضوء التنظيم الحالي وتكوين القطاع، في حين قد تكون هناك أسباب وجيهة للترويج لبيئة مواتية للإبتكار في التكنولوجيا المالية Fintech، فإن هذه الإعتبارات تحتاج إلى معالجة بشكل مستقل عن أهداف الرقابة والتنظيم.⁽³⁾

ثالثاً - تحسين البنى التحتية المالية:

بالنظر إلى أهمية البنى التحتية المالية كعناصر أساسية في هيكل النظام المالي، فإن تحسينها سواء بالرفع من فعالية تلك القائمة بالفعل أو بإستحداث أخرى جديدة يعتبر أولوية للحفاظ على العمل الجيد للنظام المالي وتعزيز استقراره. نعرض المرجعيات المركزية للبيانات وغرف المقاصة كمثالين عن ذلك.

1- المرجعيات المركزية للبيانات:

إن المرجعيات المركزية للبيانات التي تعزز شفافية أسواق المشتقات خارج الأسواق المنظمة (OTC)، هي جزء أساسي من جهود تحسين البنية المالية التحتية للإستقرار المالي، ويمكن القول أنها أهم ابتكار في هذا الجانب الذي جاء بعد أزمة 2008 من حيث تسيير الخطر.⁽⁴⁾

شهد سوق المشتقات الإئتمانية CDS نمواً قوياً جداً في أواخر التسعينات وأوائل العقد الأول من القرن العشرين. لكن في سنة 2003، تم تسجيل ما لا يزيد عن 15% من المعاملات إلكترونياً. في ذلك الوقت،

(1) International Monetary Fund, (October 2018): Op.Cit, p 76.

(2) Andreas R. Dombret, (Avril 2016): Op.Cit, p 87.

(3) Ibid, p 93.

(4) Michael C. Bodson, (Avril 2013): Op.Cit, p 104.

كانت عملية التفاوض تتم يدوياً وعرضة للخطأ؛ وفي كثير من الحالات، كان من الضروري الإنتظار حتى شهر أو أكثر لتأكيد المعاملات، مما أدى إلى تراكم المخاطر غير المحددة أو غير المتوافقة بين المؤسسات المالية. وإدراكاً منها للحاجة إلى القضاء على هذا الخطر، دعت عدة سلطات وطنية وعبر-وطنية إلى تطوير خدمة معالجة وتسوية إلكترونية للعمليات على CDS. بفضل الجهود المشتركة للمشاركين في السوق ومؤسسة الودائع الإئتمانية والمقاصة (Depository Trust and Clearing Corporation/ DTCC)، وهي شركة تقدم خدمات ما بعد التداول للأسواق المالية الدولية، تم إنشاء منصة التوفيق والتأكيد التلقائي. تم استخدام هذه الخدمة الجديدة بعد وقت قصير من إنشائها لتسجيل ومعالجة أكثر من 95 % من معاملات الـ CDS في جميع أنحاء العالم. وبمجرد حل هذه المشكلة، وجد المنظمون والمشاركون في السوق أن عملية المعالجة النهائية لمعاملات CDS كانت مصدر قلق آخر يجب معالجته. ظل تسجيل ومواءمة التعديلات على عقود CDS مثلاً، والتي يمكن إعادة بيعها أو نقلها عدة مرات قبل الموعد النهائي، يدوياً إلى حد كبير. لمعالجة هذا الموقف، تم إنشاء بنية أساسية جديدة هي المرجعية المركزية للبيانات المؤتمتة لاستضافة ومعالجة جميع عقود CDS طيلة فترة بقائها.⁽¹⁾

وفقاً للوائح الجديدة المعمول بها في الولايات المتحدة الأمريكية والإتحاد الأوروبي وفي بعض مناطق آسيا، جميع المعاملات المشتقة خارج الأسواق المالية المنظمة، سواء تمت مقاصتها أم لا، يجب الإبلاغ عنها لدى مرجعية مركزية للبيانات. من الناحية المثالية ولكي تكون هذه الإبلاغات مفيدة، يجب إنشاء مرجعية مركزية واحدة للبيانات وممركزة لكل فئة من فئات الأصول. هذه المرجعية المركزية العالمية للبيانات، والذي ستكون بمثابة خدمة عامة، سوف تجمع البيانات وتسيرها لجميع المعاملات المشتقة من فئات الأصول المختلفة. ستصبح هذه الخدمة المركزية أيضاً "المصدر المفضل" الذي يحتوي على جميع بيانات العقود المطلوبة قانوناً لجميع المعاملات المشتقة. إن إنشاء مرجعية مركزية واحدة وممركزة للبيانات لها مزايا عديدة، ومنها خاصة:⁽²⁾

◀ **دقة الإبلاغ:** يمكن لمرجعية مركزية واحدة للبيانات وضع أطر عمل موحدة للإبلاغ، والتي من شأنها القضاء على الأخطاء المحتملة المرتبطة بالإرتباك الناتج عن وجود عدد كبير من النماذج داخل منطقة واحدة ذات معايير متعددة؛

◀ **سرعة الإبلاغ:** يعرف المشاركون في السوق على وجه اليقين أين ومتى ينبغي الإبلاغ عن معاملاتهم؛

(1) Michael C. Bodson, (Avril 2013): Op.Cit, p 105.

(2) Ibid, p 108.

- ◀ **مراقبة الإبلاغات:** تكون المرجعية المركزية للبيانات أكثر قدرة على تقييم مدى اكتمال ودقة البيانات من خلال المقارنة المباشرة بين العديد من التقارير. يصبح التقريب الداخلي نشاطاً أبسط من ذلك بين هيئات متعددة وتقل إلى حد كبير مخاطر الإزدواجية أو خطأ الإبلاغ؛
- ◀ **تحليل البيانات:** يمكن لمرجعية واحد بسهولة تطوير ومشاركة أدوات إدارة البيانات المشتركة مع قاعدة المستخدمين الخاصة بها، مما يتيح لجميع المنظمين الوصول المطابق إلى مجموعة البيانات التي تهمهم، بغض النظر عن مكان إبرام وتنفيذ عقود المشتقات؛
- ◀ **أفضل الممارسات المشتركة:** من شأن مستودع مركزي للبيانات أن يسمح للمجتمع التنظيمي العالمي بمشاركة أفضل الممارسات.

2- الأطراف المقابلة المركزية (غرف المقاصة):

ربما العنصر الأكثر أهمية في البنية التحتية المالية هو الآلية الخاصة بدفع وتسوية المعاملات، هناك إجماع معتبر بأن استخدام الأطراف المقابلة المركزية (CCPs) والتسوية المتقاطعة في الوقت الحقيقي للمعاملات، لها القدرة ليس فقط على التقليل بشكل كبير من التعرضات داخل النظام المالي، ولكن أيضاً التعامل مع المشاكل التي لا يفهمها المشاركون في السوق عندما تتخفى تعرضاتهم النهائية. ينبغي الاعتراف أن هذه الأطراف المقابلة المركزية يمكن كذلك أن تؤدي إلى تركّز الخطر، مما يجعل مراقبتها أمراً مهماً.⁽¹⁾

إن استخدام أنظمة المقاصة هذه أيضاً لديها تأثير على تركّز المخاطر، ويعطيها أهمية نظامية في حال فشلها. إضافة إلى ذلك، فإن الأطراف المقابلة المركزية مرتبطة بأنظمة الدفع ويمكن أن تنقل المخاطر إليها، أين تتم تسوية الهوامش وأرصدة التسوية. ولذلك فإن مشاركة البنوك المركزية في الإشراف على أنظمة المقاصة أمر أساسي بالنظر إلى الطبيعة النظامية لهذه البنى التحتية ومخاطر العدوى التي تسببها.

تقوم IOSCO بالترويج لـ CCPs، وتقوم لجنة بازل للرقابة البنكية بتعديل متطلبات رأس المال المقابل لتشجيع البنوك على استخدامها. تتضمن هذه التغييرات متطلبات رأس مال أقل لتعرض الأطراف المقابلة لـ CCPs التي تفي بمعايير الإمتثال المحددة ومتطلبات معززة للتعرضات الثنائية.⁽²⁾

⁽¹⁾ Andrew Crockett, (2011): Op.Cit, p 14.

⁽²⁾ Jon Danielsson, (November 2016): Op.Cit, p 520.

رابعاً- دعائم شبكة الأمن المالي الدولية والوطنية:

يمكن أن تؤدي الإضطرابات المالية إلى لإستقرار يمتد من النظام المالي إلى الإقتصاد ككل في غياب سياسات وأطر إدارة الأزمات جيدة التصميم تعمل كصمامات أمان، نتطرق لأهمها فيما يلي.

1- إستحداث جهاز لإدارة الأزمات والسيولة النظامية:

كانت أزمة الـ Subprimes أكبر أزمة مالية دولية منذ الكساد العظيم، وكان من بين المظاهر الأولى للأزمة تجميد سوق ما بين البنوك في أوائل أوت 2007، ولم يكن أمام البنوك المركزية خيار سوى ضخ الأموال في البنوك. لم تكن التدخلات المبكرة كافية لتشغيل سوق ما بين البنوك مرة أخرى، وبعد فشل بنك Lehmann Brothers في سبتمبر 2008 تدهورت ظروف التمويل الصعبة إلى تجميد تام حيث حاولت جميع البنوك تخزين الأموال وشعرت السلطات بأنه ليس لديها خيار سوى تقديم دعم أكثر للقطاع المالي.⁽¹⁾

إن إستحداث آليات لتجنب حدوث الأزمات وإدارتها حال حدوثها من أولويات وضع إطار فعال للحفاظ على الإستقرار المالي. وينبثق عنها مجموعة المقاييس والمعايير الصادرة من جانب المؤسسات الدولية المعنية بتحقيق الإستقرار المالي كصندوق النقد الدولي وبنك التسويات الدولية والهيئات الدولية المعنية. فعلى الرغم من تنوع مصادر وأشكال الأزمات، وكذلك عدم إمكانية التأكيد على عدم تكرار الأزمات ذاتها، فإنه من الضروري وجود آلية لإدارة الأزمات تتضمن مجموعة من الإجراءات لتجنب تداعيات الأزمات المالية حال وقوعها وتجنب انتقال هذه التداعيات إلى الإقتصاد الحقيقي. وتختص الجهة المسؤولة عن إدارة الأزمات بوضع تحديد واضح للمؤسسات المسؤولة عن مواجهة تداعيات الأزمات ومنها على سبيل المثال أنه في حال تعرض بنك للإنهيار فيجب على هذه المؤسسات إتخاذ الإجراءات القانونية اللازمة بما يتضمن استخدام رؤوس الأموال العامة وتدخل البنك المركزي.⁽²⁾

2- نظام التأمين على الودائع:

جاءت فكرة التأمين على الودائع في كثير من الدول إثر أزمات تعرضت لها البنوك وخاصة بعد أزمة الكساد الكبير، وزادت أهميته مع إتساع رقعة التعامل البنكي وإحتلال الجهاز البنكي مركز الصدارة في النشاط المالي والإقتصادي في كل البلدان، فضلا عن اعتماد البنوك على الودائع كمصدر أساسي للتمويل مقارنة

⁽¹⁾ Jon Danielsson, (2013): Op.Cit, p 273.

⁽²⁾ أحمد شفيق الشاذلي، (2014): مرجع سبق ذكره، ص 46.

بمواردها الذاتية، مما جعلها مدينة بأرصدة ضخمة من أموال المودعين لدرجة لا تتناسب مع حقوق الملكية لدى هذه البنوك. ولهذا أصبحت مؤسسات تأمين الودائع أمرا لا غنى عنه بالنسبة للعمل البنكي الحديث.⁽¹⁾

ينصرف المفهوم الأساسي لنظام التأمين على الودائع في الدول التي تطبق هذا النظام إلى حماية صغار المودعين بالعملة المحلية للدولة من مخاطر إفلاس البنوك أو توقفها عن الدفع من خلال مساهمة البنوك المشتركة في النظام في صندوق للتأمين على الودائع والذي يغذي بموجب رسوم أو إشتراكات تلتزم البنوك بسدادها، أو من خلال تقرير حقوق إمتياز للمودعين على حصيلة التصفية بالبنك -في حالة إفلاسه- في حدود مبالغ معينة من ودائعهم كحدود قصوى. وفي معظم الأحوال تقوم تلك الأنظمة على أساس وضع حد أقصى من ودائع العميل الواحد لدى البنك لكي يشمل التأمين وذلك تأكيدا على الغرض الأساسي من النظام وهو حماية صغار المودعين.⁽²⁾

تتمثل أهمية أنظمة التأمين على الودائع بالنسبة للمساهمة في الحفاظ على الإستقرار المالي في النقاط التالية:⁽³⁾

- **تقليل مخاطر حدوث حالات زعر وتهافت من قبل المودعين على سحب الودائع:** في حالة غياب نظام للتأمين على الودائع لإن هناك إحتماالية كبيرة أن يصاب المودعون بالذعر وأن يقوموا بالتهافت على مؤسسة أو بنك معين لسحب ودائعهم وذلك كنتيجة طبيعية لوجود مشاكل لدى هذه المؤسسة أو البنك. مع العلم أن الذعر والتهافت عادة ما يبدأ من مؤسسة واحدة وسرعان ما ينتشر ليشمل كافة الجهاز البنكي، لسبب بسيط هو أن المودعين لا يستطيعون التفريق بين البنوك والمؤسسات السليمة والأخرى غير السليمة؛
- **تحديد آليات رسمية لمعالجة البنوك المتعثرة:** يرتبط نظام التأمين على الودائع بوجود جهاز كامل من الإجراءات والقوانين والتعليمات والتدابير التي تنظم آلية التعامل مع المؤسسات المتعثرة أو التي تعاني من مشاكل، حيث يستدعي الأمر وجود طرق وإجراءات وحلول مناسبة وسريعة للحيلولة دون تفاقم المشاكل لدى المؤسسات البنكية الضعيفة؛
- **المساهمة في حفظ استقرار نظام المدفوعات:** عملية إيداع الأموال لدى البنوك تتيح للأفراد والمؤسسات تحريك حساباتهم إيداعا وسحبا وقت ما يشاؤون دون قيد أو شرط، وذلك من خلال حفظ الإستقرار والثقة في

(1) العقون نادية، (2012-2013): مرجع سبق ذكره، ص ص 286-287.

(2) رأفت علي الأعرج، (2009): مدى أهمية نظام ضمان الودائع في تدعيم شبكة الأمان المالي -دراسة ميدانية على الجهاز المصرفي الفلسطيني-، رسالة ماجستير غير منشورة، قسم المحاسبة والتمويل، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية -غزة، فلسطين، ص ص 31-32.

(3) نفس المرجع، ص 60.

النظام البنكي، وحتى يعمل نظام المدفوعات بكفاءة يجب أن يشعر المودعون بأن أموالهم المودعة لدى البنوك هي بنفس مستوى الأمان الموجه نحو النقد؛

- **حل ومعالجة الأزمات المالية:** في حالات حدوث أزمات مالية فإن نظام تأمين الودائع يحسن من قدرة المؤسسات والبنوك في الحفاظ على مستوى مستقر من الودائع، مما يؤدي إلى طمأنة جمهور المودعين بأن ودائعهم وأموالهم في أمان.

منذ سنة 2008 وسّعت الدول من المجال المغطى من طرف نظام تأمين الودائع، والذي يبين أن هذه الأنظمة لم تكن في إطارها المبدئي للحفاظ على الإستقرار المالي. تُرجم هذا التقارب في الممارسات خاصة بإدخال نظام صريح للتأمين على الودائع في الدول التي لم تكن تتوفر على واحد.⁽¹⁾

3- إعتداد نظام للتصفية وحل المؤسسات المالية الفاشلة للحد من الخطر الأخلاقي:

تثير كل عملية تدخل عمومي في إطار تأمين الودائع أو إنقاذ مالي مشكلة تتعلق بما يسمى بالخطر الأخلاقي والذي يعني أنّ "الإدراك المسبق بإمكانية اللجوء إلى مثل هذه التغطية يتضمن في طياته سلوك المجازفة بعدم الاحتياط، بل وتحفيز السلوكات المحفوفة بالمخاطر"، ومن جهة أخرى تكون المخاطرة كبيرة بمجرد سريان عملية الإنقاذ، لأنّ المساعدة المقدّمة تدفع بالجهة المانحة للقرض إلى تأجيل التعديلات رغم ضرورة تنفيذها.⁽²⁾

ويرتبط الخطر الأخلاقي عادة بسياسات التأمين على الودائع وعمليات إنقاذ البنوك كما يلي:⁽³⁾

❖ **الخطر الأخلاقي المصاحب لسياسات التأمين على الودائع:** رغم أهمية نظام التأمين على الودائع إلا أنه يمثل أحد عوامل شيوع الخطر الأخلاقي في مكونات النظام المالي، سواء البنوك أو المودعين أو حتى المقترضين، لأنه يخفض الحافز لكل واحد منهم في توخي الحذر. وهنا نجد أن أدبيات كفاية رأس المال عادة ما تبين أن تنظيم رأس المال ضروري لمراقبة الخطر الأخلاقي الذي ينشأ من تواجد تأمين الودائع. فبوجود هذا النظام فإنه يحفز البنوك على المبادرة في الإستثمارات الخطرة، لأنها تعلم أنه في حال فشلها فإن الخسارة سيتحملها صندوق تأمين الودائع؛

❖ **الخطر الأخلاقي في عمليات إنقاذ البنوك:** بالنسبة للبنوك خصوصا إذا كانت مملوكة للدولة، فإن الحافز لديها يقل سواء في تقديم القروض. وإن كانت قدّمت القروض فإن الحافز لديها وكذا العقوبات في التقييم

⁽¹⁾ Olivier de Bandt, Françoise Drumetz et Christian Pfister, (2013): Op.Cit, p 144.

⁽²⁾ بونعاس شيماء، (2018-2019): مرجع سبق ذكره، ص 184.

⁽³⁾ فاضل عبد القادر وبلهادية عبد الله، (2009): مرجع سبق ذكره، ص 99.

الحذر للقرض وتحميل تكاليف الرقابة الوكيله يقل، ما يرفع من مستويات الخطر الأخلاقي فيها. ذلك لأنها تعلم أنه في حال تعرضها لمشاكل مالية فإن الحكومة ستعيد رسميتها دورياً، وستمدّها بالسيولة اللامشروطة باعتبار أنها تمثل الكيان المالي أو البنكي للدولة، بمعنى أن إنتماءها للدولة يمنع إفلاسها. وهو ما أدى إلى تسمية هذه الظاهرة في الإقتصاديات التي تهيم فيها البنوك الحكومية بمبدأ "Too Public To Fail/ TPTF". وهكذا نجد أن هذا التهاون الناتج عن غياب الحافز يخفض من فعالية أطر الإستقرار المالي ويعمق من استفحال الخطر الأخلاقي. فالبنوك الحكومية لا تخش من تكاليف الإفلاس أو العسر المالي والذي يعتبر السبب الأكثر قوة والأقل مقاومة لإدارة المخاطر وتجنب السلوكات الإنتهازية التي تقود إلى تحمل جزء من الخسارة. أما إذا كانت البنوك ذات ملكية خاصة ومهيمنة على القطاع البنكي وكانت ذات حجم كبير فإنها ترى نفسها أكبر من أن تنهار "TBTF" وأنه لا يمكن للحكومة أن تضحي بها لما له من آثار سلبية على نظامها المالي والقطاع الحقيقي.

إن الإفتراض الواسع بأن الحكومة تقف وراء العديد من المؤسسات الكبيرة -التي تكررت مراراً وتكراراً أثناء الأزمة- قد خلق خطراً معنوياً. أصبح من الواضح بعد الأزمة أن إطار تصفية (حل) المؤسسات الكبيرة لم يكن كافياً وأن الدعم السياسي لعمليات الإنقاذ قد تبخر. انتقل المنظّمون إلى تطوير نظام لإدارة فشل المؤسسات المالية حيث يتحمل المستثمرون المزيد من المخاطرة وسيتم تقليل دعم دافعي الضرائب. إن اعتماد FSB للسمات الرئيسية لأنظمة التصفية الفعالة للمؤسسات المالية يوفر معياراً لهيئات التصفية لديها الأدوات التي تمكنهم من حل سريع للمؤسسات المالية النظامية غير القابلة للإستمرار مع الحفاظ على استمرارية الوظائف الحيوية للإستقرار المالي وعملها للإقتصاد الحقيقي. لاحظ FSB أن إدخال أنظمة التصفية مستمر وإن كان بوتيرة متفاوتة. أدخلت معظم السلطات التنظيمية التي توجد لديها بنوك مهمة نظامياً (G-SIBs) صلاحيات حل البنوك التي تدعو إليها السمات الرئيسية أو كلها تقريباً، بينما يتابع العديد من أعضاء FSB الإصلاحات بنشاط. عمل صندوق النقد الدولي أيضاً مع سلطات الدول خارج FSB عبر برامج تقييم القطاع المالي (FSAPs) والمساعدة التقنية، لجعل الأنظمة أكثر قابلية للتنبؤ وفعالية وشفافية.⁽¹⁾

(1) International Monetary Fund, (October 2018): Op.Cit, p p 71-72.

المطلب الثالث: ترقية كفاءة النظام المالي في خدمة القطاع الحقيقي بتحقيق الشمول والإستدامة

أثبت النظام المالي القائم على فرضيات النسق النيوكلاسيكي قصوره وعدم كفاءته في خدمة القطاع الحقيقي وتلبية متطلبات المجتمع الطامح إلى تحقيق الإزدهار والرفاهية لأفراده. ومن هذا المنطلق يدافع الأكاديميون والممارسون إضافة إلى القائلون بالضبط عن ضرورة إعادة النظر في نموذج النظام المالي والمالية الدولية والتوجه نحو نسق آخر أكثر واقعية وإستجابة للضغوط النظامية عبر تحقيق الشمول المالي واستدامة النظام المالي.

أولاً- تعزيز الشمول المالي:

إن توسيع المشاركة في النظام المالي الرسمي أو تحقيق الشمول المالي "Financial Inclusion" هام للغاية نظرا لدوره التنموي الإقتصادي والإجتماعي، وما يهمننا في هذا المقام تعزيز الإستقرار المالي الحقيقي والمستدام. فقد أكدت العديد من الدراسات أنه في الدول ذات المستويات العالية من التهميش (الإقصاء أو الإستبعاد) المالي "Financial Exclusion"، فإن الخدمات المالية غير الرسمية التي يعتمد عليها قطاع الأسر والمؤسسات تعد بدائل غير مجدية عن الخدمات الرسمية، وقد تكون مصدرا لعدم الإستقرار المالي.

1- نشأة وتطور مفهوم الشمول المالي:

ظهر مصطلح الشمول المالي لأول مرة في العام 1993 في دراسة Leyshon وThrift عن الخدمات المالية في جنوب شرق إنجلترا، تناول فيها أثر إغلاق فرع أحد البنوك على وصول سكان المنطقة فعليا للخدمات البنكية. وخلال تسعينات القرن الماضي ظهرت العديد من الدراسات المتعلقة بالصعوبات التي تواجهها بعض فئات المجتمع في الوصول إلى الخدمات المالية البنكية وغير البنكية. وفي عام 1999 أُستخدم مصطلح الشمول المالي لأول مرة بشكل أوسع لوصف محددات وصول الأفراد إلى الخدمات المالية المتوفرة.⁽¹⁾

ازداد الإهتمام الدولي بالشمول المالي بعد أزمة الـ Subprimes، وازداد التوجه العالمي نحو تحقيقه من خلال سياسات وإجراءات تتخذها الجهات النقدية في الدول تهدف إلى تعزيز وتسهيل الوصول إلى الخدمات المالية. وتم إنشاء التحالف العالمي للشمول المالي (Alliance of Financial Inclusion/ AFI) سنة 2008 الذي يعد أول شبكة دولية للتعليم من تجارب الدول في مجال الشمول المالي، ويضم 94 دولة من الدول النامية ممثلة في 119 مؤسسة تنقسم ما بين وزارات مالية وبنوك مركزية. ويعمل التحالف على تطوير الأدوات المستخدمة

⁽¹⁾ سمير عبد الله، (2016): الشمول المالي في فلسطين، معهد أبحاث السياسات الاقتصادية الفلسطينية (ماس)، فلسطين، ص 15.

لتطبيق الشمول المالي وتبادل الخبرات الفنية والعملية بين الدول الأعضاء ومساعدتها في صياغة السياسات والإستراتيجيات الإصلاحية وآليات التطبيق بالإضافة إلى إعداد الزيارات التعليمية في ذات المجال.⁽¹⁾

تبنت مجموعة العشرين هدف الشمول المالي كأحد المحاور الرئيسية في أجندة التنمية الإقتصادية والمالية. واعتبر البنك الدولي تعميم الخدمات المالية وتسهيل وصول جميع فئات المجتمع إليها ركيزة أساسية من أجل محاربة الفقر وتعزيز الرخاء المشترك. وفي عام 2013، أطلقت مجموعة البنك الدولي "البرنامج العالمي للإستفادة من روح الابتكار من خلال تعميم الخدمات المالية"، مع تركيز إضافي على أنظمة الدفع ومدفوعات التجزئة المبتكرة. كما أطلقت العديد من المؤسسات العالمية مثل المجموعة الإستشارية لمساعدة الفقراء ومؤسسة التمويل الدولية برامج تعمل على تحقيق الشمول المالي.⁽²⁾

2- تعريف ومقاييس الشمول المالي:

يعرّف البنك الدولي الشمول المالي في تقريره الصادر سنة 2014 تحت عنوان "تقرير التنمية المالية العالمي" على أنه "نسبة الأشخاص أو المؤسسات التي تستخدم الخدمات المالية". ويشير الشمول المالي، حسب التقرير المشترك لصندوق النقد العربي والمجموعة الإستشارية لمساعدة الفقراء الصادر سنة 2017 إلى "تمتع الأفراد، بما فيهم أصحاب الدخل المنخفض، والشركات بما في ذلك أصغرها، بإمكانية الوصول والإستفادة الفعالة (مقابل أسعار معقولة) من مجموعة واسعة من الخدمات المالية الرسمية ذات جودة عالية (مدفوعات، تحويلات، إيداع، إئتمان، تأمين...)، يقع توفيرها بطرق مسؤولة ومستدامة من قبل مجموعة متنوعة من مقدمي الخدمات المالية العاملة في بيئة قانونية وتنظيمية مناسبة".⁽³⁾

تطور تعريف ومقاييس الشمول المالي وانتقل من تصنيف الأفراد والمؤسسات بشكل بسيط كمشمولين وغير مشمولين، إلى تعريفات ومقاييس متعددة الأبعاد. فتعريف مجموعة العشرين (G20) والتحالف العالمي للشمول المالي (AFI) ينص على أنه "الإجراءات التي تتخذها الهيئات الرقابية لتعزيز وصول واستخدام كافة

(1) آسيا سعدان ونصيرة محاجبية، (سبتمبر 2018): واقع الشمول المالي في المغرب العربي -دراسة مقارنة: الجزائر، تونس والمغرب، مجلة دراسات وأبحاث، المجلة العربية في العلوم الإنسانية والاجتماعية، المجلد 10، العدد 03، السنة العاشرة، جامعة زيان عاشور -الجلفة، الجزائر، ص 747.

(2) سمير عبد الله، (2016): مرجع سبق ذكره، ص 15.

(3) جلال الدين بن رجب، (جوان 2018): إحتساب مؤشر مركب للشمول المالي وتقدير العلاقة بين الشمول المالي والنواتج المحلي الإجمالي في الدول العربية، صندوق النقد العربي، أبو ظبي - الإمارات العربية المتحدة، ص 02.

فئات المجتمع، وبما يشمل الفئات المهمشة والميسورة، للخدمات والمنتجات المالية التي تتناسب مع إحتياجاتهم، وأن تقدم لهم بشكل عادل وشفاف وبتكاليف معقولة⁽¹⁾.

بهدف التوافق حول تعريف موحد للشمول المالي مقبول دولياً، وضعت مجموعة العمل المعنية ببيانات الشمول المالي (Financial Inclusion Data Working Group) التابعة للتحالف العالمي للشمول المالي الشروط الأساسية التالية المقترح أن تتوفر في مؤشرات الشمول المالي:⁽²⁾

- **الفائدة والملاءمة:** اختيار المؤشرات التي تساعد على وضع السياسات الوطنية للشمول المالي؛
- **الإتساق:** ضمان إتساق القياس وقابلية المقارنة في الزمان والمكان؛
- **التوازن:** تناول الشمول المالي لجانب العرض (الوصول للخدمات المالية) والطلب (الإستفادة من هذه الخدمات)؛
- **البراغماتية:** الإعتماد قدر الإمكان على بيانات متوفرة ومتاحة لتقليل التكلفة والجهد؛
- **المرونة:** ما من شك أن تحقيق الشمول المالي مرتبط بالسياق الإقتصادي والجغرافي والإجتماعي والثقافي للدولة، ويختلف باختلاف الظروف والموارد بين الدول. بالتالي فإن الشروط الأساسية المقترحة في احتساب مؤشر الشمول المالي تمكن البلدان من التمتع بقدر كاف من المرونة في إختيار التعريفات و/أو استخدام مؤشرات بديلة؛
- **الطموح:** قياس الشمول المالي بدقة قد يتطلب بذل جهود وموارد إضافية لمقابلة الشروط الأساسية كما هو محدد. مع ذلك من منطلق البراغماتية والمرونة ، يمكن اعتماد مؤشرات بديلة إذا تعذر الحصول على المؤشرات الأساسية، على أن يتم تحسين المؤشرات في وقت لاحق، عملاً بمبدأ الطموح المبني على ديناميكية الشروط الأساسية.

3- العلاقة المتداخلة بين الإستقرار المالي والشمول المالي:

أثبتت الدراسات أن هناك علاقة وثيقة بين الشمول المالي والإستقرار المالي حيث يهدف الشمول المالي إلى حصول الشرائح السكانية المستبعدة على الخدمات المالية الرسمية بتكاليف مقبولة. واستناداً إلى هذه الأبحاث تم الوصول إلى وجود ارتباط بين الشمول المالي والإستقرار المالي حيث يدعم كلاهما الآخر.⁽³⁾

⁽¹⁾ سمير عبد الله، (2016): مرجع سبق ذكره، ص 16.

⁽²⁾ جلال الدين بن رجب، (جوان 2018): مرجع سبق ذكره، ص 02.

⁽³⁾ فريق العمل الإقليمي لتعزيز الشمول المالي في الدول العربية، (2015): مرجع سبق ذكره، ص 01.

قد يكون من الصعب تحقيق الشمول المالي دون وجود استقرار في النظام المالي، كما أنه من الصعب تصور استمرار الاستقرار المالي مع وجود نسبة متزايدة من المجتمع والقطاع الإقتصادي التي لا تزال مستبعدة من الناحية المالية (مثل سكان المناطق الريفية، مجموعة من الأقل حظا في المناطق الحضرية الفقيرة، والفقراء). ويوحى ذلك إلى وجود ارتباط وثيق بين الاستقرار المالي والشمول المالي في كلا الإتجاهين.

يساعد الشمول المالي على تحسين الظروف المالية ورفع مستوى معيشة الفقراء كما يؤدي إلى قطاع عائلي وقطاع أعمال صغيرة أكثر قوة من خلال التنمية المالية التي تدعم الاستقرار الإجتماعي والسياسي، مما يؤدي بدوره إلى زيادة استقرار النظام المالي. كما يمكن للشمول المالي أن يحسن من كفاءة عملية الوساطة بين الودائع والإستثمارات. فضلا عن زيادة نصيب القطاع المالي الرسمي على حساب القطاع غير الرسمي بما يدعم فاعلية السياسة النقدية ويلاحظ أن تنوع محافظ الأصول والإلتزامات يعزز من توزيع المخاطر وتفاذي تركزها.⁽¹⁾

يؤثر القطاع المالي الذي يتصف بالشمول على الاستقرار المالي كما يلي:⁽²⁾

- ◀ يكون أكثر تنوعا له قاعدة ودائع تجزئة مستقرة تؤدي إلى زيادة الاستقرار. كما يحسن من تنوع محفظة قروض العملاء (بخلاف المقترضين الكبار)، وبالتالي تخفيف الخطر النظامي؛
- ◀ زيادة كفاءة الوساطة المالية؛
- ◀ مكافحة غسل الأموال، وزيادة فعالية تطبيق السياسة النقدية؛
- ◀ يقلل من مخاطر عدم الاستقرار السياسي والإجتماعي؛
- ◀ النهوض بالقطاع العائلي والمؤسسات الصغيرة وبالتالي تعزيز الاستقرار الإقتصادي، وهو عنصر أساسي من عناصر الاستقرار المالي.

بينما تأثير الاستقرار المالي على الشمول المالي يؤدي إلى النتائج التالية:

- ◀ الاستقرار يبني ويعزز ثقة المستهلك في القطاع المالي ككل، مما يجعله أكثر إقبالا على الإنضمام إلى القطاع المالي؛
- ◀ الاستقرار المالي يؤثر بشكل إيجابي على عوامل متعددة، مثلا التضخم والعائد، بما ينعكس إيجابيا على تخفيض أسعار بعض المنتجات والخدمات الرئيسية، وبالتالي إتاحة الخدمات للفقراء بأسعار معقولة.

⁽¹⁾ فريق العمل الإقليمي لتعزيز الشمول المالي في الدول العربية، (2015): مرجع سبق ذكره، ص ص 06-07.

⁽²⁾ نفس المرجع، ص 18.

ثانيا - متطلبات التحول نحو النظام المالي المستدام كنموذج جديد للمالية:

برز مفهوم إستدامة النظام المالي كنموذج جديد بإمكانه التكفل بإشكالية إعادة القطاع المالي إلى خدمة القطاع الحقيقي، وذلك بإحترام أبعاد وأهداف الإستدامة. يتطلب تعزيز التوجه نحو هذا النموذج الجديد ترقية الإستثمار المسؤول، تكييف أنظمة الإشراف والضبط وقبل ذلك بالطبع إرادة سياسية لتفعيل هذا التوجه الحتمي.

1- مضمون ومحددات إستدامة النظام المالي وعلاقته بالإستقرار المالي:

حتى النصف الثاني من القرن العشرين كان القطاع المالي يعتبر إلى حد كبير وسيلة لتمويل الإقتصاد الحقيقي، ولكن بعد ذلك أصبح غاية في حد ذاته أو إطار عمل هدفه الرئيسي هو إيجاد مكاسب سريعة. وتتمثل أوجه القصور في هذا التحول في أن التوسع الإقتصادي الإسمي كان مصطنعاً نسبياً ولم يحقق مكاسب كبيرة للإنتاجية، حيث ساهم بأقل من المتوقع في رفع مستويات معيشة الأفراد والحد من الفقر والتلوث. أدى الركود الذي أعقب الأزمة المالية إلى مشاكل في تخصيص الموارد في كل من القطاعين العام والخاص، ما ضغط على سياسة التنمية المستدامة واستدامة أنشطة الإستثمار والإنتاج والإستهلاك. لقد كسرت الأزمة التوازن بين الدولة والسوق، وفاقت العولمة من التوتر بين النمو والإستدامة. في ظل هذه الظروف، أصبحت الحاجة إلى نقلة نوعية واضحة من أجل دمج محددات الإستدامة في تنظيم وعمل النظام الإقتصادي بأكمله، بما في ذلك النظام المالي.⁽¹⁾

تزايد الإعتراف بأن النظام المالي لا يجب أن يكون سليماً ومستقراً فحسب، بل أيضاً مستداماً بحيث يسمح بالانتقال إلى اقتصاد أخضر منخفض الكربون. لذا فمن الضروري إعادة ربط النظام المالي بأهداف التنمية المستدامة من أجل تحقيق التنمية المستدامة.⁽²⁾

لا تقدم الأدبيات تعريفاً موحداً لإستدامة النظام المالي، ولكن من الواضح أنه يرتبط بتحقيق دوره الأساسي، ألا وهو التمويل الفعال للإقتصاد الحقيقي والنمو الصحي وليس الإصطناعي. وهذا يتطلب الضبط والإشراف الفعال، بحيث يتم تجنب التعرض المفرط للمخاطر والإفراط في الأصول والفقاعات المضاربة. يهدف التمويل المستدام إلى دمج المعايير البيئية، الإجتماعية والحوكمة (Environmental, Social and Governance/ESG) في الخدمات المالية، ودعم النمو الإقتصادي المستدام. كما يهدف إلى زيادة وعي الجهات

⁽¹⁾ Ioana Andrada Moldovan, (2015): Op.Cit, p 272.

⁽²⁾ برنامج الأمم المتحدة للبيئة، (أكتوبر 2015): النظام المالي الذي نحتاج إليه: مؤامة النظام المالي مع التنمية المستدامة -ملخص السياسة-، تقرير التحقيق الخاص ببرنامج الأمم المتحدة للبيئة، جنيف-سويسرا، ص 07.

المالية الفاعلة وشفافيتها بضرورة تخفيف مخاطر الإدارة البيئية والاجتماعية من خلال إدارة مناسبة، مع الأخذ في الاعتبار خاصة للطبيعة طويلة الأجل لهذه المخاطر والالتأكد بشأن تقييمها وتسعيها.⁽¹⁾

تتطلب التنمية المستدامة تغييرات في التوزيع والقيمة النسبية للأصول المالية وعلاقتها بإنشاء الثروة الحقيقية وإدارتها وإنتاجها. لذا فإن النظام المالي المستدام هو ذلك الذي ينتج أصولاً مالية ويقيّمها ويتداولها بطريقة يتم من خلالها تشكيل الثروة الحقيقية لخدمة احتياجات اقتصاد شامل ومستدام بيئياً على المدى الطويل. وبالتالي يتطلب تمويل التنمية المستدامة أن يعاد توجيه تدفقات رأس المال نحو الأولويات الحاسمة وبعيدا عن الأصول التي تستنزف رأس المال الطبيعي. وقد شهدت العقود الأخيرة تقدما في إدماج عوامل الإستدامة في صنع القرارات المالية، إلى جانب تغييرات في توزيع رأس المال نحو الطاقة النظيفة مثلا، غير أن التدهور البيئي لا يزال مستمرا مما يتسبب في أضرار بشرية كبيرة ويهدد نماذج التنمية ويلحق ضررا لا رجعة فيه في بعض الحالات بالأنظمة الحيوية.⁽²⁾

يمكن أن يكون لتغير المناخ تأثير كبير على النظام المالي والإستقرار المالي، لذلك من الضروري توفير استجابة سياسية مناسبة. وقد تحققت بالفعل بعض عواقب تغير المناخ، مثلا بين عامي 1998 و 2017، بلغت تكلفة الكوارث المرتبطة بالمناخ ما يقرب من 2 تريليون يورو. ويمثل هذا زيادة قدرها 251 % على مدى السنوات العشرين الماضية. لا يستطيع القطاع المالي أن يتجاهل مخاطر تغير المناخ - فتكلفة النعاس عن العمل ستكون ببساطة مرتفعة للغاية.⁽³⁾

من المفهوم الآن أن قنوات انتقال مخاطر تغير المناخ إلى القطاع المالي تشمل جانبيين رئيسيين. أولاً، يمكن أن يؤثر تغير المناخ على الإستقرار المالي مباشرة من خلال تأثير الكوارث الأكثر تكراراً وشدة ومن خلال التطورات التدريجية في الإقتصاد، والتي تشكل الأسواق المالية جزءاً مهماً منها. وثانياً، يمكن أن تتأثر الأسواق المالية سلباً بأوجه اللاتأكد المتعلقة بتوقيت وسرعة عملية التكيف نحو اقتصاد منخفض الكربون، بما في ذلك تأثير الإجراء المتعلق بالسياسات والتقدم التكنولوجي المحتمل في أسعار أصول قطاعات كثيفة الكربون. يشار في الأدبيات إلى هذه المخاطر عادة باسم المخاطر المادية والمخاطر الإنتقالية على التوالي.

يمكن أن تؤدي المخاطر المادية عندما تتحقق إلى تآكل قيم الضمانات والأصول بشكل كبير وأن يكون لها تأثير على التزامات التأمين بشكل خاص. ومع تقدم تغير المناخ يزداد خطر حدوث خسائر مفاجئة في

⁽¹⁾ Ioana Andrada Moldovan, (2015): Op.Cit, p 272.

⁽²⁾ برنامج الأمم المتحدة للبيئة، (أكتوبر 2015): مرجع سبق ذكره، ص 07.

⁽³⁾ Valdis Dombrovskis, (Juin 2019): **Le plan d'action de la Commission européenne sur la finance durable: promouvoir un avenir durable dans l'Union européenne et au-delà**, Revue de la stabilité financière N° 23- Verdir le système financier: la nouvelle frontière-, Banque de France, p 85.

القيمة في المناطق الجغرافية الحساسة لمخاطر المناخ. تتحقق مخاطر الانتقال عندما تؤدي سياسات التخفيف أو التقدم التكنولوجي أو التغيرات في المعنويات العامة إلى إعادة تقييم القيمة من قبل المشاركين في السوق المالي وربما بطريقة مفاجئة. يمكن أن يؤدي الإفتقار إلى معلومات موثوقة وقابلة للمقارنة عن تعرض المؤسسات المالية الحساسة للمناخ إلى حالة من اللاتأكد وتتسبب في الديناميكيات الدورية للسوق. تزداد مخاطر الإئتمان أيضاً إذا أدت السياسات وردود الفعل السوقية أو التأثير المتسارع للتكنولوجيات الجديدة إلى انخفاض الربحية ومخاطر التخلف عن السداد للمؤسسات كثيفة الإستهلاك للكربون، وفي النهاية إلى ارتفاع متطلبات رأس المال وأوزان المخاطر لتعرض البنك. علاوة على ذلك، يمكن أن تزداد المخاطر السيادية بالنسبة للبلدان ذات الصناعات الكثيفة الكربون.⁽¹⁾

إن دمج التنمية المستدامة في تطور الأنظمة المالية يتضمن مزايا على المدى القصير، المتوسط والطويل على حد سواء؛ فالبلدان النامية لديها الفرصة لزيادة نسب الشمول المالي، الحد من التلوث البيئي، مع وجود تحسينات مرتبطة بالصحة العامة، وتحسين التدفقات المالية نحو الطاقة النظيفة ومصادر جديدة للتنمية الإقتصادية. أما البلدان المتقدمة فلديها فرص لتحسين سلامة السوق، تنسيق القطاع المالي ليكون أقرب من الإقتصاد الحقيقي، تعزيز المرونة المالية والنقدية، ومعالجة أهداف السياسات على غرار تمويل التحول في مجال الطاقة.⁽²⁾

2- ترقية الإستثمار المسؤول التحدي الأساسي للتمويل المستدام:

نظراً لأن النمو المستدام يتعلق أساساً بتحسين الرفاه الاجتماعي عبر الأجيال، فهو ينطوي على المدى الطويل. يعتمد تحقيقه على جودة الإستثمارات التي سيتم تنفيذها. تكشف المشاريع الإستثمارية عن الخيارات الأساسية للمؤسسات، وبالتالي مسؤوليات التمويل والتي تعبئ المدخرات اللازمة لتمويلها. لكن التمويل يتجه نحو خلق قيمة يتم التعبير عنها نقداً وتتحقق في الأسواق. إن التوفيق بين العائد على رأس المال المالي ومعايير الـ ESG، والتي يدرك المستثمرون بها نماذج الأعمال التي تسهم في النمو المستدام، لا يتم تلقائياً ويتجلى ذلك من خلال عدم كفاية أنظمة المحاسبة.

المستثمر المسؤول هو وسيط مالي يجمع مبالغ كبيرة من المدخرات ويطور استراتيجيات لتخصيص تلك المدخرات من خلال الإعتراف بالإعتماد المتبادل بين التقييمات المالية وغير المالية التي تسهم في فهم أوسع

⁽¹⁾ Margherita Giuzio and others (Prepared by), (May 2019): **A Climate change and financial stability**, Special features, Financial Stability Review, European Central Bank, Frankfurt-Germany, p p 122- 123.

⁽²⁾ برنامج الأمم المتحدة للبيئة، (أكتوبر 2015): مرجع سبق ذكره، ص 07، ص 13.

لثروة الأمم. وذلك لأن هؤلاء المستثمرين يدركون أن الإتجاهات الحالية التي تؤدي إلى تدهور حياة المجتمعات لها آثار سلبية طويلة الأجل على العائد على رأس المال: تغير المناخ ، ندرة الموارد (المياه، الطاقة، الأراضي الصالحة للزراعة، والغابات)، عدم مساواة ضخمة، عمالة ناقصة مزمنة، تعليم تمييزي، مواطن ضعف مالية وخاصة شك واسع النطاق حول القدرة السياسية على حل هذه المشاكل. لذلك من الضروري أن يصبح المستثمرون الماليون مسؤولون، أي نقل مخصصات محافظهم الآن وبشكل تدريجي نحو عمليات تمويل الطاقات المتجددة والإستثمارات البيئية والاجتماعية.⁽¹⁾

يتكون الإستثمار المسؤول من مجموعة من المبادئ الإستثمارية التي تأخذ بعين الإعتبار قضايا الحوكمة والقضايا البيئية والاجتماعية (ESG) والأخلاقية في عمليات التحليل المالي وصنع القرار، نتيجة لذلك ينبغي على كل مستثمر مسؤول تولي مسؤولية التركيز على تأثير هذه القضايا جميعا على صنع قراراتهم الإستثمارية على المدى الطويل. وفي هذا السياق يتم تشجيع المؤسسات المالية على تطبيق المبادئ الستة للإستثمار المسؤول التي تم اعتمادها من قبل الأمم المتحدة، حيث أن مثل هذه المبادئ تزود المستثمرين بإطار واضح يمكنهم من الوفاء بكافة واجباتهم الإئتمانية من خلال دمج وإدخال قضايا الـ ESG في كل أنشطتهم الإستثمارية. وتتمثل المبادئ الستة (06) فيما يلي:⁽²⁾

- إدراج قضايا الحوكمة والقضايا الاجتماعية والأخلاقية في التحليل الإستثماري وعمليات صنع القرار؛
 - دمج هذه القضايا الثلاث في جميع السياسات والممارسات المتعلقة بالملكية؛
 - السعي للحصول على الإفصاح المناسب في كل ما يتعلق بهذه القضايا من الكيانات التي يتم الإستثمار فيها؛
 - تشجيع قبول وتطبيق هذه المبادئ الستة داخل قطاع الإستثمار؛
 - تعزيز فاعلية تطبيق وتنفيذ هذه المبادئ؛
 - إجراء التقارير حول كافة الأنشطة والتقدم المحرز نتيجة تطبيق هذه المبادئ.
- لقد تم تعيين التحديات الأخرى التي تواجه الإستثمار المسؤول وبالتالي التمويل المستدام إضافة إلى التقليل من شأن العوامل الخارجية، وهي: عدم مطابقة القيود الزمنية بين آجال موارد المقرضين والفوائد الجماعية المستمدة من الإستثمارات، عدم تماثل المعلومات التي فاقمتها أنظمة المحاسبة، اللاتأكد وسوء الفهم لماهية المخاطر البيئية وترجمتها المالية.

⁽¹⁾ Michel Aglietta (Sous la direction de), (2018): Op.Cit, p 368.

⁽²⁾ المعهد المصرفي المصري، (دون تاريخ): البنوك المسؤولة، سلسلة مفاهيم مالية، العدد 22، البنك المركزي المصري، القاهرة- مصر، ص 06.

على المستوى الكلي، يتمثل الهدف الرئيسي في تخفيض الإستثمار على المدى القصير مما يعني توجيه المستثمرين للتوظيف على المدى الطويل، وخاصة المستثمرين المؤسسيين الذين بإمكانهم المساهمة في إصلاح النظام المالي الدولي من خلال صياغة استراتيجيات على المدى الطويل أي لأكثر من خمس سنوات، بجعلهم يفضلون الإستثمارات المسؤولة بدلا من المضاربة الخطرة، وبالتالي يمكنهم العمل على استقرار النظام المالي الدولي. إن تعزيز التوجه نحو الإستثمار على المدى الطويل على حساب استراتيجيات المضاربة لبنوك الإستثمار وصناديق التحوط الذين يعتبرون المحرك الأساسي للخطر النظامي، هو التحدي الأساسي للتمويل المستدام. فالتغيير الأساسي يأتي من التحول من نموذج تمويل الإقتصاد العالمي عن طريق القروض المهيمن عليه من طرف بنوك الإستثمار، إلى نموذج للإستثمار على المدى الطويل والذي بإمكانه التحكم في الخطر من خلال الإستثمار المسؤول.⁽¹⁾

3- أهمية تكيف أطر الإشراف والضبط الكلي مع متطلبات التمويل المستدام:

جمعت زيادة الوعي حول التأثير المحتمل لمخاطر المناخ على القطاع المالي البنوك المركزية والمشرفين لتبادل أفضل الممارسات فيما يتعلق برصد وإدارة مخاطر المناخ. في سنة 2017 سلطت فرقة العمل التابعة لمجلس الإستقرار المالي والمعنية بالإفصاحات المالية المتعلقة بالمناخ (the Financial Stability Board's Task Force on Climate-related Financial Disclosures/ FSB-TCFD) للمقارنة ومتسقة حول مخاطر وفرص تغير المناخ وأصدرت توصيات بشأنها. بالإضافة إلى ذلك، اتفقت مجموعة من البنوك المركزية والمشرفين والمنظمات الدولية في أكتوبر 2018، تحت رعاية شبكة تخضير النظام المالي (Network for Greening the Financial System/ NGFS)، على أن هذه المهمة تدرج ضمن عهدة البنوك المركزية والمشرفين لضمان أن النظام المالي قادر على مواجهة المخاطر المتعلقة بالمناخ. أصدرت NGFS مؤخرا توصيات حول: (1) مراقبة مخاطر المناخ؛ (2) تطوير التصنيفات؛ (3) تشجيع الإفصاحات؛ و(4) إدراج المخاطر المتعلقة بالمناخ في الأطر الإحترازية.⁽²⁾

يكن الرهان في تطوير الإجراءات العامة على مختلف مستويات المسؤولية الوطنية والدولية، والتي تعمل كجهات استقطاب وتشجع المؤسسات المالية القادرة على جمع الأموال الخاصة التي تزيد من التأثير الأولي. فبعد تعيين التحديات التي تواجه التمويل المستدام، ينبغي أن تشمل الابتكارات المؤسسية على تعاون أصلي بين السلطات العامة، والخبرة العلمية وإشراك المؤسسات المالية. من المحتمل أن يلعب نوعان من

⁽¹⁾ Michel Aglietta (Sous la direction de), (2018): Op.Cit, p 370.

⁽²⁾ Margherita Giuzio and others (Prepared by), (May 2019): Op.Cit, p 130.

الجهات الفاعلة دوراً رئيسياً في تحول التمويل: بنوك التنمية العامة والمستثمرون المؤسسيون المسؤولون، بالإضافة إلى مساعدة البنوك المركزية. يمكن أن تتدخل البنوك المركزية من خلال دمج المخاطر المالية ذات الأصل البيئي أو الاجتماعي في سياستها الإحترازية الكلية من خلال دعم الأسواق التي تحمل أوراق مالية لتمويل الإستثمار البيئي والاجتماعي التي سيتم تطويرها.⁽¹⁾

من ناحية التنظيم والضبط البنكي، فالإطار التنظيمي الذي يحكم بنوك اليوم لا يستخدم كامل إمكاناته مع بعض الإستثناءات؛ يبدو أن المخاطر البيئية النظامية غابت عن الرؤية الجماعية لمشرفي البنوك. على الرغم من أن التاريخ يدل على وجود روابط مباشرة وغير مباشرة بين المخاطر البيئية النظامية واستقرار القطاع البنكي، وعلى الرغم من أن كل الأحداث تشير إلى أن هذه الروابط ستصبح أقوى وأكثر تعقيداً، فإن اتفاقيات بازل III، كما هي موجودة اليوم، لا تأخذ صراحة المخاطر البيئية في الحسبان، وبالتالي لا تتصدى لها إلا بشكل هامشي.

يشير Kern Alexander، Thomas Strahm و Alexandra Balmer في تقرير Cambridge Institute for Sustainability Leadership حول الإستقرار، الإستدامة والإصلاح البنكي إلى وجود حلول في المتناول إذا كان الضابطون والمهنيون في القطاع البنكي على استعداد للعمل معاً بشكل استباقي. وقد قاموا بصياغتها في شكل توصيات كما يلي:⁽²⁾

«سيكون من المرغوب فيه أن تعترف لجنة بازل صراحة بالمخاطر البيئية وتأثيرها المتزايد على استقرار واستدامة الإقتصاد، لأنها تشكل مصدراً ناشئاً للخطر النظامي. على هذا الأساس، ينبغي أن تشجع اللجنة وتدعم الجهات الرقابية البنكية على العمل مع البنوك لتبني أفضل الممارسات في إدارة القضايا البيئية، وكذلك لجمع وتحليل البيانات اللازمة لهذا الغرض. وكذلك تحسين فهم القطاع البنكي وقدرته على الإستجابة للمخاطر البيئية النظامية في المستقبل؛

«يجب أن يستكشف المشرفون البنكيون جدوى دمج سيناريوهات مستقبلية لاختبارات الإجهاد في الركيزة الثانية لبازل III (إجراءات المراقبة)، لتقييم التأثير المحتمل لمنح الإئتمان الأقل سلامة بيئياً على الإستقرار المالي؛

«يجب على المشرفين البنكيين أيضاً فحص الركيزة الثالثة لبازل III (انضباط السوق)، لتقييم جدوى الكشف عن المعلومات حول تعرض البنوك للمخاطر البيئية النظامية، وقدرتها على إدارة هذه المخاطر وفقاً لمعايير منسقة دولياً؛

⁽¹⁾ Michel Aglietta (Sous la direction de), (2018): Op.Cit, p 371.

⁽²⁾ Kern Alexander, Thomas Strahm et Alexandra Balmer, (Juin 2015): **Stabilité, durabilité et réforme bancaire: Les risques environnementaux manquent-ils dans Bâle III?**, Note de synthèse de rapport, Cambridge Institute for Sustainability Leadership, https://www.unepfi.org/fileadmin/documents/StabilitySustainability_ExecutiveBriefing_fr.pdf, p 01.

يجب على السلطات المالية الوطنية تقييم طبيعة دورها في تطوير تدابير السياسة النقدية المستهدفة، مثل قبول بعض الأصول "الخضراء" عالية الجودة كضمان للحصول على قروض من البنك المركزي. ومن شأن هذه التدابير أن تساعد البنوك على زيادة تمويل النشاط الإقتصادي المستدام والصديق للبيئة؛
في إطار جهودهم لتمكين البنوك والمؤسسات المالية الأخرى من استخدام الأدوات المالية البسيطة والشفافة وهياكل الإستثمار لتسهيل الإستثمار على المدى الطويل، ينبغي للضابطين الماليين أن يهدفوا إلى تشجيع المزيد من الإستثمار في الأصول الخضراء وغيرها من أشكال النشاط الاقتصادي المستدام والصديق للبيئة؛
وأخيراً، هناك الكثير مما يجب عمله لضمان التنسيق بين المؤسسات الحكومية في سنّ، تنفيذ وإنفاذ السياسات والضبط المالي والبيئي.

يعمل عدد من الهيئات البنكية الوطنية، وخاصة في الأسواق الناشئة، مثل البرازيل والصين والبيرو، بالفعل على استخدام الإطار التنظيمي الحالي لمعالجة المخاطر البيئية. إن اتفاقيات بازل III بصيغتها الحالية، تتعلم بالفعل من هذه الممارسات وتحسّن الأخذ بالإعتبار للمخاطر البيئية النظامية على المستوى الدولي. كما تتوفر خيارات أخرى لجهات الضبط، كتدابير السياسة النقدية والسماح للمستثمرين على المدى الطويل بتخصيص رأس المال للأنشطة السليمة بيئياً.⁽¹⁾

4- النظام المالي المستدام كنموذج جديد للمالية بمرتكزات نظامية:

قد يؤدي التحول إلى النظام المالي المستدام إلى ظهور نموذج جديد للمالية ينافس نموذج وول ستريت النيوكلاسيكي الذي سيطر على العولمة المالية لأكثر من ثلاثين عاماً، وقد يؤدي ذلك إلى نظام مزدوج للعولمة المالية أو ممكن البديل الملائم.

في توسعه العالمي في سنوات تسعينيات القرن الماضي، انبثق نموذج وول ستريت عن توافق واشنطن وتأسس على عقيدة كفاءة السوق. ولتحقيق ذلك تم حث البلدان النامية والناشئة على الخصخصة الجماعية لمؤسساتها وفتح حدودها أمام رأس المال الأجنبي دون قيود. وكما هو معلوم فقد حصلت سلسلة من الأزمات المالية، بدءاً من المكسيك في سنة 1994 إلى الأرجنتين في سنة 2002، وخلالهما الأزمات الآسيوية والروسية والبرازيلية. لم يكن النموذج متماسكاً من حيث التمويل العالمي، استناداً إلى الهيمنة الأمريكية: التمويل العالمي للمؤسسات، تدفقات رأس المال التي تربط جميع أسواق الأصول في العالم، والوساطة من خلال صنع السوق

⁽¹⁾ Kern Alexander, Thomas Strahm et Alexandra Balmer, (Juin 2015): Op.Cit, p 02.

تحت رعاية البنوك الإستثمارية الدولية. بالإضافة إلى عدم الإستقرار المزمّن، أظهر هذا النموذج عدم قدرته على تمويل الإستثمارات الحقيقية طويلة الأجل.⁽¹⁾

النموذج البديل هو نموذج التكامل الدولي من خلال تمويل البنية التحتية. المفهوم الرئيسي ليس **الكفاءة السوقية**، ولكن **المرونة النظامية**. يفترض أن الإستثمار طويل الأجل وفقاً للمبادئ والأولويات الموضحة أعلاه هو القوة الدافعة وراء نظام نمو شامل جديد ومستدام. وهو يبني العولمة على إنتاج السلع العامة والعوامل الخارجية الإيجابية. فهو يجعل بنوك التنمية الوطنية والمتعددة الأطراف محركاً رئيسياً للوساطة المالية. ويتمثل عيبه في خطر الخلافات السياسية في تعريف ومراقبة واستغلال مشاريع الإستثمار عبر-الوطنية.⁽²⁾

فيما يتعلق بجميع السياسات الخاصة بقضية المناخ، فإن إعادة توجيه التدفقات المالية المتوافقة مع أهداف التخفيف والتكيف تتطلب إنشاء وساطة مالية من شأنها أن تدمج قيمة الأصول البيئية، بما في ذلك قيمة تخفيضات انبعاثات الكربون الناتجة عن إستثمارات منخفضة الكربون. يجب على السلطات العامة في البلدان أن تتصرف كجهات خارجية موثوق بها لضمان أن الجهات الفاعلة المالية التي تقلل انبعاثات الكربون تخلق قيمة. هذه المشاركة العامة، التي تنقلها أعمال بنوك التنمية العامة، تعتبر حاسمة في جذب الجهات الفاعلة الإقتصادية نحو إنتاج أقصى قيمة اجتماعية. يجب أن تقوم الوساطة المالية على ركيزتين، الأولى هي التدخل العام لتأمين قيمة الأصول البيئية الناتجة عن الإستثمارات منخفضة الكربون. والثانية هي تطوير دعم مالي محدد (مؤشر منخفض الكربون، سندات مناخية، تسديد القروض منخفضة الكربون)، بحيث يكون من الممكن توجيه المدخرات طويلة الأجل وكسب المال بشكل أفضل عن طريق تمويل الإستثمارات الضرورية جماعياً.⁽³⁾

في الجدول رقم (3-5)، نقوم بعمل مقارنة بين نموذج المالية الدولية القائم على أساس كفاءة السوق أو النظام المالي النيوكلاسيكي، والنموذج الجديد الذي يطرحه مواءمة النظام المالي مع متطلبات التنمية المستدامة والذي يتأسس على مفهوم المرونة النظامية.

⁽¹⁾ Michel Aglietta and Étienne Espagne, (2016): **Climate and finance systemic risks, more than an analogy? The climate fragility hypothesis**. CEPII (Centre d'Etudes Prospectives et d'Informations Internationales) Working Paper, Paris, France, p 21.

⁽²⁾ Ibidem, p 22.

⁽³⁾ Michel Aglietta (Sous la direction de), (2018): Op.Cit, p 372.

الجدول رقم (3-5): النظام المالي المستدام كنموذج جديد للمالية مقابل النظام المالي النيوكلاسيكي

النظام المالي النيوكلاسيكي	النظام المالي المستدام
توافق واشنطن + الدولار الأمريكي كعملة دولية أساسية	G 20 والإندماج الإقليمي لتمويل الهياكل القاعدية + عملة دولية قوية كعملة متعددة الأطراف
المفهوم المفتاحي: كفاءة السوق	المفهوم المفتاحي: المرونة النظامية
- أموال المؤسسة (القيمة المساهمية) على المستوى الشامل. - التدفقات الرأسمالية تربط كل الأسواق في العالم. - الوساطة من خلال بنوك الإستثمار مع قوة صنع السوق. - مقرض الملجأ الأخير دولي عبر شبكة من المبادلات المضمونة من طرف الإحتياطي الفدرالي للبلدان التي تحترم المعيار السياسي الذي تفرضه الخزنة الأمريكية. - الدول المتقدمة مرغمة على مراكمة (جمع) احتياطات بالدولار للتأمين الذاتي. - عدم القدرة على تمويل الإستثمار الحقيقي طويل الأجل.	- الإستثمارات طويلة الأجل كمحرك للنمو. - هيكلية المالية لتعبئة ملايير الدولارات للإستثمارات. - العولمة عن طريق إنتاج السلع العامة الشاملة والآثار الخارجية الإيجابية. - الوساطة من خلال بنوك تنمية وطنية ومتعددة الأطراف. - صندوق النقد الدولي كمقرض الملجأ الأخير. - خطر النزاع السياسي عند التحديد، مراقبة وإستغلال المشاريع الإستثمارية.

Source: Michel Aglietta and Étienne Espagne, (2016): **Climate and finance systemic risks, more than an analogy? The climate fragility hypothesis**. CEPII (Centre d'Etudes Prospectives et d'Informations Internationales) Working Paper, Paris, France, p 23. بتصرف

أكدت الأزمات المالية أن التحدي يبقى في تجديد نظام التمويل من حيث فائدته الإقتصادية والبيئية والإجتماعية. وذلك يتطلب تغييرا عميقا في ممارسات جميع المتعاملين الإقتصاديين، بدءا من الأعوان الماليين، إلى القائمين بالضبط والتنظيم وبالطبع الإرادة السياسية والتنسيق الدولي.

خلاصة الفصل الثالث:

يقصد بالاستقرار المالي النظامي بحالة نظام مالي يتميز بالمرونة تجاه الصدمات، ويسمح في شكله المثالي بتخصيص أمثل للموارد، وقيام النظام المالي بوظائفه بكفاءة حتى في فترات الإضطراب وقدرته على احتواء الخطر النظامي. وبالتالي فمفهوم الاستقرار المالي لا ينطوي فقط على الكفاءة الإقتصادية للنظام المالي كما كان ينظر لها سابقا، وإنما يتعدى إلى المرونة النظامية التي تقتضي الإعتماد على سياسة احترازية كلية يكون هدفها الصريح هو الحفاظ على استقرار النظام المالي ككل بالوقاية والتخفيف من الخطر النظامي، وذلك بتصميم وتكييف الإطار التنظيمية والمؤسسية والأدوات المناسبة والتنسيق مع السياسات الأخرى. دخلت العديد من مبادرات إصلاح النظام المالي الدولي حيز التنفيذ في إطار السعي إلى تعزيز إطار الاستقرار المالي تحت إشراف الفاعلين الرئيسيين الدوليين أو المحليين وتوصيات الهيئات المستحدثة. إلا أن الأولوية يجب أن تمنح لإصلاح الخطايا الأصلية المصدر الفعلي للخطر النظامي. مع الإشارة إلى أنه قد تم توسيع أطر الإصلاح ليشمل حتى القطاعات المالية الأخرى التي تشكل مصدرا للخطر النظامي عوض التركيز فقط على القطاع البنكي؛ إلى جانب الدعوة للعمل على تدعيم النظام المالي ببنية مالية تحتية وشبكة أمن مالي متينة. في الأخير، مع زيادة الوعي بشأن التنمية المستدامة من جهة وتأثير المخاطر المناخية على الاستقرار المالي من جهة أخرى، فقد ظهر على الساحة الأكاديمية وعند أغلب صانعي القرار دفاع كبير على ضرورة تسخير النظام المالي في هذا المنحى بتفعيل التمويل المستدام، والتي تشكل مبادئه أساسا سليماً للتحويل نحو نموذج جديد للمالية بمرتكزات نظامية.

الفصل الرابع

الخطر النظامي، السياسة الإحترازية الكلية والإطار العام للإستقرار المالي

في الإتحاد النقدي الأوروبي على ضوء دروس أزمة منطقة اليورو

تمهيد:

في حين أن الحفاظ على الإستقرار المالي النظامي هو هدف ذو أهمية عالمية، فإنه أكثر أهمية في سياق تكون فيه الروابط المالية والإقتصادية قوية، كما هو الحال في منطقة اليورو. اندلعت أزمة منطقة اليورو في أعقاب أزمة الـ Subprimes في شكل أزمة ديون سيادية لبعض بلدان محيط المنطقة، ولكنها سرعان ما تفاقمت حدتها وتحولت إلى أزمة بنكية ثم اقتصادية وزعزعت حتى الثقة في الإتحاد النقدي نفسه؛ مما يعني أنها أعمق من أن تصنف على أنها أزمة ديون سيادية فقط، وإنما هي أزمة نظامية. لم يتضمن التصميم الأصلي للإتحاد النقدي الأوروبي أدوات للتعامل مع الخطر النظامي بأبعاده التي تطرح إشكالات معقدة في سياق الإتحاد النقدي والتفاوت الموجود بين البلدان؛ كما لم يُنظر إلى عدم الإستقرار المالي كتحدٍ كبير للمنطقة ككل. أثبتت أزمة منطقة اليورو بعدها أن هذا الرأي قاصر وينبغي إصلاح الإطار المؤسسي والتنظيمي للإستقرار المالي، وهو ما تم بالفعل من خلال تأسيس النظام الأوروبي للإشراف المالي وتبني نموذج احترازي كلي جديد في إطار الإتحاد البنكي والقوانين التنظيمية المستحدثة. إلا أن طبيعة الأزمة وآليات العدوى فيها أبرزت أن الخلل هيكلية، ويكمن في تصميم الإتحاد النقدي الأوروبي في حد ذاته الذي استند على فرضيات الإقتصاد النيوكلاسيكي، ما جعل بنيته تفتقد لركائز أساسية. ولذلك يجب تصحيح هذه الأخطاء الأصلية باستكمال الإتحادين المالي والجبايي لتكون الإصلاحات بالفعالية المنشودة. بالإضافة إلى مواصلة جهود تعزيز الإطار العام للإستقرار المالي والإقتصادي لكل المنطقة وخاصة في ظل تشكّل الملامح العالمية للتمويل المستدام.

نحاول في هذا الفصل تقديم عرض تفصيلي بالإعتماد خاصة على الأبحاث والتقارير الرسمية، لإبراز الأفكار السابقة من خلال المباحث التالية:

المبحث الأول: تشخيص الطابع النظامي لأزمة منطقة اليورو

المبحث الثاني: مصفوفة الخطر ومصادر الهشاشة النظامية في منطقة اليورو

المبحث الثالث: الإطار العام للإستقرار المالي والسياسة الاحترازية الكلية في منطقة اليورو -على ضوء دروس الأزمة-

المبحث الأول: تشخيص الطابع النظامي لأزمة منطقة اليورو

ظهرت العديد من التفسيرات لأزمة منطقة اليورو بين من يرى بأنها ناجمة عن تداعيات أزمة الـ Subprimes، ومن يختزلها في أزمة ديون سيادية، ومن يعتقد بأنها أزمة إتحاد نقدي لا يحقق شروط نظرية منطقة العملة المثلى ... وكل طرف يقدم التحليلات التي تتوافق مع تفسيره وكأن الأمر يتعلق بالبحث في أزمة مغايرة في كل مرة، ما انعكس في محدودية الحلول والسياسات المقترحة لعلاجها. تسمح مقارنة أزمة منطقة اليورو نظاميا بتجاوز هذه التفسيرات المشتتة ومحاولة تقديم تشخيص شامل لطبيعة هذه الأزمة والمصادر الفعلية لعدم الإستقرار المالي في منطقة اليورو. تتداخل وتتفاعل العديد من العوامل في أزمة منطقة اليورو، إذ جسدت من حيث المنطلق الإخفاق الواضح لنظريات وسياسات النسق النيوكلاسيكي سواء ما تعلق بتصميم وإدارة الإتحاد النقدي، أو لاحقا من خلال السياسات المنتهجة لعلاج الأزمة، مما يؤكد على أنها أزمة نظامية.

المطلب الأول: أزمة منطقة اليورو بين إخفاق سياسات النسق النيوكلاسيكي وبعدها النظامي المركب

استند تصميم الإتحاد النقدي الأوروبي على الأسس النيوكلاسيكية انطلاقا من نظرية منطقة العملة المثلى، بنود اتفاقية ماستريخت، وصولا إلى سياسات البنك المركزي الأوروبي المؤسسة المؤسسية للإتحاد النقدي. عبرت أزمة منطقة اليورو عن إخفاق هذه الفرضيات والسياسات، وبالتالي ضرورة تجاوز الإعتماد على هذه الأسس لدراساتها، حيث أثبتت الوقائع أنها لا تقتصر على أزمة واحدة بتداعيات كبيرة على المنطقة بل هي في حقيقتها أزمة نظامية مركبة من ثلاث أزمت على الأقل، وما جعل منها بهذه الشدة هو آليات التفاعل بينها.

أولا- لمحة عامة عن أزمة منطقة اليورو:

بغرض تيسير الإلمام بأسباب أزمة منطقة اليورو وعوامل اندلاعها، يجدر البدء بإعطاء نبذة عن منطقة اليورو للتعرف على خلفية قيام هذا الإتحاد النقدي وتطوره.

1- بطاقة تعريفية لمنطقة اليورو:

منذ مطلع عام 1999، ظهرت عملة جديدة هي "اليورو" والتي كانت ثمرة الإتحاد النقدي الأوروبي الذي يعد أشهر الإتحادات النقدية المعاصرة. فقد نشأ هذا الإتحاد النقدي نتيجة عدة عقود من التعاون على مستوى أوروبا ويعتبر مرحلة تكاملية متقدمة سبقتها مراحل تكاملية أخرى هي: منطقة التجارة الحرة والإتحاد الجمركي والسوق المشتركة.⁽¹⁾

⁽¹⁾ عبد الحميد مرغيت (2016): الإتحاد النقدي الأوروبي: أصوله، أداؤه ومشكلاته، جامعة محمد الصديق بن يحيى - جيجل، الجزائر، ص 04.

ويمكن توضيح المراحل الكبرى لمسار الإتحاد الإقتصادي والنقدي الأوروبي فيما يلي:⁽¹⁾

- 1951: إنشاء المجموعة الأوروبية للفحم والفلاد؛
- 1957: التوقيع على معاهدة روما المؤسسة للسوق المشتركة والمجموعة الأوروبية للطاقة بين بلجيكا، فرنسا، إيطاليا، لوكسمبورغ، هولندا وألمانيا؛
- 1962: تأسيس السياسة الزراعية المشتركة؛
- 1968: تأسيس اتحاد جمركي بين الدول الأعضاء في السوق المشتركة؛
- 1973: انضمام الدنمارك وجمهورية إيرلندا العظمى للمجموعة الإقتصادية الأوروبية؛
- 1979: أنشأ النظام النقدي الأوروبي وظهر مشروع العملة الأوروبية الموحدة "الإيكو" (ECU)؛
- 1981: انضمام اليونان إلى المجموعة الإقتصادية الأوروبية؛
- 1986: انضمام إسبانيا والبرتغال إلى المجموعة الإقتصادية الأوروبية والتوقيع على العقد الأوروبي الموحد المتضمن إنشاء سوق موحد في الفاتح جانفي 1993؛
- 1992: التوقيع على إتفاقية ماستريخت (Maastricht) المؤسسة للإتحاد الأوروبي، وتهدف هذه الإتفاقية إلى تسهيل تحويل المجموعة الأوروبية إلى إتحاد اقتصادي ونقدي بحلول سنة 1999 كحد أقصى، وإقامة إتحاد سياسي بما في ذلك تبني سياسة خارجية وأمنية مشتركة في مرحلة لاحقة؛
- في 1993: دخول أحكام السوق الموحد حيز التنفيذ؛
- في 1995: انضمام النمسا، فنلندا والسويد إلى الإتحاد الأوروبي؛
- في 1997: التوقيع على معاهدة أمستردام والتي فتحت الطريق أمام أوروبا "متعددة السرعات" على اعتبار أنه لم تكن كافة الدول الأعضاء على نفس الدرجة من الإستعداد لرفع مستوى التعاون فيما بينها.

بعد إتمام كافة التحضيرات تم إطلاق اليورو رسميا في الفاتح جانفي 1999 للتداول على مستوى الأسواق النقدية، وبعد ثلاث سنوات أي منذ الفاتح جانفي 2002 تم بدء التعامل باليورو (كنقود معدنية وورقية) من طرف الأفراد في دول منطقة اليورو، التي وصل عددها تسع عشرة (19) دولة سنة 2017 كما يوضحها الجدول رقم (1-4) والخريطة رقم (1-4) التالين:

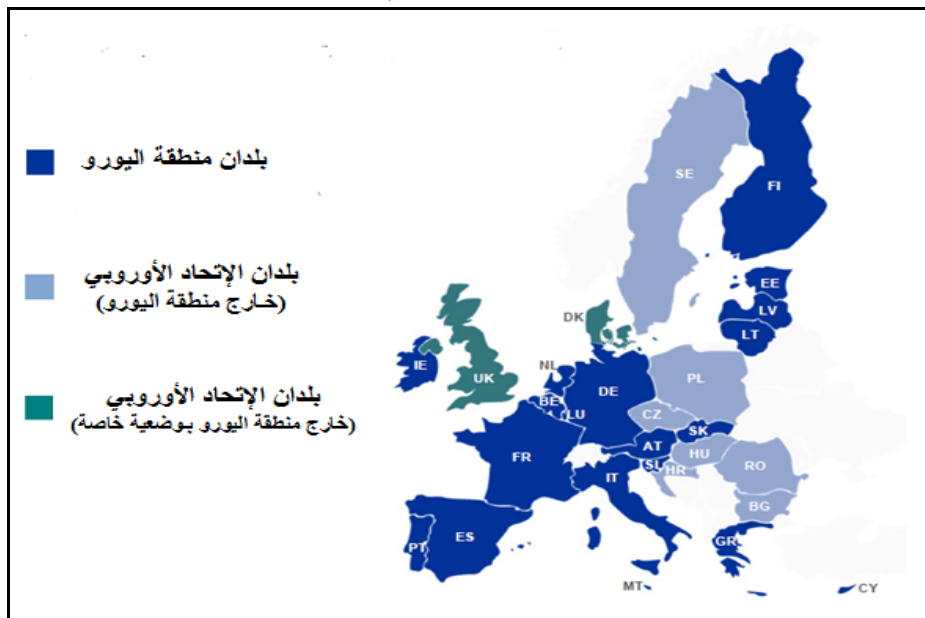
⁽¹⁾ لواج منير وجبلي حسيبة (2013): قراءة نظرية في الإتحادات النقدية، مداخلة مقدمة ضمن فعاليات الملتقى الدولي "إدارة الإتحادات النقدية في ظل الأزمات المالية"، كلية العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة 20 أوت 1955 -سكيكدة، يومي: 07-08 ماي، ص 14.

الجدول رقم (4-1): البلدان الأعضاء في منطقة اليورو، رمز الإيزو وتاريخ الإنضمام (2017)

البلد	رمز الـ ISO	تاريخ الإنضمام إلى منطقة اليورو	البلد	رمز الـ ISO	تاريخ الإنضمام إلى منطقة اليورو
ألمانيا	DE	1999/01/01	هولندا	NL	1999/01/01
فرنسا	FR	1999/01/01	اليونان	GR	2001/01/01
النمسا	AT	1999/01/01	سلوفينيا	SI	2007/01/01
بلجيكا	BE	1999/01/01	قبرص	CY	2008/01/01
البرتغال	PT	1999/01/01	مالطا	MT	2008/01/01
إسبانيا	ES	1999/01/01	سلوفاكيا	SK	2009/01/01
إيطاليا	IT	1999/01/01	إستونيا	EE	2011/01/01
فنلندا	FI	1999/01/01	ليتوانيا	LT	2014/01/01
لوكسمبورغ	LU	1999/01/01	ليتوانيا	LV	2015/01/01
إيرلندا	IE	1999/01/01	منطقة اليورو: 19 دولة		

Source: Banque de France (2017), **Zone EURO: Principaux indicateurs économiques et financiers**, www.banque-france/zone-euro-principaux-indicateurs-economiques-et-financiers.pdf, p 02.

الشكل رقم (4-1): التوزيع الجغرافي لبلدان منطقة اليورو



Source: Banque de France (2017), **Zone EURO: Principaux indicateurs économiques et financiers**, www.banque-france/zone-euro-principaux-indicateurs-economiques-et-financiers.pdf, p 02.

تتنوع دوافع إنشاء الإتحاد النقدي ما بين دوافع سياسية وأخرى اقتصادية. فعلى الصعيد الإقتصادي، فقد تمثلت أهم الأهداف المرجوة من إنشاء الإتحاد النقدي في:⁽¹⁾

- تعظيم فائدة العملة الموحدة في تحفيز المنافسة التجارية فيما بين دول الإتحاد، خفض تكلفة المعاملات التجارية والمالية عبر الحدود، بالإضافة إلى رفع كفاءة الأسواق؛
- تسخير العملة الموحدة لهدف استقرار الأسعار. وبذلك عمل البنك المركزي الأوروبي وفقاً لمحورين رئيسيين وهما استهداف التضخم، ووضع هدف مرجعي -غير كمي- لنمو النقود بمعناها الواسع.

2- التطور الزمني لأزمة منطقة اليورو ودور أزمة الرهون العقارية الأمريكية فيها:

وصلت أزمة منطقة اليورو إلى مرحلة حرجة تستدعي وضعها محل دراسة وتحليل عميقين. وفي هذا الإطار، ينبغي الإشارة إلى أن أزمة الديون السيادية الأوروبية -كما يصطلح عليها الكثير- ليست الأولى من نوعها، فقد سبقتها العديد من الأزمات منها: أزمة أمريكا اللاتينية في 1980، الأزمة الآسيوية 1997، أزمة الأرجنتين 2001، أزمة الرهون العقارية الأمريكية (Subprimes) 2008 وغيرها. إلا أن هذه الأزمة تختلف جذرياً عن سابقتها لعدد من العوامل منها:⁽²⁾

- ❖ تعد أزمة منطقة اليورو أول أزمة مالية تقع في اتحاد نقدي، وهو ما يعيق استخدام بعض الآليات للحد منها مثل تخفيض قيمة العملة، كما حدث في أزمة أمريكا اللاتينية؛
- ❖ تختلف الأزمة في شدتها عن الأزمات السابقة لتصل أرقام الديون باليونان وإيطاليا إلى مستويات لم تتحقق من قبل، حتى في أزمة الأرجنتين 2001؛
- ❖ تستمد الأزمة خطورتها من ثقل الإتحاد الأوروبي ومنطقة اليورو في النظام الإقتصادي العالمي، حيث تشكل دول الإتحاد نحو 26 % من إجمالي الـ PIB العالمي.

تزايدت معدلات الائتمان في الإتحاد النقدي الأوروبي لتصل إلى ذروتها سنة 2005، مدعومة بانخفاض أسعار الفائدة منذ سنة 2003 إلى 2007، خاصة في كل من إيرلندا، إسبانيا واليونان، إضافة إلى انخفاض علاوة المخاطر على عملات دول الإتحاد. إلا أن تكثيف منح القروض قد أعقبه زيادة معدلات القروض المتعثرة لدى البنوك، كما تكدس الائتمان الممنوح من البنوك في القطاع العقاري، الأمر الذي ضاعف من قابلية تعرض النظام المالي والعقاري بدول منطقة اليورو للأزمات. وكانت بذلك أزمة الـ Subprimes بمثابة الصدمة

⁽¹⁾ ياسمين أسامة أنور، (2014): الإستقرار المالي العالمي: التحديات والآفاق في ظل أزمة الديون السيادية الأوروبية، سلسلة أوراق بحثية، إدارة البحوث والتوعية، المعهد البنكي المصري، ص 10.

⁽²⁾ نفس المرجع، ص 09.

التي كشفت ضعف ذلك النظام المالي، كما أبطأت من معدلات النمو بدول منطقة اليورو وزجت بحكومات الدول في سلسلة استدانة من القطاع البنكي. كانت أزمة منطقة اليورو لعام 2010 بمثابة تكملة للأزمة المالية العالمية لسنة 2008. التوقف المفاجئ الذي حدث في دول محيط منطقة اليورو لا يمكن تفسيره دون إدخال تأثير اندلاع أزمة الـ Subprimes التي لعبت دور الصدمة الخارجية أو الشرارة. تأثرت بلدان منطقة اليورو على الفور بالأزمة المالية من خلال قناتين على الأقل:⁽¹⁾

❖ **الأولى:** كان لعدد هام من ميزانيات بنوك منطقة اليورو تعرضات كبيرة للسوق العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية؛

❖ **الثانية:** عندما تحقق إعادة تسعير عالمي للمخاطر مما تسبب في أزمة الرهون العقارية الأمريكية، والتي كان لها عواقب سلبية خطيرة على الإستقرار المالي المحلي في البلدان الأوروبية.

اعتمدت مؤسسات الإئتمان الأوروبي في الفترة السابقة لأزمة الـ Subprimes بشكل متصاعد على التمويلات قصيرة الأجل بالدولار الأمريكي. بهذه التمويلات قامت البنوك الأوروبية بتغذية فقاعة القرض في الولايات المتحدة الأمريكية بشرائها حصص التوريق ومنتجات مهيكلة أخرى. تنامي الإعتمادات المتبادلة المتقاطعة بين البلدان الأوروبية والولايات المتحدة الأمريكية، وبين دول منطقة اليورو ذاتها عقد من سلسلة التمويلات وفاقم من هشاشتها عبر تحويل المخاطر في كل مرحلة.

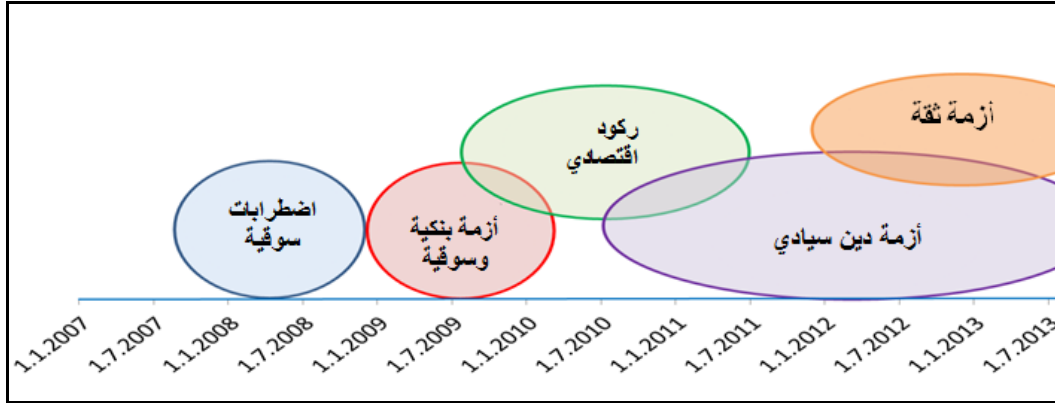
لمواجهة الخسائر على العديد من أصولها، أجبرت البنوك على إعادة توازن محافظها من أجل الوفاء بمعايير رأس المال التنظيمي. وسرعان ما زادت حيازتها للديون الحكومية "الآمنة"، كقاعدة مقومة بالعملية المحلية. كان هذا التطور واضحا بشكل خاص بعد انهيار بنك Lehman Brothers الذي تسبب في الهروب غير المسبوق إلى السلامة (flight to safety). في الوقت نفسه، توترت المالية العامة إلى حد كبير في العديد من بلدان منطقة اليورو بسبب الإنهيار الناجم عن الإنكماش في عائدات الضرائب وبضرورة إعادة رسملة البنوك الفاشلة. وبشكل عام، كان هذا يعني أن البنوك أصبحت أكثر تعرضاً لمالكيها السياديين في الوقت الذي كانت تتراجع فيه الجدارة الإئتمانية السيادية -مما أوجد ظروف " حلقة البنوك - الدين السيادي" السيئة السمعة. وظهرت التأثيرات الكاملة لهذه التطورات في عام 2010 عندما ظهرت توترات الديون السيادية في البلدان ذات

⁽¹⁾ Vítor Constâncio, (2013): **The European crisis and the role of the financial system**, Special Conference Paper: The crisis in the euro area, Bank of Greece, May 23-24, p p 08-09.

الزيادات الكبيرة في عجز الدين العام والميزانية، ومشاكل آفاق النمو على المدى الطويل، ثم بدأ انهيار الثقة في اقتصادياتها بعدها.⁽¹⁾

يلخص الشكل التالي رقم (4-2) التطور الزمني لأزمة منطقة اليورو:

الشكل رقم (4-2): التطور الزمني لأزمة منطقة اليورو



Source: Seppo Honkapohja, (2014): Euro area during and after the crisis, https://www.suomenpankki.fi/globalassets/en/media-and-publications/speeches-and-interviews/documents/0526_euro_crisis_development_shanghai: 12/03/2018.

تطورت الإضطرابات السوقية إلى أزمة بنكية والتي بدورها أثرت على المالية العامة لبلدان أوروبية محددة (بلدان المحيط)، مما تسبب في حدوث ركود شديد خاصة لدى البلدان التي تعاني من الضغوط. وهو ما عرض استقرار منطقة اليورو كلها للتهديد.

ثانياً - أزمة منطقة اليورو ومعالج إخفاق سياسات النسق النيوكلاسيكي:

لفهم أوجه فشل منطقة اليورو، من الضروري الرجوع إلى الإطار النظري للإقتصاد النيوكلاسيكي الذي ألهم بنية وقيادة السياسات لمؤسسي الإتحاد النقدي الأوروبي، من خلال نظرية منطقة العملة المثلى والتجسيد العملي لها في اتفاقية ماستريخت وسياسات البنك المركزي الأوروبي.

1- نقاط ضعف النظريات التقليدية لمنطقة العملة المثلى (OCA) وتطبيقها في منطقة اليورو:

عندما قررت العديد من البلدان الأوروبية تبني عملة مشتركة منذ أوائل التسعينات، كانت نظرية "منطقة العملة المثلى" / Optimum Currency Area (OCA) هي جوهر مسألة مستقبل اليورو.

يعتبر الإقتصادي الكندي Robert Mundell أول من قام بإبراز المعايير الإقتصادية التي على أساسها يمكن لمجموعة من البلدان تكوين إتحاد نقدي أو تبني عملة موحدة، وذلك من خلال البحث الشهير الذي نشره

⁽¹⁾ Vítor Constâncio, (2013): Op.Cit, p 09.

سنة 1961 في مجلة الإقتصاد الأمريكية بعنوان "نظرية مناطق العملة المثلى". حيث يوصف إقليم جغرافي ما بأنه يمتلك الخصائص اللازمة لقيام منطقة عملة مثلى (إتحاد نقدي) إذا تميّز بمرونة كبيرة في حركة عوامل الإنتاج بين أجزائه المختلفة، مع قدرة أقل لتحرك هذه العوامل خارج الإقليم. وقد نالت نظرية مناطق العملة المثلى نصيباً وافراً من الإهتمام، حيث عكف على تطويرها مجموعة من الإقتصاديين البارزين، وأشهرهم محاولات كل من Ronald Mackinnon و Peter Kenen.⁽¹⁾

كانت وما زالت نظرية مناطق العملة المثلى (OCA) إحدى المبادئ التوجيهية القديمة للإتحادات النقدية بالنسبة للأغلبية منها. هناك أجيال مختلفة من هذه النظرية مع توصيات متضاربة؛ يتبع معظم منتقدي مشروع اليورو الجيل الأول من النظرية، وبشكل رئيسي وجهات نظر كل من Robert Mundell (1961) و Ronald McKinnon (1963). الشروط المسبقة هنا هي عامل التنقل والتكامل التجاري بين الأعضاء، وخاصة حركة العمالة والتعرض القليل للصدمات غير المتماثلة التي تصيب بعض الأعضاء فقط؛ من هذه الزاوية، من الواضح أن منطقة اليورو هي إتحاد نقدي غير أمثل. تم تعزيز هذه الحجة من قبل Peter Kenen (1969) الذي دعا إلى أهمية التقارب بين الإقتصادات وألمح إلى الحاجة إلى فيدرالية مالية وبالتالي إلى دولة مشتركة بشكل غير مباشر.⁽²⁾

جادل الجيل الثاني من نظريات الـ OCA، بدءاً من Mundell (1973) والموسعة من قبل McKinnon وآخرون (2002) أن الإتحادات النقدية الكبيرة قد تكون مثلى إذا تم تضمينها بعض الجوانب النقدية. فوحدة يورو كعملة صعبة، مدعومة من أسواق مالية كبرى تؤدي إلى التخلي عن عدم التطابق بين العملات، وتقادي أي إصدار للديون بعملة أجنبية وأولويات المخاطر الخاصة بكل بلد. وبالتالي فإنها تستفيد من انخفاض التضخم وانخفاض أسعار الفائدة الحقيقية التي تحفز الإستثمار والنمو والتشغيل. كذلك قد يقلل التكامل المالي عبر البلدان مع تنويع المحفظة من مخاطر الصدمات غير المتماثلة. تجاهل معظم منتقدي اليورو نظريات الجيل الثاني (OCA II). ومع ذلك، فإن كلا الجيلين من النظريات لا يعالج ميزات تصميم الإتحاد النقدي، ودور الدولة والإطار المؤسسي، وخاصة فيما يتعلق بمزيج السياسات من السياستين النقدية والمالية (باستثناء Kenen). الجيل الثاني من OCA غير واضح بشأن البدائل المحتملة للسياسة النقدية السيادية وسعر الصرف الإسمي

(1) عبد الحميد مرغيت (2016): مرجع سبق ذكره، ص 02.

(2) Jan Prieue, (2018): **From the Maastricht Treaty to the Euro crisis – Exploring guidelines for reform of the euro system**, In "Saving the Euro – redesigning Euro Area economic governance", Edited by Hansjörg Herr, Jan Prieue, Andrew Watt, p 108.

للأعضاء. بقيت مسائل التنظيم المالي مثل الإتحاد البنكي دون إدراك تام. وبالتالي فإن جميع مفاهيم OCA لا تقدم إطار تطبيقي وعملي كاف لصانعي السياسات.⁽¹⁾

كل المحاولات الأكاديمية منذ ستينيات القرن العشرين لتحديد معايير مناطق العملة المثلّى كانت بلا جدوى. الحالة التي تجعل نظرية الـ OCA صالحة هي فقط إذا كان هناك بديل قابل للتطبيق للإقتصادات الصغيرة المفتوحة في شكل تعويم حر، إلا أن الواقع يبين أنه لا يوجد مثل هذا البديل. الإستقلالية النقدية والوعد بالتعويم الحر هي مجرد وهم نظري وهذا ما فهمته الكثير من البلدان الأوروبية. تميل أسعار الصرف التي تحددها السوق إلى الإفراط في الحد الأدنى للقيم العادلة على النحو المحدد في تعادل القوة الشرائية أو تعادل الفوائد غير المكشوف. والأسوأ من ذلك أن أسعار الصرف التي تحددها السوق غالباً ما تتحرك في الإتجاه الخاطئ لفترات طويلة نتيجة المضاربة. تميل البلدان ذات معدلات التضخم وكذا أسعار الفائدة المرتفعة نسبياً إلى تدفقات الأموال قصيرة الأجل التي تؤدي إلى رفع سعر صرف عملاتها بالقيمة الحقيقية، وهو ما يدمر المزايا المطلقة والنسبية في التجارة الدولية ويشوه هيكل الإنتاج بين البضائع القابلة وغير القابلة للتداول.⁽²⁾

دفع ظهور وتطور أزمة اليورو إلى إعادة النظر في مضمون النظريات التقليدية لمنطقة العملة المثلّى (OCA) شديدة التفاؤل بالإتحاد النقدي الأوروبي، وهذه النقطة حاسمة لأنها ستقود لاحقاً إلى إيجاد مقترحات للإصلاح انطلاقاً من الدروس المستفادة.⁽³⁾

2- المرجعية النظرية النيوكلاسيكية لإتفاقية ماستريخت:

وضعت اتفاقية ماستريخت (Maastricht) معايير للتقارب تسعى لضمان التماثل الكافي بين البلدان التي تعتمد العملة المشتركة الجديدة حتى تحقق استفادة جيدة من اتباع سياسة نقدية موحدة. كذلك أعطت الإتفاقية قوى السوق دوراً كبيراً في إرساء الانضباط في الدول الأعضاء، وذلك باستحداث شرط "عدم الإنقاذ". ولتبيد الشكوك والحفاظ على انضباط المالية العامة بعد طرح العملة المشتركة، وقّعت البلدان الأعضاء سنة 1997 معاهدة الإستقرار والنمو التي تستهدف ربط السياسات بأهداف الديون ورصيد المالية العامة.⁽⁴⁾

بعد مرور ما يقارب الثلاثة عقود على اتفاقية ماستريخت منذ سنة 1992 -التي أرست هيكل اليورو- يمكن الوقوف على الإدراك المتأخر بأن الإتفاقية كانت معيبة جداً، فهي لم تكن مبنية على مبادئ نظرية سليمة.

⁽¹⁾ Jan Prieue, (2018): Op.Cit, p 109.

⁽²⁾ Heiner Flassbeck and Costas Lapavistas, (May 2013): **The systemic crisis of the Euro –True causes and effective therapies–**, Rosa-Luxemburg-Stiftung, Berlin, Germany, p 05.

⁽³⁾ Jan Prieue, Ibidem, p p 110-111.

⁽⁴⁾ رضا مقدم، (مارس 2014): **الطريق إلى التكامل في أوروبا**، مجلة التمويل والتنمية، العدد 51، الرقم 01، صندوق النقد الدولي، ص

على هذا النحو، لم يكن الخطأ في العملة المشتركة ولكن في تصميم الإتحاد النقدي الأوروبي ومؤسساته وقواعده السياسية. تمثلت العيوب الرئيسية لإتفاقية ماستريخت خاصة في التحيز للسياسات النيوكلاسيكية ونقص المتانة المؤسسية جنباً إلى جنب مع التبسيط في الإطار المؤسسي. استند التحيز النيوكلاسيكي في إتفاقية ماستريخت على المحاور التالية:⁽¹⁾

◀ أولاً: إلى الاعتقاد بأن السيطرة على التضخم في الإتحاد النقدي الأوروبي تعتمد فقط على عرض النقود الذي يمكن السيطرة عليه من قبل بنك مركزي مستقل حقاً يركز على هدف واحد فقط هو استقرار الأسعار في متوسط منطقة اليورو؛

◀ ثانياً: يعتمد النمو والتشغيل في المدى الطويل على عوامل جانب العرض، وخاصة التقدم التقني والسلع المرنة وأسواق العمل والتجارة الحرة والمنافسة الشديدة في جميع الأسواق (نظراً للهيكل المؤسسي لأسواق المنتجات، يتم التركيز أكثر على أسواق العمل)، في غياب مشاكل الطلب الكلي بحيث يمكن تجاهل السياسة المالية. الأسواق والمنافسة في أسواق العمل يمكن أن تحل محل أسعار الصرف الإسمية؛

◀ ثالثاً: كانت هناك ليبرالية مالية جديدة من خلال نشر سوق رأس المال واحدة متحررة وإلغاء الضوابط التنظيمية للقطاع المالي دون أي إتحاد بنكي. كان "سوق واحدة، عملة واحدة" هو الشعار كما لو كانت العملة الجديدة مجرد ملحق للسوق الموحدة.

تتعلق المشكلة الأصلية للبنية النقدية في المنطقة بالفصل بين السلطة النقدية والسلطات المالية الوطنية. من منظور نيوكلاسيكي، هذا الفصل منطقي لأن السياسة المالية غير فعالة والزيادات في المعروض من النقود تسبب التضخم فقط. ونتيجة لذلك، لا توجد حاجة إلى سياسة مالية تمولها النقود، ومن المستحسن وجود فصل للسلطات النقدية والمالية. ووفقاً للاقتصاد النيوكلاسيكي، إذا أرادت الحكومات إدارة عجز في ميزانيتها، فعليها التنافس على التمويل مع القطاع الخاص في الأسواق المالية؛ هذه هي الطريقة الفعالة لتخصيص رأس المال. بالإضافة إلى ذلك، في سياق اتحاد نقدي، هناك حاجة إلى الفصل بين السلطة النقدية والمالية لمنع الخطر الأخلاقي، فإذا كانت الدول الأعضاء تعرف أن البنك المركزي سوف يتدخل في تمويل العجز، فإن ذلك من شأنه أن يوفر حافزاً للدول لتحمل عجوزات أكبر وأكبر. يستند الفصل بين السلطة النقدية (أي البنك المركزي) والسلطة المالية (أي الدولة الوطنية) إلى افتراضات مفادها أن السياسة المالية غير فعالة، وأن العجز المالي

⁽¹⁾ Jan Prieue, (2018): Op.Cit, p p 105-106.

الممول فقط يسبب التضخم، والأسواق المالية مستقرة وفعالة. وبمجرد رفض هذه الافتراضات، تصبح البنية النقدية النيوكلاسيكية مختلة بشكل خطير.

إن فقدان البنوك المركزية الوطنية والفصل بين السياسة النقدية والسياسة المالية يجعل الحكومات تعتمد على الأسواق المالية لتلبية احتياجاتها المالية من العجز في الميزانية. وبالتالي، قد تكون الحكومات غير قادرة على تمويل السياسة المالية التوسعية اللازمة. بالإضافة إلى ذلك، ستمتع الأسواق المالية بالقدرة على استخدام حق النقض (الفيتو) ضد السياسة المالية من خلال عمليات البيع في سوق السندات، كما ستفتقر الحكومات إلى الوسائل (أي بنك مركزي تحت سلطتها) للتدخل وتحقيق الإستقرار في الأسواق المالية الوطنية في حالة الذعر المالي. هذا هو بالضبط ما حدث في منطقة اليورو بعد الأزمة المالية في سنة 2008.⁽¹⁾

هذه المجموعة من الأفكار النيوكلاسيكية التي وضعت موضع التنفيذ وكرستها اتفاقية ماستريخت والمعاهدات اللاحقة، أثبتت فشلها في توجيه الإتحاد النقدي الأوروبي نحو الإزدهار. قد يجادل البعض بأن هذا الرأي مبالغ فيه لأن المبادرين الآخرين لماستريخت، وخاصة من فرنسا وأيضاً المستشار الألماني آنذاك Helmut Kohl، كان لديهم رؤى مختلفة. فعلاً لقد كانت ماستريخت حلاً وسطاً، ولكن على الأرجح سيطر في الأخير ذوو التوجه الليبرالي الألماني (ordoliberals) من بنك Deutsche Bundesbank ووزارة المالية (Theo Waigel, Hans Tietmeyer, Helmut Schlesinger, Otmar Issing, Horst Kohler and al.) . كان على الحكومة البريطانية المحافظة بقيادة John Major خليفة Margaret Thatcher منذ سنة 1990، أن تعطي موافقتها على الإتحاد الأوروبي في نهاية المطاف مع شرط عدم الموافقة على تبني اليورو.⁽²⁾

3- الخيارات النيوكلاسيكية لسياسات البنك المركزي الأوروبي:

يعني الدخول في اتحاد نقدي التخلي عن أهداف التضخم الوطنية والإتفاق على هدف تضخم مشترك للإتحاد ككل. يعني هذا أن جميع العوامل التي تؤثر على معدل التضخم تتأثر مباشرة بقرار الإنضمام إلى الإتحاد النقدي. في النظرية النقدية السائدة ذات المرجعية النيوكلاسيكية (النقدية -monetarism- أساساً، النظرية التي تستند إلى ما يسمى نظرية كمية النقود والتي نشأت من كتابات Milton Friedman وغيرها)، تعتبر قدرة البنك المركزي المشترك لتوجيه الكتلة النقدية كافية لتحديد معدل التضخم. بتطبيقها على الإتحاد النقدي، تعني هذه النظرية أن البنك المركزي المشترك يمكنه احتواء التضخم في الإتحاد بأكمله وأنه لن يكون هناك

⁽¹⁾ Thomas Palley, (2017): **Fixing the Euro's original sins: The monetary-fiscal architecture and monetary policy conduct**, real-world economics review, issue N° 81, <http://www.paecon.net/PAERReview/issue81/whole81.pdf>, p p 18-19.

⁽²⁾ Jan Prieue, (2018): Op.Cit, p 108.

فروق تضخم بين الدول الأعضاء. أصبح هذا هو الأساس النظري لسياسات البنك المركزي الأوروبي، حيث أن Deutsche Bundesbank الذي أرسى دعائم الإتحاد النقدي قد كرّس المدرسة النقودية باعتبارها العقيدة الرائدة في السنوات السابقة لبداية الإتحاد النقدي الأوروبي.

تجدر الإشارة إلى أنه حتى في هذا المنظور، فإن عجز الموازنة العامة، والذي اتضح أنه الموضوع الأكثر أهمية في مناقشة السياسة الاقتصادية، لا يؤثر على التضخم في الإتحاد النقدي، إذ لا توجد علاقة بين حجم هذه العجز ومعدل التضخم. وفقاً للنظرية النقودية وبغض النظر عن حجم العجز الكبير في الميزانية، يمكن للسياسة النقودية دائماً أن تحقق هدف التضخم من خلال التقيد الصارم بالقواعد "الموضوعية" التي تحكم التوسع في عرض النقود. ومع ذلك كانت النظرية النقودية تعتمد على أدلة تجريبية ضعيفة من البداية، فمنذ ثلاثينيات القرن العشرين اعتمدت العقيدة النقودية أساساً على نوع من المغالطة المبطنة، إذ اعتاد علماء النقد على الإصرار على أنه من دون المزيد من النقود لن يكون التسارع التضخمي ممكناً. في حين أنه من الصحيح أنه دون تسريع عرض النقود يكون التسارع التضخمي مستحيلاً، مما يعني أن الشرط الأول ضروري للشرط الأخير، إلا أن ذلك لا يعني أن أي تسارع نقدي سيؤدي حتماً لتسارع تضخمي.

كان هناك الكثير من النقاش في بداية التسعينات حول المعايير التي يجب على البلدان الوفاء بها للتأهل لعضوية الإتحاد النقدي الأوروبي وحول كيفية قياس أداء المرشحين، إلا أن القضية الرئيسية، وهي قدرة البنك المركزي المشترك على السيطرة على التضخم، لم تكن خاضعة للتحليل. على الرغم من بعض الجدل حول درجة استقلالية البنك المركزي المشترك، كان الجميع واثقون تقريباً من أن سيطرته على العرض النقدي ستكون كافية للسيطرة على التضخم وتكرار ما كان يعتبر الأداء الجيد للـ Bundesbank في العشرين عاماً السابقة. ولكن مع مرور الوقت تحولت المناقشة الأكاديمية، التي تأثرت من نواح كثيرة بإنجازات نظام الإحتياطي الفيدرالي الأمريكي، إلى أساليب جديدة في الصيرفة المركزية. لم يكن هذا دون تأثير على البنك المركزي الأوروبي، وهو نظام أكثر انفتاحاً وتعدداً للثقافات من البنك المركزي الألماني. مع الفشل في تقديم أدلة مقنعة على وجود علاقة قوية بين التدابير التقليدية للعرض النقدي، انحرف البنك المركزي الأوروبي تدريجياً عن العقيدة الموروثة من البنك المركزي الألماني واتجه نحو نموذج نقدي يتصرف فيه البنك المركزي من خلال تحديد سعر فائدة قصير الأجل في ضوء تطورات الإقتصاد الكلي.⁽¹⁾

كان البنك المركزي الأوروبي قد وجد في وقت مبكر أن تكاليف وحدة العمل، وليس المعروض النقدي، هي المحدد الرئيسي للتضخم في الإتحاد ككل وكذلك بالنسبة للكيانات الوطنية. فشل البنك المركزي الأوروبي

⁽¹⁾ Heiner Flassbeck and Costas Lapavistas, (May 2013): Op.Cit, p 07.

في معالجة التطورات الإقتصادية الكلية وظهور اختلالات كبيرة. وفشل أيضاً في توقع نتائج أزمة محتملة -من حيث الضغط الإنكماشى. كان بإمكان البنك المركزي الأوروبي، كمؤسسة مستقلة، تجنب الكثير من الكارثة عن طريق استخدام سلطته السياسية أو بإصدار تحذيرات عامة تفيد بأن الاتحاد كان في طريق خطير.

سيطرت أطروحات الفكر النيوليبرالي والنيوكلاسيكي على سياسات البنك المركزي الأوروبي والمفوضية الأوروبية حتى سنة 2008. وهذا هو السبب الرئيسي وراء فشل البنك المركزي الأوروبي، بالإضافة إلى المؤسسات الأخرى التي تأسست للإشراف على الاتحاد النقدي الأوروبي وحمايته، عندما أيقضت الأزمة المالية العالمية المستثمرين الدوليين لتنبيههم بما يتعلق بقدرة بلدان محيط الاتحاد النقدي على سداد الديون التي تراكمت لديها خلال السنوات العشر الأولى من الاتحاد النقدي الأوروبي.⁽¹⁾

خلاصة القول أن بنیان اليورو استند إلى الفرضيات النيوكلاسيكية القائلة أن قوى السوق، مقترنة مع الحد الأدنى من التنسيق بين السياسات، ستكون كافية للتنسيق بين الإقتصادات وتحقيق الإنضباط في سياسات المالية العامة والسماح للبلدان بتحمل الصدمات الفردية.⁽²⁾

ثالثاً - البعد المركب للأزمة: ثلاث أزمات في أزمة واحدة وآليات تفاعلها:

تواجه منطقة اليورو في الحقيقة ثلاثة أزمات متداخلة وتشكل معاً تحدياً لإستمرار الاتحاد النقدي. نجد الأزمة البنكية، ثم أزمة الديون السيادية، وأخيراً أزمة النمو الإقتصادي. السمة الرئيسية لأزمة منطقة اليورو هي أن الأزمات الثلاث (البنوك، الديون السيادية والنمو) تُغذي بعضها البعض فهي كلها مترابطة. وفيما يلي نعرض الأزمات الثلاث وآليات التداخل والتفاعل بينها.

1- الأزمة البنكية:

استفادت البنوك الأوروبية استفادة كاملة من الفرص الجديدة للتوسع في أوروبا بعد توحيد العملة، فقد تم القضاء على تكاليف التمويل ومخاطر سعر الصرف وكذلك القيود السابقة المفروضة على سوق نشاط الإقراض عبر الاتحاد النقدي. وساهمت بلدان المركز في تحقيق وفورات في جميع أنحاء منطقة اليورو، مما أدى إلى زيادة الترابط والاتصال، وبالتالي خلق قنوات أقوى للعدوى. وكما لاحظ Goodhart و Schoenmaker (2009)، كان لدى البنوك الأوروبية بحلول سنة 2006 في المتوسط 26 % من أنشطتها في البلدان الأوروبية بخلاف

⁽¹⁾ Thomas Palley, (2017): Op.Cit, p 21.

⁽²⁾ رضا مقدم، (مارس 2014): مرجع سبق ذكره، ص 10، بتصرف.

بلدها الأم، مع وصول بعضها إلى 70 %. علاوة على ذلك، كانت البنوك الأوروبية نشطة في وساطة الأموال بين المدخرين الأميركيين والمقترضين، مما أدى إلى ظهور نقاط ضعف يصعب اكتشافها.⁽¹⁾ جذبت بلدان محيط منطقة اليورو كميات كبيرة من رأس المال في فترة قصيرة من الزمن، مما زاد من الإستثمار والإستهلاك. كمثال، ارتفع صافي الخصوم الأجنبية للنظام البنكي الإيرلندي من 10 % من الـ PIB سنة 2003 إلى 55 % سنة 2007، في حين أن الأرقام المقابلة لإسبانيا هي 35 % إلى 65 %. بدأت البنوك الأوروبية في بلدان المركز منذ الأزمة في الابتعاد عن بلدان الأزمة، مما أثر سلباً على الإقراض في المشاريع الصغيرة والمتوسطة الحجم في تلك البلدان، وبالتالي منع الإنتعاش.

هناك تفسيران مختلفان للأزمة البنكية: في بعض البلدان، كانت البنوك هي المتسبب الرئيسي، مع التوسع في الإقراض بشكل مفرط دون استيفاء المعايير، رقابة تنظيمية غير كافية ومستويات عالية من النفوذ. وفي حالات أخرى، كانت البنوك أكثر حرصاً وتنظيماً، ولكنها وقعت ضحية لأزمة الديون السيادية، ويرجع ذلك جزئياً إلى أنها وضعت الكثير من الثقة في وضع الديون الحكومية الخالية من المخاطر. وتشمل الفئة الأولى إيرلندا وإسبانيا، وأيضاً بلجيكا وألمانيا وفرنسا والدنمارك؛ في حين تقع إيطاليا واليونان في الفئة الثانية، مع تباطؤ البرتغال بهذه الطريقة أيضاً.⁽²⁾

2- أزمة الديون السيادية:

أصبحت أزمة منطقة اليورو واضحة للمرة الأولى عندما عجزت بعض الدول الأعضاء عن الوفاء بالتزاماتها السيادية واضطرت اللجنة الثلاثية (EC /Troika، ECB وIMF) إلى إنقاذها. ومع ذلك، فإن مستويات الدين العام في أوروبا ومنطقة اليورو ليست بعيدة عن المألوف على المستوى العالمي. وبينما تكون بعض الدول الأعضاء من بين البلدان الأكثر مديونية، فإن العديد منها لديها متوسطات مماثلة للبلدان المتقدمة غير الأوروبية، وبعضها يتمتع بمستويات منخفضة جداً من الديون. علاوة على ذلك، يمكن النظر إلى مستويات الدين للبلد على أنها آمنة عندما تكون الظروف الإقتصادية جيدة، ولكن إذا تغيرت الأوضاع فإن مستوى الديون نفسه يصبح غير مستدام بسرعة. هذا ما حدث لبعض دول منطقة اليورو.⁽³⁾

على خلفية ضعف الأوضاع المالية في منطقة اليورو، فإن إعلان قيام الحكومة اليونانية في عام 2009 بتزوير وضعيتها المالية العامة مهد الطريق لأزمة الديون في منطقة اليورو والتي تضمنت أولاً التهديد بالتخلف

⁽¹⁾ Michael D. Bordo and Christopher M.Meissner, (2015): **Fiscal and financial crisis**, Paper prepared for the handbook of macroeconomics Vol. 2 conference, Stanford University, https://www.hoover.org/sites/default/files/bordo-meissner-north_holland_paper-4_hoover.pdf, p 16.

⁽²⁾ Jon Danielsson, (November 2016): Op.Cit, p 476.

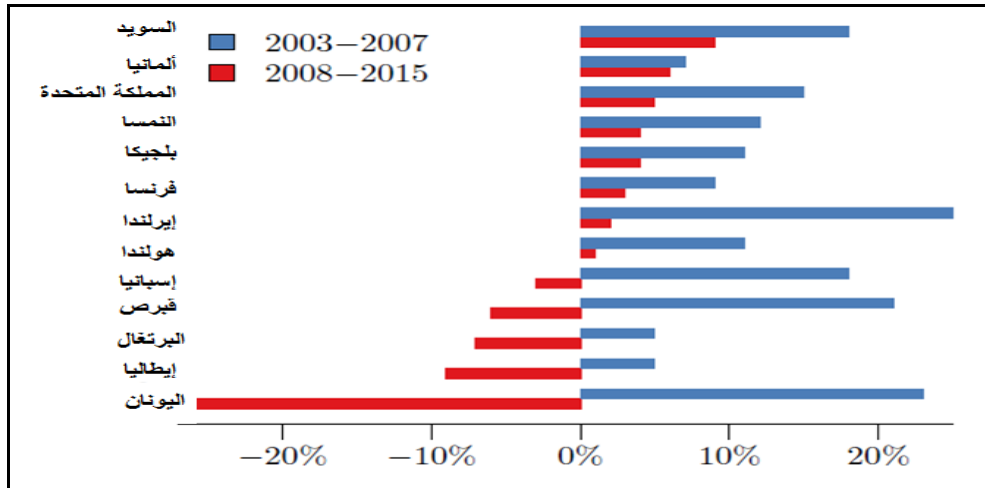
⁽³⁾ Ibidem, p 457.

عن سداد ديون اليونان ومن ثم انتقال العدوى إلى أعضاء آخرين عبر البنوك التي لديها حيازات كبيرة من الديون السيادية اليونانية وغيرها من بلدان المحيط. ارتفعت فروق السندات بشكل غير مفاجئ في إيرلندا والبرتغال وإسبانيا وإيطاليا.⁽¹⁾

3- أزمة نمو:

تمثل الأزمة البنكية وأزمة الديون مشكلة هيكلية عميقة الجذور في العديد من بلدان منطقة اليورو، والتي ينظر إليها بشكل متزايد على أنها غير قادرة على المنافسة عالمياً. في حين أن هذه المشكلة طويلة الأمد، فقد أصبحت مشكلة عويصة خاصة بعد أن بدأت الأزمة، حيث شهدت هذه البلدان نمواً هائلاً قبل سنة 2007، إلا أنها عرفت تراجعاً عنيفاً بعد الأزمة. مثلما يوضحه الشكل رقم (4-3):

الشكل رقم (4-3): النمو الإقتصادي لبعض بلدان منطقة اليورو، السويد والمملكة المتحدة (2003-2015)



Source: Jon Danielsson (November 2016): **Global Financial Systems: Stability and Risk**, On-line chapters Version 4.1, Systemic Risk Centre London School of Economics, <http://www.globalfinancialsystems.org/files/danielsson-on-line-book-chapters.pdf>, p 478.

تغير هيكل الإقتصاد الأوروبي بشكل كبير مع صعود الإقتصادات الآسيوية. واجه منتجي التكلفة المنخفضة الأوروبيون السابقون، كإيطاليا والبرتغال، منافسة جديدة خاصة من الصين وفشلوا في تنفيذ إصلاحات هيكلية للحفاظ على القدرة التنافسية. كانت تلك البلدان تميل إلى استخدام تخفيضات قيمة العملة كألية رئيسية للحفاظ على القدرة التنافسية السعريّة قبل إدخال اليورو، وهذا أمر مثير للمشاكل بالنسبة للبلدان ذات الديون المرتفعة ليس أقلها لأن التباطؤ في نمو الـ PIB سيسهم في زيادة نسب الدين/PIB، مما يؤدي إلى حلقة مفرغة من ردود الفعل.

⁽¹⁾ Michael D. Bordo and Christopher M. Meissner, (2015): Op.Cit, p 17.

هناك سببان رئيسيان لهذا: أولاً، مع تدهور الوضع الإقتصادي للبلد، تنخفض أيضاً الإيرادات من الضرائب. ونتيجة لذلك، فإن العجز المالي ينمو بشكل أكبر، مما يسهم في زيادة مستويات الديون (أو تقييد سداد الديون)، ما لم يقابل الإنخفاض في الإيرادات انخفاض في الإنفاق. ثانياً، عندما تبدو آفاق النمو في اقتصاد ما سلبية، يصبح المستثمرون أكثر حذراً من القدرة السيادية للدولة على سداد ديونها، والبدء في طلب أسعار فائدة أعلى للتعويض عن المخاطر الأعلى. عندما تقوم وكالات التصنيف بتقييم جودة الديون السيادية فإن أحد المعايير التي تستخدمها هو آفاق النمو، يؤدي هذا إلى تفاقم حلقة ردود الفعل السلبية.

يسهم التوزيع غير المتساوي للنمو عبر الدول الأعضاء في المشكلة، إن أي بلد يعاني من عجز كبير في الحساب الجاري يراكم الديون ويصبح عرضة بشكل متزايد للتغيرات في تدفقات رأس المال. في حين أن البلدان التي تعاني من عجز كبير في الحساب الجاري هي الأكثر عرضة للخطر، فإن البلدان التي لديها فائض في الحساب الجاري ليست محصنة ضد كل منهما، لأن نشاطها الإقتصادي يعتمد بشكل كبير على الطلب من الخارج وغالباً ما يحمل ديون البلدان ذات العجز المرتفع في الحساب الجاري. يمكن أن تؤدي الإختلافات الكبيرة في أنماط النمو -وحتى الصغيرة إذا استمرت على مدى فترة زمنية طويلة- إلى خلق حالة من عدم الإستقرار داخل الإتحاد النقدي ما لم يتم مواجهتها.⁽¹⁾

4- آليات العدوى، التضخيم والتغذية الرجعية في أزمة منطقة اليورو:

ترتبط الأزمات الثلاث ببعضها بعدة طرق: فمشاكل البنوك الضعيفة والديون السيادية المرتفعة تعزز بعضها بعضاً، ويتفاقم الوضعان بسبب النمو الضعيف، ولكنهما بدورهما يقيدان النمو. تتداخل الأزمة البنكية والدين السيادي بشكل معزز:⁽²⁾

- حسب Reinhart و Rogoff (2011) اللذان استعملا قاعدة بيانات تغطي فترة قرنين من الزمن، وعينة من سبعين (70) بلداً، فحدثت أزمة بنكية يرفع من احتمال عجز للدين السيادي. في الواقع، يمكن للأزمات البنكية أن تتلف بشكل معتبر المالية العمومية، سواء بشكل مباشر عبر تكلفة إنقاذ القطاع البنكي، مثلما حدث في إيرلندا مثلاً، وبشكل غير مباشر عبر خسائر الإيرادات الجبائية وارتفاع التحويلات الإجتماعية الناجمة عن التراجع المتلاحق للنشاط؛

- يشير Bolton و Jeanne (2011) إلى الترابط بين المخاطر السيادية والنظام البنكي في اتحاد العملة حيث تتنوع البنوك في كل بلد محافظها عن طريق الإحتفاظ بالديون السيادية للدول الأعضاء الأخرى. إن الحصول

(1) Jon Danielsson, (November 2016): Op.Cit, p p 478- 479.

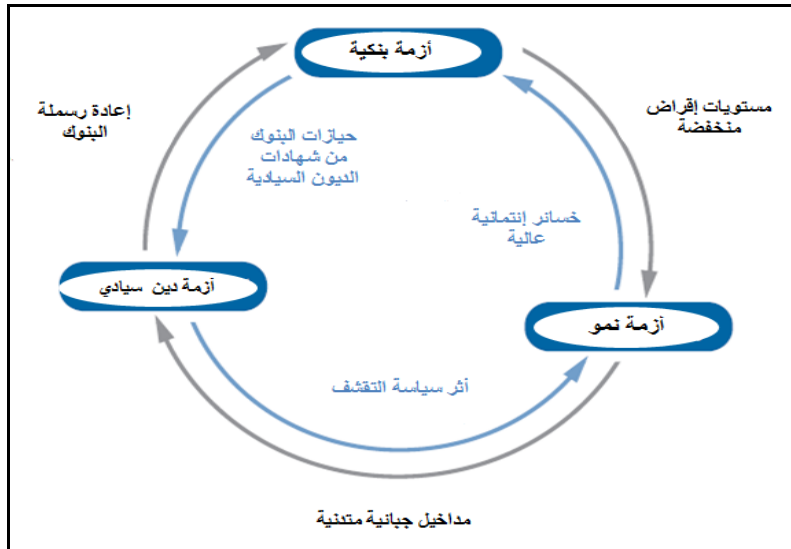
(2) Michael D. Bordo and Christopher M.Meissner, (2015): Op.Cit, p 17.

على سندات حكومية بمثابة ضمانات آمنة تسمح لهم بزيادة رافعهم. ينتشر العجز من قبل عضو واحد إلى الآخرين عن طريق إضعاف المحافظ البنكية؛

- نموذج Gennaioli، Martin و Rossi (2014) أيضا الترابط بين العجز السيادي والنظام البنكي. وهنا كذلك تحتفظ البنوك بدين سيادي كضمان يتيح لها زيادة الإقراض. تؤدي أزمة الديون إلى أزمة ائتمان وتراجع الدخل الحقيقي. وأوضح الباحثون أن تكاليف الصدمة الجبائية أعلى بالنسبة للبلدان الأكثر تطورا من الناحية المالية.

يوضح الشكل رقم (4-4) الترابط بين الأزمات الثلاث والتغذية الرجعية بينها. في البداية، أثرت الأزمة البنكية على البلدان التي تعاني من مشاكل الديون السيادية. كان لدى كل من إيرلندا وإسبانيا فوائض مالية قبل الأزمة، وخفضت نسبة الدين إلى الـ PIB. ولكن مع أزمتهما، سرعان ما طالبت البنوك بإعادة التمويل والضمانات بكميات كبيرة، وزادت من العجز وتراكم الدين العام، في الوقت الذي خفض فيه الركود مداخل الضرائب، ما زاد من تفاقم العجز. نفذت البلدان التي تعاني من الأزمة برامج تقشف للحد من العجز وزيادة الثقة في الأسواق، إما لأنهم أنفسهم يعتقدون أنها سياسة جيدة أو لأنهم مجبرون على القيام بذلك من قبل دائنيهم.⁽¹⁾

الشكل رقم (4-4): الترابط والتفاعل بين أزمات منطقة اليورو



Source: Jon Danielsson, (November 2016): **Global Financial Systems: Stability and Risk**, On-line chapters Version 4.1, Systemic Risk Centre London School of Economics, <http://www.globalfinancialsystems.org/files/danielsson-on-line-book-chapters.pdf>, p 471.

لقد فاجأت الطريقة التي تطورت بها هذه المرحلة من أزمة منطقة اليورو بعض المراقبين، ولا سيما آثار العدوى والدورات المحققة ذاتيا وإمكانية حدوث توترات متعددة. وقد ثبت أن العدوى موجودة في منطقة اليورو من

⁽¹⁾ Jon Danielsson, (November 2016): Op.Cit, p 483.

السيادية إلى السيادية ومن السيادية إلى البنوك، وفي كلا الإتجاهين. وأظهر البنك المركزي الأوروبي في أبحاثه أن العدوى موجودة أيضاً بين البنوك نفسها ومنها إلى الإقتصاد الحقيقي. منذ بداية الأزمة، كان عرض البنوك "المتأثرة" بالإئتمان المجمع منخفضاً بنسبة 20 % تقريباً عما كان سيحدث لو لم تكن التوترات في أسواق السندات الحكومية موجودة. كل هذه النقاط توضح بشكل جيد الدور الحاسم الذي يلعبه التفاعل بين الأزمات الثلاث في تطور أزمة منطقة اليورو. وهذا أمر مهم ليس فقط لفهم كيفية حدوث أزمة منطقة اليورو ولكن أيضاً لتجنب تكرارها. كانت الإختلالات المالية والإقتصادية الكلية التي تراكمت حتى عام 2007، جنباً إلى جنب مع الأزمة المالية الدولية، هي المحرك الرئيسي لأزمة منطقة اليورو، ودون ذلك لن تكون الأزمة بهذه الشدة.⁽¹⁾

إن التداعيات الكبيرة لأزمة منطقة اليورو ونطاق تأثيرها، وكذا التداخل والتشابك في مسبباتها ونتائجها جعلها تصنف على أنها أزمة نظامية بكل المعايير.

المطلب الثاني: أسباب الأزمة النظامية في منطقة اليورو

تتعد الأسباب المفضية إلى أزمة منطقة اليورو، إلا أن الفعلية منها تتعلق مباشرة بأخطاء التصميم الأصلية للإتحاد النقدي الأوروبي التي شكلت مصادر الهشاشة الحقيقية في المنطقة. أدى الفصل بين السياستين النقدية والمالية في منطقة اليورو إلى تعرضها للصدمات غير المتماثلة، ما عمق من فجوة التنافسية بين بلدانها وبالتالي تراكم العجز الهيكلي في الميزانيات العمومية والمديونية لبعض البلدان. يظهر العجز المؤسسي كذلك في ضعف إطار الإشراف البنكي المشترك، وما زاد من شدة الإختلالات هو الدور السلبي لوكالات التصنيف الإئتماني.

أولاً- الأسباب المتعلقة مباشرة بأخطاء التصميم الأصلية للإتحاد النقدي الأوروبي:

تتمثل أهم الأخطاء التصميمية للإتحاد النقدي الأوروبي في الإعتماد على سياسة نقدية موحدة (غير مرنة) على مستوى المنطقة، وكذا الإفتقاد لإتحاد جبائي وضعف الأطر المؤسسية المشتركة في القطاع المالي والبنكي خاصة. عملت تداعيات هذه الأخطاء على تعميق الأزمة.

1- السياسة النقدية الموحدة والصدمات غير المتماثلة في الإتحاد النقدي الأوروبي:

الإتحاد النقدي هو قبل كل شيء اتحاد بلدان تخلت عن عملتها الوطنية لإنشاء عملة مشتركة، يعني هذا التنازل عن حق السلطات الوطنية في طباعة واستخدام النقود الوطنية (القانونية) وتفويض أي قرار في هذا

⁽¹⁾ Vítor Constâncio, (2013): Op.Cit, p 09.

الصدد إلى مؤسسة مستقلة فوق-وطنية. لا تزال البنوك المركزية الوطنية موجودة داخل الإتحاد النقدي الأوروبي، ولكن القدرة على قيادة السياسة النقدية وجميع القرارات ذات الصلة هي مهمة حصرية للبنك المركزي الأوروبي ومجلسه التنفيذي.⁽¹⁾

بما أن العضوية في منطقة اليورو تفرض سياسة نقدية موحدة، لم يعد باستطاعة البلدان الأعضاء أن تعمل بشكل مستقل، حيث أن هذا الوضع يؤدي إلى مخاطر أكبر للتخلف عن السداد من تلك التي تواجهها الإقتصادات خارج منطقة اليورو القادرة على طبع النقود، ويدفعها للرفع من الضرائب وبالتالي انخفاض قدرتها التنافسية. إن تقيّد بلدان منطقة اليورو بانتهاج إطار موحد للسياسة النقدية منعها من استخدام كل من سعري الصرف والفائدة للخروج من أزماتها وتصحيح اختلالات التوازن باقتصادها وفقاً للظروف الإقتصادية لكل بلد. كذلك فإن استهداف التضخم من قبل البنك المركزي الأوروبي كإطار موحد للسياسة النقدية استدعى إبقاء سعر الفائدة منخفضاً لدول الإتحاد، وهو الأمر الذي أعاق رفع أسعار الفائدة في بعض الدول لعكس التكلفة الحقيقية للإقتراض في بداية اندلاع الأزمة. الأمر الذي أسفر عنه تزايد ديون كل من القطاعين العام والخاص.⁽²⁾

فالمشكلة إذا تكمن في فقدان القدرة على الإستجابة للظروف الإقتصادية الوطنية عن طريق السياسة النقدية المستقلة أو تخفيض قيمة العملة. تُعد هذه المشكلة طريقة للقول بأن أعضاء منطقة اليورو لا يستوفون معايير منطقة العملة المثلى، وكان هذا هو الأساس الرئيسي لتشاؤم معظم الإقتصاديين الأمريكيين قبل حدوث الأزمة. تبدأ معايير منطقة العملة المثلى بالحاجة إلى "تناظر الصدمات"، أي تزامن وارتباط كبير بين الدورات الإقتصادية وآجال التعديل في مواجهة الصدمات.⁽³⁾

تساعد النقاش بشدة بين الخبراء بشأن حقيقة كون الإتحاد النقدي الأوروبي منطقة عملة مثلى. يعتقد الإقتصاديون الأمريكيون مثل Krugman، Bayoumi و Eichengreen أن لبلدان مركز منطقة اليورو ومحيطها دورات اقتصادية وآجال تعديل مختلفة في مواجهة الصدمات. يتم استخدام السياسة النقدية في الإتحاد النقدي للعمل على إستقرار الصدمات المتماثلة. ومع ذلك فقد لعبت السياسة النقدية دوراً رئيسياً في نقل الصدمات غير المتماثلة في العشرية الأولى من القرن الحادي والعشرين.⁽⁴⁾

⁽¹⁾ Heiner Flassbeck and Costas Lapavistas, (May 2013): Op.Cit, p 07.

⁽²⁾ ياسمين أسامة أنور، (2014): مرجع سبق ذكره، ص 12.

⁽³⁾ Jeffrey Frankel, (2015): **Causes of Eurozone crises**, In "A Consensus View of the Causes and a Few Possible Solutions", A VoxEU.org eBook, CEPR Press, London, UK, p 110.

⁽⁴⁾ Simon Ganem, (2014): **La stabilisation macroéconomique en Zone Euro**, <http://www.bsi-economics.org/257-stabilisation-macroeconomique-zone-euro>: 21/03/2018.

اتضح أن أعضاء منطقة اليورو يعانون بالفعل من الصدمات غير المتماثلة. إن الظروف الإقتصادية في بلد مثل إيرلندا خلال العقد الأول من تبني اليورو تستدعي سياسة نقدية أكثر تشددًا مما كانت عليه في ألمانيا، والظروف بعد 2008 تبرر سياسة نقدية توسعية أكثر.⁽¹⁾

والواقع أن قدرة منطقة اليورو على التخفيف من حدة صدمة غير متماثلة تتوقف على فروق التضخم المنخفضة، على درجة حركية عوامل الإنتاج، مرونة الأسعار، الإنفتاح التجاري، التنويع الصناعي، ووجود نظام لتقاسم المخاطر... وغيرها.⁽²⁾

يتجلى عدم التناسق بين سياسات بلدان منطقة اليورو في إختلافات الأداء الإقتصادي، وكمثال على ذلك معدلات نمو الـ PIB ومتوسط معدل البطالة منذ إدخال اليورو، كما هو موضح في الجدول التالي رقم (4-2):

الجدول رقم (4-2): إختلافات الأداء الإقتصادي بين بلدان منطقة اليورو (1999-2014)

معدل البطالة		التغير السنوي للناتج الداخلي الخام		
2014-2010	2009-1999	2014-2010	2009-1999	
% 11.1	% 8.7	% 0.7	% 1.5	منطقة اليورو
% 6.9	% 6.7	% 1.4	% 1.4	بلدان المركز
% 15.0	% 7.5	% 0.6 -	% 1.7	بلدان المحيط

Source: Hans Geeroms and Pawel Karbownik, (2014): **A monetary union requires a banking union**, Bruges European economic policy briefings, Department of European economic studies, N° 33/2014, p 06.

ملاحظة: - من بلدان المركز: ألمانيا، بلجيكا، إستونيا، لكسمبورغ، هولندا، النمسا، فرنسا.
- من بلدان المحيط: اليونان، قبرص، إيرلندا، إيطاليا، البرتغال، سلوفينيا وإسبانيا.

يبين الجدول أن النمو الإقتصادي لبلدان محيط منطقة اليورو قبل اندلاع الأزمة كان بشكل أسرع من منطقة اليورو ككل، وحتى أسرع من بلدان المركز. أما خلال الفترة 2010-2014، فقد أدى السحب المفاجئ لرؤوس الأموال والتدابير النقشفية اللازمة لتعديل اقتصاداتها إلى معدل نمو سلبي (باستثناء إيرلندا) ومعدل بطالة مرتفع.⁽³⁾

⁽¹⁾ Jeffrey Frankel, (2015): Op.Cit, p 110.

⁽²⁾ Simon Ganem, (2014): Op.Cit.

⁽³⁾ Hans Geeroms and Pawel Karbownik, (2014): **A monetary union requires a banking union**, Bruges European economic policy briefings, Department of European economic studies, N° 33/2014, p 06.

2- عيوب البنية الجبائية لمنطقة اليورو:

لم تكن السياسة المالية جزءاً من معايير منطقة العملة المثلى التقليدية. لقد فاجأ مهندسون اليورو في ذلك الوقت العديد من الإقتصاديين حول هذه المسألة (منهم مثلاً Buiter وآخرون، Frankel، و Beetsma و Uhlig). وضع المهندسون الحدود الجبائية والديون في صلب معايير اتفاقية ماستريخت للإلتزام (3 % و 60 % من الـ PIB على التوالي)، واعتمدوا مبدأ "عدم الإنقاذ" "No Bailout" (1991)، حيث تكمن المشكلة في الخطر الأخلاقي (المعنوي) الحقيقي وهو المفهوم الذي تخلقه آفاق عمليات الإنقاذ كحافز للبلدان الأعضاء على ممارسة انضباط الميزانية. وبعد ذلك وافقوا على ميثاق الإستقرار والنمو "Stability and Growth Pact" (1997) وما تبعه. يستحق المؤسسون الفضل في الإقرار بمشكلة الخطر الأخلاقي في وقت مبكر، حيث أن قيود السياسة المالية لم تكن موجودة من قبل في قوائم الباحثين لمعايير منطقة العملة المثلى.⁽¹⁾

إلا أن هذا المبدأ جعل إنشاء الإتحاد النقدي الأوروبي مفتقداً لإطار موحد للسياسة المالية بما يهدف إلى تحقيق الإستقرار المالي، فقد تضمن إنشاء منطقة اليورو تناقض جلي تجسد في اقتصره على الإتحاد النقدي فقط. فالقرار الصريح بعدم تدخل البنك المركزي الأوروبي لتمويل العجز المالي للبلدان الأعضاء دفع بحكومات هذه البلدان إلى انتهاج سياسات مالية محلية مختلفة دون وجود إطار محدد لتوحيد تلك السياسات على نطاق منطقة اليورو.⁽²⁾

وربما الأكثر إثارة للقلق، فإن عيوب البنية الجبائية لمنطقة اليورو قد أدت إلى مشاكل سياسية. وهذا يعزى جزئياً إلى سوء تصميم وتعقيد القواعد المالية للإتحاد، وجزئياً إلى عدم قدرة منطقة اليورو على التعامل مع البلدان المعسرة بخلاف أزمات القروض المشروطة بالتعديل الجبائي الصارم. لقد أنتج هذا الأخير مشاكل عميقة في بلدان الأزمات وأسهم في الميل إلى التطرف السياسي، مما غذى الحركات القومية والشعبية في العديد من البلدان -بما في ذلك البلدان الدائنة-، حيث توجد مخاوف من تحول القروض الخطرة إلى تحويلات. وقد وضع الأول المفوضية الأوروبية في موقف صعب مما يعرضها للنقد من كلا الجانبين. وفي الوقت نفسه، فإن صعود النزعة الشعبية والقومية يجعل نظام السياسة يعتمد على الإدارة الجزئية الممركزة التي يصعب تسييرها بشكل متزايد. يتطلب إنفاذ القواعد الجبائية والإقتصادية الكلية للإتحاد النقدي الأوروبي احتراماً مشتركاً للإجراءات.⁽³⁾

⁽¹⁾ Jeffrey Frankel, (2015): Op.Cit, p 110.

⁽²⁾ ياسمين أسامة أنور، (2014): مرجع سبق ذكره، ص 13.

⁽³⁾ Agnès Bénassy-Quéré and others, (2018): **Reconciling risk sharing with market discipline: A constructive approach to euro area reform**, http://www.cesifo-group.de/de/ifoHome/presse/Pressemitteilungen/Pressemitteilungen-Archiv/2018/Q1/press_20180117_Reformkonzept_EWU/main/01/text_files/file/document/FRDEgroup_15Jan2018.pdf, p 04.

3- ضعف إطار الإشراف البنكي المشترك على مستوى منطقة اليورو:

مرّ الإشراف البنكي على أفضل وجه في سنوات التسعينات، ولم يتم التفكير في إمكانية نقل التأمين على الودائع أو الإشراف أو الحل البنكي (التصفية) إلى مستوى أوروبي. وتكمن المشكلة في أن المسؤولية عن التنظيم البنكي تُركت على المستوى الوطني بينما تم نقل السياسة النقدية إلى البنك المركزي الأوروبي.⁽¹⁾

سلطت أزمة منطقة اليورو الضوء على الحلقة السلبية التي يتعاقب فيها ضعف الميزانيات العمومية الحكومية، الذي أضرّ بسلامة البنوك كما حدث في اليونان، وضعف البنوك الذي أضرّ بالإئتمان الحكومي كما حدث في إيرلندا. وفي منتصف 2011 أصبح هذا الارتباط خطرا يهدد منطقة اليورو بأكملها كما يهدد نظامها المالي، مما تطلب تحركا على مستوى السياسات في عام 2012. إلا أن جذور مشكلة الهشاشة في النظام البنكي ترجع إلى وقت طويل سابق من تفشي أزمة الدين السيادي في منطقة اليورو بين عامي 2009 و2010. وقد ظلت هذه المشكلة مغلفة بالإنكار طوال الخمس سنوات الأولى من الأزمة. ففي بادئ الأمر زعم عدد كبير من صناعات السياسات أن سوق القروض العقارية الأمريكية منخفضة الجودة هي الملوحة في مواطن الضعف التي يعانيها النظام البنكي، ثم توجهوا باللوم إلى سوء إدارة المالية العامة في بلدان مثل اليونان. وكان هذا التصور هو الفكر السائد حتى عام 2012، لاسيما في ألمانيا وفرنسا حيث كان صناعات السياسات يستخدمونه لتبرير مصادر الضعف البنكي الناشئة في الداخل.⁽²⁾

غير أن جذور مشكلة النظام البنكي الأوروبي أعمق من ذلك بكثير. فقد كان جوهر المشكلة هو عدم الإتساق في الحوافز المقدمة من قبل أجهزة الرقابة البنكية الأوروبية. وعقب إنشاء الإتحاد النقدي الأوروبي في التسعينات، حددت بلدان ومؤسسات الإتحاد أهدافا طموحة لإزالة الحواجز القائمة بين البلدان فيما يتعلق بأنشطة التمويل الأوروبية. وردا على ذلك بادرت معظم السلطات الوطنية بحماية وتشجيع بنوكها الوطنية لكي تكتسب ميزة تنافسية في بيئة تتزايد فيها المنافسة، حتى وإن اقترن ذلك بزيادة المخاطرة.

وبالفعل أدت هذه "النزعة الوطنية البنكية" إلى التهوين من المخاوف الإحترازية المتعلقة بتراكم المخاطر. ومن الأمثلة البارزة في هذا الخصوص موافقة المسؤولين على قرار يصرح بالإستحواذ على البنك الهولندي ABN AMRO وتقسيمه في عام 2008، مما ساهم في الصعوبات التي واجهت بنوكا أخرى في وقت لاحق. ومنها بنك Fortis و Royal Bank of Scotland وغيرها.

⁽¹⁾ Jeffrey Frankel, (2015): Op.Cit, p 111.

⁽²⁾ نيكولا فيرون، (مارس 2014): تحولات جذرية، مجلة التمويل والتنمية، العدد 51، الرقم 01، صندوق النقد الدولي، ص 17.

كذلك فإن عدم التوافق بين نطاق الرقابة الوطني والبعد الأوروبي في النظام المالي يفسر الإخفاق في معالجة هشاشة النظام البنكي منذ تفشي الأزمة وحتى 2012. ولم يكن هذا الفشل ناجما عن عدم صدور تحذيرات كافية في هذا الخصوص، بما في ذلك ما صدر عن صندوق النقد الدولي، وإنما كان الإفتقار إلى العمل الجماعي المنسق. فمعظم البلدان كانت شديدة التردد في تحديد البنوك الضعيفة خشية أن تبدو قطاعاتها البنكية أضعف من مثيلاتها في البلدان المجاورة، لاسيما في منطقة اليورو. وتسبب عدم وجود سلطة مركزية قوية في حالة من الشلل أو التحرك القاصر. وفشلت محاولات استعادة الثقة عندما أجريت اختبارات متابعة على مستوى البنوك الأوروبية في سبتمبر 2009 وجويلية 2010 وجويلية 2011، وسرعان ما ثبت أن نتائجها لا يمكن التعويل عليها.⁽¹⁾

ثانيا - الأسباب الرئيسية الأخرى لأزمة منطقة اليورو:

يمكن تصنيف الأسباب الأخرى لأزمة منطقة اليورو إما على أنها انعكاسات غير مباشرة لأخطاء التصميم، أو أنها من الأسباب التي أدت إلى اندلاع الأزمة.

1 - فجوة القدرة التنافسية بين بلدان منطقة اليورو:

إن اعتماد عملة واحدة يعني أن التغيير غير المتناسب في تكاليف العمالة في بلد ما مقارنة ببلد آخر لم يعد بالإمكان تصحيحه بواسطة سعر الصرف، ويترجم بالتغير النسبي في القدرة التنافسية. بين إدخال اليورو (1999) وبداية أزمة منطقة اليورو (2009)، كان النمو السنوي لتكاليف اليد العاملة في بلدان المحيط 5.37 % في اليونان، 5.87 % في إيرلندا، 3.75 % في إسبانيا، 2.67 % في إيطاليا و 3.72 % في البرتغال. هذه الزيادات أعلى بكثير من بلدان المركز وخاصة في ألمانيا، حيث كان معدل النمو 1.78 % فقط. وبالتالي فقد عانت بلدان المحيط من خسائر كبيرة في القدرة التنافسية مقابل بقية البلدان. توفر مقارنة تطور أجر العمل بتطور إنتاجية العمل رؤية أكثر ملاءمة للإختلافات في القدرة التنافسية بين بلدان المركز (النمسا، بلجيكا، فنلندا، فرنسا، ألمانيا وهولندا) وبلدان المحيط (اليونان، إيرلندا، إيطاليا، البرتغال وإسبانيا) لمنطقة اليورو.⁽²⁾

يوضح الشكل رقم (4-5) التطور في التكلفة الأجرية الوحدوية لبعض بلدان منطقة اليورو منذ سنة 1999 إلى غاية 2017 لعينة من هذه البلدان:

⁽¹⁾ نيكولا فيرون، (مارس 2014): مرجع سبق ذكره، ص 18.

⁽²⁾ Alexandre Jeanneret et Elian Chouaib, (décembre 2015): **La crise de la dette en Europe**, L'Actualité économique, Revue d'analyse économique, Vol. 91, No 4, L'École des Hautes Études Commerciales (HEC), Montréal., p p 604-605.

الشكل رقم (4-5): التكلفة الأجرية الودودية لبعض بلدان منطقة اليورو (1999-2017)

السنوات	إسبانيا	فرنسا	إيطاليا	ألمانيا
98	100	100	100	100
99	105	102	101	100
00	110	105	103	101
01	115	108	106	102
02	120	110	108	103
03	125	112	110	104
04	130	115	112	105
05	135	118	115	106
06	140	120	118	107
07	145	122	120	108
08	150	125	122	109
09	155	128	125	110
10	160	130	128	112
11	160	132	130	114
12	155	135	132	116
13	158	138	135	118
14	158	140	138	120
15	158	142	140	122
16	158	145	142	125
17	158	148	145	128

Source: Patrick Artus, (2017): **Quelles sont les difficultés essentielles de la zone euro?**, Revue de l'OFCE N° 153 -Où va l'économie?-, <https://www.ofce.sciences-po.fr/pdf/revue/18-153.pdf>, p 353.

وبالتالي، يمكن لبعض البلدان أن تُراكم عجزاً كبيراً في القدرة التنافسية مقابل البلدان الأخرى، مما يجبرها في نهاية المطاف على تطبيق تخفيض داخلي لقيمة العملة (انكماش الأجور في اتحاد نقدي)، مثلما فعلت إسبانيا منذ 2009، مع التكاليف المرتبطة بذلك من انخفاض الطلب المحلي وارتفاع معدل البطالة.⁽¹⁾

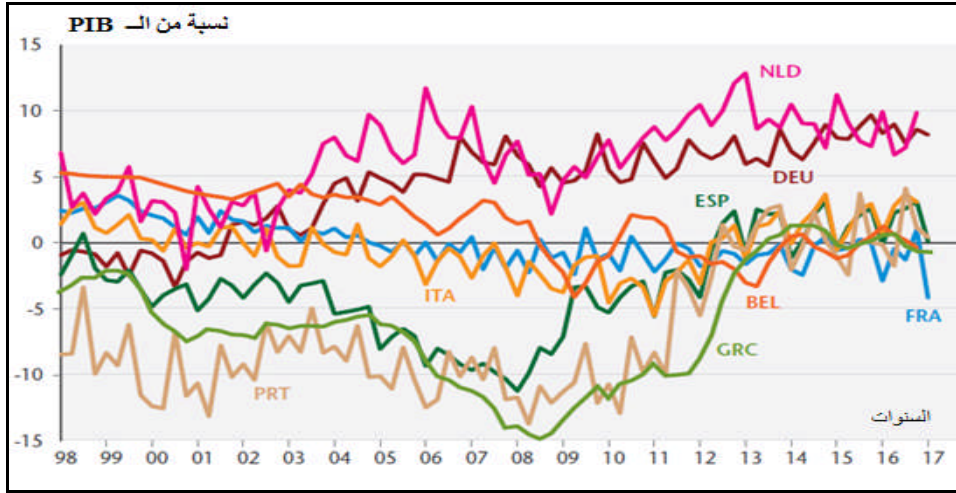
على الرغم من أن الفرق السنوي للنمو في التكلفة الأجرية الودودية كان صغيراً نسبياً، إلا أن ديناميكيات هذا الفرق السنوي "الصغير" نتجت عنه فجوات هائلة على مر الزمن. بلغت فجوة التكلفة والسعر بين ألمانيا وبلدان المحيط في نهاية العقد الأول من الإتحاد النقدي الأوروبي حوالي 25 %، و 15 % بين ألمانيا وفرنسا. بعبارة أخرى، على الرغم من أن العملات الوطنية لم تعد موجودة، فقد انخفض سعر الصرف الحقيقي في ألمانيا بشكل كبير. انعكس النمو المتباين للتكاليف الودودية لليد العاملة في تباينات أسعار مماثلة. اكتسبت ألمانيا نتيجة للفجوات المتراكمة ميزة مطلقة في التجارة الدولية بينما عانت البلدان الأخرى من عيوب كثيرة. لتوضيح هذا التأثير نسوق المثال التالي: يمكن بيع منتج مشابه، تم بيعه سنة 1999 بنفس السعر في جميع البلدان الأعضاء في الإتحاد النقدي الأوروبي، من قبل ألمانيا سنة 2010 بسعر أقل بنسبة 25 % في المتوسط من بلدان الإتحاد الأخرى، دون أي تغيير في هامش الربح للمنتجين الألمان. كان لتراكم الفجوة الهائلة في تكاليف وحدة العمل والأسعار تأثير هائل على التدفقات التجارية. مع انخفاض تكاليف العمالة في الوحدة الألمانية عن تلك الموجودة في البلدان الأخرى بهامش متزايد، ازدهرت صادراتها وتباطأت وارداتها. سجلت بلدان المحيط وفرنسا عجزاً في التجارة والميزان الجاري الآخذ في الإتساع.⁽²⁾

⁽¹⁾ Patrick Artus, (2017): **Quelles sont les difficultés essentielles de la zone euro?**, Revue de l'OFCE N° 153 -Où va l'économie?-, <https://www.ofce.sciences-po.fr/pdf/revue/18-153.pdf>, p p 353-354.

⁽²⁾ Heiner Flassbeck and Costas Lapavistas, (May 2013): Op.Cit, p 12.

ساهم فقدان القدرة التنافسية لبلدان المحيط في إستمرار العجز في موازينها الجارية كما يوضحه في الشكل رقم (4-6)، وأدى إلى نمو الإختلافات في الموازين الجارية بينها وبين بلدان المركز في ظل العملة الموحدة.

الشكل رقم (4-6): الموازين الجارية لبعض بلدان منطقة اليورو (1998-2017)



Source: Patrick Artus, (2017): **Quelles sont les difficultés essentielles de la zone euro?**, Revue de l'OFCE N° 153 -Où va l'économie?-, <https://www.ofce.sciences-po.fr/pdf/revue/18-153.pdf>, p 349.

وهكذا تضررت بلدان المحيط التي لم تتخذ خطوات للتعامل مع فقدانها للقدرة التنافسية للتعويض عن عجزها عن طريق الدعم المالي الخارجي، خصوصا من البنوك الأوروبية الكبيرة. وفي المقابل، شهدت بلدان المركز فائضا كبيرا في الحسابات الجارية. الديون الخارجية لبلدان المحيط ليست فقط حكومية، وإنما أيضا من القطاع الخاص المثقل بالديون لمعالجة قدرته التنافسية المنخفضة مقارنة مع مركز منطقة اليورو.⁽¹⁾

إن ضعف مرونة كل من الأجور والأسعار إضافة إلى عوامل أخرى، أدى إلى افتقار دول منطقة اليورو إلى الآليات الإقتصادية التي تحد من انتقال الأزمات بينها، وهو ما يحد من قدرة الإقتصادات على إصلاح الإختلالات الإقتصادية الكلية (Macro-Economic Imbalances).⁽²⁾

2- تراكم العجز الهيكلي في الميزانيات العمومية والمديونية في دول منطقة اليورو:

سمح الإدماج في منطقة اليورو بتسهيل إمكانية التعاقد على الدين من قبل القطاعين العام والخاص، مما ساهم في انخفاض أسعار الفائدة. يعزى هذا الانخفاض إلى فشل السوق بسبب عدم تقييم مخاطر الائتمان بشكل صحيح، إذ اعتمد المقرضون على بلدان المحيط بملاءة متوافقة تقريباً لتلك الموجودة في ألمانيا، على افتراض أن البلدان القوية في المنطقة ستقوم بدعم الأضعف في حالة مواجهة الصعوبات. وبهذه الطريقة زاد إجمالي

⁽¹⁾ Alexandre Jeanneret et Elian Chouaib, (décembre 2015): Op.Cit, p 605.

⁽²⁾ ياسمين أسامة أنور، (2014): مرجع سبق ذكره، ص 13، بتصرف.

الدين الخارجي (الحكومة والقطاع الخاص والأسر) في البلدان المحيطة بزيادة كبيرة، وكانت البنوك الفرنسية والألمانية الأكثر تعرضاً له.⁽¹⁾

زادت نسبة العجز في الميزانيات العمومية مع انفجار أزمة الـ Subprimes، ووصلت سنة 2010 إلى مستويات مرتفعة جداً إذ بلغت 10.6 % في اليونان، 4.6 % في إيطاليا، 9.3 % في إسبانيا، 11.8 % في إيرلندا، 9.8 % في البرتغال، 4.3 % في ألمانيا، 7.1 % في فرنسا. ومنه نلاحظ أن المعدلات المرتفعة لنسبة العجز تتعلق خاصة بإيرلندا، اليونان، البرتغال وإسبانيا. وتعاني هذه الدول من مشاكل مزدوجة، من جهة ديون عمومية مرتفعة تستدعي تسديد الأقساط والخدمات سنوياً، والتي تزيد في تعميق العجز في الميزانية العمومية بما فيها ديون خارجية هامة ذات مدى زمني طويل الأجل، ومن جهة أخرى تفشي ظاهرة الرشوة والفساد التي تجعل الإيرادات في مستويات دنيا.

تتشكل الديون العمومية في أغلب الأحيان من تراكم عجز الميزانية العمومية السنوية، حيث تلجأ الدول والهيئات الإدارية التابعة لها للإستدانة لتغطية العجز المسجل في الميزانية، أو تمويل مشاريع ضخمة مستقبلية، وقد نصت إتفاقية ماستريخت على أن لا تتجاوز نسبة المديونية إلى الـ 60 PIB % لكل دولة من أعضاء منطقة اليورو، إلا أن هذه النسبة لم تحترم من طرف أغلب دول المنطقة، حيث احتلت اليونان المرتبة الأولى سنة 2010 في نسبة الديون العمومية قدرت بحوالي 146 % تليها إيطاليا بنسبة 115.3 %، بلجيكا بنسبة 96.2 % والبرتغال وإيرلندا على التوالي بنسبة 93.3 % و 87.4 %. وما زاد من حدة المديونية في منطقة اليورو هو إقدام البنك المركزي الأوروبي على إقراض البنوك الأوروبية خلال الفترة 2007-2009 بمعدلات فائدة منخفضة جداً لتفادي إفلاسها وتوفير السيولة، والتي بدورها قامت بإقراض جزء من هذه القروض بأسعار فائدة مرتفعة إلى الدول الأوروبية التي كانت تعاني من عسر مالي ولاسيما إقراض اليونان مما زاد من ثقل أعباء المديونية، والذي يزيد بدوره من مخاطر عدم القدرة على التسديد الذي يؤدي إلى ارتفاع معدلات الفائدة من جديد. كما ساهمت أزمة الـ Subprimes في تطور المديونية العمومية مع ازدياد العجز في الموازنات العامة في دول أوروبا خلال الفترة 2007-2015.⁽²⁾

⁽¹⁾ Alexandre Jeanneret et Elian Chouaib, (décembre 2015): Op.Cit, p 605, p 607.

⁽²⁾ بوريش هشام وعفيف هناء، (2017): دور المعلومة في أزمة الديون السيادية - دراسة حالة اليونان -، مجلة العلوم الاقتصادية، العدد 17 (1)، جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا، السودان، ص ص 21-22، ص 23، بتصرف.

3- الدور السلبي لوكالات التصنيف الائتماني:

بدأت مشكلة منطقة اليورو مع وكالات التصنيف الائتماني حين خفّضت Standard & Poor's في أبريل 2010 تصنيف الديون السيادية اليونانية إلى درجة خطيرة، ما أفقد المستثمرين ثقتهم في اليونان وساهم في تفاقم الأزمة المالية للبلد. وتكرر الأمر مع إيرلندا والبرتغال.⁽¹⁾

انفجرت أزمة الديون في منطقة اليورو بسبب الإفراط في المديونية من طرف الحكومات والهيئات التابعة لها، حتى أصبحت بعضها غير قادرة على تسديد خدمات الديون، بمعنى إفلاسها الجزئي (اليونان، البرتغال وإيرلندا). وما زاد في تفاقم الأزمة هو صعوبة الحصول على الأموال في السوق المالية بشروط مناسبة (سعر الفائدة، علاوة المخاطر وعلاوة التأمين) من جراء تخوف المستثمرين، وخصوصا في ظل القرارات التي اتخذتها وكالات التصنيف الائتماني بإعادة تصنيف الديون العمومية لدول المنطقة، وهو ما يعني رفع معدلات الفائدة وعلاوة التأمين بإعادة التصنيف، والأثر الكبير الذي أحدثته وكالات التصنيف على أزمة منطقة اليورو هو إقدام وكالة Standard & Poor's على تخفيض التصنيف الائتماني لتسعة دول في يوم واحد (15 جانفي 2012).⁽²⁾ من الأسباب الرئيسية التي أسهمت في أزمة منطقة اليورو هو عدم قيام مؤسسات التصنيف الائتماني بالفرقة بين اقتصاديات دول الإتحاد، فقد ساوت تلك المؤسسات في تقييمها بين دول قليلة العرضة للمخاطر كألمانيا وأخرى أكثر عرضة لها مثل اليونان، إيرلندا، إيطاليا وإسبانيا.⁽³⁾

المطلب الثالث: محدودية السياسات الظرفية لعلاج الأزمة النظامية لمنطقة اليورو

نظراً للأزمة غير المسبوقة في منطقة اليورو، اتخذت العديد من المؤسسات الأوروبية وبعض الحكومات تدابير استثنائية لتجنب التخلف عن السداد في بعض البلدان عن طريق طرح سياسات اقتصادية ومؤسسية. التزمت الدول الأوروبية أيضاً بتقديم دعم مالي للبلدان المتضررة حتى تتمكن من الإستمرار في سداد ديونها، مع جهود البنك المركزي الأوروبي في القطاع المالي كذلك. إلا أن ما يعاب على هذه التدابير والإجراءات هو طبيعتها الظرفية والعلاجية لأعراض الأزمة وآثارها فقط، حتى أن معظمها فاقم من شدة الأزمة كتدابير التقشف. لذلك كانت محل نقد واسع -ورفض أحياناً- لأنها لا تعالج المشاكل الجوهرية للإتحاد النقدي الأوروبي.

(1) منة الله محمود إبراهيم، (2015): مرجع سبق ذكره، ص 43.

(2) بوريش هشام وعفيف هناء، (2017): مرجع سبق ذكره، ص 24.

(3) ياسمين أسامة أنور، (2014): مرجع سبق ذكره، ص 14.

أولاً- السياسات الظرفية المنتهجة لعلاج أزمة منطقة اليورو:

بدأت منطقة اليورو في تنفيذ برامج لتصحيح أوضاع الإقتصاد الكلي، مما حفز التعاون وإعادة النظر في مبدأ "عدم الإنقاذ" واللجوء لمخططات الإنقاذ. والمبادرة بتقديم الدعم للبلدان المتضررة بأسعار فائدة غير السائدة في السوق من خلال التسهيل الأوروبي للإستقرار المالي والآلية الأوروبية للإستقرار. إضافة إلى فرض تدابير النقشف والخصوصية، ودور البنك المركزي الأوروبي في محاولة إرساء ظروف الثقة في العملة الموحدة.

1- مخططات الإنقاذ:

بعد إعلان الحكومة اليونانية عن أرقام الديون الحقيقية في البلاد، أصبح من الواضح أن اليونان بحاجة إلى مساعدة مالية لسداد ديونها. استفادت اليونان في ماي 2010 من 110 مليار يورو من المساعدات، منها 80 مليار مقدمة من الدول الأعضاء و 30 مليار من صندوق النقد الدولي. وتبلغ الفائدة على هذه القروض 5.2 % مع فترة سداد 3 سنوات، وقد خفضت الفائدة بـ 1 % لتصبح 4.2 % مع تمديد فترة السداد لتبلغ 07 سنوات ونصف. تتطلب هذه المساعدات المشروطة تدابير تقشفية صارمة ينبغي أن يلتزم بها اليونان من خلال تخفيضات في الميزانية، زيادة الضرائب، تحرير الإقتصاد وإصلاح نظام التقاعد. أحد الشروط هو الوصاية على اليونان من قبل اللجنة الثلاثية التي تقوم بالمراقبة الدورية. يرافق القرض معدل فائدة قدره 5 %، مما يسمح للبلد بتمويل ديونه بمعدل فائدة مستدام على المدى الطويل.

بعد فترة وجيزة من اليونان، اضطرت إيرلندا، التي تعرض قطاعها البنكي لقصور نتيجة تكثيفه لمنح القروض العقارية، إلى التقدم بطلب للحصول على مساعدة مالية في نوفمبر 2010. وهكذا تمكنت من الإستفادة من التسهيل المالي الأوروبي الجديد (نتطرق له في النقطة التالية). تبلغ خطة المساعدات لإيرلندا 85 مليار يورو. مقابل هذه المساعدات يتعين على الحكومة الإيرلندية إعادة هيكلة بنوكها، وفرض تدابير تقشفية وتنفيذ إصلاحات ضريبية. ثم جاء الدور على البرتغال التي كانت تعاني من صعوبات اقتصادية، لم تعد الحكومة قادرة على الإقتراض من الأسواق المالية وكان عليها تقديم طلب للمساعدة لشركائها الأوروبيين في أبريل 2011. تم منح ما مجموعه 78 مليار يورو مساعدة لها، تم تقاسم المبلغ في حصص متساوية تبلغ 26 مليار من صندوق المساعدة الأوروبي، والصندوق الأوروبي للإستقرار المالي وصندوق النقد الدولي.⁽¹⁾

أقرت بلدان منطقة اليورو في 21 فيفري 2012 الحزمة الثانية لإنقاذ اليونان، وتتضمن الحزمة جملة إجراءات خصصت لها 130 مليار يورو، فضلا عن اتفاق لتبادل سندات الديون اليونانية مع دائئيتها من القطاع

⁽¹⁾ Alexandre Jeanneret et Elian Chouaib, (décembre 2015): Op.Cit, p p 611-612.

الخاص ينص على شطب 107 مليار يورو. بعدها توصلت الحكومة اليونانية في 14 أوت 2015 إلى اتفاق مع مجموعة الدائنين يقضي بحصول اليونان على حزمة جديدة من المساعدات تصل قيمتها إلى 86 مليار يورو بعد موافقة البرلمان اليوناني على شروط قاسية حاول تجنب إقرارها لوقت طويل.⁽¹⁾

2- التسهيل الأوروبي للإستقرار المالي والآلية الأوروبية للإستقرار (EFSF و EFSM):

في 09 ماي 2010 صدر قرار من دول منطقة اليورو بإنشاء التسهيل الأوروبي للإستقرار المالي (European Financial Stability Facility/ EFSF)، وذلك بغرض تحقيق الإستقرار المالي من خلال منح المساعدات لبلدان المنطقة في مواجهة أزماتها المالية. هذا وقد فوضت تلك الآلية لبيع السندات الحكومية واستخدام عائد تلك المعاملات لإقراض الدول الأوروبية بحد أقصى 440 مليار يورو، وذلك بضمان كل من المفوضية الأوروبية، حكومات دول المنطقة وصندوق النقد الدولي، كما كان لتلك الآلية صلاحية إعادة رسملة البنوك. إضافة إلى ذلك، منحت دول منطقة اليورو صلاحية اقتراض تصل إلى 60 مليار يورو بواسطة آلية الإستقرار المالي الأوروبية (European Financial Stabilization Mechanism/ EFSM)، التي نشأت في جانفي 2011، بحيث تقوم المفوضية الأوروبية بتوفير القروض بضمان من ميزانية الإتحاد الأوروبي. وأخيرا، يمنح صندوق النقد الدولي تسهيلات للدول الأعضاء تصل إلى 250 مليار يورو. وبذلك تصل إجمالي المساعدات المتضمنة في شبكة الضمان المالي المتاحة لدول الإتحاد إلى نحو 750 مليار يورو.⁽²⁾

تعرض EFSF للكثير من الإنتقادات وخاصة قبل توسيعه، وتعرض للهجوم على مدى قدرته على توفير ما يكفي من الأموال لإنقاذ الإقتصادات الكبيرة والمهددة بالإنهيار مثل إسبانيا وإيطاليا. بالإضافة إلى ذلك فإن المساعدة التي تقدمها الدول المليئة لتلك التي تواجه صعوبات من خلاله لها ثمن، وهو تحديداً دقة الموازنة والإنضباط المالي، وبالتالي فإن هذه المساعدة تكون في مقابل الإصلاحات الهيكلية في البلد المعني.

تم إنشاء EFSF و EFSM كترتيبات مؤقتة للإمتثال لمعاهدات الإتحاد الأوروبي؛ ولمعالجة المشاكل المحتملة على المدى الطويل لبلدان منطقة اليورو، أنشأت دول المنطقة آلية الإستقرار الأوروبي (ESM) (European Stability Mechanism/). اعتباراً من أكتوبر 2012، حلت ESM محل الترتيبات المؤقتة لـ EFSF و EFSM لأداء نفس المهام مثل EFSF بشكل رئيسي، برأس مال 700 مليار يورو كحد أقصى (مع قدرة قرض تبلغ 500 مليار يورو). دفعت بلدان منطقة اليورو على الفور 80 مليار يورو. لذلك إذا كانت إحدى بلدان

(1) بونغاس شيماء، (2018-2019): مرجع سبق ذكره، ص 162.

(2) ياسمين أسامة أنور، (2014): مرجع سبق ذكره، ص 22.

المنطقة تستخدم الدعم المالي، فإن لدى ESM خيار استخدام هذا المبلغ بشكل مباشر أو يمكن رفع المبلغ اللازم في أسواق رأس المال إذا لزم الأمر.⁽¹⁾

تم ربط منح حزم الإنقاذ والإستفادة من مساعدات الهيئات المنشأة بالشروط التي يجب على الدول المتلقية احترامها، وأهم هذه الشروط هي تدابير التقشف والتحرير الإقتصادي، والتي سنبحثها في العنصر الموالي.

3- تدابير التقشف والخصوصية:

تغيرت السياسة المالية في الإتحاد النقدي الأوروبي في سنة 2010 من التوجه التوسعي نحو التقشف الصارم. لقد دفعت ألمانيا البلدان التي تعاني من الضغوط إلى الإنضباط الجبائي الصعب وخفض الإنفاق الحكومي، وفرضت اللجنة الثلاثية التقشف المالي على الدول التي تعتمد على مساعداتها. اتبعت الدول الأخرى أيضاً، والتي كانت خائفة من عقاب الأسواق المالية، سياسات تقييدية. انخفض الإنفاق العام في اليونان وإسبانيا والبرتغال كثيراً بعد سنة 2010. في اليونان، وهي الحالة الأكثر تطرفاً، بلغ الإنخفاض حوالي 25 % بحلول سنة 2014. ظلت النفقات العامة في إيطاليا في حالة ركود تقريباً، في حين استمرت في النمو في ألمانيا وفرنسا بشكل معتدل ولكن لم تظهر علامة على التوسع الكبير. كانت نتيجة هذا التحول السابق لأوانه إلى السياسة المالية التقييدية الركود الثاني في الإتحاد النقدي الأوروبي في سنتي 2012 و 2013.⁽²⁾

تحولت معظم الدول الأخرى المتضررة إلى التقشف بالمعنى الواسع بثلاثة عناصر: الموقف المالي التقلصي، تخفيض الأجور عن طريق المرونة في أسواق العمل، والإصلاحات الهيكلية التي تشمل في معظم الحالات قيود الإنفاق. كان هذا مساهماً هاماً في ارتفاع هوامش أسعار الفائدة في بلدان المحيط. على الرغم من السياسة النقدية عند الحد الأدنى الصفري، فقد حدث الركود المزدوج في 2012-2013. تم التغلب على هذا الركود سنة 2014 فقط بسبب تخفيف قيود السياسة المالية (بغض النظر عن القواعد المالية) وبانخفاض قيمة اليورو، مما أدى إلى فائض في الحساب الجاري بنسبة 3.7 % في منطقة اليورو سنة 2016.⁽³⁾

في موجة الإصلاحات في البرتغال واليونان هناك خصوصية الأصول الحكومية الرئيسية، والتي لا تزال ضرورية للدول لجمع الأموال اللازمة لسداد الديون. تؤثر برامج الخصوصية هذه على إعادة هيكلة الاقتصاد بأكمله، وبالتالي ترهن دور الدولة. أطلقت الحكومة البرتغالية خطة طموحة للخصوصية تشمل قطاعات الطاقة والدفاع وبناء السفن والنقل والتعدين. المسار الذي سلكته اليونان كان أكثر طموحاً، حيث أعلنت في 23 مارس

⁽¹⁾ Alexandre Jeanneret et Elian Chouaib, (décembre 2015): Op.Cit, p p 613-614.

⁽²⁾ Hansjörg Herr, (2018): **A history of the crises of the European Monetary Union**, In "Saving the Euro – redesigning Euro Area economic governance", Edited by Hansjörg Herr, Jan Priewe, Andrew Watt, p 34.

⁽³⁾ Jan Priewe, (2018): Op.Cit, p 117.

2011 عن هدف جمع ما يقدر بـ 50 مليار يورو من عمليات الخصخصة. يمكن التشكيك في إمكانية تحقيق هذا الهدف خصوصاً بسبب حجمه. تتمثل العقبة الرئيسية أمام الخصخصة في حقيقة أن الحكومة اليونانية ليس لديها سجل للأراضي، هذا يعني أنها قد لا تملك قانونياً ما تريد بيعه، كما يعقد غياب السجل المعاملات ويبطئها. يضيف هذا المزيد من اللاتأكد بشأن أسعار المبيعات المحتملة التي قد تطلبها الدولة. يتمثل الجانب الأساسي الآخر من هذه الخصخصة في السرعة التي يجب أن تنفذ بها البرنامج من قبل الحكومة، تحت ضغط من الهيئات الأوروبية وصندوق النقد الدولي، من أجل الاستفادة من الشريحة التالية من خطة المساعدات. الضغط والطلب على التحرك السريع الممارس على اليونان لا يسمحان لها بإنشاء مؤسسات تنظيمية فعالة لتسيير عمليات الخصخصة؛ بحيث تجد الحكومة نفسها تتفاوض في نفس الوقت على العديد من العمليات، وهي مهمة غير واقعية بكل بساطة. قد تواجه الدولة أيضاً عجزاً لأن المشتريين المحتملين يدركون أن الحكومة تتعرض لضغوط.⁽¹⁾

4- دور البنك المركزي الأوروبي:

قام البنك المركزي الأوروبي بإتخاذ إجراءات من شأنها استهداف زيادة السيولة، من خلال الحفاظ على تدفق الأموال ما بين البنوك الأوروبية عن طريق خفض أسعار الفائدة فيما بين تلك البنوك وتوجيه القروض منخفضة التكلفة للبنوك الضعيفة الأكثر تأثراً بالأزمة. هذا بالإضافة إلى قيام البنك بالتعامل في الأوراق الحكومية وكذا الخاصة بالقطاع الخاص في عمليات السوق المفتوحة مما يسهل توفير السيولة لهما. وفي هذا الإطار، أعلن البنك المركزي الأوروبي في 10 ماي 2010 عن إصداره لبرنامج أسواق الأوراق المالية (Securities Markets Programme/ SMP)، والذي يعد الإجراء الثالث من قبل البنك حيال أزمة الديون السيادية الأوروبية، تالياً في ذلك خفض أسعار الفائدة على القروض وتسهيل عمليات منح الائتمان. وبموجب هذا البرنامج يتدخل البنك المركزي الأوروبي في عمليات بيع الأوراق المالية سواء للقطاع الخاص أو العام، وذلك لضمان توافر السيولة، وكذا لضمان كفاءة تلك الأسواق في غضون تفاقم أزمة منطقة اليورو.⁽²⁾

كما أعلن البنك المركزي الأوروبي في 02 أوت 2012 عن إستعداده للقيام بعمليات الصرف في كل من أسواق السندات والأسواق الثانوية (Outright Monetary Transactions/ OMT)، حيث أنه بموجب هذه الآلية يقوم البنك المركزي الأوروبي بشراء السندات الحكومية، عند طلب الحكومات، بفترات استحقاق تتراوح بين السنة إلى ثلاث سنوات. ومن الجدير بالذكر أن الهدف من تقديم تلك الوسيلة المساعدة للدول الأوروبية هو العمل

⁽¹⁾ Alexandre Jeanneret et Elian Chouaib, (décembre 2015): Op.Cit, p 615.

⁽²⁾ ياسمين أسامة أنور، (2014): مرجع سبق ذكره، ص 25.

على خفض معدلات العائد على السندات الحكومية وبالتالي نقص تكلفة الإقتراض لحكومات دول مثل إيطاليا وإسبانيا، مما قد يعيد ثقة المستثمرين في الأسواق الأوروبية. وقد جاء هذا الإجراء بجانب عمليات إعادة التمويل طويلة الأجل (Long Term Refinancing Operations/ LTROs) والتي بدأ البنك المركزي الأوروبي في انتهاجها منذ مارس 2008 بغرض توفير القروض للبنوك الأوروبية بتكلفة منخفضة. استطاع البنك المركزي الأوروبي سنة 2012 بواسطة عمليات LTROs تمويل أكثر من 60 % من إجمالي الديون المستحقة على البنوك الأوروبية لتلك السنة. علاوة على ذلك قام البنك المركزي الأوروبي بتسهيل شروطه الائتمانية لمساعدة الدول المتعثرة مثل اليونان في الحصول على السيولة اللازمة.⁽¹⁾

بدأ البنك المركزي الأوروبي سياسته النقدية غير التقليدية في جوان 2014. أصبح معدل الفائدة على الودائع البنكية لدى البنك المركزي الأوروبي سالبًا، وفي سلسلة من الخطوات، وصل إلى -0.4 % في مارس 2016. قام البنك المركزي الأوروبي في المتوسط بشراء أوراق مالية من القطاعين العام والخاص بقيمة 80 مليار يورو شهريًا. تم تخفيض المبلغ إلى 60 مليار يورو شهريًا منذ أبريل 2017. كان الدافع الأساسي لهذه السياسة النقدية غير التقليدية هو ضعف التنمية الاقتصادية في منطقة اليورو ومعدل التضخم أقل بكثير من هدف 2 %. في الواقع، كانت منطقة اليورو في خطر الانحدار إلى تطور انكماش مائل للذي حدث في اليابان أو ما هو أسوأ. يمكن أن تكون التسهيلات الكمية فرصة لتطهير ميزانيات البنوك من القروض المتعثرة أو لمساعدة الحكومات في البلدان التي تمر بأزمات.⁽²⁾

مرة أخرى تعتبر هذه التدابير مؤقتة. رغم عمل Mario Draghi مدير البنك المركزي الأوروبي على تعزيز المصداقية تجاه منطقة اليورو وطمأنة الأسواق بقوله إنه "سيبذل جهده للحفاظ على اليورو" مضيفًا أن العملة الموحدة "لا رجعة فيها"، إلا أنه شدد على أن البنك المركزي الأوروبي لا يمكن أن يلعب دور الحكومات في الإصلاحات الهيكلية التي يتعين عليها القيام بها. في الواقع لا تسمح مساعدات البنك المركزي الأوروبي إلا بالتخفيف المؤقت لمعدلات التمويل.⁽³⁾

⁽¹⁾ ياسمين أسامة أنور، (2014): مرجع سبق ذكره، ص 26.

⁽²⁾ Hansjörg Herr, (2018): Op.Cit, p 30.

⁽³⁾ Alexandre Jeanneret et Elian Chouaib, (décembre 2015): Op.Cit, p 618.

ثانياً - محدودية السياسات الظرفية وحتمية التوجه نحو التصحيح العميق:

على الرغم من تعددية الإجراءات والترتيبات المتخذة من الجهات المعنية والمستحدثة للتخفيف من أزمة منطقة اليورو، إلا أن تطور واستمرار الأزمة وتفاقمها كشف عن محدودية هذه السياسات.

1- حدود ونقاط ضعف سياسات البنك المركزي الأوروبي:

بالنظر إلى تعامل البنك المركزي الأوروبي مع أزمة الإتحاد النقدي الأوروبي، فإن الأحكام مختلطة، بين من اعتبر أن تأخره وتردده في التدخل لحل الأزمة مما رفع من حدتها، دليل على تذبذبه في إدارتها؛ وبين من اعتبر أن البنك المركزي الأوروبي هو المؤسسة التي أبقت الإتحاد النقدي الأوروبي معاً، وعملت على استقراره خلال فترات الضغط الشديد.⁽¹⁾

لقد تأخر البنك المركزي الأوروبي في التدخل في أزمة منطقة اليورو للسببين التاليين:

«الخوف من الوقوع في عدم إحترام قواعده وقوانينه المتمثلة في عدم مساعدة البلدان التي تعاني من العجز. حيث يعتبر استخدام هذا الحل بمثابة التنازل عن مبادئ البنك المركزي الأوروبي (وأهمها مبدأ "عدم الإنقاذ") والتي تشكل استقلاله السياسي والفلسفة الإقتصادية لإنشائه؛

«خطأ تقييم الصعوبات المالية التي كانت تعاني منها الدول المتأثرة وخاصة اليونان، حيث كان من الصعب أن يتم تصور انهيار اليونان الذي لا يمثل اقتصاده سوى 03 % من منطقة اليورو، كما أن عدم وجود موقف حازم من دول الإتحاد النقدي الأوروبي والبنك المركزي الأوروبي في صياغة حلول بشأن الديون السيادية أدى إلى خلق عدم الثقة والذعر في الأسواق المالية، الأمر الذي أدى إلى بيع واسع للسندات من دول أخرى من الإتحاد النقدي الأوروبي.

استجاب البنك المركزي الأوروبي عن طريق برنامج شراء الأوراق المالية (SMP) من البلدان التي تعاني من الأزمات لاحتواء فروق الأسعار، ولكن البرنامج كان جد محتشم (محدود الحجم والتأثير) لمنع الإيقاف المفاجئ السيئ للمستثمرين الماليين الذين اشتروا سندات سيادية في بلدان المحيط مع أسعار فائدة أعلى قليلاً قبل الأزمة والذين ضخوا الكثير من التمويل قصير الأجل في اقتصادات الفقاعات. رفع البنك المركزي الأوروبي أسعار الفائدة مرتين في خضم الأزمة (في 2011) خوفاً من التضخم، وهو عمل مضلل في عهد رئيسه آنذاك Trichet. تشير فروق الأسعار إلى انتشار العدوى ومخاطر الإفلاس التي تلوح في الأفق.

⁽¹⁾ Hansjörg Herr, (2018): Op.Cit, p 28.

جاء إعلان برنامج OMT من قبل Mario Draghi، خليفة Trichet، بوعده شفهي سنة 2012 بأن البنك المركزي الأوروبي سيبذل قصارى جهده للحفاظ على اليورو. إلا أن تطبيق برنامج OMT -المصمم للسماح بشراء السندات السيادية من أعضاء محددين تحت ظروف معينة- يتطلب إجراءات معقدة وتراخيص من الهيئات الأخرى. يشير هذا إلى أن البنك المركزي الأوروبي ليس لديه ما يكفي من الدعم القانوني ليكون بمثابة "مقرض الملاذ الأخير (LLR)" الكامل، وبذلك فإن قدرة البنك المركزي الأوروبي كـ LLR مقيدة بشدة. والنتيجة هي أن الهوامش لا تزال تعتمد على سلوكيات المستثمرين الماليين وتتقيط وكالات التصنيف. بدأ البنك المركزي الأوروبي بالتيسير الكمي الكامل (QE) سنة 2015، بعد سبع سنوات من الإحتياطي الفيدرالي، بغض النظر عن تنفيذ برنامج صغير لشراء السندات المغطاة في سنة 2009. ساهم هذا الرد المتأخر في الركود المزدوج من 2012-2013، بالموازاة مع تشديد المالية (التقشف). يجب الإشارة أيضاً إلى حقيقة أن البنك المركزي الأوروبي بقيادة Trichet قد أجبر الحكومة الإيرلندية على إنقاذ البنوك من أجل حماية الدائنين الرئيسيين وهم البنوك الفرنسية والألمانية؛ أدى هذا إلى موجة من التقشف في إيرلندا. يشارك البنك المركزي الأوروبي أيضاً بشكل كبير في فرض برامج التقشف على بلدان المحيط الأخرى.⁽¹⁾

2- نقد سياسات التقشف المفروضة على البلدان:

كانت تدابير التقشف المالي وانخفاض قيمة العملة الداخلي والإصلاحات النيوليبرالية في صلب استراتيجية اللجنة الثلاثية. انخفاض قيمة العملة الداخلي عن طريق تخفيض الأجور يعني الإنكماش، ويؤدي الإنكماش في البلدان ذات الديون المحلية المرتفعة، كما هو الحال في البلدان التي تعاني من أزمة في منطقة اليورو، إلى ارتفاع القروض المتعثرة وإلى تآكل دائم للنظام المالي. تعمق السياسة المالية التقيدية في سياق تقلص الطلب من الأزمة، فقد دفعت سياسات ما بعد 2010 المنطقة إلى الإقترب من سيناريو الركود الإقتصادي الياباني. ومع ذلك، فإن السياق السياسي وديناميكيات الإتحاد النقدي الأوروبي الراكدة يختلف عن وضع اليابان ويمكن أن يهدد المشروع الأوروبي.⁽²⁾

عندما تعاني البلدان من انكماش الطلب على الإستثمار والإستهلاك، وفي الوقت نفسه تعاني من عجز في الحساب الجاري ولا يمكنها بسهولة زيادة الصادرات، مع تقلص الطلب الحكومي، سوف تتفاقم الأزمة. إن أمل الثلاثية في أن يؤدي الإصلاح على المنهج النيوليبرالي إلى تحفيز النمو في اقتصاد راكد أو حتى يتقلص مبني على أساس خاطيء. حتى الإصلاحات الهيكلية الضرورية لن تؤدي إلى نمو تلقائي ولكن يمكن أن يكون

(1) Jan Priewe, (2018): Op.Cit, p 114, p 116.

(2) Hansjörg Herr, (2018): Op.Cit, p 37.

لها آثار إيجابية محتملة على المدى المتوسط والطويل. يبدو أن الأمل النيوكلاسيكي في تطبيق النقشف المالي غير مجدي تماماً، ويبقى بالطبع السؤال ما هي الإصلاحات اللازمة بدلا عن النقشف. تدخلت اللجنة الثلاثية بطريقة قاسية جدا في البلدان وفرضت إصلاحات لم تقبلها غالبية الشعوب ولا ترتبط بالتأكيد بالنمو. إن استغلال الأوضاع وفرض اللجنة الثلاثية لإصلاحات نيوليبرالية بعيدة المدى ضد إرادة الحكومات والبرلمانات في البلدان التي تمر بأزمات ليست آلية مقبولة لحل الأزمة، والأداء الاقتصادي لليونان هو مثال واضح للنتائج الكارثية للنقشف المفرط والمضاد للإنتاجية.⁽¹⁾

3- فقدان تنسيق السياسات والتعامل مع منطقة اليورو كـ "كل":

النقطة المذهلة هي أن مؤسسات الإتحاد النقدي الأوروبي مثل البنك المركزي الأوروبي والمفوضية الأوروبية لم تناقش الهشاشة الناشئة التي ظهرت في المرحلة الأولى من الإتحاد النقدي. يمكن تذكر في هذا المقام سؤال الملكة إليزابيث الثانية التي كانت من الممكن أن تسأل أيضاً: لماذا لم ير أحد أزمة الإتحاد النقدي الأوروبي تلوح في الأفق؟ كل هذا يدل على عدم كفاءة حوكمة الإقتصاد الكلي للإتحاد النقدي الأوروبي. اعتباراً من عام 2005 على الأقل، كان تطور أسعار العقارات في بعض البلدان وتطورات الأجور بشكل غير متسق، وكذا الاختلالات العالية في الحساب الجاري بالإضافة إلى حالة النظام المالي الدولي، كان من المفروض أن تكون جميعها في قلب مناقشات السياسة الإقتصادية للإتحاد النقدي الأوروبي.

وكان من الأفضل مواجهة الأزمة باتخاذ إجراءات أقوى بدلا من التصدي لها بعدد كبير من البدايات والحلول الخاطئة التي كانت تبدو في كثير من الأحيان كافية بالكاد لإبقاء منطقة العملة في وضع آمن، لكنها لم تكن كافية لتحقيق انطلاقة حاسمة. لا تقتصر المهمة المطلوبة على تجاوز الأزمة ومعالجة الضرر الناجم عنها، بغض النظر عن جسامه هذه المهمة مع استمرار مستويات الناتج والاستثمار التي تقل عما قبل الأزمة وبقاء البطالة على ارتفاعها غير المقبول في معظم بلدان منطقة اليورو. إنما يتمثل التحدي الأكبر في بناء منطقة يورو أكثر قوة تستطيع الصمود في مواجهة صدمات المستقبل ولا يسهل فيها أن تتحول الصدمات القطرية المحدودة إلى صدمات على مستوى النظام. ويستدعي التغلب على الأزمة إعادة تقييم البنين الإقتصادي والمالي الذي تركز عليه منطقة اليورو.⁽²⁾

⁽¹⁾ Hansjörg Herr, (2018): Op.Cit, p 34-35.

⁽²⁾ رضا مقدم، (مارس 2014): مرجع سبق ذكره، ص 11.

المبحث الثاني: مصفوفة الخطر ومصادر الهشاشة النظامية في منطقة اليورو

كشفت الأزمة حجم الإختلالات الهيكلية التي يعاني منها النظام المالي لمنطقة اليورو ومواطن ضعفه الداخلية. يتسم هذا النظام بكونه محدود التكامل ومجزأ رغم أنه جزء من إتحاد نقدي، إضافة إلى هيمنة القطاع البنكي عليه. كذلك، تجلت كل أبعاد الخطر النظامي وديناميكيته في أزمة منطقة اليورو، سواء بالتراكم الكبير للمخاطر على مدى الدورة المالية، هذه الأخيرة التي أبرزت تحدي آخر للإتحاد النقدي الأوروبي يتمثل في عدم تجانس الدورات المالية للبلدان الأعضاء والتزامن الضعيف بينها، مما يشكل عقبة كبيرة أمام السلطات لضبط الخطر النظامي في بعده الزمني. من جهة أخرى، السرعة الكبيرة لإنتقال العدوى بعد اندلاع الأزمة داخل قطاعات النظام المالي لمنطقة اليورو نفسها، وبينه وبين القطاعات الأخرى وأهمها القطاع السيادي، وكذلك التأثير على باقي الإقتصاد العالمي، بيّنت كلها مدى كثافة الترابطات المتبادلة والتشابك المالي سواء بين بلدان منطقة اليورو ذاتها أو المنطقة ككل مع الخارج، وبالتالي الإحتمال القوي لتضخيم الخطر النظامي عبر-القطاعي. كل هذه العوامل أسهمت في الأزمة النظامية لمنطقة اليورو ولا زالت تشكل نفس التهديدات للإستقرار المالي في منطقة اليورو.

المطلب الأول: هيكل وخصائص النظام المالي لمنطقة اليورو ومواطن الضعف فيه

الهيكل الحالي للنظام المالي لمنطقة اليورو هو نتيجة للعديد من العوامل التاريخية، السياسية، المؤسسية... وغيرها. ورغم أن لكل بلد مميزاته الخاصة فيما يتعلق بنظامه المالي وكيفية ارتباطه بالإقتصاد الحقيقي، إلا أنه توجد اتجاهات مشتركة تعطي لمنطقة اليورو هوية مالية فرضتها العملة الموحدة عبر البنية المؤسسية، المالية والقوانين الموحدة. ما يميز هذا النظام هو تفوق الوساطة البنكية لفترة طويلة والتكامل المحدود للأسواق المالية مما أثر على تقاسم المخاطر في المنطقة.

أولاً- نظام مالي قائم على البنوك (Bank-based):

توسع النظام البنكي في أوروبا سريعا منذ تسعينات القرن العشرين، وفي الوقت نفسه نمت أسواق رؤوس الأموال بشكل ضعيف، وبهذا أصبح الهيكل المالي لمنطقة اليورو قائما على البنوك بقوة مقارنة بأنظمة مالية متقدمة أخرى. نحاول في هذا العنصر إبراز حجم القطاع البنكي في القطاع المالي ومدى تركزه، وكذلك أهم التطورات التي عرفها في السنوات الأخيرة.

1- حجم القطاع البنكي في النظام المالي:

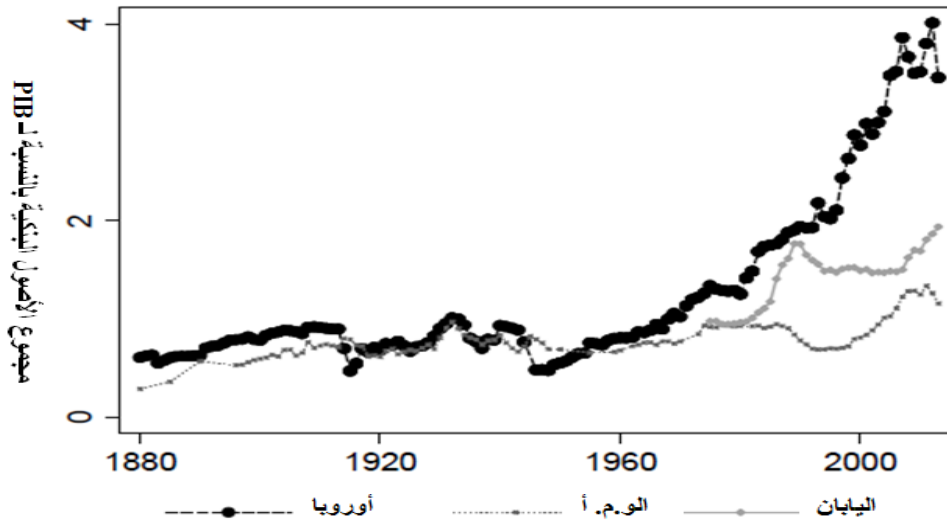
يتميز النظام المالي الأوروبي بدور مهيم للقطاع البنكي. فبالمقارنة مثلاً مع الولايات المتحدة واليابان، فإن نسبة البنوك إلى السوق في معظم البلدان الأوروبية أعلى بكثير. وبالإضافة إلى ذلك، نمت بشكل مطرد في العقود الأخيرة، في حين ظلت مستقرة في الولايات المتحدة الأمريكية واليابان. ويمكن تفسير ذلك بظاهرتين:⁽¹⁾

◀ من جهة، الزيادة السريعة والمتواصلة في الأصول البنكية الأوروبية منذ الستينيات (بلغت ما يقرب من 400 % من الـ PIB، مقابل 120 % فقط في الولايات المتحدة الأمريكية)؛

◀ ومن جهة أخرى، أسواق رأس المال قليلة التطور (مع سوق الأسهم يعادل 65 % من الـ PIB في الإتحاد الأوروبي، مقارنة مع 136 % في الولايات المتحدة الأمريكية (الو.م.أ.)، وسوق سندات يعادل 13 % من الـ PIB، مقابل 41 %).

وهو ما يوضحه أكثر الشكل رقم (4-7).

الشكل رقم (4-7): تطور مجموع الأصول البنكية إلى الـ PIB في أوروبا، الو.م.أ واليابان



Source: Langfield Sam and Pagano Macro, (May 2015): **Bank bias in Europe: effects on systemic risk and growth**, Working paper series, N° 1797, European Central Bank, p 32.

التوسع الهائل للقطاع البنكي جعل البلدان الأوروبية ذات هياكل مالية قائمة بشكل قوي على البنوك. يمكن تمييز نوع الهيكل المالي من خلال نسبة الأصول البنكية إلى رسملة الأسهم والسندات الخاصة السوقية، يُشار إلى هذا المقياس إختصاراً بنسبة البنك إلى السوق (Bank-Market Ratio) للبلد.⁽²⁾

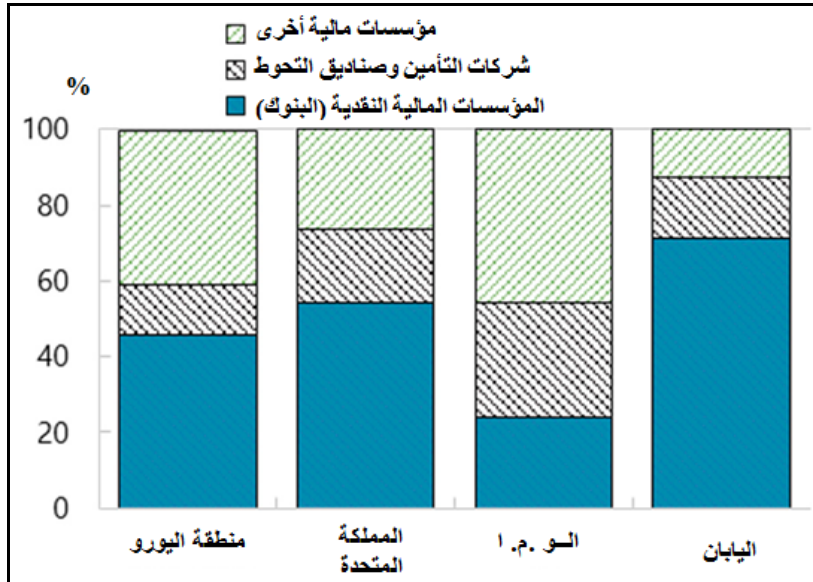
⁽¹⁾ Grégory Claeys, (octobre 2016): Op.Cit, p 129.

⁽²⁾ Langfield Sam and Pagano Macro, (May 2015): **Bank bias in Europe: effects on systemic risk and growth**, Working paper series, N° 1797, European Central Bank, p 32.

إن أسباب هيمنة القطاع البنكي في أوروبا مقارنة مع الولايات المتحدة الأمريكية مثلاً متعددة. ويمكن التفسير الأول في الدور السائد للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة (PME) في الاقتصاد الأوروبي. وتمثل هذه الأخيرة 60 % من القيمة المضافة لمنطقة اليورو و 70 % من العمالة، مقارنة مع 50 % فقط من القيمة المضافة والعمالة في الولايات المتحدة الأمريكية سنة 2013. إذ أن تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الحجم يستند أساساً على الإئتمان البنكي، حيث أنه من المستحيل عملياً بالنسبة لمعظمها تمويل نفسها في الأسواق بسبب ارتفاع مستوى التكاليف الثابتة لإصدارات السندات أو الإدخال في البورصة.⁽¹⁾

يوضح الشكل رقم (4-8) هيكل النظام المالي في منطقة اليورو مقارنة بالمملكة المتحدة، الولايات المتحدة الأمريكية واليابان سنة 2017:

الشكل رقم (4-8): هيكل النظام المالي في منطقة اليورو مقارنة بالمملكة المتحدة، الو.م.أ واليابان (2017)



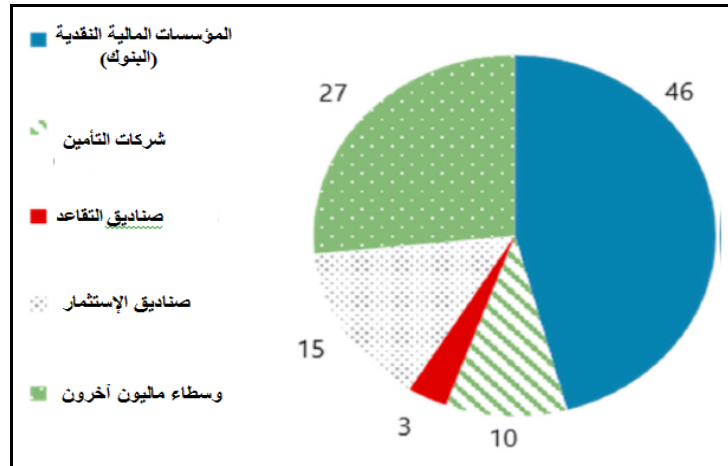
Source: James Morsink and Mahmood Pradhan (Approved by), (July 2018): **Euro Area policie: Financial system stability assessment**, IMF Country report N° 18/226, International Monetary Fund, p 32.

تبقى البنوك هي الأطراف الفاعلة المهيمنة في النظام المالي لمنطقة اليورو في سنة 2017، إلا أن الوساطة القائمة على السوق بدأت تتزايد أهميتها هي كذلك، معلنة بداية التوجه نحو إعادة التوازن بين القطاعين البنكي والسوقي، مثلما يوضحه الشكل رقم (4-9).⁽²⁾

⁽¹⁾ Grégory Claeys, (octobre 2016): Op.Cit, p 130.

⁽²⁾ James Morsink and Mahmood Pradhan (Approved by), (July 2018): **Euro Area policie: Financial system stability assessment**, IMF Country report N° 18/226, International Monetary Fund, p 09.

الشكل رقم (4-9): حصة إجمالي الأصول للقطاع المالي لمنطقة اليورو (%، الربع الأخير من سنة 2017)



Source: James Morsink and Mahmood Pradhan (Approved by), (July 2018): **Euro Area policie: Financial system stability assessment**, IMF Country report N° 18/226, International Monetary Fund, p 32.

إن الطبيعة غير المتوازنة لهيكل النظام المالي لمنطقة اليورو، والذي استمر لفترة طويلة، أضرت بالإقتصاد ورفاه الأوروبيين. كما أثر التطور الزائد للقطاع البنكي على النمو الإقتصادي، خاصة في حالة تشديد البنوك لشروط الإئتمان، وقد ساهم الإفتقار إلى التمويل البديل في الأزمة ثم تباطؤ الإنتعاش. كما يسهم نقص التمويل غير البنكي في ضعف قدرات الابتكار لدى المؤسسات الأوروبية وصعوبات المؤسسات الناشئة. وهذا يؤثر تأثيرا خطيرا على حالة العمالة نظرا لأهمية هذه المؤسسات في خلق فرص عمل جديدة. ويبدو أن ظهور نظام مالي متوازن يقوم في نفس الوقت على قطاع بنكي سليم وأسواق رأس مال أكثر تطورا، أمر ضروري لتمكين التمويل للمتوسع للقطاع الحقيقي في منطقة اليورو، وهو ما يسعى له صناع القرار في أوروبا.⁽¹⁾

2- التركيز في السوق البنكي لمنطقة اليورو:

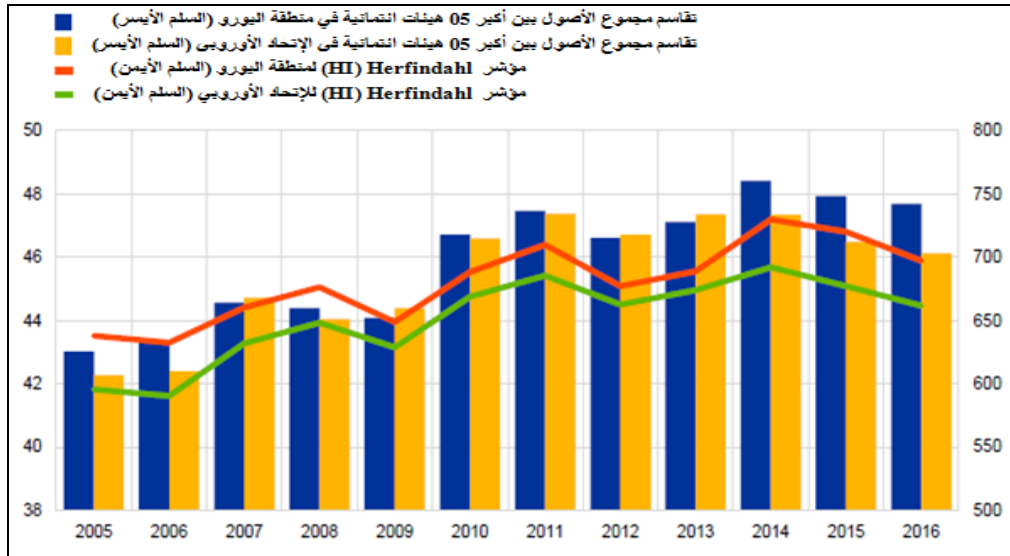
تتميز الأنظمة البنكية في منطقة اليورو بمستويات تركّز عالية نسبيا ومستمرة. على المدى المتوسط، يمكن أن يزداد الميول في هذا الإتجاه خاصة بفعل ضغوط السوق ومشروع الإتحاد البنكي. وهو ما يحث على تعميق النقاش حول مسألة الكيفية التي قد يؤثر بها هيكل النظام البنكي نفسه على النظام الإشرافي والإحترازي. يقاس التّركّز في الأسواق البنكية بتقاسم مجموع الأصول بين أكبر خمس هيئات إئتمانية، أو بمؤشر Herfindahl (HI)^(*).

⁽¹⁾ Grégory Claeys, (octobre 2016): Op.Cit, p 130.

^(*) **Herfindahl Index (HI)**: يعرّف بأنه مجموع مربعات التقاسمات السوقية لكل المؤسسات داخل الصناعة، حيث يُعبر عن التقاسمات السوقية كنسب. إذا كان HI أقل من 1000 فهذا يشير إلى تركّز ضعيف، بينما مؤشر يفوق 1800 يشير إلى تركّز عالي.

عرف التركز في الأسواق البنكية داخل منطقة اليورو وكذلك في الإتحاد الأوروبي مسارا تصاعديا بعد أزمة 2008، وبلغ ذروته سنة 2014. إلا أن مؤشر Herfindahl (HI) انخفض من 729 إلى 697 بين سنتي 2014 و 2016، وانخفضت كذلك نسبة تقاسم الأصول بين أكبر خمس هيئات إئتمانية من 48.4 % إلى 47.7 %، مثلما يوضحه الشكل رقم (4-10):

الشكل رقم (4-10): تركيز السوق البنكي في منطقة اليورو والإتحاد الأوروبي (2006-2016)



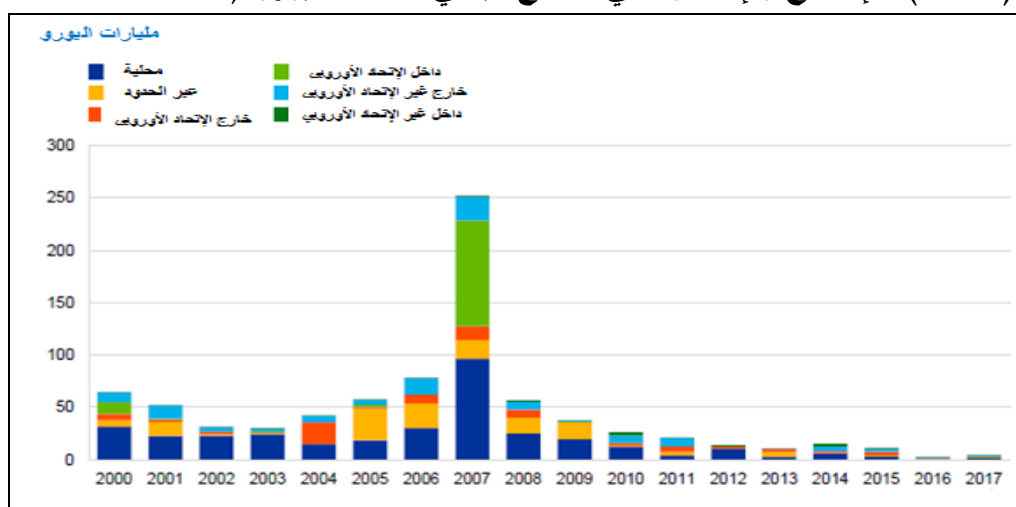
Source: European Central Bank, (October 2017): **Report on financial structures**, Frankfurt-Germany, p 31.

تراوح التركيز البنكي في نهاية سنة 2016 إلى ما يقرب 97 % في اليونان، 31 % في ألمانيا و 28 % في لوكسمبورغ، وهذا يعكس عدد من العوامل الهيكلية. الأنظمة البنكية في العديد من البلدان الكبيرة هي أكثر إنقساما وتضم بنوك إدارية قوية و -في بعض البلدان - قطاعات بنكية تعاونية، مما خفّض من مستويات التركيز. وعلى النقيض من ذلك يتجه النظام البنكي في البلدان الصغيرة لمنطقة اليورو إلى أن يكون أقل إنقساما وأكثر تركزا ما عدا في النمسا ولوكسمبورغ.⁽¹⁾

من جانب آخر، تواصل التوحيد (consolidation) في القطاع البنكي في شكل اندماج وإستحواذ منذ سنة 2008 في منطقة اليورو وفي جميع أنحاء الإتحاد الأوروبي ككل، كدلالة على التركيز السوقي بإنشاء بنوك كبيرة "مهمة نظاميا"، مثلما يوضحه الشكل الموالي رقم (4-11):

⁽¹⁾ European Central Bank, (October 2017): **Report on financial structures**, Frankfurt-Germany, p p 30-31.

الشكل رقم (4-11): الإندماج والإستحواذ في القطاع البنكي لمنطقة اليورو (قيمة الصفقات، 2000-2017)



Source: European Central Bank, (October 2017): Report on financial structures, Frankfurt-Germany, p 30.

عرف مجموع عمليات الإندماج والإستحواذ في القطاع البنكي للإتحاد الأوروبي ميولا تراجعيا منذ المستويات القياسية في سنة 2007، وخاصة من ناحية القيمة وأيضاً من ناحية عدد الصفقات. بلغت قيمة الصفقات في سنة 2016 مستوياتها الدنيا منذ سنة 2000، على الرغم من أن الأرقام للنصف الأول من سنة 2017 تشير إلى أن هناك انتعاش في قيمة نشاط الإندماج والإستحواذ. انخفضت القيمة الإجمالية لصفقات الإندماج والإستحواذ بين سنتي 2008 و2016 من حوالي 54 مليار يورو إلى 2.8 مليار يورو، وبلغت قيمة الصفقات في النصف الأول من سنة 2017 أقل من 4.5 مليار يورو.⁽¹⁾

3- التحديات الهيكلية للقطاع البنكي في منطقة اليورو:

تواجه منطقة اليورو تحديات هيكلية للقطاع البنكي، فبالإضافة إلى التحدي الرئيسي المتمثل في الربحية المنخفضة، فهناك أيضاً المخزون الكبير من القروض المتعثرة. سنتطرق لهذين العاملين تباعاً في هذا العنصر.

3-1 الربحية المنخفضة:

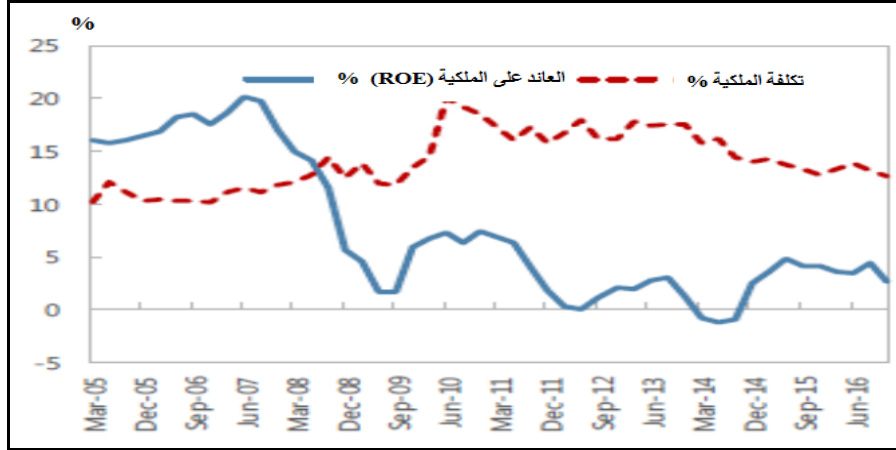
يرتبط التحدي الرئيسي للبنوك الأوروبية بمرورها بفترة طويلة من الربحية المنخفضة. على الرغم من أن ربحية البنوك قد تحسنت بعض الشيء، إلا أنها لا تزال عند مستويات منخفضة جداً. بلغ متوسط معدل العائد على الملكية (حقوق المساهمين ROE^(*)) في منطقة اليورو 5.8 % سنة 2016، وبقي أقل من تكلفة رأس المال (المقدرة بنحو 9 %). استمرت الفجوة السلبية بين العائد على حقوق المساهمين وتكلفة الأسهم منذ أزمة الـ

⁽¹⁾ European Central Bank, (October 2017): Op.Cit, p 30.

^(*) ROE: Return On Equity.

Subprimes سنة 2008 على الرغم من بعض التضيق في هذه الفجوة في السنوات الأخيرة، كما نلاحظ من خلال الشكل الموالي رقم (4-12).

الشكل رقم (4-12): العائد على الملكية وتكلفة الملكية لمجموعة من بنوك منطقة اليورو^(*) (2005-2016)



Source: Poul M. Thomsen and Hugh Bredenkamp (Approved by), (July 2017): **Euro Area policies**, IMF Country report N° 17/235, International Monetary Fund, p 29.

يعكس الضعف المستمر في ربحية البنك عددًا من العوامل، بما في ذلك التحديات الدورية والهيكلية. يرتبط التحدي الدوري بالصعوبات في زيادة الإيرادات في نمو اسمي منخفض وبيئة أسعار فائدة منخفضة ومنحنى عائد مسطح. لا تزال البنوك متوسطة الحجم خصوصًا تسعى لتحسين عقودها. إن انخفاض معدل العائد على الإستثمار في منطقة اليورو والعائد على حقوق المساهمين إلى أقل بكثير من تكلفة الأسهم يزيد من الشكوك حول استدامة نماذج عمل البنوك وقدرتها على التكيف مع بيئة تنظيمية وإشرافية أكثر تشددًا، إلى جانب التحديات المتزايدة التي تطرحها أساليب التمويل المبتكرة. جزئيًا بسبب وجود قيود تنظيمية أكثر صرامة على الرفع المالي، قد لا يكون الإنتعاش الإقتصادي كافيًا لزيادة العوائد لتلبية توقعات المستثمرين. يتم تحفيز البنوك الكبيرة المعتمدة على تمويل السوق لإسقاط خطوط الأعمال غير المربحة وخفض التكاليف.⁽¹⁾

3-2 القروض المتعثرة في القطاع البنكي لمنطقة اليورو:

تسلط المستويات المرتفعة من القروض المتعثرة في عدد من البلدان الضوء على الحاجة إلى مواصلة الجهود لمعالجة هذه المشكلة. تعوق أرصدة القروض المتعثرة في بعض البلدان عمليات التسوية والتحويل

^(*) مجموعة مكونة من 154 بنكًا حسب المصدر.

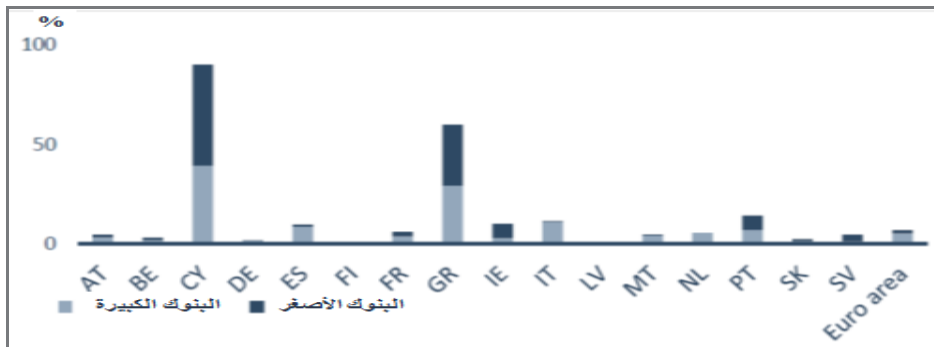
⁽¹⁾ Poul M. Thomsen and Hugh Bredenkamp (Approved by), (July 2017): **Euro Area policies**, IMF Country report N° 17/235, International Monetary Fund, p 29.

النقدي. انخفضت القروض المتعثرة في منطقة اليورو بين سنتي 2014 و 2015 بحوالي 160 مليار يورو، إلا أنها لا تزال عند مستويات مرتفعة بحوالي 1 تريليون يورو سنة 2016.⁽¹⁾

تعد دراسة القروض المتعثرة (NPLs) في منطقة اليورو مهمة لإيجاد حل للضعف الهيكلي المستمر في القطاعات البنكية الوطنية. تعتبر النتائج ذات صلة أيضاً بمناقشة إكمال الإتحاد البنكي الأوروبي وخاصة لإنشاء نظام التأمين على الودائع الأوروبي، نظراً لأن البنوك تدخل آلية التأمين هذه بمختلف جوانب المخاطر والأصول القديمة في حين أن البيانات الإجمالية حول القروض المتعثرة تظهر بعض التحسن، إلا أن المشكلات قد تستمر داخل البنوك الكبيرة والمهمة نظامياً. بسبب حجمها فإن البنوك ذات الأهمية النظامية التي تحتوي ميزانياتها على نسبة عالية من القروض المتعثرة تمثل مخاطر مرتفعة على استقرار منطقة اليورو.⁽²⁾

تعود المبالغ الضخمة المستحقة من القروض المتعثرة جزئياً إلى القطاعات البنكية الكبيرة في هذه البلدان. لذلك فإن توسيع نطاق المبالغ غير المستحقة للقروض المتعثرة حسب الـ PIB للبلد يعطي صورة أوضح عن تعرض القطاعات البنكية الوطنية للقروض المتعثرة (الشكل رقم 4-13).

الشكل رقم (4-13): نسبة القروض المتعثرة إلى الـ PIB لمنطقة اليورو سنة 2017



Source: Markus Demary, (2018): **Talking Non-performing loans in the Euro Area**, IW- Report, N° 16/2018, Institut Der Deutschen Wirtschaft, Cologne, p 06.

الأكثر تضرراً من القروض المتعثرة هو النظام البنكي في قبرص، حيث المبالغ المستحقة من القروض المتعثرة تصل إلى 90 % من الـ PIB الوطني. ثم يليه النظام البنكي اليوناني، حيث المبالغ غير المسددة من القروض المتعثرة تصل إلى 60 % من الـ PIB الوطني. بلغت القروض المتعثرة في النظام البنكي الإسباني وكذلك الأيرلندي 10 % من الـ PIB، بينما تصل إلى 11 % من الـ PIB في إيطاليا. يمتلك النظام البنكي الألماني والفرنلندي أدنى المبالغ المستحقة من القروض المتعثرة، والتي تبلغ 2 و 1 % من الـ PIB.⁽³⁾

⁽¹⁾ Poul M. Thomsen and Hugh Bredenkamp (Approved by), (July 2017): Op.Cit, p 31.

⁽²⁾ Markus Demary, (2018): **Talking Non-performing loans in the Euro Area**, IW- Report, N° 16/2018, Institut Der Deutschen Wirtschaft, Cologne, p 03.

⁽³⁾ Ibidem, p 07.

ثانيا - التمويل السوقي في منطقة اليورو:

1- تأثير العملة الموحدة على التمويل السوقي:

من المؤكد أن إدخال اليورو شكل حدثاً هاماً لتطور أنماط التمويل الأوروبية، بسبب تبعات التوحيد المالي التي ينطوي عليها (ليس فقط في مجال وسائل الدفع، ولكن أيضاً في السياسة النقدية، أسعار الفائدة، الشهادات المالية، وإجراءات الإصدارات والتفاوض ...)، وقد تزايدت التعديلات في الأسواق الوطنية المختلفة نحو نموذج متجانس. ومع ذلك، وبسبب التاريخ المالي المؤسسي لكل بلد، لم يكن التوجه نحو أسواق التمويل (marchéisation) في بداية القرن الحادي والعشرين على نفس المستوى في كل مكان في المنطقة. استخدمت فرنسا وألمانيا على سبيل المثال الوساطة أكثر من إسبانيا أو الدول الإسكندنافية، أو عند المقارنة خارج منطقة اليورو، كاليابان وقبلها الدول الأنجلوساكسونية. إلا أن هذا المنظور العالمي يخفي اختلافات أكثر وضوحاً، فالأوراق المالية التي تصدرها المؤسسات الأوروبية مثلاً أقل سعراً في الأسواق من تلك التي تصدرها المؤسسات الأمريكية، لأنها تأتي أساساً من مؤسسات متوسطة الحجم وليس من مجموعات كبيرة. وبالمثل في منطقة اليورو، فإن أصول الوساطة هي التي تحتفظ بها المؤسسات البنكية بشكل رئيسي، بينما في الولايات المتحدة تحتفظ بها أساساً صناديق المعاشات التقاعدية.⁽¹⁾

بشكل عام، سهلت عملية إدخال اليورو تكامل الأسواق المالية الأوروبية، والتي يمكن تحديدها من خلال أربعة معايير رئيسية:⁽²⁾

- ◀ فتح الخدمات المالية وتنمية الفرص للمتعاملين المهتمين من خلال إلغاء الحدود وبفضل نشاطات حرة أكثر؛
- ◀ تشكيل شبكات بين مختلف المتعاملين للإستفادة من وفورات الحجم الناتجة عن إعادة تجميع الهيئات التي تضمن أداء الأسواق ومن انخفاض التكاليف الناشئة عن المنافسة المتزايدة؛
- ◀ إنشاء، في عدة مجالات، إطار تشريعي مشترك لجميع البلدان في المنطقة، مع قواعد مشتركة لجميع المتعاملين، على الرغم من استمرار عدم تجانس بعض المنتجات أو الأسواق بسبب قواعد وطنية مختلفة؛
- ◀ تمويل الإقتصادات الوطنية من خلال عمليات تضخم أقل وتسهيل نقل آثار السياسة النقدية الموحدة.

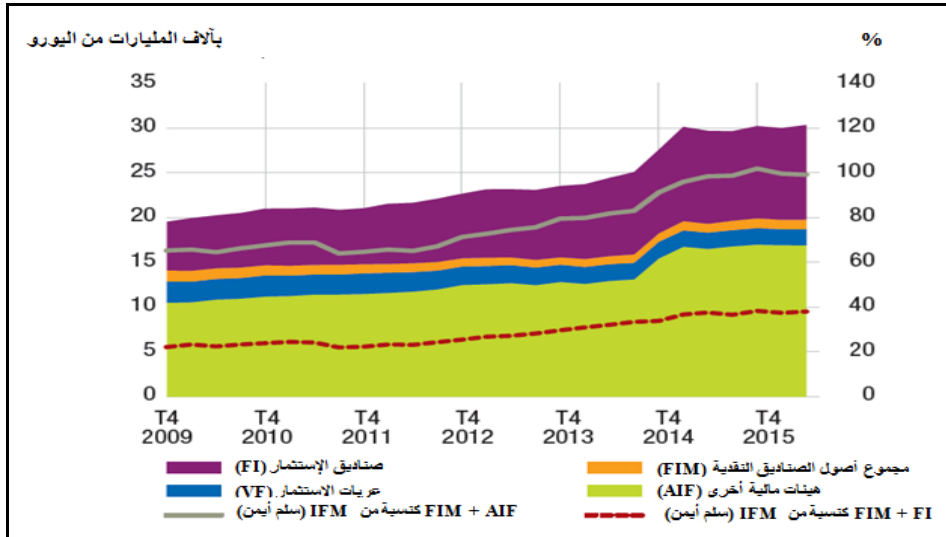
⁽¹⁾ Paul-Jacques Lehmann, (2014): *Economie des marchés financiers*, 2^{ème} édition, De Boeck, Paris, p p 20-21.

⁽²⁾ Ibid, p p 21-22.

2- تطور التمويل السوقي في منطقة اليورو:

تطور التمويل السوقي بثبات منذ سنة 2009، بينما خفضت البنوك في نفس الوقت من ميزانياتها استجابة للمتطلبات التنظيمية الجديدة أساسا. وقد أثار نمو التمويل السوقي المخاوف بشأن المخاطر المحتملة على استقرار النظام المالي. ارتفع حجم التمويل السوقي في أوروبا منذ نهاية سنة 2009 (كما يبينه الشكل رقم (4-14)، بما في ذلك إجمالي أصول صناديق الإستثمار والمؤسسات المالية الأخرى بنسبة 54 %. ينتج هذا النمو بشكل أساسي عن صناديق الإستثمار التي زادت بنسبة 71 % خلال الفترة نفسها، حيث تمثل 41 % من التمويل السوقي في نهاية نفس السنة. وبالمقارنة مع نشاط مؤسسات الإئتمان، استحوذ التمويل السوقي على 61 % من إجمالي أصول هذه المؤسسات في نهاية سنة 2009، لكنه ارتفع إلى 93 % في نهاية 2015.⁽¹⁾

الشكل رقم (4-14): تطور التمويل السوقي في منطقة اليورو حسب نوع الهيئات (2009-2015)



Source: Steven Maijoor et Clément Boidard, (Avril 2017): **Une perspective de stabilité pour le financement de marché: concevoir de nouveaux instruments pruden-** Revue de la stabilité financière, N° 21 -L'impact des réformes financières-, Banque de France, p 168.

يقود هذا النمو المقترضون المؤسساتيون الذين يبحثون عن قنوات تمويل بديلة بسبب توجه التمويل البنكي التقليدي نحو التقلص. يمكن للمبادرات التي تقوم بها السلطات العامة تسهيل تطوير هذا النوع من التمويل، خاصة بعد أن أطلقت المفوضية الأوروبية سنة 2015 المشروع الطموح لإتحاد أسواق رأس المال.⁽²⁾

⁽¹⁾ Steven Maijoor et Clément Boidard, (Avril 2017): **Une perspective de stabilité pour le financement de marché: concevoir de nouveaux instruments pruden-** Revue de la stabilité financière, N° 21 -L'impact des réformes financières-, Banque de France, p 168.

⁽²⁾ Ibid, p 169.

3- فحص مدى تكامل واندماج الأسواق المالية في منطقة اليورو:

منذ بدء العمل باليورو في جانفي 1999، بدا أن الاتحاد الإقتصادي والنقدي الأوروبي، مدفوعا بأسواق السندات المشتركة بين البنوك وأسواق السندات السيادية، يسير على الطريق الصحيح، وهو يتجه نحو التكامل المالي المستمر. بعد إدخال اليورو لوحظ تقارب قوي للأسعار في منطقة اليورو، بعدها شوهد تجزؤ مفاجئ للأسواق المالية عندما ضربت الأزمة المنطقة. ويُعرّف التجزؤ المالي عموما بأنه عملية تفكك وتباعد للشروط السوقية، أما تكامل الأسواق المالية في منطقة اليورو فمن المفترض أن يتحقق عندما يواجه جميع الأعوان الإقتصاديون قواعد متماثلة ويتمتعون بنفس القدر من إمكانية الوصول إلى الأدوات المالية أو الخدمات في هذه الأسواق. وكمثال، فإن التجزؤ المالي في سوق السندات للمؤسسات يُعرف على أنه الفروقات في سعر الفائدة. لقد بينت الأزمة بوضوح أن التقارب هو تطور إيجابي ولكنه ليس في حد ذاته الضمان لتكامل مالي عميق ومرن. هذا التكامل لن يتحقق إلا عن طريق إنشاء إتحاد حقيقي لأسواق رؤوس الأموال.⁽¹⁾

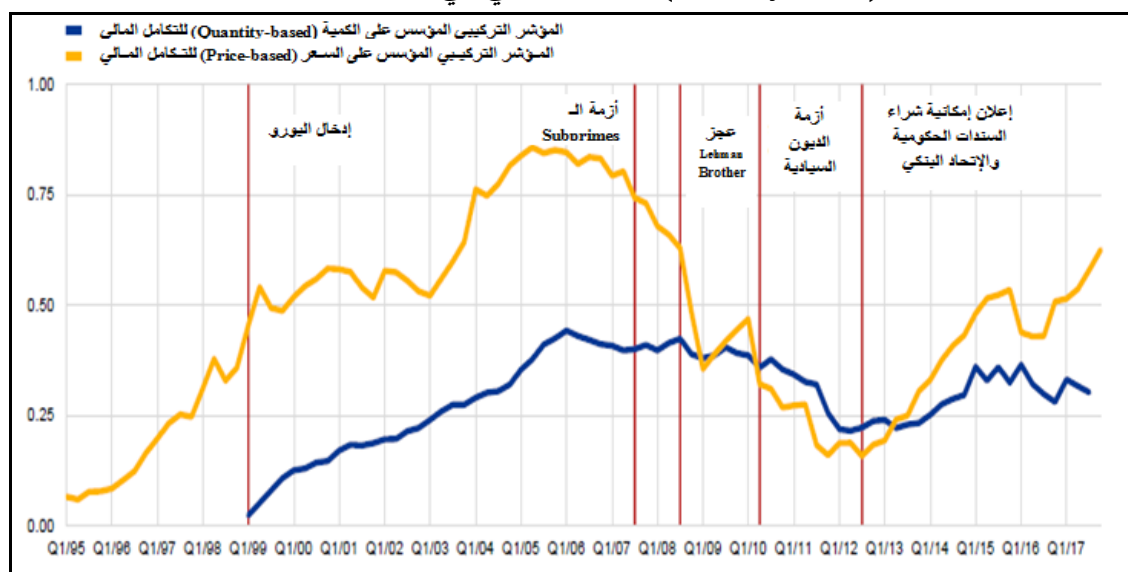
كشفت الأزمة أن التكامل المالي بين بلدان منطقة اليورو كان أساسا من خلال أسواق قصيرة الأجل بين البنوك وأسواق الديون بالجملة. وكان ذلك ضارا من حيث الاستقرار المالي حيث رُجِح أن تتحول هذه التدفقات بسرعة كبيرة. وعندما تحققت هذه المخاطر خلال الأزمة تسببت في تجزؤ سريع للفضاء المالي الأوروبي. وقد تباين توافر وشروط التمويل للمؤسسات بين البلدان، حتى لم تعد تعكس أساسيات المؤسسات نفسها.⁽²⁾ يبين الشكل رقم (4-15) تطور مؤشرين مركبين لقياس التكامل المالي وضعه البنك المركزي الأوروبي. تشير القيمة الأعلى إلى مستويات أعلى من التكامل المالي. ويظهر كل من مؤشر السعر والكمية على ثلاث مراحل بدءاً من إدخال اليورو وحتى بداية أزمة الـ subprimes تواصل التكامل المالي. رافقت تعاقب الأزمات الناجمة عن الـ Subprimes وما تلاه من مصاعب في النظام البنكي مع انهيار Lehman Brother في سبتمبر 2008، ثم بداية أزمة الديون السيادية في منطقة اليورو في بداية 2010، مرحلة التجزؤ المالي. وانكمش التكامل المالي بشكل حاد ووصل إلى أدنى مستوى له في جويلية 2012. أدت أزمة الديون السيادية في منطقة اليورو إلى حدوث اضطراب حاد في الأسواق المالية فيها، مما أدى في نهاية المطاف إلى انعكاس حاد لتدفقات رؤوس الأموال من البلدان المتعثرة إلى بلدان المركز.⁽³⁾

⁽¹⁾ Benoît Cœuré, (Avril 2015): **Achever l'intégration du marché des capitaux**, Revue de la stabilité financière, N° 19 -Financement de l'économie: de nouveaux canaux pour la croissance, Banque de France, p 15.

⁽²⁾ Grégory Claeys, (octobre 2016): Op.Cit, p 133.

⁽³⁾ Paul Berenberg-Gossler and Henrik Enderlein (2016): **Financial market fragmentation in euro area: state of play**, Policy paper N° 177, Jacques Delors Institut, Berlin, <http://institutdelors.eu/wpcontent/uploads/2018/01/financialmarket-fragmentation-berenberggossler-enderlein-jdib-nov2016.pdf>, p 04.

الشكل رقم (4-15): المؤشرات التركيبية المؤسسة على السعر (Price-based) والمؤسسة على الكمية (Quantity-based) للتكامل المالي في منطقة اليورو



Source: European Central Bank, (May 2018): **Financial integration in Europe**, Frankfurt-Germany, p 05.

بين الشكل السابق (رقم 4-15) التكامل المالي على أساس المؤشر المركب للبنك المركزي الأوروبي في الأسواق المختلفة. ومع أن هذا المؤشر قد يخفي أن التكامل متفاوت بين البلدان، فإنه لا يزال يوضح تماماً الديناميكيات الرئيسية. ووجد أن الأسواق النقدية هي الأكثر تكاملاً، تليها أسواق السندات الحكومية وأسواق السندات وأسواق الأسهم. ولم يلاحظ سوى فروق أسعار مرتفعة نسبياً في الأسواق البنكية/الإئتمانية. وفي حين ظلت التفاوتات بين الأسواق منخفضة نسبياً أو حتى انحسرت خلال مرحلة ما قبل الأزمة، فمراحل خلال الأزمات ومرحلة ما بعد الأزمات اتسمت فيها الأسواق بعدم التجانس المستمر والمتزايد. ويعتبر عام 2012 تاريخاً رئيسياً في عملية التكامل المالي مع بداية تحول إتجاه الأزمة.⁽¹⁾

استأنف اتجاه إعادة التكامل الكلي في مرحلة ما بعد الأزمة في منطقة اليورو بقوة في الأسعار ولكن ليس بالكميات. يظهر المؤشر المركب القائم على السعر للتكامل المالي زيادة ملحوظة خلال سنة 2017، بعد تصحيح مؤقت بين أواخر سنة 2015 ونهاية سنة 2016. كان الدافع وراء استئناف اتجاه إعادة الإدماج في مرحلة ما بعد الأزمة بشكل خاص هو التقارب في عوائد الأسهم، وإلى حد ما في عائدات السندات.⁽²⁾

للسوق الموحد في إطار اتحاد نقدي هدفين اثنين (02)؛ يتمثل الأول في تحسين التخصيص الأمثل للإدخار، أي توزيع كفو ومستقل للموارد. والثاني هو تحسين التنوع أي أن إدماج الأسواق المالية يساعد

⁽¹⁾ Paul Berenberg-Gossler and Henrik Enderlein (2016): Op.Cit, p 05.

⁽²⁾ European Central Bank, (May 2018): **Financial integration in Europe**, Frankfurt- Germany, p 05.

المؤسسات والأسر على استيعاب (امتصاص) الصدمات. بهذا المعنى هذا السوق هو سوق مكمل للسوق الموحد للسلع والخدمات. لا تزال أسواق الأسهم والسندات غير مترابطة وغير متجانسة جدا من حيث الحجم والتشغيل. وهذا التجزؤ يساهم في ضعف تنمية هذه الأسواق، لأنها أقل عمقا وأقل سيولة مما لو وصلت إلى حجم حرج. كما أنها لا تستفيد استفادة كاملة من وفورات الحجم وآثار الشبكة التي تتولد على المستوى الأوروبي. تكاليف المعاملات المرتبطة بهذه التجزئة باهظة بالمقارنة مع التكاليف في الأسواق الأمريكية، إذ أن تداول الأوراق المالية عبر الحدود يتحمل تكاليف إضافية في الإتحاد الأوروبي، قد تصل على مثلا إلى عشرة أضعاف تكلفتها في أمريكا. وعلى صعيد المدخرين والمستثمرين، يتميز النظام المالي الأوروبي بانحياز محلي قوي. إن سندات المؤسسات الأجنبية ضعيفة، وينطبق الأمر نفسه على الأسهم عبر الحدود حيث أن أكثر من 60 % من الأسهم المملوكة تأتي من السوق المحلية. مع ذلك فإن التنوع الجغرافي للمحافظ مفيد للمدخرين من خلال الحد من التقلبات، وضروري أيضا للمؤسسات لأن الإستثمارات الخطرة جدا لن تجد التمويل إذا لم تقابلها إستثمارات منخفضة المخاطر جدا في محافظ المستثمرين. إلا أن النتيجة الرئيسية لهذا التجزؤ في الأسواق المالية وهذا الانحياز المحلي بين المستثمرين هو ضعف تقاسم المخاطر بين بلدان المنطقة.⁽¹⁾

الواقع أن أسواق رأس المال هي إحدى القنوات الأساسية للأسر وقطاع الأعمال من أجل تيسير تأثير الصدمات الإقتصادية على استهلاكها أو استثمارها. يصعب امتصاص الصدمات غير المتماثلة في منطقة اليورو بسبب المستوى المنخفض جدا للتحويلات المالية الإتحادية وغياب سياسة نقدية مستقلة واستحالة تعديل أسعار الصرف. وبالتالي فإن تقاسم المخاطر عبر قنوات أسواق رأس المال هو أكثر أهمية بالنسبة لدول منطقة اليورو. وبالتالي، فإن تعزيز التكامل عبر الحدود لأسواق رأس المال الأوروبية يبقى ضروريا، ليس فقط بالنسبة لهذه الأسواق للوصول إلى حجم حرج من شأنه أن يحسن من كفاءتها، ولكن أيضا لتقاسم المخاطر بين البلدان الأوروبية، مما يسمح لها باستيعاب الصدمات غير المتماثلة.⁽²⁾

ثالثا - البنية التحتية المالية في منطقة اليورو:

شجع تطور النظام المالي لمنطقة اليورو على إرساء بنى تحتية مالية جديدة تتماشى وآفاق الإتحاد النقدي الأوروبي. تتمثل هذه البنية التحتية في أنظمة الدفع الرئيسية، أنظمة تسوية الشهادات المالية، الأطراف المقابلة المركزية وأنظمة المقاصة في منطقة اليورو والسجلات المركزية للبيانات، والتي نتطرق لها تباعا.

(1) Benoît Cœuré, (Avril 2015): Op.Cit, p 16.

(2) Grégory Claeys, (octobre 2016): Op.Cit, p 133.

1- أنظمة الدفع الرئيسية في منطقة اليورو:

تشمل أنظمة الدفع فئتين من البنية التحتية:⁽¹⁾

- أنظمة الدفع للمبالغ الكبيرة التي تعالج التدفقات المتعلقة بالسياسة النقدية، التسويات بين البنوك، وبعض المدفوعات العاجلة ذات القيمة العالية؛
- أنظمة الدفع بالتجزئة التي تتعامل بشكل حصري مع تدفقات الدفع الخاصة بالعملاء الأفراد والبنوك.

1-1 أنظمة الدفع للمبالغ الكبيرة:

تغيرت المبادئ التي تحكم توفير خدمات الدفع داخل منطقة اليورو مع إدخال اليورو في الفاتح جانفي 1999. يعني وجود عملة واحدة أن المدفوعات عبر الحدود داخل منطقة اليورو، من حيث المبدأ، لا تختلف عن المدفوعات داخل بلد واحد. ونتيجة لذلك، فإن إعادة تشكيل مشهد سوق المدفوعات كان واضحاً بشكل خاص في مجال أنظمة الدفع ذات القيمة الكبيرة (Large Value Payment Systems/ LVPSs).

يتم تقديم حصة السوق للمدفوعات ذات القيمة الكبيرة في منطقة اليورو من خلال نظامين على مستوى المنطقة. إن نظام TARGET2^(*) المركزي من الناحية الفنية، والذي يمتلكه ويديره نظام Eurosystem، يوفر لـ RTGS^(**) المدفوعات باليورو في أموال البنك المركزي. يعد TARGET2 أداة أساسية لتنفيذ السياسة النقدية ولتشغيل سوق العملات باليورو. نظام الـ EURO1 من السلطة البنكية الأوروبية (European Banking Authority/EBA) هو نظام مدفوعات مملوك للقطاع الخاص ومشغل على مستوى الإتحاد الأوروبي في قطاع اليورو ذي القيمة الكبيرة. كان هناك ست (06) أنظمة دفع للمبالغ الكبيرة في منطقة اليورو تعمل باليورو في وقت إدخاله. في حين غطت TARGET و EURO1 منطقة اليورو بأكملها، كانت الأربعة الأخرى أكثر محلية (على الرغم من بعض المشاركة الأجنبية).⁽²⁾

1-2 أنظمة الدفع بالتجزئة:

إن سوق مدفوعات التجزئة باليورو أقل تكاملاً بكثير من قسم نظام الدفع للقيم الكبيرة، فمدفوعات التجزئة لا تزال تعتمد بشكل كبير على أدوات وأنظمة الدفع الوطنية. في حين أن هذه الأخيرة قد تكون أقل تكلفة وتوفر للمستخدمين مستويات عالية من الخدمة عندما يتعلق الأمر بالمدفوعات المحلية، إلا أن الحال ليس كذلك

⁽¹⁾ Banque de France, (2018): **Surveillance des infrastructures des marchés financiers**, <https://www.banque-france.fr/stabilite-financiere/infrastructures-de-marche-et-systemes-de-paiement/surveillance-des-infrastructures-des-marches-financiers:18/02/2018>.

^(*) **TARGET**: Trans-European Automated Real-time Gross Settlement Express Transfer System.

^(**) **RTGS**: Real-Time Gross Settlement.

⁽²⁾ Bank for International Settlements, (2012): **Payment, clearing and settlement systems in the euro area**, https://www.bis.org/cpmi/publ/d105_eu.pdf, p p 89-90.

بالنسبة لمدفوعات التجزئة عبر الحدود في منطقة اليورو، حيث تكون إجراءات المعالجة أكثر تعقيداً ومستويات الخدمة أقل. تعتبر أنظمة الدفع للتجزئة في منطقة اليورو قليلة جداً، ولكن من المتوقع أن تزيد في السنوات القادمة. تم إنشاء النظامين المتاحين حالياً على مستوى المنطقة STEP1 و STEP2، لتكميل نظام EURO1 الذي تشغله EBA للمقاصة. تعمل STEP1 منذ نوفمبر 2000 وتكمل EURO1 من خلال توفير حل للتعامل مع مدفوعات التجزئة. بدأ نظام STEP2 العمل في أبريل 2003 وتم تطويره ليكون أول غرفة مقاصة أوتوماتيكية أوروبية (PE-ACH) للدفعات بالجملة باليورو، بهدف تمكين المدفوعات عبر الحدود باليورو يتم تنفيذها بتكلفة منخفضة وفقاً للائحة المفوضية الأوروبية رقم 2001/2560 بشأن الدفعات عبر الحدود باليورو.

يتم تنظيم المقاصة والتسوية بالتجزئة بشكل مختلف في مختلف بلدان منطقة اليورو، مما يعكس التقاليد والتفضيلات التجارية لديها. تم تطوير معظم أنظمة المدفوعات بالتجزئة الوطنية في الأساس باستخدام المعايير الوطنية والعمل بشكل جيد وكفاء داخل الحدود الوطنية. تكون نماذج المقاصة والتسوية الوطنية في بعض الحالات محددة لأدوات الدفع المختلفة، بينما تتمركز جميع المعاملات في بنية تحتية واحدة في حالات أخرى (مثلاً في فرنسا واليونان). تقوم معظم أنظمة المقاصة متعددة الأطراف بتسوية أرصدها في TARGET2.⁽¹⁾

2- أنظمة تسوية الشهادات المالية:

ترتبط أنظمة تسوية الشهادات المالية ارتباطاً وثيقاً بأنظمة الدفع، ومن المحتمل أن تقوم بتحويل المخاطر خاصة عن طريق تسوية الجزء النقدي من المعاملات في أنظمة الدفع. إضافة لذلك، تستخدم البنوك المركزية في نظام Eurosystem أنظمة تسوية الشهادات المالية، والتي توفر المعالجة التشغيلية لتسليم الأصول المرهونة كضمان لعمليات الائتمان الخاصة بها (خلال اليوم في أنظمة الدفع RTGS التي تتكون من TARGET2 و Overnight). لذلك تلعب أنظمة تسوية الشهادات المالية أيضاً دوراً حيوياً في تنفيذ عمليات السياسة النقدية.⁽²⁾

3- الأطراف المقابلة المركزية وأنظمة المقاصة في منطقة اليورو:

أدى انفتاح الأسواق المالية إلى تطوير المعاملات عبر الحدود وزيادة الطلب على أنظمة أكثر كفاءة لمقاصة الأوراق المالية وتسويتها. وينعكس هذا الاتجاه حالياً في منطقة اليورو من خلال دمج الأنظمة والسعي للتكامل التشغيلي وتطوير الروابط بين أنظمة المقاصة و/أو تسوية الأوراق المالية، والذي يعرض هذه الأنظمة إلى زيادة مخاطر العدوى. تستضيف منطقة اليورو اثنتين (02) من ودائع الأوراق المالية المركزية الدولية (International Central Securities Depositories /ICSDs) والعديد من الأطراف المقابلة المركزية (CCPs).

⁽¹⁾ Bank for International Settlements, (2012): Op.Cit, p 90.

⁽²⁾ Banque de France, (2018): Op.Cit.

4- السجلات المركزية للبيانات:

منذ شهر أوت 2012، فرضت هيئة ضبط البنية التحتية للسوق الأوروبي (European Market Infrastructures Regulation/ EMIR) والمعايير التقنية المرتبطة بها، الإبلاغ عن المعاملات على المنتجات المشتقة إلى المرجعيات المركزية للبيانات المعتمدة، سواء تم تداولها في سوق منظمة أو خارجها. من الناحية العملية، كان الإبلاغ عن جميع معاملات المشتقات المالية عبر جميع فئات الأصول ساريًا منذ 12 فيفري 2014. بحلول نهاية سنة 2014، تلقت ست (06) سجلات بيانات مركزية في الإتحاد الأوروبي موافقة من السلطة الأوروبية للأوراق والأسواق المالية (European Securities and Markets Authority/ ESMA) لتمكينها من تقديم خدماتها. أربعة منها مقرها في المملكة المتحدة، واحدة في لوكسمبورغ والأخرى في بولندا.⁽¹⁾

المطلب الثاني: أبعاد الخطر النظامي في منطقة اليورو

إن الوقاية من الخطر النظامي داخل منطقة إتحاد نقدي يثير تحديًا مسألة إمكانية فهم وإدراك بعدي الخطر النظامي (الزمني وعبر-القطاعي) في مختلف مستويات الإتحاد النقدي، للمنطقة ككل، على مستوى كل بلد عضو، والتنسيق بين المستويين. ونظرًا لتزايد التركيب في المنطقة فإن وتيرة ديناميكية الخطر النظامي ترتفع هي كذلك مما يجعل الإستقرار المالي حساس جدًا لأية تهديدات.

أولاً- البعد الزمني للخطر النظامي في منطقة اليورو:

تشير الأدبيات إلى أن ذروة الدورات المالية ترتبط ارتباطاً وثيقاً بالأزمات المالية، وأن الدورة تساعد على كشف المخاطر المالية في مرحلة تراكمها. وبالتالي، فإن تحليل الدورة المالية لكل من منطقة اليورو والدول الأعضاء يعتبر نقطة الإنطلاق لفهم البعد الزمني للخطر النظامي فيها.

1- الدورة المالية في منطقة اليورو والدول الأعضاء:

تعاني منطقة اليورو من الاختلافات الإقتصادية والمالية بين دولها الأعضاء. تتغذى الاختلافات الإقتصادية من الاختلافات المالية المرتبطة بعدم تجانس الدورات المالية والعقارية خاصة، والتطورات التي يمكن أن تسهم فيها السياسة النقدية الوحيدة.⁽²⁾

قامت Cinzia Alcidi (2017) بإختيار المقاييس المحددة للإئتمان وأسعار المنازل لإستخدامها كمؤشرات للدورة المالية، باعتبار أن أفضل قياس للدورة المالية هو الذي يتكون من نسبة الإئتمان إلى الـ PIB ونمو أسعار

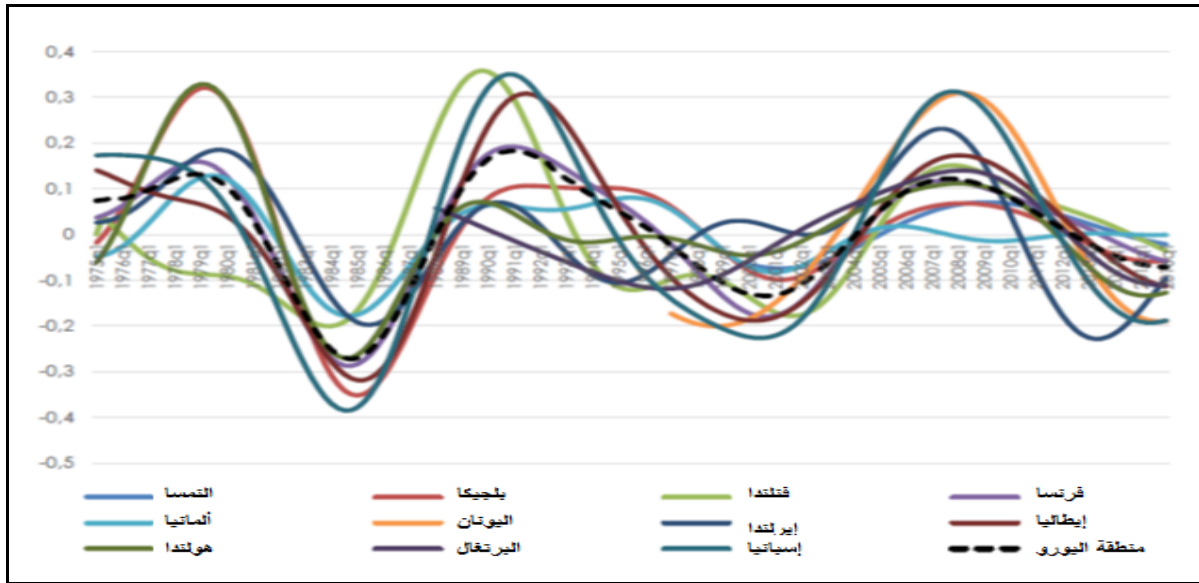
⁽¹⁾ Banque de France, (2018): Op.Cit.

⁽²⁾ Jézabel Couppey-Soubeyran et Salim Dehmej, (Mai 2017): Op.Cit, p 10.

المنازل لأنها تعتبر أفضل المؤشرات الرئيسية للأزمات وفترات الإضطراب المالي. وكما هو متبع في أغلب الأدبيات، يقاس الإئتمان بالإئتمان للقطاع الخاص غير المالي، سواء حجم أو نسبة إلى الـ PIB، ويتم قياس أسعار المنازل بالقيمة الحقيقية. تتوفر السلسلة الزمنية للإئتمان وأسعار المنازل على أساس ربع سنوي من عام 1975 وحتى 2016.⁽¹⁾

يمثل الشكل رقم (4-16) الدورة المالية القائمة على أسعار المنازل ونسبة الإئتمان إلى الـ PIB في بلدان مختارة من منطقة اليورو.

الشكل رقم (4-16): الدورات المالية في منطقة اليورو وبعض الدول الأعضاء (1976 - 2016)



Source: Cinzia Alcidi, (july 2017): **Fiscal policy stabilization and the financial cycle in Euro area**, Discussion paper N° 052, Directorate- general for economic and financial affairs, European commission, Luxembourg publication office of the European Union, p 11.

ما يمكن ملاحظته من خلال هذا الشكل:⁽²⁾

- أولاً، على مدى السنوات الـ 41 التي تم فحصها في التحليل، تم تحديد دورتين كاملتين بشكل واسع وأكثر قليلاً من النصف في بداية العينة. استمرت كل دورة من 15 إلى 17 عاماً، وهي فترة تتماشى مع معظم الأدبيات حول هذا الموضوع؛
- ثانياً، مع بعض الإستثناءات القليلة (خاصة هولندا، ألمانيا وإيرلندا)، تتطابق أحداث دورة بشكل تام تقريباً مع إدخال اليورو، إذ تتزامن بداية المرحلة الصاعدة مع تبني اليورو في عام 1999 وتنتهي المرحلة النازلة مع أدنى مستوى حول عامي 2015/2016؛

⁽¹⁾ Cinzia Alcidi, (july 2017): **Fiscal policy stabilization and the financial cycle in Euro area**, Discussion paper N° 052, Directorate- general for economic and financial affairs, European commission, Luxembourg publication office of the European Union, p 10.

⁽²⁾ Ibidem, p 11.

← **ثالثاً،** تبدي البلدان تبايناً كبيراً في مدى (سعة) دوراتها المالية وهذه ميزة من ميزات الفترات قبل وبعد ظهور اليورو. إن توضيح الدورات يشير إلى أن التقلبات كانت أكبر قبل عام 1999. ينطبق هذا على الصعود الذي أدى إلى ذروة الفقاعة في 2007، مقارنة بالذروات في أوائل التسعينات وأواخر السبعينيات، فضلاً عن نهاية الهبوط في 2016، وهي أشد مقارنة مع تلك التي حدثت في منتصف الثمانينات.

ساهم عدم التوافق بين سعر الفائدة الوحيد وحالة الإقتصاد الكلي بقوة في مفاومة الإختلالات المالية في بلدان محيط منطقة اليورو. من المحتمل أن تكون المعدلات المنخفضة جداً من وجهة نظر بلدان المحيط قد شجعت على هروب الإئتمان في هذه البلدان، بتمويل رأس المال بلدان المركز وتشكيل فقاعة عقارية. يدافع عن هذه الأطروحة مجموعة من الإقتصاديين مثل Paul Krugman (2012).⁽¹⁾

يظهر التحليل تبايناً كبيراً ومتزايداً في مدى الدورات المالية الوطنية. عرفت الدورات المالية تضخيماً قوياً بالخصوص في إسبانيا وإيرلندا واليونان، مع وجود انحرافات معيارية تقارب خمسة أضعاف متوسط منطقة اليورو. شهدت هذه البلدان دورات مالية تزداد مدتها وحجمها بعد إدخال اليورو، في تناقض حاد مع بلدان مركز منطقة اليورو، حيث تدفقت التدفقات البنكية عبر الحدود من بنوك بلدان المركز إلى القطاع الخاص (إسبانيا وإيرلندا) والقطاع العام (اليونان).⁽²⁾

2- تحليل دورات الإئتمان والدورات العقارية في منطقة اليورو:

لقد كان النمو الائتماني السريع على مر التاريخ مؤشراً مبكراً قوياً عن الأزمة المالية القادمة، وأزمة منطقة اليورو ليست مختلفة. نما الإئتمان بسرعة كبيرة في سنوات الإزدهار التي سبقت الأزمة، ولكن تم توجيهه بصورة متزايدة إلى الإستثمارات غير المربحة، وغالباً في العقارات خاصة. في نهاية المطاف أصبح مستوى الإئتمان غير قابل للإستمرار وترتب عليه أزمة، غدتها في الحالة الأوروبية تدفقات رؤوس الأموال الدولية. اقترضت بلدان المحيط قبل الأزمة مبالغ كبيرة من بلدان المركز. ذهبت هذه الأموال في إسبانيا وإيرلندا إلى حد كبير لتمويل العقارات، بينما وُجّهت معظمها في اليونان للإنفاق العام. عندما انخفضت قيمة ضمانات هذه القروض في القيمة في حالة إيرلندا وإسبانيا تأثرت البنوك بحجم كبير من القروض المتعثرة، مما أدى إلى تدهور مستويات رأس مالها وهددها بالقدرة على سداد ديونها.⁽³⁾

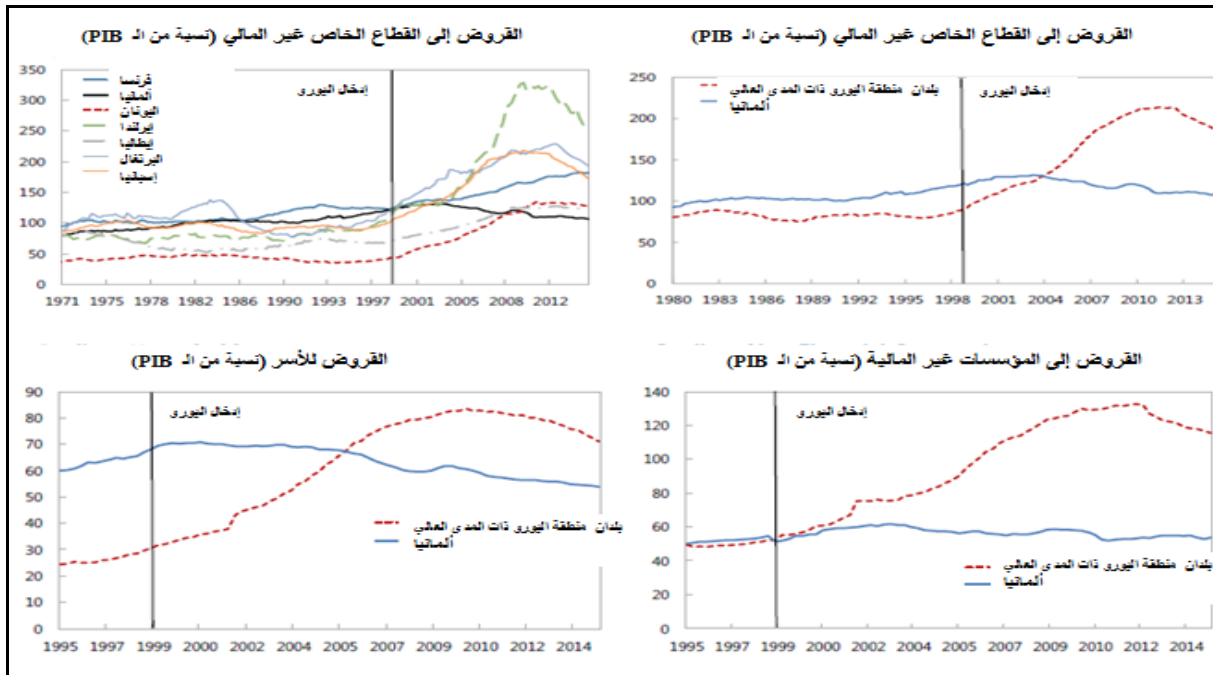
(1) Jézabel Couppey-Soubeyran et Salim Dehmej, (Mai 2017): Op.Cit, p 12.

(2) Jeffrey Frankel and others, (January 2018): **Economic convergence in the Euro Area: Coming together or drifting apart?**, Working paper N° 18/10, European department, International Monetary Fund (IMF), p 40.

(3) Jon Danielsson, (November 2016): Op.Cit, p 477.

يبين تحليل الدورة الإئتمانية (ممثلة بالقروض إلى مختلف القطاعات بالنسبة للـ PIB) في منطقة اليورو وجود نقص كبير في التزامن بينها، حيث توجد فجوة كبيرة بين الدورة الألمانية ودورات البلدان الأخرى في منطقة اليورو، مثلما يوضحه الشكل الموالي رقم (4-17):

الشكل رقم (4-17): الدورات الإئتمانية في منطقة اليورو وبعض الدول الأعضاء

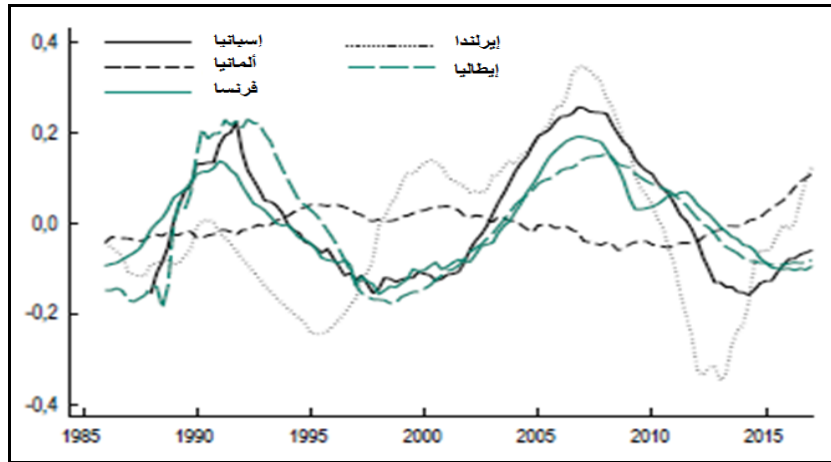


Source: Jeffrey Frankel and others, (January 2018): **Economic convergence in the Euro Area: Coming together or drifting apart?**, Working paper N° 18/10, European department, International Monetary Fund (IMF), p 40.

نلاحظ أن هناك عدم تزامن قوي بين ألمانيا، فرنسا، إيطاليا وإسبانيا. أي أن عدم التزامن بين دورات الإئتمان لا يقتصر على بلدان المحيط، وإنما أيضا بين بلدان المركز.

ينعكس عدم تزامن الدورة المالية الألمانية مع بقية الدورات لبلدان منطقة اليورو أيضا في الدورة العقارية، مثلما يبينه الشكل التالي (رقم 4-18):

الشكل رقم (4-18): الدورات العقارية في منطقة اليورو وبعض الدول الأعضاء



Source: Jézabel Coupey-Soubeyran et Salim Dehmej, (Mai 2017): **Le rôle de la politique macroprudentielle dans la prévention et la correction des divergences au sein de la zone euro**, Direction générale pour les politiques internes, Unité e soutien à la gouvernance économique, Parlement européen, p 17.

أصبحت الدورة المالية الألمانية منفصلة بشكل متزايد عن غيرها من دورات بقية البلدان الأعضاء، ويرجع ذلك جزئياً إلى أن ألمانيا تتمتع بدورة ثابتة بشكل ملحوظ، مع انخفاض في الانحراف المعياري بنسبة 40 % تقريباً مقارنة بمتوسط منطقة اليورو. يعكس هذا الانفصال خصوصية الإئتمان وديناميكيات أسعار المنازل في ألمانيا، والتي تختلف عن تلك الخاصة بمعظم بلدان منطقة اليورو. كما ظل الإئتمان المقدم للقطاع الخاص غير المالي ثابتاً بين عامي 2004 و 2011، مما أدى إلى منع تراكم الديون الخاصة وتقلص العرض الإئتماني. وبالمثل، ظلت أسعار المنازل في ألمانيا مستقرة حتى سنة 2009 ونمت ببطء نسبياً بعد ذلك. كما أن معدل ملكية المنازل المنخفض نسبياً في ألمانيا قد لعب أيضاً دوراً مهماً.⁽¹⁾

3- العلاقة بين الدورات المالية ودورات الأعمال في منطقة اليورو:

تتفاعل الدورات المالية ودورات الأعمال وتؤثر ببعضها. وقد أدت الاختلافات الإقتصادية، التي زادت في منطقة اليورو منذ سنة 1999، إلى تغذية الاختلالات المالية والعكس بالعكس. يبين الشكل رقم (4-19) العلاقة بين دورات الأعمال والدورات المالية في منطقة اليورو وبعض البلدان الأعضاء المختارة:

⁽¹⁾ Jeffrey Frankel and others, (January 2018): Op.Cit, p p 16-17.

الشكل رقم (4-19): دورات الأعمال (مدى متوسط) والدورات المالية في منطقة اليورو (1976-2016)



Source: Cinzia Alcidi, (july 2017): **Fiscal policy stabilization and the financial cycle in Euro area**, Discussion paper N° 052, Directorate- general for economic and financial affairs, European commission, Luxembourg publication office of the European Union, p p 14-16.

نلاحظ أنه مع تبني اليورو في بعض البلدان، ازداد الإرتباط بين الدورات المالية ودورات الأعمال (إيطاليا، بلجيكا وفرنسا)، بينما انخفض في بعض البلدان بشكل كبير (هولندا وإيرلندا). تعتبر حالة إيرلندا حالة خاصة جداً، فهي لديها أعلى تغير ليس فقط في مدى الدورة المالية ولكن أيضاً في دورة الأعمال، إلا أن العلاقة بين الدورتين إيجابية مع أنها منخفضة نسبياً. تتبع قمة الدورة المالية قمة دورة الأعمال مع تقريباً سنة واحدة من التأخير؛ وهذا يتعارض مع فكرة أن دورة الأعمال تتبع الدورة المالية. علاوة على ذلك، تعتبر هذه ميزة لبلدان أخرى أيضاً مثل إيطاليا واليونان وفنلندا، على الرغم من قلة وضوحها. أحد التفسيرات المحتملة هو أنه في تلك البلدان حافظ الإئتمان على نمط تصاعدي (بعض البلدان تلقت الدعم المالي الطارئ من خلال البرامج) على الرغم من أن الـ PIB كان ضعيفاً. هذا الجمع يعني أن نسبة الإئتمان إلى الـ PIB، والتي تعد أحد مكونات الدورة المالية، مبالغ فيها.⁽¹⁾

نستنتج أنه لا توجد دورة مالية موحدة ولا توجد دورة أعمال واحدة، ولكن دورات مالية و دورات أعمال مختلفة من حيث مداها ونطاقها، كما أنها قليلة التزامن. هذا النقص في التزامن وعدم التجانس في الدورات يظهر تأثيره الكبير عند تصميم وتطبيق السياسة الإحترازية الكلية في بعدها الزمني المضاد للتقلبات الدورية، إذ ينبغي مراعاة مرحلة الدورة لكل بلد.

ثانياً - البعد عبر-القطاعي للخطر النظامي في منطقة اليورو:

إن فهم الترابطات المالية عبر مختلف قطاعات النظام المالي الأوسع لمنطقة اليورو وكذلك عبر البلدان الأعضاء، أمر ضروري لتقييم أكثر دقة لديناميكية انتقال الصدمات والعدوى المحتملة في النظام المالي للإتحاد النقدي، وأيضاً إذا ما كان هذا النظام يقوم بإستيعاب الصدمات الشديدة أو تضخيمها، ومصدر هذه الصدمات من داخل أو خارج منطقة اليورو. على هذا الأساس، نتطرق إلى التعرض (الإتكشاف) المباشر عبر قطاعات النظام المالي لمنطقة اليورو ككل، من خلال الأدوات وكذلك عبر البلدان. ثم نتناول الترابطات المالية المتبادلة المباشرة عبرفرادى البلدان، وبعدها الترابطات المالية المتبادلة غير المباشرة الناشئة عن التعرضات المشتركة.

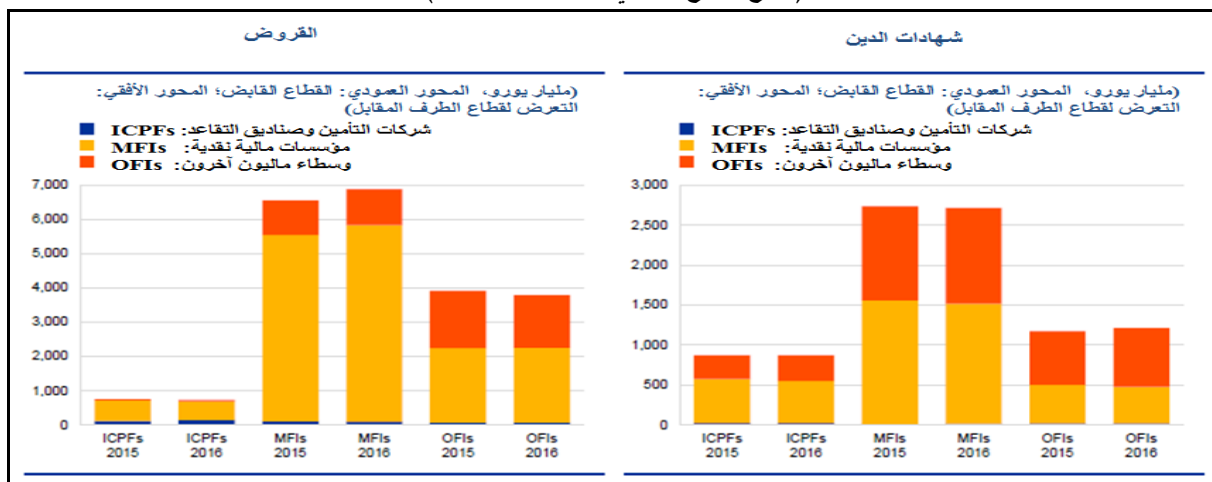
1- الترابطات المالية المتبادلة المباشرة عبر قطاعات النظام المالي الموسع لمنطقة اليورو:

يوضح الشكلين رقم (4-20) ورقم (4-21) التعرض المباشر عبر مختلف القطاعات في النظام المالي الموسع لمنطقة اليورو حسب نوع الأداة في الأرباع الأخيرة من سنتي 2015 و 2016. المحور الأفقي يمثل الجانب المقرض (في حالة القروض) أو قطاع الشركات القابضة (للأوراق المالية، الأسهم المدرجة وأسهم

⁽¹⁾ Cinzia Alcidi, (july 2017): Op.Cit, p 17.

صندوق الإستثمار)؛ بينما يمثل المحور العمودي الجانب المقترض أو القطاع المُصدر للأوراق المالية - حسب الحالة-. يختلف حجم التعرض بشكل كبير وفقاً لنوع الأداة. بالنسبة للمبالغ المطلقة، فإن أكبر المخاطر تتمثل في مخاطر القروض الممنوحة من قبل الوسطاء الماليين الآخرين (OFIs) والمؤسسات المالية النقدية (قطاع البنوك MFIs)، متبوعة بسندات الدين التي تحتفظ بها المؤسسات المالية النقدية وأسهم صناديق الإستثمار التي تحتفظ بها المؤسسات المالية النقدية (MFIs) وشركات التأمين وصناديق التقاعد (ICPFs).(*)

الشكل رقم (4-20): التعرضات العابرة بين قطاعات النظام المالي لمنطقة اليورو للقروض وشهادات الدين (الربع الرابع لسنتي 2015 و2016)



Source: European Central Bank, (October 2017): **Report on financial structures**, Frankfurt-Germany, p 13.

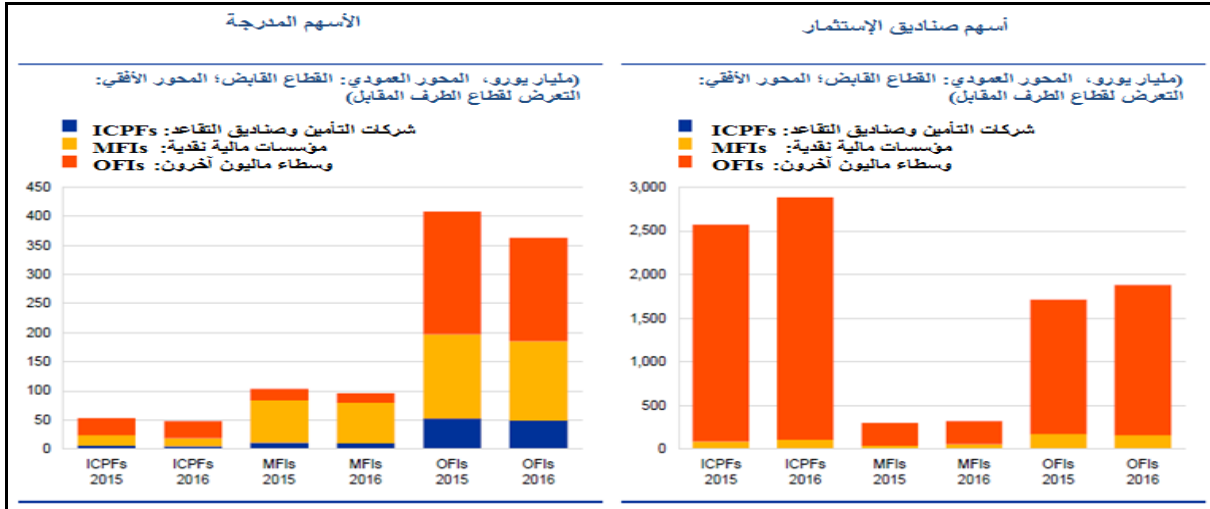
بالنظر إلى القروض، تبقى المؤسسات المالية النقدية MFIs أكبر المقرضين، تليها مؤسسات الوساطة المالية الأخرى OFIs (كما هو موضح في الشكل رقم (4-20) على اليسار). تعتبر MFIs أيضاً أكبر الأطراف المقابلة لكل من MFIs وOFIs، حيث تمثل 83 % و 60 % من إجمالي القروض الممنوحة للقطاعين على التوالي في سنة 2016. تمثل OFIs تقريباً جميع التعرضات المتبقية. في نفس الوقت، تعتبر MFIs أكبر حاملي شهادات الدين، تليها OFIs (الشكل (4-20) على اليمين). هي أيضاً الطرف المقابل الرئيسي لشهادات الدين التي تحتفظ بها ICPFs وMFIs، وتتبعها OFIs. مقارنة مع سنة 2015، حدثت زيادة طفيفة ملحوظة في شهادات الدين الصادرة والمحتفظ بها من قبل OFIs في سنة 2016.

بالإنتقال إلى الأسهم المدرجة (الشكل رقم (4-21) على اليسار)، فإن أكبر الحاصلين عليها هي OFIs. تمتلك MFIs وICPFs مبالغ أصغر بكثير. من حيث الأطراف المقابلة، تتعرض OFIs بشكل خاص

(*) **OFIs**: Other financial Intermediaries; **MFIs**: Monetary Financial Institutions; **ICPFs**: Insurance Corporations and Pension Funds.

لقطاع OFI. كما تمثل حقوق الملكية المصدرة من قبل MFIs حصة كبيرة من إجمالي تعرض OFI. تظهر MFIs تعرض كبير لحقوق الملكية الصادرة عن MFIs الأخرى، بينما تتعرض ICPFs إلى الأسهم المصدرة من طرف OFIs.⁽¹⁾

الشكل رقم (4-21): التعرضات العابرة بين قطاعات النظام المالي لمنطقة اليورو لأسهم صناديق الإستثمار والأسهم المدرجة (الربع الرابع لسنتي 2015 و 2016)



Source: European Central Bank, (October 2017): **Report on financial structures**, Frankfurt-Germany, p 14.

أخيراً، بالتحول إلى أسهم صناديق الإستثمار (الشكل رقم (4-21) على اليمين)، فأكبر الحاصلين على هذه الإتفاقيات هي ICPFs، تليها OFIs، بينما تميل MFIs إلى الإحتفاظ بكمية أقل بكثير من أسهم صناديق الإستثمار. الجهات المصدرة الرئيسية لهذه الأداة هي OFIs.

2- الترابطات المالية المتبادلة المباشرة عبر فرادى البلدان:

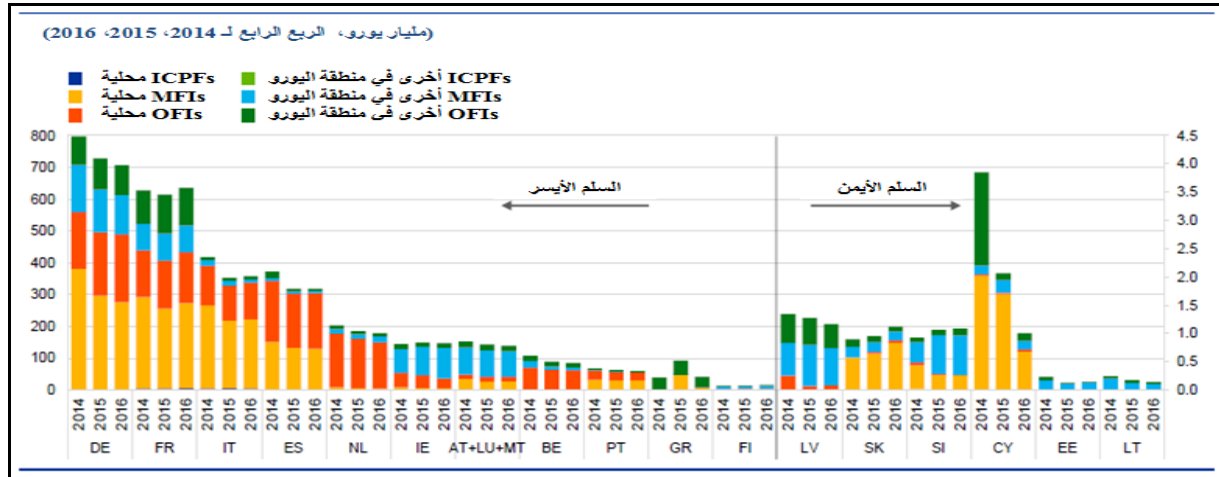
يتيح هذا العنصر تقديم رؤية عامة للترابط الهيكلي بين البلدان في أجزاء مختلفة من القطاع المالي لمنطقة اليورو.

لا تزال تعرضات MFIs عالية خاصة في أكبر أربعة اقتصادات بمنطقة اليورو (ألمانيا، فرنسا، إيطاليا وإسبانيا) عاكسة جزئياً الحجم المطلق لأنظمتها البنكية (مثلما هو موضح في الشكل رقم 4-22). معظم تعرضات MFI في إيطاليا وألمانيا وفرنسا هي لـ MFIs في نفس البلد، إلا أن هناك أيضاً تعرضات كبيرة لبلدان أخرى من منطقة اليورو بالنسبة لإيطاليا وإسبانيا. إن تعرض MFI لمؤسسات OFIs (في نفس البلد أو في بلدان

⁽¹⁾ European Central Bank, (October 2017): Op.Cit, p p 13- 14.

منطقة اليورو الأخرى) كبير بشكل خاص في إسبانيا وهولندا، كما أنه مهم في ألمانيا وفرنسا وإيطاليا. وعلى العكس من ذلك، فإن MFIs في إيرلندا والنمسا ولوكسمبورغ ومالطا مجتمعة تميل إلى أن تتعرض بشكل رئيسي للقطاعات الموجودة في بلدان منطقة اليورو الأخرى.⁽¹⁾

الشكل رقم (4-22): تعرض المؤسسات المالية النقدية (MFIs) للقطاعات المالية الموجودة في نفس البلد وفي بلدان أخرى في منطقة اليورو



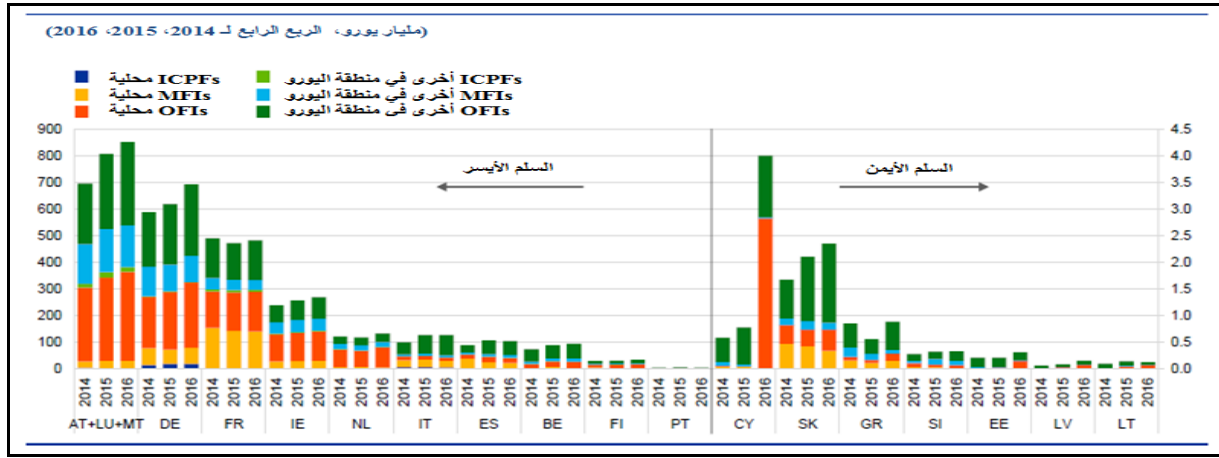
Source: European Central Bank, (October 2017): **Report on financial structures**, Frankfurt-Germany, p 15.

يبقى تعرض الوسطاء الماليين الآخرين OFIs كبيرا بشكل خاص في النمسا ومالطا ولوكسمبورغ مجتمعين، تليها إيرلندا (الشكل 4-23). لا تزال كل من النمسا ومالطا ولوكسمبورغ مجتمعتين وألمانيا معرضتين بشدة لمخاطر الوسطاء الماليين الآخرين OFIs والمؤسسات المالية النقدية IMFIs في بلدان منطقة اليورو الأخرى، مع تعرض غير محلي أعلى بقليل من نصف مجموع التعرضات. تمثل التعرضات المحلية في فرنسا أكثر من 60 % وهي بشكل رئيسي إلى المؤسسات المالية النقدية والوسطاء الماليين الآخرين.

يتعرض الوسطاء الماليين الآخرين بشكل رئيسي للوسطاء الماليين الآخرين (OFIs) والمؤسسات المالية النقدية (IMFIs) المحلية وغير المحلية. يمكن ملاحظة زيادة في الحجم المطلق لقطاع الوسطاء الماليين الآخرين (باستثناء فرنسا) بين سنتي 2015 و 2016.

⁽¹⁾ European Central Bank, (October 2017): Op.Cit, p 16.

الشكل رقم (4-23): تعرض الوسطاء الماليون الآخرون (OFIs) للقطاعات المالية الموجودة في نفس البلد وفي بلدان أخرى في منطقة اليورو



Source: European Central Bank, (October 2017): **Report on financial structures**, Frankfurt-Germany, p 17.

ما يمكن التأكيد عليه بناء على التحليل السابق، هو أن قطاع الوسطاء الماليين الآخرين (OFIs) (وسطاء السوق) يعتبر بمثابة بنوك الظل أو النظام المالي الموازي في منطقة اليورو، بما فيها صناديق الإستثمار وصناديق التحوط. إن صعود هذه المؤسسات بقوة في النظام المالي لمنطقة اليورو، وخاصة في الفترة الأخيرة، يعزز الحاجة إلى إجراء تحليل للترابطات المتبادلة لا يقتصر على القطاع البنكي الرسمي أو المؤسسات المالية النقدية (IMFs)، وإنما أيضا الترابطات بين هذا القطاع والقطاع الموازي، مما يسمح بمراقبة وضبط هذه الترابطات لأنها قنوات رئيسية لانتقال العدوى وتضخيم الخطر النظامي في الشبكة المالية.

3- شبكة الترابطات المالية المتبادلة غير المباشرة الناشئة عن التعرضات المشتركة:

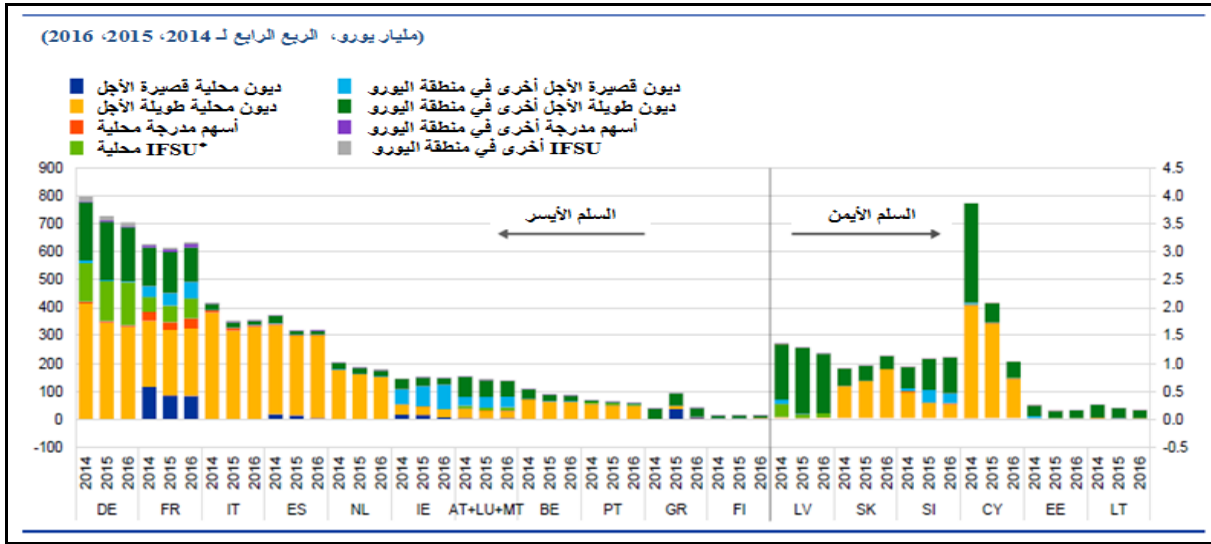
في حين ركز العنصرين السابقين على التعرض المباشر عبر القطاعات والبلدان، نركز في هذا العنصر على الترابط في القطاع المالي لمنطقة اليورو الناتج عن التعرض المشترك أي الترابطات غير المباشرة. وتحليل خاصة مدى تعرض الأنظمة المالية في البلدان المختلفة لأدوات مالية معينة، تحدد ما إذا كانت الأداة توجد في نفس البلد (التعرض المحلي) أو في بقية منطقة اليورو.

يوضح الشكل رقم (4-24) تعرض MFIs الموجودة في بلدان منطقة اليورو لأدوات مالية مختلفة، سواء صدرت في نفس البلد أو في بقية منطقة اليورو. وينصب التركيز على شهادات الدين القصيرة والطويلة الأجل والأسهم المدرجة وأسهم صناديق الإستثمار/وحدات (IFSU^(*)).

(*) IFSU: Investment Fund Shares/ Units، أسهم صناديق الإستثمار/وحدات،

من بين البلدان التي تعاني من أكبر تعرض MFIs (ألمانيا، فرنسا، إيطاليا، إسبانيا وهولندا)؛ يميل الدين المحلي طويل الأجل إلى أن يكون الأداة الرئيسية التي يتم عقدها. بينما في ألمانيا وفرنسا حسابات الديون المحلية طويلة الأجل 47 % و 38 % من إجمالي التعرض على التوالي، في إيطاليا وإسبانيا تمثل هذه الأداة لأكثر من 90 %. يميل مستوى الديون طويلة الأجل في ألمانيا وفرنسا الصادرة في بلدان أخرى من منطقة اليورو إلى أن يكون كبيرا، على الرغم من أنه يتناقص بشكل طفيف (27 % و 19 % من إجمالي التعرض على التوالي). كما تتعرض ألمانيا إلى حد ما لأسهم صناديق الإستثمار المحلية (22 %، في حين تتعرض فرنسا للديون المحلية قصيرة الأجل (13 %).⁽¹⁾

الشكل رقم (4-24): حيازات الأدوات المالية من طرف المؤسسات المالية النقدية (MFIs)



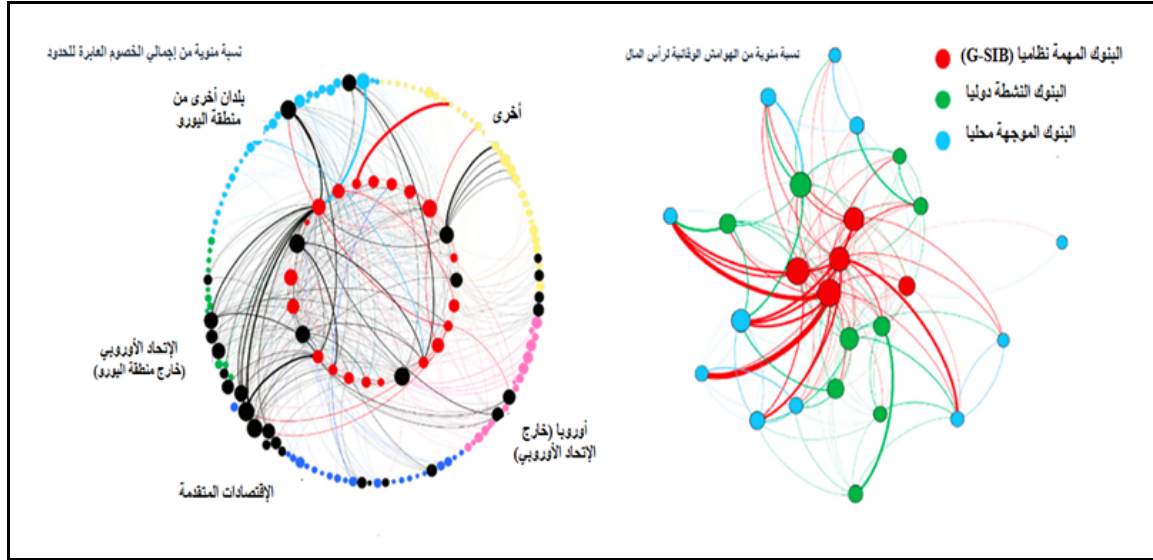
Source: European Central Bank, (October 2017): **Report on financial structures**, Frankfurt-Germany, p 20.

بشكل عام، يشير التحليل إلى أن خطر العدوى من خلال التعرضات بين المؤسسات المالية النقدية MFIs ضمن منطقة اليورو منخفض مقارنة بالتعرضات خارج منطقة اليورو. وتظهر المؤسسات المالية النظامية الكبيرة درجة متوازنة من الترابط فيما بين البنوك بالنسبة لمستويات رسملة البنوك. في المقابل، الترابطات عبر الحدود أقوى. تميل البنوك المهمة نظاميا (G-SIBs) داخل عينة البنوك في منطقة اليورو إلى أن تكون مرتبطة بإمتدادات خارجية أكبر، في حين أن البنوك ذات التوجه المحلي أكثر عرضة للتأثيرات غير المباشرة (الشكل رقم (4-25)). يؤكد التحليل على المستوى الوطني هذه النتائج، ويشير إلى أن الإمتدادات الخارجية في منطقة اليورو قد انخفضت في السنوات الأخيرة بالتوازي مع الإتجاه الهبوطي في التعرضات مع المناطق الأخرى.⁽²⁾

⁽¹⁾ European Central Bank, (October 2017): Op.Cit, p 19.

⁽²⁾ James Morsink and Mahmood Pradhan (Approved by), (July 2018): Op.Cit, p 16.

الشكل رقم (4-25): الترابط القائم على الميزانية والتعرضات المشتركة في القطاع البنكي لمنطقة اليورو



Source: James Morsink and Mahmood Pradhan (Approved by), (July 2018): **Euro Area policie: Financial system stability assessment**, IMF Country report N° 18/226, International Monetary Fund, p 44.

تظهر الشبكة البنكية لمنطقة اليورو إلى أن G-SIBs تميل إلى أن تكون مرتبطة بتأثيرات خارجية أكبر، في حين أن البنوك المحلية أكثر عرضة للتأثيرات الداخلية.⁽¹⁾

ثالثاً - ديناميكية الخطر النظامي في منطقة اليورو:

تتعدد مصادر الخطر النظامي في منطقة اليورو، وتشكل ديناميكية تعكس خصوصية الإتحاد النقدي الأوروبي. طور اقتصاديو البنك المركزي الأوروبي مؤشر تكميلي للإجهاد النظامي في منطقة اليورو للتعرف على حالة الخطر النظامي في قطاعات نظامها المالي، كما حاولنا تلخيص مصادر الخطر النظامي وديناميكية تفاعلها وتشابكها في مخطط شامل.

1- المؤشر التركيبي للإجهاد النظامي لمنطقة اليورو:

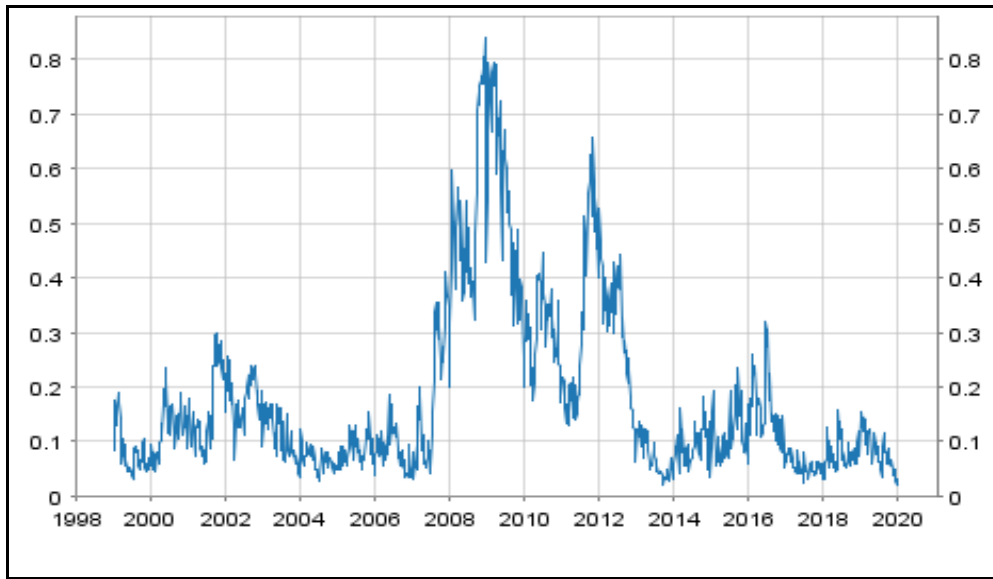
يهدف المؤشر التركيبي للإجهاد النظامي (Composite Indicator of Systemic Stress/CISS) إلى قياس حالة عدم الإستقرار الحالية في النظام المالي ككل أو مستوى "الإجهاد النظامي". يتم تفسير الإجهاد النظامي على أنه مقدار الخطر النظامي الذي تحقق بالفعل. تم نشر CISS لمنطقة اليورو لأول مرة في سنة 2010. ومنذ ذلك الحين أصبح المؤشر معروفاً ومستخدمًا على نطاق واسع خاصة بعد أن طوّر من قبل Holló وآخرون

⁽¹⁾ James Morsink and Mahmood Pradhan (Approved by), (July 2018): Op.Cit, p 44.

سنة 2012^(*). يستخدم المؤشر نظرية المحفظة الحديثة لتلخيص الإجهاد عبر خمس (05) مؤشرات فرعية إلى مقياس معاصر للإجهاد النظامي. تُتاح التحديثات الأسبوعية لـ CISS الخاص بمنطقة اليورو ككل عبر مستودع البيانات الإحصائية للبنك المركزي الأوروبي (Statistical Data Warehouse/ SDW)، كما تتوفر أيضا مؤشرات خاصة بكل بلد منفردا عبر هذا المستودع. يتراوح مؤشر الإجهاد النظامي بين 0 و 1.⁽¹⁾

يوضح الشكل رقم (4-26) المؤشر التركيبي للإجهاد النظامي لمنطقة اليورو المتوفر مباشرة من مستودع بيانات البنك المركزي الأوروبي، للفترة من 1999/01/08 إلى غاية 2020/01/03.

الشكل رقم (4-26): المؤشر التركيبي للإجهاد النظامي لمنطقة اليورو (1999/01/08-2020/01/03)



Source: Statistical Data Warehouse (SDW), European Central Bank, https://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?org.apache.struts.taglib.html.TOKEN=a61bd9cb96798ff55c8dc364b5569462&SERIES_KEY=290.CISS.D.U2.Z0Z.4F.EC.SS_CI.IDX&resetBtn+=Reset+Settings&start&=end&=trans=N: 09/01/2020.

ملاحظة: آخر مشاهدة بتاريخ 2020/01/09.

يؤكد تقييم CISS المطبق على بيانات منطقة اليورو على موثوقيته بمرور الوقت، ويبدو أنه بإمكانه تمييز فترات الإجهاد النظامي بوضوح، على عكس ما إذا تم حسابه كمتوسط حسابي بسيط للقطاعات الفرعية الخمسة -والتي تفترض ضمناً وجود ارتباط كامل بين جميع المؤشرات الفرعية في جميع الأوقات- فلم تتمكن

(*) للمزيد من التفاصيل يمكن الإطلاع على المرجع التالي:

- Holló and others, (March 2012): **CISS - A Composite Indicator of Systemic Stress in the Financial System**, Working Paper Series, N° 1426, European Central Bank.

(1) Statistical Data Warehouse (SDW), European Central Bank, <https://sdw.ecb.europa.eu/browseExplanation.do?node=9689686: 09/01/2020>.

من التمييز بوضوح بين المستويات النظامية للإجهاد السائد. وبالتالي، فإن المؤشرات التي لا تتضمن الطبيعة "النظامية" للتوتر قد تقلل من المستويات "الحقيقية" للاختلالات في النظام المالي.⁽¹⁾

وصل CISS إلى ذروته خلال الفترات المعروفة بالضغط المالية المرتفعة، وخص الأزمة الاقتصادية والمالية لسنة 2008 كحدث بارز فيما يتعلق بمستويات الإجهاد الملحوظة في عينة البيانات المتاحة، إذ لم يتمكن أي من الأحداث السابقة من دفع CISS نحو المستويات التي وصل إليها خلال هذه الأزمة. كذلك عرف المؤشر تذبذبا بين الصعود والهبوط في الفترة 2010 إلى 2015 والتي تمثل أكثر فترة اضطرابات في أزمة منطقة اليورو، حيث عرف المؤشر صعودا عند زيادة التهديدات عند اندلاع أزمة اليونان في 2010، تلاها انخفاض عند عودة بعض الهدوء للقطاعات المالية بعد إتخاذ بعض الإجراءات من طرف السلطات الأوروبية، إلا أنه عاود الإرتفاع مجددا في نهاية 2011 مع إعلان بلدان أخرى من منطقة اليورو تعرضها لصعوبات مالية. خفت التدابير اللاحقة من حدة الإجهاد النظامي، إلا أن المؤشر عرف صعودا آخر منتصف سنة 2016 الفترة التي تزامنت مع التصويت على الـ Brexit^(*) والمخاوف من التأثيرات المحتملة لخروج بريطانيا من الإتحاد الأوروبي، وكذلك الإنتخابات في بعض الدول الأوروبية وتبعات اللاتأكد الكبير الذي طبع الساحات الإقتصادية والمالية. رغم أن المؤشر شهد تحسنا بعدها، إلا أن نفس هذه المخاوف لا تزال الأكثر تأثيرا على الإستقرار المالي في منطقة اليورو وخاصة مع استمرار تأثيرات الـ Brexit.

2- تلخيص التفاعل والتشابك بين المخاطر المهددة للإستقرار المالي في منطقة اليورو:

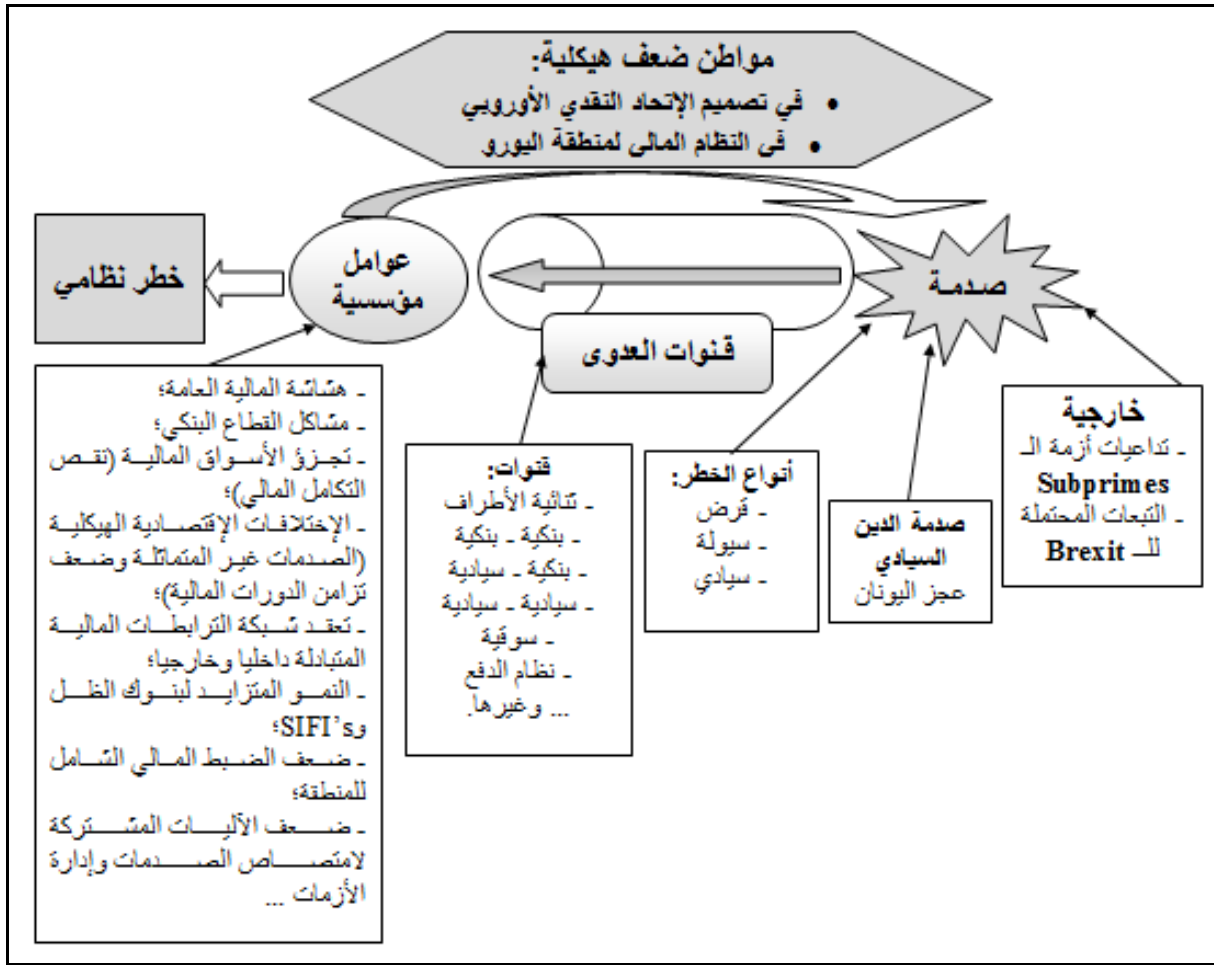
تتشابك وتتفاعل المصادر المتعددة للخطر النظامي في منطقة اليورو، سواء تلك المتعلقة بخطايا التصميم الأصلية للإتحاد النقدي الأوروبي، الإختلالات الهيكلية في النظام المالي، القصور في الإطار المؤسسي، ومختلف العوامل المؤدية لتراكم الخطر عبر الدورة المالية، وتعقيد شبكة الترابطات المتبادلة وانتشار العدوى في بعده عبر-القطاعي. إضافة إلى التأثير بالعوامل الجيو-سياسية التي تعرفها المنطقة والإتحاد أو دوليا كذلك.

يمثل الشكل رقم (4-27) مخطط تلخيصي يحاول أن يعطي رؤية شاملة لمصادر وعوامل الخطر النظامي في منطقة اليورو، والتي أدت فيما سبق إلى أزمة منطقة اليورو، وتبقى تشكل تقريبا نفس التهديدات الحالية للإستقرار المالي والإقتصادي للمنطقة إذا لم يتم إيجاد واعتماد الحلول المناسبة:

⁽¹⁾ Statistical Data Warehouse (SDW), European Central Bank, <https://sdw.ecb.europa.eu/browseExplanation.do?node=9689686>: 09/01/2020.

^(*) يستعمل مصطلح **Brexit** للدلالة على سيناريو خروج المملكة المتحدة من الإتحاد الأوروبي، وهي تعبير مختزل مكون من الكلمتين الإنجليزيتين "British" (بريطانيا) و "Exit" (خروج).

الشكل رقم (4-27): مخطط تلخيصي شامل للخطر النظامي في منطقة اليورو



المصدر: من إعداد الباحثة بالإعتماد على:

- Pawel Smaga, (2014): **The concept of Systemic Risk**, Systemic Risk Centre special paper N° 5, London School of Economics, www.systemicrisk.ac.uk/sites/default/files/downloads/.../sp-5_0.pdf, p 16.

يوضح هذا المخطط تصنيف وتحليل للمصادر المحتملة للخطر النظامي في الإتحاد النقدي الأوروبي، وإبراز لسيروية تراكم، تحقق وانتشار الخطر النظامي في منطقة اليورو. يسهل هذا المخطط الشامل تحديد الخطر النظامي ومحاولة منع تحققه عبر تفعيل الإطار الإحترازي الكلي الملائم، أو التخفيف من آثاره وحلقات التغذية الرجعية في حال تحققه من خلال تدابير شبكة الأمن المالي.

تتطبق اعتبارات خاصة على منطقة اليورو كون أنها إتحاد نقدي مصمم وفقا لنظريات النسق النيوكلاسيكي، مما نجم عنها مواطن ضعف هيكلية متعلقة مباشرة بأخطاء التصميم الأصلية خاصة بقصور الإطار المؤسسي لمنطقة اليورو وانعكست لاحقا في الإختلالات النظامية المهمة.

يبدأ التحقق المادي (تجسد) الخطر النظامي بصدمة، تختلف هذه الصدمة من حيث نوعها، مصدرها، مدتها ونطاقها. بالنسبة لأزمة منطقة اليورو فقد كانت الصدمة الأولى خارجية متمثلة في التداعيات السلبية

لأزمة الـ Subprimes سنة 2008، ثم بعدها الصدمة الداخلية على إثر العجز السيادي لليونان، وما تلاه من تصاعد المخاطر في القطاع البنكي الذي تبين مدى هشاشته على غرار كل النظام المالي للمنطقة الذي فاقم من قوة الصدمة وآثار التغذية الرجعية. حاليا تشكل التبعات المحتملة للـ Brexit أهم صدمة يمكن أن تؤدي إلى تحقق الخطر النظامي في منطقة اليورو كنتيجة للعديد من العوامل منها تجزؤ الأسواق المالية المرافق للـ Brexit، زيادة حادة في علاوات الخطر، ارتفاع اللاتأكد لدى المستثمرين مما يؤدي إلى تقادم انخفاض الإستثمارات وبالتالي تأخير الانتعاش الدوري، تراجع الثقة في اليورو ...

تلعب قنوات العدوى المالية لاحقا الدور البارز في نقل الخطر النظامي سواء أفقيا عبر قطاعات النظام المالي لمنطقة اليورو، وعموديا بين النظام المالي والإقتصاد الحقيقي، مع آليات التضخيم التي تعقد الأمور أكثر خاصة إذا لم تكن الإستجابة من طرف سلطات الضبط سريعة ومناسبة مثلما أوضحت الأزمة التي شهدتها المنطقة. تعزز كل هذه العوامل والمصادر المحتملة للخطر النظامي في منطقة اليورو بعضها البعض، وتكون الآثار والتداعيات كبيرة ومكلفة جدا. ولهذا، وعلى ضوء دروس الأزمة باشرت منطقة اليورو مساعي جادة لإقامة إطار فعال للوقاية من الخطر النظامي والحفاظ على الإستقرار المالي نتطرق له في المبحث الموالي.

المبحث الثالث: الإطار العام للإستقرار المالي والسياسة الاحترازية الكلية في منطقة اليورو

- على ضوء دروس أزمة منطقة اليورو -

على ضوء دروس أزمة منطقة اليورو، سعى الإتحاد النقدي الأوروبي إلى بناء وتطوير إطار مؤسسي وتنظيمي للإستقرار المالي النظامي، تَمَثَّل في وضع النظام الأوروبي للإشراف المالي تحت مسؤولية المجلس الأوروبي للخطر النظامي (ESRB)، وتكريس الإتحاد البنكي، بالإضافة إلى القوانين التنظيمية للسياسة الاحترازية الكلية وأدواتها المكيفة عن توصيات بازل III. على الرغم من كل هذه الإصلاحات في نظام الضبط المالي إلا أن مسألة إكمال بنية الإتحاد النقدي الأوروبي تبقى ملحة، فقد بيّنت الأزمة أن أوجه القصور البنيوية هذه كان لها الدور الجوهري في الهشاشة الداخلية، لذا فإن مستقبل منطقة اليورو مرهون بتصحيح هذه الأخطاء التصميمية كشرط للحفاظ على الإستقرار المالي والإقتصادي. وكذا ضرورة توسيع أطر الضبط للمؤسسات الأخرى، ترقية كفاءة أنظمة إدارة الأزمات النظامية ومواصلة جهود التحول نحو التمويل المستدام.

المطلب الأول: الأطر المؤسسية والتنظيمية للإستقرار المالي والسياسة الاحترازية الكلية في منطقة اليورو

في مواجهة الثغرات المؤسسية والتنظيمية التي كشفت عنها الأزمة، كان رد منطقة اليورو متناسقا. فبالإضافة إلى تعزيز نظام الإشراف المالي لكل الإتحاد الأوروبي ومنطقة اليورو، تضمن تصميم وتنفيذ الإتحاد البنكي كجزء من إطار مؤسسي وهيكل تنظيمي جديد للسياسة الاحترازية الكلية.

أولاً- تحديات الإستقرار المالي والضبط الاحترازي الكلي في سياق الإتحاد النقدي الأوروبي:

مع قصور الهيكل الإشرافي السابق، وكذا ثبوت عدم كفاية الإستقرار النقدي عبر السياسة النقدية الموحدة، تظهر أهمية اعتماد السياسة الاحترازية الكلية في منطقة اليورو.

1- عيوب السياسة الإشرافية الأوروبية المطبقة قبل الأزمة:

ركزت الترتيبات الإشرافية السابقة (قبل الأزمة) للإتحاد الأوروبي عموما ومنطقة اليورو أساسا على الإشراف على المؤسسات الفردية، وأولت تركيزا ضعيفا جدا للمسائل الاحترازية الكلية. الواقع أن التصميم الإشرافي والتنظيمي في أوروبا قام على مبدأ التبعية، ونتيجة لذلك، تُركت مهام الإشراف البنكي والمالي للهيئات الوطنية دون رعاية كافية للتنسيق. استند النظام السابق إلى الحد الأدنى من التنسيق ومدى ملائمة القواعد الاحترازية. ويستند نظام الإشراف السابق على ركيزتين متصلتين:

- مبدأ الرقابة في البلد الأصلي على العمليات المحلية والفروع الخارجية؛

- مسؤولية الجهة التنظيمية المضيفة للمؤسسات التابعة للبنوك الأجنبية.

وترتب على ذلك أن إدارة الأزمات اعتمدت في المقام الأول على السلطات الوطنية، فضلا عن العبء المالي لإنقاذ البنوك التي تنظمها، وذلك في إطار الهيكل الإشرافي المصمم من طرف Lamfalussy الذي تضمن نوعا من التعاون بين الضابطين الوطنيين تحت إشراف اللجان الجهوية ومع سلطة استشارية بسيطة. وتهدف لجان Lamfalussy الثلاث^(*) (لجنة المشرفين البنكيين الأوروبيين / EBS، لجنة التأمينات الأوروبية والمعاشات التقاعدية الأوروبية / EIOPS، ولجنة ضابطي الأوراق المالية الأوروبية / ESR) إلى تعزيز التقارب الإشرافي وأفضل الممارسات، وذلك من خلال وضع توجيهات غير ملزمة قانونا، وهي هيئات استشارية فقط للجنة. ويوضح هذا النقص في السلطة القانونية لإتخاذ القرارات سبب عدم تمكن لجان المستوى الثالث من المساهمة في الإدارة الفعالة للأزمة.⁽¹⁾

لم يكن هذا الهيكل الإشرافي فعالا، بالإضافة إلى أن هذا الهيكل المتمحور حول اعتماد المعايير التقنية ثم مراقبة تنفيذها كان قطاعيا بشكل حصري. ازدادت عيوب التنسيق بين المؤسسات المحلية تقاعسا في منطقة اليورو، بينما يتطلب الإتحاد النقدي تعاونا أكثر صرامة فيما بينها. تم اقتراح مراجعة مقارنة Lamfalussy منذ سنة 2007، عندما اتضح أن جزء من هذا الضبط غير فعال. عاين البنك المركزي الأوروبي في تقريره عن الإطار "إعادة فحص إطار Lamfalussy: مساهمة نظام اليورو" أن "التطورات السوقية أظهرت أهمية التقدم المحقق في ميدان الاختلاف والتعاون العابر للحدود في مجال الإشراف". اقترح كذلك بنك فرنسا تعزيز مكانة لجان المستوى الثالث، المتعلقة بدورها، كيفية عملها ووظيفتها. من ناحية أخرى، وفي خضم الأزمة المالية، أقرت المفوضية الأوروبية عدم تكيف لجان المستوى الثالث مع سوق خدمات مالية مندمج أكثر فأكثر. واعتبرت كذلك أن "المهام الموكلة لكل لجنة تختلف بشكل طفيف من قرار لآخر وتترجم اهتمامات واتفاقات سياسية تطورت مع الزمن. ومنطقيا، ينبغي أن تكون مهمات اللجان الثلاث متناسقة".

تبنى الإتحاد الأوروبي بعدها هيكل جهوي جديد للإشراف المالي مؤسس على تقرير De Larosière قائم على هدف مزدوج: ضبط متين للحفاظ على الإستقرار المالي والوقاية من الخطر النظامي؛ وإطار حقيقي للإشراف المالي مكرس للإشراف على التنفيذ الصحيح لهذه التدابير من قبل المؤسسات المالية.⁽²⁾

(*) EBS: European Banking Supervisors; EIOPS: European Insurance and Occupational Pensions Supervisors; ESR: European Securities Regulators.

(1) Michel Aglietta and Laurence Scialom, (2010): A systemic approach to financial regulation -A European perspective-, International economics, 2010/3, N° 123, p p 56-57.

(2) Ibidem, p 59.

2- أهمية وتحديات السياسة الاحترازية الكلية في منطقة اليورو:

أصبحت تدفقات رأس المال عبر الحدود أثناء الأزمة، والتي حفزتها إدخال العملة الموحدة مزعزة للإستقرار إلى حد كبير، وعرضت التكامل المالي الذي تحقق منذ 1999 لأضرار بالغة. على ضوء هذا الدرس، يبدو أن وضع إطار فعال للإحتراز الكلي على درجة كبيرة من الأهمية بالنسبة لمستقبل منطقة اليورو. قد يكون التكامل المالي في الواقع دون مستوى مماثل من التكامل بين السياسات الاحترازية الجزئية والكلية عرضة للخطر النظامي. كذلك، شجعت بيئة أسعار الفائدة المنخفضة التي حفزتها السياسة التوسعية للبنك المركزي الأوروبي الإفراط في أخذ الخطر في القطاع المالي. وهذا ما يجعل الإهتمام بالإشراف الإحترازي الجزئي ضروري، إلا أن إعداد أدوات إحترازية كلية فعالة في الإتحاد النقدي الأوروبي هي أيضا أكثر أهمية وموضوعية.⁽¹⁾

عانت منطقة اليورو بشكل أساسي من غياب مزيج بين السياسات، وتحمل السياسة النقدية الوحيدة عبء الضبط الإقتصادي الكلي داخل المنطقة. إن عدم تناسق منطقة اليورو يستدعي إجراء تعديلات مختلفة على المستوى الكلي، بحيث لا يمكن للسياسة النقدية الموحدة أن توفرها بحكم تعريفها.⁽²⁾

في هذه البيئة، "تحتاج السياسة النقدية إلى مُكْمَل، ذلك المُكْمَل هو سياسة احترازية كلية". قد تتراكم المخاطر في القطاع المالي وقد تتحرف أسعار الأصول عن المستويات الأساسية حتى دون وجود حركة كبيرة في تضخم مؤشر أسعار المستهلك. ومن المحتمل أن تكون قدرة السياسة النقدية للبنك المركزي الأوروبي على الإستجابة محدودة في هذه الحالة، لأن السياسة النقدية تستهدف التضخم في أسعار المستهلك ولا تأخذ أسعار الموجودات في الإعتبار بشكل عام.⁽³⁾

إضافة لذلك، هناك سببان على الأقل:

- ❖ الأول هو أنه، على خلاف السياسة النقدية ومعدل الفائدة الذي لا يمكن تثبيته إلا على مستوى المنطقة ككل، فالسياسة الاحترازية الكلية قابلة للتعديل، أو بأكثر دقة بعدة مستويات: على مستوى المنطقة ككل، لكل بلد عضو، أو حتى لكل قطاع (كقطاع العقارات مثلا)؛
- ❖ والثاني هو أن الدورات المالية ودورات الأعمال تؤثر ببعضها، وإذا كانت الإختلالات المالية تؤدي إلى التباعد، فإن المعالجة عن طريق إجراءات السياسة الاحترازية الكلية يمكن أن يعزز التكيف والتقارب.

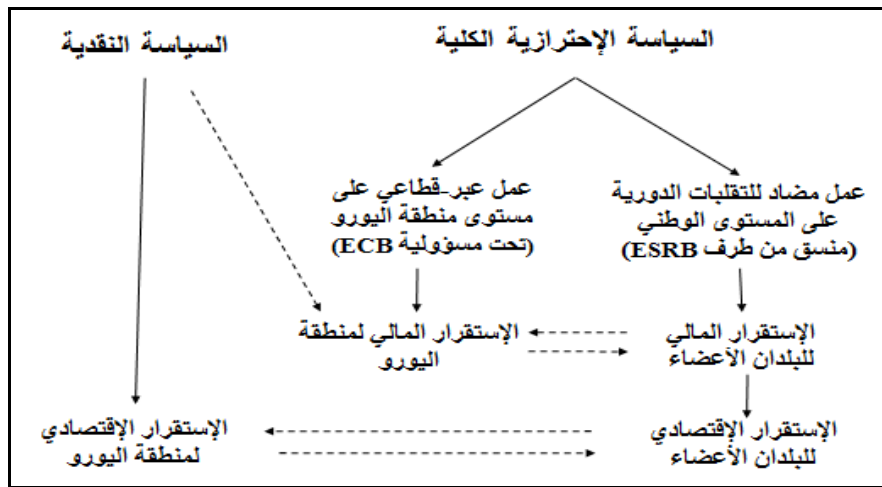
⁽¹⁾ Silvia Merler, (November 2015): **Squaring the cycle: Financial cycles, capital flows and macroprudential policy in the Euro Area**, Bruegel working paper N° 2015/14, Brussels, p 32.

⁽²⁾ Jézabel Couppey-Soubeyran et Salim Dehmej, (Mai 2017): Op.Cit, p 10.

⁽³⁾ Silvia Merler, Ibidem, p 32.

وقد تبين أن السياسة الاحترازية الكلية يمكن أن تكون أداة للضبط الكلي من خلال التصحيح الذي تعمل به على المستوى المالي، وبفضل إمكانية تعديلها على مستويات متعددة. إن إسهامها في الإستقرار المالي والإقتصادي إضافة إلى السياسة النقدية الوحيدة، ينطوي على ترابط ثنائي المستوى، من ناحية منطقة اليورو لزيادة قدرة المجموعات النظامية على الصمود (إجراءات احترازية كلية عبر الحدود)، ومن ناحية أخرى لكل دولة عضو لضبط الدورة المالية (إجراء احترازي كلي معاكس للتقلبات الدورية) والحد من التباعد الإقتصادي والمالي، مثلما يوضحه الشكل رقم (4-28) التالي:

الشكل رقم (4-28): أهمية السياسة الاحترازية الكلية إلى جانب السياسة النقدية الموحدة في منطقة اليورو



Source: Jézabel Couppey-Soubeyran et Salim Dehmej, (Mai 2017): **Le rôle de la politique macroprudentielle dans la prévention et la correction des divergences au sein de la zone euro**, Direction générale pour les politiques internes, Unité e soutien à la gouvernance économique, Parlement européen, p 10.

وهذا يجعل الإجراء الاحترازي الكلي المضاد للدورة ممكنا على مستوى كل بلد عضو، وهو أمر من غير المرجح أن ينجح إذا نُفذ على مستوى المنطقة حسب متوسط التقييم من الدورة المالية. سيعكس هذا التقدير المتوسط القليل جداً من الدورات المالية الوطنية لأنها ضعيفة التزامن، وأخرى غير متزامنة كالدورة العقارية.⁽¹⁾

ثانياً - النظام الأوروبي للإشراف المالي (ESFS^(*)) كجهاز للعمل على الإستقرار المالي الأوروبي:

كشفت أزمة الـ Subprimes وأزمة منطقة اليورو بعدها عن حدود الضبط المالي والحاجة إلى تعزيز التنسيق على المستوى الأوروبي. في هذا السياق، قررت المفوضية الأوروبية وضع نظام ضبط موحد بين الدول الأعضاء. انطلاقاً من هذا الطموح، نشأ الهيكل الإشرافي الأوروبي الجديد الذي يضم كل من المجلس الأوروبي للخطر النظامي، سلطات الإشراف الأوروبية الثلاث، إضافة إلى السلطات الاحترازية الكلية الوطنية.

⁽¹⁾ Jézabel Couppey-Soubeyran et Salim Dehmej, (Mai 2017): Op.Cit, p 16.

^(*) ESFS: European System of Financial Supervision.

1- المجلس الأوروبي للخطر النظامي (European Systemic Risk Board/ESRB):

في نوفمبر 2008 منحت المفوضية الأوروبية عهدة لمجموعة خبراء تحت رئاسة Jacques de Larosière لتقديم اقتراحات لتدعيم أجهزة الإشراف التي تغطي الأنظمة المالية ككل، مع هدف إعداد نظام أوروبي للإشراف المالي أكثر فاعلية، تكاملاً واستدامة. في فيفري 2009 أصدرت المجموعة تقريرها (تقرير de Larosière، 2009)، والذي كانت أهم توصياته ما يلي: ⁽¹⁾

❖ إنشاء مجلس أوروبي للخطر النظامي (ESRB) يترأسه رئيس البنك المركزي الأوروبي (ECB)، الذي يستضيفه ويستفيد من دعمه، يتكون من أعضاء المجلس العام للبنك المركزي الأوروبي (أو الأعضاء الإداريين للبنك المركزي ومحافظي البنوك المركزية الوطنية للإتحاد الأوروبي)، رؤساء اللجان الأوروبية للإشراف البنكي، المشرفين على التأمينات والمعاشات المهنية وضابطي أسواق الشهادات، إضافة إلى ممثل عن المفوضية الأوروبية. باعتباره مسؤولاً عن الإشراف الاحترازي الكلي، فهذا المجلس دوره مطابق لدور مجلس الإشراف على الإستقرار المالي (Financial Stability Oversight Council/ FSOC) الذي أنشئ في الولايات المتحدة الأمريكية عن طريق قانون Dodd-Frank؛

❖ الذهاب نحو وضع نظام أوروبي للإشراف المالي (ESFS)، وهو شبكة لامركزية تتكفل بالإشراف الاحترازي الجزئي، مستقل عن السلطات السياسية ويتكون من المشرفين الوطنيين وثلاث سلطات تعوض اللجان الثلاث المذكورة سابقاً، ويتمثل دورها في تنسيق تطبيق معايير الإشراف وضمان تعاون وثيق بين المشرفين.

لقد تم العمل الفعلي بتوصيات تقرير de Larosière، وتأسيس النظام الأوروبي للإستقرار المالي، إذ تم إنشاء كل من المجلس الأوروبي للخطر النظامي والسلطات الإشرافية الأوروبية سنة 2011.

المجلس الأوروبي للخطر النظامي ESRB هو المسؤول عن الإشراف الاحترازي الكلي للنظام المالي في الإتحاد الأوروبي. ويتمثل دوره الرئيسي في ضمان الإستقرار المالي، ولهذا الغرض يجب عليه تحديد وتقييم الخطر النظامي، تنبيه الإتحاد الأوروبي أو أي بلد عضو أو السلطات الإشرافية الوطنية، وتقديم توصيات لمعالجة هذا الخطر. يصدر ESRB تقرير سنوي عن تقييم الخطر النظامي في أوروبا. يقدم رئيس ESRB (وهو أيضاً رئيس البنك المركزي الأوروبي) تقريره إلى البرلمان الأوروبي على الأقل مرة في السنة. ومن بين أدواره الأساسية أيضاً: ⁽²⁾

⁽¹⁾ Olivier de Bandt, Françoise Drumetz et Christian Pfister, (2013): Stabilité financière, Op.Cit, p 317.

⁽²⁾ Ibid, p 318.

◀ يلعب المجلس الأوروبي للخطر النظامي دوراً محورياً في التعاون العابر للحدود وخاصة لضمان العمل المتبادل بين دول الاتحاد الأوروبي، وفي تنسيق أطر السياسة الاحترازية الكلية؛

◀ ينبغي عليه أن يتحقق من صحة قرارات البلدان الأعضاء بإيجاد أو تغيير الأدوات الاحترازية الكلية؛

◀ ينبغي للبنك المركزي الأوروبي أن يعترف بالسلطات الاحترازية الجزئية في إطار آلية الإشراف الوحيدة، يجب على المجلس الأوروبي للخطر النظامي أن يتفاعل معها كما يفعل مع السلطات الوطنية.

على الرغم من أن ESRB يعتبر كياناً مستقلاً، إلا أنه لا يتمتع بشخصية قانونية أو ميزانية مستقلة. يستمد ESRB موارده المالية والبشرية والإدارية والتحليلية والإحصائية من موارد البنك المركزي الأوروبي. بالإضافة إلى ذلك، يوفر هذا الأخير الأمانة ويتولى محافظه رئاسة المجلس العام ويمثل المؤسسة في الاجتماعات الدولية.

2- سلطات الإشراف الأوروبية الثلاث (ESAs):

يمثل إنشاء السلطات الإشرافية الأوروبية (European supervisory authorities /ESAs) تعزيزاً كبيراً لآليات تنسيق الإشراف عبر الحدود وتسهيل التعاون بين المشرفين، ترقية تقارب العمل الإشرافي، وتنفيذ "لائحة القاعدة الواحدة" المخطط لها. وتضم كل من: (1)

◀ السلطة البنكية الأوروبية (European Banking Authority/ EBA)؛

◀ السلطة الأوروبية للتأمينات والمعاشات المهنية (European Insurance and Occupational Pensions Authority/ EIOPA)؛

◀ السلطة الأوروبية للأوراق والأسواق المالية (European Securities and Markets Authority/ ESMA).

الـ (ESAs) هي عبارة عن هيئات تنظيمية تابعة للمفوضية مسؤولة أمام البرلمان الأوروبي ومجلس الاتحاد الأوروبي. لديها شخصية قانونية وكذلك الاستقلال الإداري والمالي. تسير كل سلطة فيها من قبل:

- مجلس الإشراف، الذي يتكون من ممثلين للمشرفين الوطنيين المعنيين، على أساس عدم التصويت، للمؤسسات الأوروبية الرئيسية ذات الصلة؛
- مجلس الإدارة، يتكون من مجموعة محدودة أكثر من أعضاء مجلس المشرفين؛
- رئيس ومدير تنفيذي، تعطى لهم صلاحيات تمثيل وتمويل ESAs على التوالي.

(1) International Monetary Fund (IMF), (July 2011): **Eruc area Policies: Lessons from the European financial stability framework exercise**, IMF country report N° 11/186, p 11.

وبعهد إلى ESAs بالمهام الرئيسية التالية:⁽¹⁾

- ◀ الإسهام في وضع معايير وممارسات رقابية وإشرافية مشتركة عالية الجودة، وخاصة عن طريق تقديم الآراء
- ◀ لمؤسسات الاتحاد ووضع إرشادات وتوصيات ووضع معايير تنظيمية وتطبيقية تقنية؛
- ◀ المساهمة في التطبيق المتسق للأفعال الملزمة قانوناً، وخاصة من خلال المساهمة في ثقافة إشرافية مشتركة، ضمان التطبيق المتسق والكفاءة والفعال لقوانين الاتحاد؛
- ◀ تعزيز استجابة رقابية منسقة للاتحاد الأوروبي والمساهمة في استقرار نظامه المالي بالتعاون الوثيق مع جميع الهيئات الأخرى التابعة لـ ESAs والمجلس الأوروبي للخطر النظامي (ESRB)؛
- ◀ تنظيم وإجراء تحليلات للسلطات المختصة، بما في ذلك إصدار المبادئ التوجيهية والتوصيات وتحديد أفضل الممارسات، من أجل تعزيز الإنساق في النتائج الإشرافية؛
- ◀ المساهمة في توفير مستوى عالٍ من الحماية للمستهلكين والمستفيدين من الخدمات والمنتجات المالية في مجال اختصاصها.

3- السلطات الاحترازية الكلية الوطنية:

أنشأت الدول الأعضاء سلطات مسؤولة عن السياسات الاحترازية الكلية على المستوى الوطني على مدى السنوات الأخيرة، إما من خلال تكليف سلطة قائمة بهذه المهمة أو بتأسيس سلطة جديدة مخصصة لذلك. وقد تم إنشاء السلطات الوطنية المكلفة بالمهمة الاحترازية الكلية بتوصية من ESRB سنة 2012 الذي دعا البلدان الأعضاء إلى تعزيز إطارها المؤسسي من أجل تنفيذ سياسة احترازية كلية على المستوى الوطني. كما تم ربطه بالتحول على المستوى الوطني بحزمة CRD/CRR^(*)، التي تتطلب من الدول الأعضاء "تعيين" سلطة مسؤولة عن الأدوات الاحترازية الكلية الجديدة.

السلطات الوطنية الاحترازية الكلية متنوعة للغاية عبر البلدان. وقد عينت بعض البلدان الأعضاء البنوك المركزية، أو غيرها من المشرفين أو هيئة جديدة غالباً ما تكون في شكل مجلس أو لجنة تجمع عدة مؤسسات، بما في ذلك وزارة المالية، كما هو موضح في الجدول رقم (3-4).⁽²⁾

(1) International Monetary Fund (IMF), (July 2011): Op.Cit, p 32.

(*) CRD/ CRR: Capital Requirements Directive (CRD)/ Capital Requirements Regulation (CRR).

(2) Economic Governance Support Unit (EGOV) of European Parliament, (May 2017): **The EU macroprudential policy framework, Briefing**, [http://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/BRIE/2016/587379/IPOL_BRI\(2016\)587379_EN.pdf](http://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/BRIE/2016/587379/IPOL_BRI(2016)587379_EN.pdf), p p 5-6.

الجدول رقم (4-3): النماذج المؤسسية للسلطات الإحترازية الكلية المعينة (العدد والنسبة المئوية، 2017)

نموذج السلطة الوطنية	مجلس أو لجنة منفصلة	بنك مركزي	سلطة إشراف مختصة
منطقة اليورو	النمسا، إيطاليا، هولندا، سلوفينيا، إسبانيا، فرنسا، ألمانيا، لوكسمبورغ.	بلجيكا، قبرص، إستونيا، اليونان، إيرلندا، ليتوانيا، ليتوانيا، مالطا، البرتغال، سلوفاكيا.	فنلندا.
	08 بلدان (42.10 %)	10 بلدان (52.63 %)	بلد واحدة (5.26 %)
خارج منطقة اليورو	الدنمارك، كرواتيا، رومانيا، بولندا، بلغاريا.	التشيك، هنغاريا، المملكة المتحدة.	السويد.
	05 بلدان (55.55 %)	03 بلدان (33.33 %)	بلد واحد (11.11 %)
المجموع	13 بلد (46.42 %)	13 بلد (46.42 %)	بلدين (7.14 %)

المصدر: من إعداد الباحثة بالإعتماد على:

- Economic Governance Support Unit (EGOV) of European Parliament, (May 2017): **The EU macroprudential policy framework, Briefing**, [http://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/BRIE/2016/587379/IPOL_BRI\(2016\)587379_EN.pdf](http://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/BRIE/2016/587379/IPOL_BRI(2016)587379_EN.pdf), p 5;
- European Systemic Risk Board (ESRB), (April 2018): **A review of macroprudential policy in the EU in 2017**, European system of financial supervision, p 06.

يقدم الجدول رقم (4-3) نظرة عامة عن النماذج المؤسسية للسلطات الإحترازية الكلية الوطنية في بلدان منطقة اليورو والإتحاد الأوروبي بشكل عام في سنة 2017. يبدو أن البنك المركزي هو السلطة الإحترازية الكلية المفضلة على المستوى الوطني، حيث تم تعيينه على هذا النحو في 13 دولة من أصل 19 دولة عضو في منطقة اليورو. أما على مستوى الإتحاد الأوروبي فنلاحظ أن إسناد المهمة لمجلس أو لجنة منفصلة يتساوى مع إسنادها إلى البنك المركزي. بينما يبقى تعيين سلطة إشراف مختصة خياراً ضعيفاً سواء بالنسبة لبلدان منطقة اليورو أو الإتحاد الأوروبي. إن هذا الوضع المختلف لنماذج السلطات الإحترازية بين الدول الأعضاء لا يسهل بالضرورة العمل عبر الحدود بين السياسات الإحترازية الكلية، ومن هنا تظهر أهمية الدور التنسيقي لـ ESRB.

ثالثاً - النموذج الإحترازي الكلي الجديد في إطار الإتحاد البنكي الأوروبي والقوانين التنظيمية المستحدثة:

يعد اعتماد الإتحاد البنكي الأوروبي خطوة مهمة نحو ضمان الإستقرار المالي والإقتصادي في منطقة اليورو، وذلك بالوقاية من الخطر النظامي في القطاع البنكي. تعتبر دعائم الإتحاد البنكي إطاراً أوروبياً متناسقاً للحد من الأزمات البنكية الوطنية وإدارتها، من خلال تنسيق أدوات السياسة الإحترازية الكلية.

1- فكرة ومشروع الإتحاد البنكي الأوروبي:

منذ إنشاء منطقة اليورو، ارتبطت مسألة حوكمة النظام المالي بشكل وثيق بمسألة تقاسم العبء في حالة حل الهيئات المالية العابرة للحدود. يقوم الضابطون المحليون بحماية النشاطات المحلية للهيئات على حساب نشاطها الدولي مدفوعين بالحفاظ على الإستقرار المالي على المستوى التنافسي المحلي. يمكن تنظيم الإشراف والإنقاذ بشكل فعال على المستوى الوطني على حساب التنسيق المعزز في المنطقة ككل. ومثلما قال Mervyn King محافظ بنك إنجلترا في عبارته "البنوك دولية في حياتها ولكنها وطنية حين تموت". على وجه الخصوص، داخل الـ Eurosystem يمكن الإستمرار في ممارسة وظائف مقرض الملجأ الأخير في شكل اعتمادات للهيئات الفردية من طرف البنوك المركزية الوطنية. وعلى العكس، ونظرا لتطور النشاطات الدولية، تصبح الأنظمة المالية الوطنية معرضة أكثر للصدمات التي تحدث في الخارج، كما حدث في أزمة الديون السيادية في بلدان محيط منطقة اليورو التي أصابت كامل المنطقة. بعد نقطة معينة يصبح هناك "مثلث عدم التطابق المالي" على غرار مثلث عدم التطابق النقدي لـ Mundell والذي وفقه من غير الممكن أن تحقق في نفس الوقت حرية انتقال رؤوس الأموال، تثبيت أسعار الصرف واستقلالية السياسات النقدية. بالنسبة لمثلث عدم التطابق المالي لا يمكن أبدا تحقيق في نفس الوقت الاندماج المالي، الإستقرار المالي وإستقلالية سياسات الإستقرار المالي. من المفيد ذكر هنا أن البنوك الأوروبية منذ 2005 تقوم بنصف نشاطاتها تقريبا في الخارج، مقابل حوالي 80 % من النشاطات في الإقليم الوطني بالنسبة للبنوك الأمريكية ومنطقة آسيا. ومنه استنتاج أن الإستفادة من مزايا الاندماج المالي لا تكون دون نقل سياسات الإستقرار المالي إلى المستوى الأوروبي. تم الوقوف عند هذه الإشكالية منذ بداية الأزمة، مؤديا إلى وضع النظام الأوروبي للإشراف المالي والتأكيد على ضرورة تعزيزه بالانتقال نحو إتحاد بنكي أوروبي يستجيب للإتحاد النقدي.⁽¹⁾

في 29 جوان 2012، أعطى قادة بلدان منطقة اليورو الضوء الأخضر لإنشاء ما أصبح يُعرف عالميا بـ **الإتحاد البنكي الأوروبي**، أو لتحويل السياسة البنكية من المستوى الوطني إلى المستوى الأوروبي. كُلت الخطوة الأولى بالنجاح المتمثلة في تكليف البنك المركزي الأوروبي بمهمة المراقب الجديد لمعظم النظام البنكي الأوروبي، ليتسنى مع نهاية 2014 تحقيق هدفها المعلن بمعالجة مظاهر الهشاشة التي تشوب النظام البنكي الأوروبي منذ وقت طويل.

وفي ضوء هذه التطورات، يتضح أن إنشاء الإتحاد البنكي الأوروبي لم يأت من فراغ؛ وأفضل ما يوصف به هو أنه التحول الأوضح في سلسلة من التحولات الجذرية التي ولّدت المشكلة غير المحلولة للنظام البنكي

⁽¹⁾ Olivier de Bandt, Françoise Drumetz et Christian Pfister , (2013): Op.Cit, p 316.

الأوروبي وما تلاها من تدهور في منطقة اليورو. لقد بدأت أوروبا رحلة طويلة، فالإتحاد البنكي يعادل تغييراً لنظام التمويل الأوروبي. ورغم وجود مستوى معقول من التوقعات المشجعة بشأنه، فسوف يمضي وقت طويل قبل أن يتسنى إجراء تقييم شامل للإنعكاسات على الإستقرار المالي وآفاق الإقتصاد في أوروبا.⁽¹⁾

2- دعائم الإتحاد البنكي الأوروبي:

يعد اعتماد الإتحاد البنكي الأوروبي في سنة 2014 خطوة مهمة نحو ضمان الإستقرار المالي والإقتصادي على المدى الطويل في منطقة اليورو، فضلاً عن الحد من التكلفة العامة للآزمات المالية المحتملة في المستقبل. واستناداً إلى المعايير فيعتبر الإتحاد البنكي إطاراً أوروبياً متناسقاً لمنع وإدارة الآزمات البنكية الوطنية وعبر الحدود.⁽²⁾

يقوم الإتحاد البنكي الأوروبي على ثلاث دعائم تعمل كآليات للإشراف البنكي الموحد تتمثل في: - آلية الإشراف الوحيدة (Single Supervisory Mechanism/ SSM)؛ - آلية الحل الوحيدة (Single Resolution Mechanism/ SRM)؛ - وآلية ضمان الودائع الأوروبية.

2-1 آلية الإشراف الوحيدة (SSM):

أصبحت سارية المفعول منذ نوفمبر 2014، وبموجبها أصبح البنك المركزي الأوروبي يتمتع بسلطة الإشراف المباشر على كامل البنوك العاملة بمنطقة اليورو. وفي ظل هذه الآلية تمت عملية فحص وتقييم معمق لنوعية أصول هذه البنوك البالغة حوالي 3700 مليار يورو، كما تم إخضاع هذه البنوك لسلسلة من اختبارات القدرة على تحمل الضغوط (Stress test)، والتي اكتملت في أكتوبر 2014، بغرض تقييم مدى قدرتها على المقاومة في حالة حدوث تطورات غير مواتية، والهدف من ذلك هو إعطاء البنك المركزي الأوروبي فكرة دقيقة حول الصحة المالية لهذه البنوك، وإزالة كافة الشكوك التي تحوم حولها بما يسمح باستعادة الثقة فيها.⁽³⁾

تتولى SSM، التي تضم البنك المركزي الأوروبي والسلطات الوطنية الاحترازية المعينة، الإشراف البنكي في منطقة اليورو. كان البنك المركزي الأوروبي في بداية سنة 2018 هو السلطة الرئيسية لـ 118 مجموعة بنكية كبيرة، والتي تشكل أكثر من 80 % من الأصول البنكية لمنطقة اليورو.⁽⁴⁾

⁽¹⁾ نيكولا فيرون، (مارس 2014): مرجع سبق ذكره، ص 17.

⁽²⁾ Danièle Nouy, (Avril 2017): **Plus solides que jamais? Evaluation de l'incidence de la réglementation sur la résilience des banques huit ans après la crise**, Revue de la stabilité financière, N° 21 - L'impact des réformes financières-, Banque de France, p 28.

⁽³⁾ عبد الحميد مرغيت، (2016): مرجع سبق ذكره، ص 12.

⁽⁴⁾ James Morsink and Mahmood Pradhan (Approved by), (July 2018): Op.Cit, p 09.

2-2 آلية الحل الوحيدة (SRM):

يتمثل دورها في مواجهة خطر الإفلاس الذي قد يتعرض له أي بنك من البنوك الناشطة في منطقة اليورو، والتي تخضع لإشراف آلية الإشراف الوحيدة. وتتكون هذه الآلية من: "مجلس الحل الواحد" و"صندوق الحل الواحد". فعند الإبلاغ عن أية صعوبات يواجهها بنك ما، فإن المجلس تقع على عاتقه مسؤولية اتخاذ القرارات حول أحسن الطرق التي لابد من إتباعها، وتحضير الحل المناسب للتصدي لهذه الصعوبات.

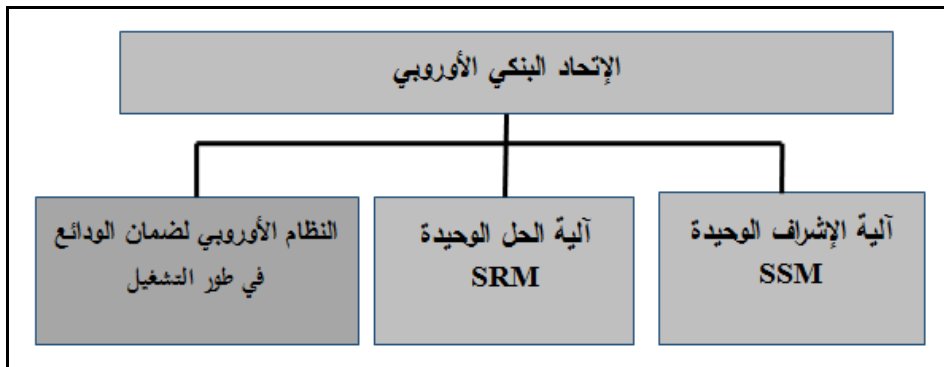
إن إنشاء إطار ونظام لتنظيم البنوك التي تعاني العجز هو المكون الثاني للإصلاحات ذات الأولوية في مرحلة ما بعد الأزمة. تحدد آلية الحل الأوروبية الحوكمة والمبادئ الأساسية لتدخل منظم ومهيكل عند عجز البنك والأهداف التنظيمية التي يتعين تحقيقها. تتمثل أهم أهداف آلية الحل الواحد في تعزيز الإستقرار المالي العالمي، تجنب خطر الإختلالات النظامية، تحديد وحماية الوظائف الحيوية للمؤسسات المالية المتعثرة، ضمان استمرار وصول العملاء إليها، وضمان تحمل تكلفة الحل من طرف المساهمين والدائنين وليس دافعي الضرائب.

2-3 النظام الأوروبي لضمان الودائع:

بالإضافة إلى أدوات وصلاحيات الرقابة والحل، تم تصميم الدعامة الثالثة للهيكل المالي الأوروبي الجديد لمعالجة قضايا تقاسم المخاطر بالإضافة إلى ضمان آلية مشتركة لحماية المودعين من خلال اعتماد نظام ضمان الودائع الأوروبية. تضمن هذه التدابير المقترحة المعاملة العادلة للمودعين أينما كانوا، والإعتماد على أنظمة الحماية الوطنية للمودعين والتمويل الوطني من خلال السماح بالتجميع التدريجي للموارد.⁽¹⁾

يلخص الشكل رقم (4-29) دعائم الإتحاد البنكي الأوروبي:

الشكل رقم (4-29): دعائم الإتحاد البنكي الأوروبي



Source: Danièle Nouy, (Avril 2017): **Plus solides que jamais? Evaluation de l'incidence de la réglementation sur la résilience des banques huit ans après la crise**, Revue de la stabilité financière, N° 21 - L'impact des réformes financières-, Banque de France, p 29.

⁽¹⁾ Danièle Nouy, (Avril 2017): Op Cit, p 28.

وكما يوضح الشكل رقم (4-29)، فبالرغم من تأسيس الإتحاد البنكي إلا أنه لا يزال يفتقر إلى دعامين مهمتين وهما نظام تأمين الدائع التي لا تزال مشروع لم يجسد بعد، وآلية الحل (التصفية) الوحيدة التي لم تفعل هي كذلك.

3- المهمة الاحترازية الكلية للبنك المركزي الأوروبي في إطار "SSM" و "CRD/ CRR":

لقد أدى إنشاء آلية الإشراف الوحيدة SSM إلى تحويل الرقابة على القطاع البنكي وتم تعزيز الجوانب الأخرى لإطار القطاع المالي لمنطقة اليورو، فقد تم تعزيز العديد من عناصر الإطار التنظيمي في السنوات الأخيرة. وضع متطلبات جديدة لرأس المال ومعايير أخرى للبنوك ومؤسسات التأمين، تطبيق معايير محسنة على المؤسسات المالية، إدارة الأصول، أسواق المشتقات وصناديق الإستثمار، إضافة إلى المشروع الطموح لإتحاد أسواق المال. تم كذلك توسيع مجموعة الأدوات الاحترازية الكلية في العديد من بلدان منطقة اليورو.⁽¹⁾

يتمثل دور البنك المركزي الأوروبي في إطار آلية الإشراف الوحيدة (SSM) في الإشراف الإحترازي الكلي، وبهذا يصبح له ثلاث مهام أساسية:

- مهمة السياسة النقدية الموحدة في منطقة اليورو؛
 - مهمة الإشراف البنكي من خلال آلية الإشراف الوحيد (SSM) في الإتحاد البنكي؛
 - مهمة السياسة الاحترازية الكلية على مستوى منطقة اليورو من خلال دوره في ESRB، وعلى مستوى الإتحاد البنكي كمشرّف بنكي يعهد إليه بسلطات احترازية محددة (المادة 5 من SSM).
- كما مُنح البنك المركزي الأوروبي في إطار SSM سلطات محددة ملزمة للإحتراز الكلي (المادة 5 من SSM)، في مقابل سلطات ESRB، ومحددة في:⁽²⁾
- تقتصر على الأنشطة البنكية في الإتحاد البنكي؛
 - يمكن للبنك المركزي الأوروبي استخدام فقط الأدوات المنسقة بموجب قانون الإتحاد الأوروبي؛
 - يمكن للبنك المركزي الأوروبي فقط فرض متطلبات أكثر صرامة من تلك المطبقة على المستوى الوطني (مثلا لا يمكنه اتخاذ قرار بإطلاق متطلب إضافي).

إن تطوير وتطبيق آلية الإشراف الوحيد (SSM) أعطى البنك المركزي الأوروبي الدور الإشرافي الوحيد على بنوك منطقة اليورو وجعله يحدد العمليات، نموذج الحوكمة والمسؤوليات، وأيضا مراجعة جودة الأصول

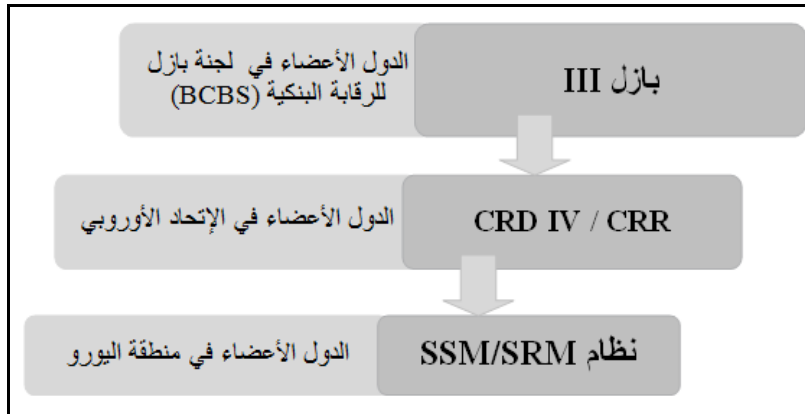
(1) James Morsink and Mahmood Pradhan (Approved by), (July 2018): Op.Cit, p 09.

(2) Economic Governance Support Unit (EGOV) of European Parliament, (May 2017): Op.Cit, p 5.

(AQR/Asset Quality Review)، والذي يقدم لمحة عن الوضع المالي للبنوك. واستكملت هذه الآلية بتعزيز الإطار الاحترازي الكلي من خلال اعتماد اتفاقية بازل III، بإعادة صياغة القواعد الفنية في إطار اعتماد الأمر التوجيهي الرابع لمتطلبات رأس المال وقانون متطلبات رأس المال (CRR/CRD IV) المطبق في السوق الموحدة ككل. تتضمن هذه القواعد معظم (وليس كل) الأحكام التي تشكل إطار بازل III.⁽¹⁾

يوضح الشكل الموالي رقم (4-30) أكثر الإطار الاحترازي الكلي الجديد في منطقة اليورو بعد اعتماد SSM و CRR/CRD IV.

الشكل رقم (4-30): الإطار الاحترازي الكلي الجديد في منطقة اليورو



المصدر: من إعداد الباحثة اعتماداً على المعلومات السابقة.

عززت هذه الإصلاحات استقرار القطاع البنكي والمالي الأوروبي. ومع ذلك، لا تزال هناك حاجة إلى إدخال تحسينات على الإطار التنظيمي، إذ يجب توحيد الأنظمة لتحديد مصادر الخطر النظامي، وتعديل التشريعات لتشجيع النمو ودعم الإستثمار، دون التخلي عن تطبيق معايير احترازية قوية.⁽²⁾

المطلب الثاني: أدوات السياسة الاحترازية الكلية في منطقة اليورو وآليات تنفيذها وتنسيقها

تعد منطقة اليورو نموذجاً فريداً لتطبيق السياسة الاحترازية الكلية، من جهة نظراً لمستويات التدخل (المنطقة، البلد، القطاع) ومن جهة أخرى ضرورة التنسيق مع السياسات الأخرى. بالرغم من أن التركيز كان أكثر على الأدوات الاحترازية الكلية ببعديها الزمني وعبر-القطاعي في إطار CRD IV / CRR في القطاع البنكي باعتباره أكبر مصدر للخطر النظامي في منطقة اليورو، إلا أن توسيع أطر الضبط الاحترازي الكلي للقطاعات غير البنكية والبنية المالية التحتية تمثل رهان آخر يشغل القائمين بالضبط على مستوى المنطقة.

⁽¹⁾ Danièle Nouy, (Avril 2017): Op.Cit, p 28.

⁽²⁾ James Morsink and Mahmood Pradhan (Approved by), (July 2018): Op.Cit, p 09.

أولاً- أدوات السياسة الإحترازية الكلية المطبقة في إطار القانون الأوروبي CRR /CRD IV:

إن دخول تنظيم متطلبات رأس المال (CRR/CRD IV) حيز التنفيذ منذ الفاتح جانفي 2014 هو نقطة فارقة في تطوير إطار السياسة الإحترازية الكلية في منطقة اليورو. تُوفر القواعد الجديدة للدول الأعضاء ترتيباً قانونياً مشتركاً ومجموعة من الأدوات الإحترازية الكلية للوقاية من الخطر النظامي في القطاع البنكي.⁽¹⁾ بالإضافة إلى الأدوات الإحترازية الكلية الحقيقية للبعدين الزمني وعبر-القطاعي، هناك أحكام أخرى في حزمة قوانين CRDIV/CRR تسمح بتطبيق العديد من الأدوات المكيفة لأغراض الإحتراز الكلي.

1- الأدوات الإحترازية الكلية ذات البعد الزمني:

تعد المتطلبات الإضافية لرأس المال المضادة للدورية الأداة الإحترازية الكلية الواضحة في القانون الأوروبي CRDIV/CRR لضبط البعد الزمني للخطر النظامي؛ إضافة إلى متطلبات إدارة خطر السيولة النظامية ونسبة الرفع المالي.

1-1 المتطلب الإضافي لرأس المال المضاد للدورية (CCB):

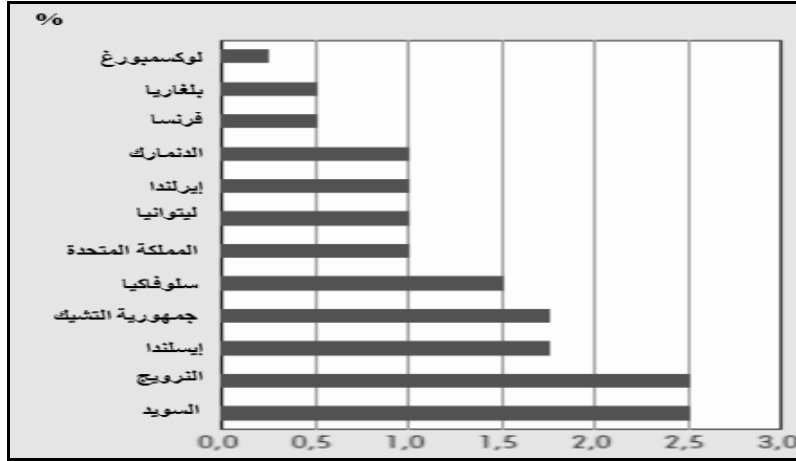
يتم حساب المتطلب أو الهامش الإضافي لرأس المال المضاد للتقلبات الدورية الذي أدخلته المادتان 130 و135-140 من القانون التوجيهي الرابع لمتطلبات رأس المال CRD IV على مستوى المؤسسات المالية الفردية، حيث يطبق مبدأ المعاملة بالمثل في بازل III إلزامياً على مستوى الإتحاد الأوروبي ومنطقة اليورو بالنسبة لمعدلات المتطلب الإضافي التي تصل إلى 2.5 %. ومع ذلك، فإن إعتراف السلطة الإحترازية الوطنية المعينة بمعدلات متطلب تزيد عن 2.5 % في الدول الأعضاء، ومعدلات عازلة في البلدان الأخرى سيكون طوعياً. بالنسبة إلى حالات التعرض في بلد ثالث، تتمكن السلطات الوطنية من مطالبة المؤسسات المحلية بتطبيق معدل بنك الترويج المركزي أعلى من المعدل الذي حدده البلد الثالث، إذا اعتبر هذا الإجراء ضرورياً لحماية هذه المؤسسات من نمو الإئتمان المفرط في ذلك البلد.⁽²⁾

هناك العديد من البلدان الأوروبية ومنها العضوة في منطقة اليورو التي قررت تفعيل المتطلب الإضافي لرأس المال المضاد للدورية CCB في أفق سنة 2020. يبين الشكل رقم (4-31) النسبة التي اعتمدها عينة من هذه البلدان:

(1) Silvia Merler, (November 2015): Op.Cit, p 32.

(2) Taryk Bennani and others, (2014): Op.Cit, p 28.

الشكل رقم (4-31): نسبة CCB في البلدان الأوروبية التي قررت تفعيله في أفق 2020



Source: European Systemic Risk Board (ESRB), (2019): **Countercyclical capital buffer**, https://www.esrb.europa.eu/national_policy/ccb/html/index.en.html: 12/07/2019.

- مثلما كان متوقعا في اللوائح القانونية فإن هذه القرارات جاءت كلها استجابة لهدف رئيسي هو ضمان المرونة البنكية. إلا أنه يبقى هناك مستوى من عدم التناسق في تطبيق هذه الأداة وخاصة ما يتعلق به:⁽¹⁾
- تحديد المستوى الأمثل من المتطلب الإضافي؛
 - سرعة الرفع من المتطلب الإضافي لتحقيق الهدف؛
 - الإفصاح المستخدم عند تفعيل هذه الأداة بغرض متابعة سير التدابير.

1-2 متطلبات إدارة خطر السيولة النظامية:

تحدد القواعد الموحدة للإشراف البنكي في الإتحاد النقدي الأوروبي في إطار القانون الأوروبي CRDIV/CRR نسبة تغطية السيولة LCR بنفس الطريقة التي تتبعها بازل III، غير أن قائمة الأصول التي تعتبر أصولا سائلة عالية الجودة مفيدة أكثر من مقررات بازل حيث تلعب السندات الحكومية للدول الأعضاء دورا أكثر بروزا نسبيا، وعلى العكس تُحظر أصول شركات الإستثمار وتعهدات التأمين، وعلاوة على ذلك فإن اللائحة الجديدة لا تضع حدا لتعرض البنوك للمدينين الفرديين إذا كان المدين سياديا. بالنسبة للمدينين الآخرين يتم تطبيق حد أعلى للتعرض بنسبة 25 % كما يحدد CRR نسبة التمويل الصافي المستقر بشكل فضفاض، ولم يتم اعتماد التعريف الواضح لإتفاقية بازل III، ويذكر فقط أنه على المؤسسات أن تكفل الوفاء بالالتزامات

⁽¹⁾ European Systemic Risk Board (ESRB), (2019): **Countercyclical capital buffer**, https://www.esrb.europa.eu/national_policy/ccb/html/index.en.html: 12/07/2019.

الطويلة الأجل على نحو كاف بتنوع أدوات التمويل المستقرة في ظل الظروف العادية والصعبة، ومن المقرر أن تقدم المفوضية عند الإقتضاء اقتراحاً تشريعياً لتحديد تفاصيل صافي نسبة التمويل المستقر.⁽¹⁾

يظهر الجدول رقم (4-4) رزنامة تطبيق نسبة السيولة في بنوك الإتحاد الأوروبي:

الجدول رقم (4-4): الجدول الزمني لتطبيق نسبة تغطية السيولة في دول الإتحاد الأوروبي

السنة	أكتوبر 2015	جانفي 2016	جانفي 2017	جانفي 2018
التقدم	% 60	% 70	% 80	% 100

المصدر: إلياس حناش وخير الدين بوزرب، (جوان 2018): الإتحاد المصرفي كآلية لتعزيز التكامل الإقتصادي في منطقة اليورو بعد أزمة الديون السيادية - مقارنة تحليلية-، مجلة نماء للإقتصاد والتجارة، العدد الثالث، كلية العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير، جامعة عبد الحق بن حمودة -جيجل، ص 79.

يظهر الجدول مبدأ التدرج في رزنامة تطبيق نسبة تغطية السيولة في الإتحاد الأوروبي، بينما يوضح الجدول رقم (4-5) التطور الفعلي لهذه النسبة في القطاع البنكي لمنطقة اليورو:

الجدول رقم (4-5): تطور نسب تغطية السيولة LCR في القطاع البنكي لمنطقة اليورو (2011-2019)

السنة	ديسمبر 2011	ديسمبر 2012	جوان 2013	2014	جوان 2015	ديسمبر 2016	ديسمبر 2017	ديسمبر 2018	مارس 2019
LCR (%)	76	113	110	غ. م	128	136.09	143.56	145.78	149.71

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على الإحصائيات المتوفرة في قواعد البيانات لـ:

- European Banking Federation data: <https://www.ebf.eu/facts-and-figures/banking-sector-performance/>
- Euro area statistics: <https://www.euro-area-statistics.org/classic/banks-corner-sbs?lg=en>
- Browsing date: 22/08/2019.
- غ. م: غير متوفرة.

استطاعت بنوك منطقة اليورو إجمالاً أن تحقق نسب سيولة مقبولة، حيث ارتفعت نسبة تغطية السيولة LCR تدريجياً من 71 % نهاية 2011 لتبلغ 143.56 % نهاية 2017، وتصل إلى أكثر من 149.71 % بداية سنة 2019. تدل هذه النسب على تزايد قدرة البنوك على مواجهة الصدمات قصيرة الأجل.

⁽¹⁾ إلياس حناش وخير الدين بوزرب، (جوان 2018): الإتحاد المصرفي كآلية لتعزيز التكامل الإقتصادي في منطقة اليورو بعد أزمة الديون السيادية - مقارنة تحليلية-، مجلة نماء للإقتصاد والتجارة، العدد الثالث، كلية العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير، جامعة عبد الحق بن حمودة -جيجل ص 79.

1-3 نسبة الرافع المالي:

بخلاف متطلبات رأس المال القائمة على المخاطر، والتي تستند إلى افتراضات نموذجية، فإن CRR يحدد نسبة الرافع المالي بنفس طريقة بازل III، ولكنه لا ينص على حد أدنى كمي يجب الوفاء به، حيث يطلب من جميع المؤسسات اعتبارا من سنة 2015 الكشف عن نسبة الرافع المالي ومكوناتها باستخدام نموذج موحد. وتماشيا مع بازل III لن يحدد المشرفون في البداية متطلبات الحد الأدنى من الرافع المالي، وخلال فترة الملاحظة التي استمرت حتى جانفي 2017 تتبع الجهات الرقابية النسبة الجديدة من أجل تحقيق أثرها بشكل أوثق، وقد يؤدي ذلك إلى إحداث تغييرات منهجية في تقييم مخاطر الإئتمان من أجل حساب نسبة الرافع المالي خاصة أن بعض التوصيات لا تزال محل مناقشة لجنة بازل وتحتاج إلى توضيحها من خلال التشاور مع القطاع البنكي. علاوة على ذلك تتظر المفوضية الأوروبية في إنشاء مستويات مختلفة من نسب الرافع المالي استنادا لنموذج الأعمال، المخاطر وحجم البنوك.⁽¹⁾

على الرغم من أن السلطات الأوروبية لم تحدد نسبة الرافع المالي مثل ما هو معمول به في الولايات المتحدة الأمريكية، إلا أن مقارنتها مع النسبة المفروضة من قبل لجنة بازل والبالغة 03 % يبرز أن هناك تطور في نسبة الرافع المالي في بنوك منطقة اليورو، مثلما يوضحه الجدول رقم (4-6):

الجدول رقم (4-6): تطور نسب الرافع المالي في القطاع البنكي لمنطقة اليورو (2011-2019)

السنة	ديسمبر 2011	ديسمبر 2012	جوان 2013	2014	جوان 2015	ديسمبر 2016	ديسمبر 2017	ديسمبر 2018	مارس 2019
نسب الرافع المالي (%)	3	3	3.1	غ. م	4.4	5.04	5.38	5.29	5.23

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على الإحصائيات المتوفرة في قواعد البيانات لـ:

- European Banking Federation data: <https://www.ebf.eu/facts-and-figures/banking-sector-performance/>
- Euro area statistics: <https://www.euro-area-statistics.org/classic/banks-corner-sbs?lg=en>.
- Browsing date: 22/08/2019.

- غ. م: غير متوفرة.

استطاعت بنوك منطقة اليورو أن تحقق مستويات رافع مالي مقبولة خلال الفترة 2011-2014 تقريبا، إلا أنها أخذت منحى تصاعديا بعدها في الفترة 2015-2018، وتشير بواذر سنة 2019 (الثلاثي الأول) أنها تتجه للإنخفاض.

⁽¹⁾ إلياس حناش وخير الدين بوزرب، (جوان 2018): مرجع سبق ذكره، ص 80.

2- الأدوات الاحترازية الكلية ذات البعد عبر-القطاعي:

نتطرق لأهمها المطبقة في منطقة اليورو، وهي: المتطلب الإضافي للخطر النظامي، الهوامش الوقائية الخاصة بالمؤسسات المالية ذات الأهمية النظامية والمؤسسات ذات الأهمية النظامية الأخرى.

2-1 المتطلب الإضافي للخطر النظامي (SRB/ Systemic Risk Buffer):

الهدف من المتطلب الإضافي للخطر النظامي الذي أدخلته المادتان 133 و 134 من CRD IV هو معالجة الخطر طويل الأجل، غير الدوري أو الإحترازي الكلي على المستوى الوطني والذي قد يكون له عواقب سلبية خطيرة على النظام المالي الوطني والإقتصاد الحقيقي. لا يمكن تخفيف هذه المخاطر بفعالية من خلال التدابير الأخرى في إطار CRD IV/CRR (باستثناء المادة 458 من CRR)، كما يجب ألا يكون لفرض متطلب الخطر النظامي آثار سلبية غير متناسبة على النظام المالي للبلدان الأعضاء الأخرى أو على منطقة اليورو ككل. الميزة الرئيسية لـ SRB هي تطبيقه المرن؛ وتتعلق هذه المرونة بإمكانية إنشاء المتطلب الإضافي أو عدمه، فضلاً عن نسبته (01 % على الأقل) والمؤسسات المعنية (جميع المؤسسات التي تغطيها CRD IV، أو مؤسسات فرعية، والتعرضات الموجودة في السوق المحلية، في البلدان الأعضاء الأخرى أو في دول ثالثة). ومع ذلك، يجب اتباع إجراءات معينة على المستوى الأوروبي، اعتماداً على مقدار المتطلب الإضافي (بالنسبة لمعدلات الهامش التي تصل إلى 3 % سيكون الإخطار كافياً، في حين أن الإجراءات ستصبح أكثر تعقيداً إذا كانت المعدلات أعلى) وموقع التعرضات. يمكن للسلطات الوطنية أن تعترف بالمعدلات الوقائية المحددة في الدول الأعضاء الأخرى، على غرار البنك المركزي، وفي هذه الحالة ستطبق المؤسسات المحلية المعدلات الوقائية "الأجنبية" لتعرضها "الأجنبي".⁽¹⁾

2-2 الهوامش الوقائية الخاصة بالمؤسسات المالية ذات الأهمية النظامية (G-SIIs Capital Buffer)

والمؤسسات ذات الأهمية النظامية الأخرى (O-SIIs Capital Buffer):

تم وضع المتطلبات الوقائية الخاصة بالمؤسسات المالية ذات الأهمية النظامية (G-SIIs) والمؤسسات ذات الأهمية النظامية الأخرى وغيرها من المؤسسات المهمة للنظام (O-SIIs) بموجب المادتين 131 و 132 من CRD IV. اعتباراً من سنة 2016، تم تعيين G-SIIs على أساس موحد، وفرض متطلب وقائي إضافي من 01 % إلى 3.5 %؛ وستخضع O-SIIs إلى متطلب إضافي يصل إلى 02 %. يُطلب من المؤسسات الخاضعة لمتطلبات G-SII و O-SII أن تطبق فقط على المستوى الأعلى.⁽²⁾

⁽¹⁾ Taryk Bennani and others, (2014): Op.Cit, p 28.

⁽²⁾ Ibidem, p p 28-29.

3- الأدوات المرنة والأدوات الاحترازية الجزئية المعاد تكيفها:

بالإضافة إلى الأدوات الاحترازية الكلية المرتبطة برأس المال التنظيمي والمنسقة على المستوى الأوروبي، هناك فئة أخرى من التدابير التي تحد من قدرة المديونية للأعوان الإقتصاديين، وتركز بشكل عام على العقارات. تشمل هذه التدابير حدود نسبة القرض إلى القيمة (LTV) أو نسبة القروض إلى الدخل (LTI)، وخدمة الديون إلى الدخل (DSTI). وقد أظهرت العديد من الدراسات أن هذه التدابير أكثر فعالية إذا تم تطبيقها بشكل مناسب. وهي قابلة للتعديل بشكل دقيق، فيمكن تعديلها حسب قيمة العقار، عملة التمويل، نوع المالك (المشتري الأول أو المنزل الثاني)، نوع العقار (سكني أو تجاري)، أو المنطقة الجغرافية (المنطقة، المدينة والأحياء) وما إلى ذلك.

تستخدم بعض أدوات CRR/CRD IV لتحقيق هدف احترازي كلي، بالرغم من أنها ذات توجه إحترازي جزئي بالأساس. على سبيل المثال تم تعديل أدوات الدعامة الأولى لتعكس التعرض لقطاع العقارات، سواء كانت المادة 124 من CRR مما يزيد من ترجيح خطر حقيقي من البنوك باستخدام المنهج الموحد، أو المادة 164 التي تهدف إلى زيادة معلمة حساب التريج (LGD) عند استخدام المنهج الداخلي، ويمكن تعبئتها لمواجهة الخطر النظامي المتعلق بالتعرض العقاري. وبالمثل، فإن القيود الناشئة عن الدعامة الثانية التي تعطي، إلى جانب العنصر الأول، المشرفين درجة معينة من السلطة التقديرية في رصد المخاطر الخاصة بمؤسسات معينة، يمكن إعادة توجيهها وفقاً لمقاربة احترازية كلية (المادة 103 من CRD IV)، عندما تواجه العديد من المؤسسات مخاطر إحترازية كلية. وأخيراً، يمكن تعبئة تدابير أكثر مرونة/تقديرية (المادة 458 من CRR) في نفس الاتجاه. يستهدف تنفيذ هذه الأدوات المقترضين على نطاق السلطات الوطنية ولا يتم تنسيقها على المستوى الأوروبي. وتجدر الإشارة إلى أنه يمكن تعبئة تدابير ضريبية أخرى للحد من مخاطر الممتلكات مثل فرض الضرائب على المعاملات أو المكاسب الرأسمالية، والحد الأقصى على الإعفاءات الضريبية على الفوائد. رغم ذلك فإن تطبيق هذه التدابير يصعب في بعض الأحيان مواعته في ضوء القيود السياسية أو القانونية أو الضريبية التي يمكن مواجهتها، مما يدعو إلى وجوب فرض الحد الأدنى من التنسيق.⁽¹⁾

تسمح المادة 458 من CRR للسلطات الوطنية، في ظل شروط معينة، بفرض متطلبات وطنية أكثر صرامة للتصدي للخطر النظامي على المستوى الوطني من خلال تشديد شروط الأموال الخاصة، التعرضات الكبيرة، الإنكشاف العام، السيولة، أوزان المخاطر للقطاع العقاري، أو التعرض داخل القطاع المالي. فيما يتعلق بالتعرضات المضمونة برهونات عقارية على الممتلكات غير المنقولة، يمكن للسلطات المختصة تحديد أوزان

⁽¹⁾ Jézabel Couppey-Soubeyran et Salim Dehmej, (Mai 2017): Op.Cit, p 24, p 27.

مخاطر أعلى تصل إلى 150 % أو معايير أكثر صرامة لتقييم قيمة الإقراض العقاري، على أساس اعتبارات الإستقرار المالي (المادة 124 من CRR).⁽¹⁾

قام مجموعة من بلدان منطقة اليورو بتفعيل عدد من الأدوات الاحترازية الكلية المكيفة على مدار السنوات الماضية لمعالجة مواطن الضعف المتعلقة بالعقارات. قامت اثنتا عشرة (12) دولة (النمسا، قبرص، إستونيا، فنلندا، اليونان، إيرلندا، لاتفيا، ليتوانيا، هولندا، البرتغال، سلوفاكيا وسلوفينيا) بتفعيل الأدوات القائمة على المقترض، مثل LTV و DSTI و LTI، بهدف تعزيز مرونة قطاع الأسر والبنوك، وكذلك ضمان أن تظل معايير الإقراض مناسبة. بالإضافة إلى ذلك، هناك خمس (05) دول (بلجيكا، فنلندا، إيرلندا، لوكسمبورغ ومالطا) لديها تدابير رأسمالية مطبقة مثل الحدود الدنيا للخطر والمتطلبات الإضافية على قروض الرهن العقاري، بهدف رئيسي هو زيادة قدرة البنوك على مواجهة الصدمات في السوق العقاري.⁽²⁾

وبشكل عام، فإن مجموعة الأدوات الاحترازية الكلية تشمل الأدوات الاحترازية الكلية الأساسية لحزمة CRD IV/CRR، بالإضافة إلى الأدوات المرنة للأصول التي لا يتم تنسيقها بموجب CRD IV/CRR وإنما مطبقة على المستوى الوطني ومكيفة من الأدوات الاحترازية الجزئية، مثل نسب LTV، DSTI و LTI.⁽³⁾ يلخص الجدول رقم (4-7) أهم الأدوات الاحترازية الكلية المستخدمة في إطار القانون CRD IV/ CRR:

الجدول رقم (4-7): عينة من الأدوات الاحترازية الكلية المطبقة في منطقة اليورو

الأداة الاحترازية الكلية	الأساس القانوني
متطلب رأس المال الإضافي المضاد للتقلبات الدورية	البند 130، 135-140 من CRD IV
تعديل مقاييس الرقابة الأولى لتعرضات القطاع العقاري	البندين 124 و 126 من CRR
هوامش رأس المال الحافظة	البند 129 من CRD IV
متطلبات رأس المال للمؤسسات ذات الأهمية النظامية	البند 131 من CRD IV
المتطلبات على المؤسسات ذات الأهمية النظامية الأخرى	البند 131 من CRD IV
الإستعمال الإحترازي الكلي لمتطلبات الرقابة الثانية	البندين 103 و 105 من CRD IV
المتطلبات الإضافية للخطر النظامي (SRB)	البندين 133 و 134 من CRD IV
التدابير المكيفة (المرنة)	البند 458 من CRR

Source: Jézabel Couppey-Soubeyran et Salim Dehmej, (Mai 2017): **Le rôle de la politique macroprudentielle dans la prévention et la correction des divergences au sein de la zone euro**, Direction générale pour les politiques internes, Unité e soutien à la gouvernance économique, Parlement européen, p 24.

⁽¹⁾ Taryk Bennani and others, (2014): Op.Cit, p 29.

⁽²⁾ European Central Bank, (May 2019): **Financial Stability Review**, Frankfurt-Germany, p p 14-15.

⁽³⁾ Taryk Bennani and others, Ibidem, p 29.

يعزز الرفع من المتطلبات على رأس المال من نوعية الأموال الخاصة، إذ يتم زيادة نسب المتطلبات تدريجيا حسب البرنامج المسطر، سواء المتطلبات الإضافية على رأس المال الأساسي (Tier I)، المضادة للدورية، SRB، على المؤسسات ذات الأهمية النظامية، نسبة الرفع المالي، أو الأخرى ... مما يؤدي إلى الرفع من الحد الأدنى لنسبة كفاية رأس المال والرفع من مرونة القطاع البنكي.⁽¹⁾

يعكس تنوع الأدوات الإحترازية الكلية التي يمكن تعبئتها في منطقة اليورو تعدد مصادر الهشاشة المالية فيها، والتي تتفاوت بين البلدان ومع مرور الزمن. إن تحديد هذه المصادر مهم، ولكن لا ينبغي أن يؤدي إلى إضعاف الأدوات والمؤشرات التي من شأنها أن تجعل الجهاز غير متجانس جدا ومعقد. ولذلك يجب إيجاد توازن بين هذا التحديد لمصادر متعددة ومختلفة في مختلف بلدان منطقة اليورو ووضع إطار احترازي متجانس وقابل للقراءة بما فيه الكفاية.⁽²⁾

ثانيا - توسيع أطر الضبط الإحترازي الكلي للقطاع غير البنكي والبنية المالية التحتية:

يعد الإطار الإحترازي الكلي خطوة مهمة نحو الرفع من قدرة السلطات على تنسيق جهودها على مستوى منطقة اليورو، إلا أنه يحتاج إلى توسيع نطاقه خارج القطاع البنكي لتعزيز النظام الأوروبي للإشراف المالي (ESFS). وبهذا الشأن نشرت المفوضية الأوروبية مجموعة من المقترحات في سبتمبر 2017 أدخلت فيها تعديلات على الإطار المنظم لقطاع التأمين وإعادة التأمين (Solvency II)، الضبط الإحترازي للمؤسسات المالية الإستثمارية وتنظيم البنية التحتية المالية الأوروبية (EMIR).

1 - الضبط الإحترازي لقطاع التأمين:

من الناحية المؤسسية، تعد الهيئة الأوروبية للتأمين والمعاشات المهنية (EIOPA)، ومقرها فرانكفورت، جزءاً من النظام الأوروبي للإشراف المالي (ESFS). بدأت EIOPA عملها سنة 2011 بعد أن حلت محل لجنة المشرفين الأوروبيين على التأمين والمعاشات التقاعدية؛ وتم تأسيسها كجزء من الإصلاحات التي أدخلت على الهيكل الإشرافي للقطاع المالي في الإتحاد الأوروبي. EIOPA هي هيئة استشارية مستقلة للمفوضية الأوروبية والمجلس والبرلمان الأوروبي، تقوم بمهام قانونية وتقنية وعلمية محددة وتقدم مشورة قائمة على الأدلة للمساعدة في تشكيل السياسات والقوانين على مستوى الإتحاد الأوروبي. وتتصرف فيما يتعلق بتعهدات التأمين وإعادة التأمين، التكتلات المالية، مؤسسات توفير التقاعد المهني ووسطاء التأمين. تتمتع EIOPA بالشخصية القانونية

⁽¹⁾ European Central Bank, (May 2019): Op.Cit, p 149.

⁽²⁾ Jézabel Couppey-Soubeyran et Salim Dehmej, (Mai 2017): Op.Cit, p 17.

والإستقلال الإداري والمالي وهي مسؤولة أمام البرلمان الأوروبي ومجلس الإتحاد الأوروبي. لتحقيق مهمتها، تتعاون EIOPA بشكل وثيق مع السلطات الوطنية المختصة. تدرج مهام EIOPA في أربعة مجالات واسعة: (1)

• **الضبط:** بتقديم مشروع المعايير إلى المفوضية الأوروبية للمصادقة عليها، كما يمكن أن تصدر EIOPA إرشادات وتوصيات وآراء؛

• **العمل على تقارب الرقابة والإشراف:** تقوم بتسهيل وتنسيق أنشطة الإشراف للسلطات الوطنية المختصة من أجل إنشاء ممارسات إشرافية متسقة وفعالة داخل الإتحاد الأوروبي؛

• **الإستقرار المالي وإدارة الأزمات:** تراقب استقرار قطاع التأمين وتساهم في الإشراف على السياسة الإحترازية الكلية مع ESRB. وتقوم بإجراء اختبارات إجهاد وضمان الوقاية من الأزمات وإدارتها بشكل منسق؛

• **حماية المستهلك والإبتكار المالي:** تهدف إلى حماية المستهلكين من التعرض لمخاطر مفرطة عند شراء المنتجات المالية. ينصب تركيز تحليلاتها في مراقبة اتجاهات السوق على المنتجات المالية المبتكرة.

من الناحية التنظيمية، تطورت قواعد التأمين بشكل أساسي مع اعتماد نظام الملاءة الثاني (Solvency II)، الذي وضع إطار للضبط الإحترازي لشركات التأمين وإعادة التأمين الأوروبية. وتم تعديله سنة 2014 بموجب توجيهات Omnibus II، ودخلت حيز التنفيذ بالكامل في جانفي 2016. وبعد دخوله حيز التنفيذ ساهم نظام Solvency II في تحسين ممارسات إدارة المخاطر والحوكمة، وكان خطوة مهمة في الضبط الإحترازي لشركات التأمين وإعادة التأمين في الإتحاد الأوروبي، والانتقال إلى نظام ملاءة قائم على المخاطر يستند إلى تقييم متسق على نطاق واسع للأصول والخصوم. يركز النظام الجديد على ثلاث أركان، يشمل أولها المتطلبات الكمية مثل تقييم الأصول والخصوم، متطلبات رأس المال والأموال الخاصة. يحدد الركن الثاني إدارة المخاطر والحوكمة وكذلك عملية المراجعة الإشرافية. وأخيراً ينظم الركن الثالث الإبلاغ الإشرافي والإفصاح العام. ليست كل شركات التأمين الأوروبية خاضعة لـ Solvency II حيث توجد استثناءات للشركات التي تقل عن حد معين من الحجم، إلا أن الحصة السوقية المجمعة لشركات التأمين المعفاة تبقى هامشية. (2)

ينشأ التأثير الإحترازي الكلي لـ Solvency II بثلاث (03) طرق مختلفة: (3)

❖ **تصميم الإطار نفسه:** إن Solvency II هو نظام إحترازي شامل لقطاع التأمين في الإتحاد الأوروبي. يحتفظ برأس المال تجاه مخاطر السوق، مخاطر الائتمان، مخاطر الإكتتاب ومخاطر التشغيل. تم تصميم

(1) Monetary and Capital Markets Department (Prepared By), (July 2018): **Euro Area policie: Financial system stability assessment, Technical note—Insurance, investment firm, and macroprudential oversight-**, International Monetary Fund, IMF Country report N° 18/230, Washington, D.C, p p 10-11.

(2) Monetary and Capital Markets Department (Prepared By), (July 2018): Op.Cit, p 21.

(3) European Insurance and Occupational Pensions Authority (EIOPA), (March 2019): **Systemic Risk and Macroprudential Policy in Insurance**, Discussion Paper N° 19/131, Frankfurt – Germany, p 17.

هذا النظام في حد ذاته لضمان قدرة كافية على امتصاص الخسارة، وهي إحدى الأهداف التشغيلية المحددة. أيضًا يتم التركيز بشكل كبير في Solvency II على تحديد المخاطر وقياسها وإدارتها بشكل استباقي، كما يوفر أيضًا الأهداف التشغيلية المرتبطة بتنشيط السلوك عالي المخاطر وتنشيط المستويات المفرطة لتركيزات التعرض المباشرة وغير المباشرة؛

❖ **بعض العناصر في هذا الإطار لها تأثير إحترازي كلي غير مباشر:** يحتوي Solvency II على بعض العناصر الإضافية التي لها تأثير إحترازي كلي غير مباشر لا ينبغي تجاهله. هذه الأدوات والتي لم تكن مصممة في المقام الأول كأدوات للتخفيف من الخطر النظامي يمكن أن تسهم إلى حد ما في أهداف تشغيلية مختلفة عند النظر فيها على مستوى كلي. أهمها مبدأ الحذر، تقييم الخطر والإعسار والمتطلبات الإضافية على رأس المال في ظل ظروف خاصة؛

❖ **العناصر ذات التأثير الإحترازي الكلي المباشر:** الأدوات التي لها تأثير إحترازي كلي كبير تم تحديدها وتحليلها بشكل أكبر في تقرير (EIOPA) لسنة 2018 هي أساسًا تدابير الضمانات طويلة الأجل والتدابير الخاصة بمخاطر الأسهم التي تم تقديمها في توجيه Solvency II، والذي يكون لتصميمه تأثير إحترازي يتم تطبيق العديد من التدابير التشريعية الأخرى على قطاع التأمين في مجال حماية المستهلك.

يحاط قطاع التأمين أيضًا بضوابط أخرى مختلفة لا يتم تنسيقها على مستوى الإتحاد الأوروبي. تساهم الاختلافات في قواعد المحاسبة الوطنية، الضرائب وقوانين الضمان الاجتماعي في استمرار تجزؤ قطاع التأمين، والذي يمكنه تفسير إلى حد ما تفاوت تصميمات الأدوات الإحترازية المختلفة. كما تعقد القواعد الإنتقالية من مقارنة نسب الملاءة بين البلدان. ونظرًا لأن الإشراف على التأمين لا يزال اختصاصًا وطنيًا، لا تزال الممارسات الإشرافية مختلفة مما يدعو إلى زيادة تعزيز عمل EIOPA في تحقيق التقارب الإشرافي، خاصة فيما يتعلق بالنماذج الداخلية وجودة رأس المال والإشراف على المخاطر العابرة للحدود.⁽¹⁾

2- الضبط الإحترازي للمؤسسات المالية الإستثمارية:

من المهم ضمان المزيد من الإشراف المنسق للمؤسسات المالية الإستثمارية، خصوصًا بإخضاع ذات الأهمية النظامية منها في منطقة اليورو للإشراف الإحترازي من قبل آلية الإشراف الوحيدة (SSM). يتوجب على البنك المركزي الأوروبي الإستعداد لضمان التنظيم المناسب والخبرة الكافية وذات صلة بالإشراف على هذه المؤسسات المعقدة. في انتظار تطبيق التشريع الجديد، يجب أن تكون قرارات الترخيص لتوطين هذه المؤسسات

⁽¹⁾ Monetary and Capital Markets Department (Prepared By), (July 2018): Op.Cit, p 06.

من طرف السلطات الوطنية المختصة منسقة بشكل كافٍ. بشكل عام، يعد تعزيز التقارب الإشرافي بين هيئة الأوراق المالية والأسواق الأوروبية (ESMA) وهيئة الإشراف على البنوك الأوروبية (EBA) أمرًا مهمًا لمساعدتهما على مواجهة تحديات التنسيق المتزايدة.

يمكن تعزيز الطريقة الحالية للإشراف على سلوك مؤسسات البلد الثالث المزودة للخدمات في الإتحاد الأوروبي. يمكن أن لا يكون التعاون الثنائي بين البنك المركزي الأوروبي ومختلف المراكز الوطنية المسؤولة عن الإشراف على السلوك كافيًا لضمان الإشراف الفعال على أنشطة هذه المؤسسات المهمة نظاميًا. لذلك، قد يكون من المفيد تخصيص المسؤولية الإشرافية عن هذه الأنشطة (داخل الإتحاد الأوروبي) لـ ESMA أو في منحها دورًا قويًا في تسهيل التعاون بين البنك المركزي الأوروبي والسلطات الوطنية المختصة ذات الصلة.

وفي ضوء خروج بريطانيا من الإتحاد الأوروبي (Brexit)، ازدادت أهمية الإطار التنظيمي والإشرافي لمؤسسات الاستثمار، حيث قد تحتاج العديد من المؤسسات التي تتخذ من المملكة المتحدة مقرًا لها إلى نقل جزء من أنشطتها إلى الإتحاد الأوروبي (EU 27) للحفاظ على الوصول إلى السوق الموحدة. أقرت المفوضية الأوروبية بهذا في بيانها الصادر في جوان 2017، مؤكدة أن الإطار الاحترازي الجديد يجب أن يضمن عدم نقل أي مؤسسات استثمار عن طريق التحكيم التنظيمي أو الاختلافات في إطار العمل الإشرافي. وأكد في الوقت نفسه كل من البنك المركزي الأوروبي و EBA على الحاجة إلى إخضاع مؤسسات الاستثمار المهمة نظاميًا في منطقة اليورو لإشراف SSM. دفعت الـ Brexit أيضًا كل من EBA و ESMA إلى تعزيز عمل التقارب الإشرافي بين دول الإتحاد الأوروبي التي قد تفكر المؤسسات في الانتقال إليها.⁽¹⁾

3- ضبط البنية التحتية للسوق المالي الأوروبي:

نشرت المفوضية الأوروبية في 13 جوان 2017 اقتراحها لوضع ضبط خاص بمراجعة عمليات الترخيص والإشراف للأطراف المقابلة المركزية (CCPs) التي أنشأها ضبط البنية التحتية للسوق الأوروبي (European Market Infrastructure Regulation/ EMIR). من شأن هذا الاقتراح أن يشجع على اتباع مقاربة أوروبية أكثر في الإشراف على الـ CCPs في الإتحاد النقدي الأوروبي، بهدف تحقيق مزيد من التقارب وتعزيز الترتيبات الإشرافية للإتحاد المتعلقة بالـ CCPs في البلد الثالث (أي CCPs الموجودة خارج الإتحاد). وهذا يسمح بضمان أن جميع الـ CCPs التي تلعب دورًا نظاميًا رئيسيًا في الأسواق المالية للإتحاد ستخضع للضمانات التي يوفرها الإطار القانوني للإتحاد.

⁽¹⁾ Monetary and Capital Markets Department (Prepared By), (July 2018): Op.Cit, p 07.

أقترحت المفوضية أيضًا تعزيز دور البنوك المركزية في الإصدار بشكل كبير. مما سيتيح مراجعة القرارات الإشرافية ذات الصلة بمهام السياسة النقدية الخاصة بالمنطقة. كما جاء في رأي البنك المركزي الأوروبي عن الاقتراح، فإن البنك يدعم بقوة هذه المبادرة، لأنه يمكن النظام الأوروبي من لعب دور أكثر جدوى فيما يتعلق بال-CCPs في البلد الثالث في ضوء التطورات الهامة على الصعيدين العالمي والأوروبي والتي من المتوقع أن تزيد من المخاطر التي تشكلها ال-CCPs على التشغيل السلس لأنظمة الدفع. إذ يتعين أولاً على الترتيبات الإشرافية ودور البنوك المركزية مواكبة البعد العابر للحدود المتزايد والأهمية النظامية للمقاصة المركزية. وثانيًا، نظرًا للأحجام الكبيرة للمعاملات التي تمت الموافقة عليها من خلال ال-CCPs التي تم إنشاؤها في المملكة المتحدة، بما في ذلك المعاملات المقومة باليورو، فإن ال-Brexit سوف يشكل تحديات كبيرة. إن القدرة على مراقبة وإدارة المخاطر التي تشكلها ال-CCPs في المملكة المتحدة، بمجرد عدم خضوعها للإطار التنظيمي والإشرافي في ظل نظام EMIR ستضعف بشكل كبير. وبالتالي فإن الأهمية النظامية لأنشطة المقاصة عبر الحدود تتطلب إصلاحًا شاملاً لعملية التعرف على CCP في البلد الثالث.

ثالثًا - آليات تنفيذ وتنسيق السياسة الاحترازية الكلية في منطقة اليورو:

إن الإطار المؤسسي لمنطقة اليورو يعني أن السياسة الاحترازية الكلية يتم إدارتها تحت إشراف البنك المركزي الأوروبي، الشيء الذي يضعه أمام إلزامية التنسيق مع المجلس الأوروبي للخطر النظامي ESRB وبقية السلطات الاحترازية الكلية الوطنية.

1- آليات التنسيق بين الهيئات المشتركة في تنفيذ السياسة الاحترازية الكلية:

يُعتبر المجلس الأوروبي للخطر النظامي ESRB هو الطرف الأنسب لتصميم وتنفيذ تدابير الاحتراز الكلي في الإتحاد الأوروبي، وكذلك لجمع المعلومات حول هذا الموضوع. وهو يحافظ على علاقات وثيقة مع السلطات الوطنية المسؤولة عن هذه التدابير، من أجل ضمان أفضل مهامها. وهو يعمل كمركز لجميع الإشعارات من السلطات الوطنية فيما يتعلق بتنفيذ الأدوات الاحترازية الكلية ويضمن المعاملة بالمثل في تطبيق تدابير معينة عندما تكون هذه الأخيرة إلزامية، مع تشجيعها حتى عندما تكون اختيارية، وذلك للحد من الآثار الخارجية السلبية من بلد إلى آخر والتحايل عبر القروض بين البلدان أو من خلال فروع المؤسسات الأجنبية.

تختلف آليات الإشعار حسب الأدوات الخاصة المنصوص عليها في CRR/CRDIV، وخاصة على مستوى المؤسسات الأوروبية الواجب إبلاغها، الإجراءات والمواعيد الواجب احترامها. كقاعدة عامة، تفعيل أي إجراء احترازي كلي من قبل السلطات الوطنية ينطوي على إشعار إلى ESRB، وأحيانًا إلى مؤسسات أخرى

عندما يمنح مقياس درجة كبيرة من المرونة على المستوى الوطني. مثلاً، تتطلب التدابير المرنة المنبثقة من المادة 458 من CRR وكذلك المتطلبات الإضافية للخطر النظامي والتي تحوز فيها البلدان على مرونة كبيرة، إجراء عدم رفض معقد يشترك فيها المجلس والبرلمان، بعد التشاور مع ESRB و/أو EBA. أخيراً، يجب على الدول أيضاً الإشعار بالتدابير غير المنسقة على مستوى الإتحاد الأوروبي، وذلك في إطار اختياري، والتي لم يتم تعريفها تحت CRD IV لكن أعدّها ESRB نفسه حتى تكون له نظرة شاملة على نطاق أوروبي.

في الواقع، تعتبر مشاركة البنك المركزي الأوروبي في الإشراف الإحترازي الكلي واضحة. وقد تم تعزيز هذه المشاركة في منطقة اليورو في إطار الإتحاد البنكي، من خلال إسناد دور الإشراف الوحيد له في إطار آلية الإشراف الوحيدة (SSM) وتكليفه بمهام محددة للإحتراز الكلي يتم تقاسمها مع السلطات الوطنية مثلما تطرقنا له سابقاً. وبالتالي صار يتم تقاسم المسؤوليات الإحترازية الكلية بين البنك المركزي الأوروبي والسلطات الوطنية على مستوى منطقة اليورو. يقوم البنك المركزي الأوروبي بتنسيق الجهاز الإحترازي الكلي داخل الإتحاد البنكي، ويجب على جميع السلطات الوطنية إشعاره بتدابيرها في هذا المجال (المادة 5 من تنظيم SSM).⁽¹⁾

2- مراحل تنفيذ السياسة الإحترازية الكلية في منطقة اليورو:

تتمثل سيرورة البنك المركزي الأوروبي في عملية صنع السياسات الإحترازية الكلية في أربع مراحل متميزة ويمكن أن تؤدي في نهاية المطاف إلى تفعيل أداة للإحتراز الكلي. يمكن بدء عملية صنع السياسة من قبل البنك المركزي الأوروبي أو من قبل السلطات الوطنية. تلتزم السلطات الوطنية والبنك المركزي الأوروبي بإخطار بعضهما بعضاً إذا كانا ينيان تفعيل أداة معينة للإحتراز الكلي. وتتمثل هذه المراحل فيما يلي:⁽²⁾

- تحديد وتحليل المخاطر الرئيسية وأوجه الضعف وتقييمها؛
- اختيار ومعايرة الأدوات وتقييم أثرها؛
- مناقشة خيارات السياسة العامة والقرارات المتعلقة بالسياسات التي ينبغي تنفيذها؛
- تنفيذ هذه السياسة والتقييم اللاحق لفعاليتها.

- **المرحلة الأولى:** تشكل المخاطر في منطقة اليورو والإتحاد الأوروبي نقطة البداية لتحليل نقاط ضعف القطاع المالي، كما هو محدد في دوريات الإستقرار المالي التي يصدرها البنك المركزي الأوروبي، وفي التحليل الذي يقوم به كذلك مع ESRB. بالإضافة إلى الأخذ في الاعتبار للمخاطر بالنسبة لمنطقة اليورو والإتحاد الأوروبي، يقوم البنك المركزي الأوروبي أيضاً بإجراء تحليلات على المستوى القطري، بهدف تحديد ومراقبة

⁽¹⁾ Jézabel Couppey-Soubeyran et Salim Dehmej, (Mai 2017): Op.Cit, p p 22-23.

⁽²⁾ European Central Bank, (March 2016): **Macroprudential bulletin**, Issue 1/2016, Eurosystem, p 09.

المخاطر الخاصة بكل دولة على حدى. يعمل البنك المركزي الأوروبي بالتعاون الوثيق مع خبراء من السلطات الوطنية وتبادل البيانات والتحليلات، ويعتمد على التقارير التي يصدرها أعضاء لجنة الإستقرار المالي في النظام الأوروبي، أي الهيئات المركزية الوطنية و/أو السلطات الإشرافية الوطنية، وعلى ذكاء السوق.

- **المرحلة الثانية:** عند إجراء تقييم المخاطر المالية يعتمد البنك المركزي الأوروبي على عدد من الأدوات والطرق المختلفة لتقييم ما إذا كان موقف السياسة الاحترازية الكلية الذي اقترحه السلطات الاحترازية الوطنية مناسباً أو ما إذا كان ينبغي اتخاذ مزيد من الإجراءات، وفقاً لولايته في هذا المجال. بالإضافة إلى تقييم السياسات الجديدة المقترحة (التقييم المسبق)، يقوم البنك المركزي الأوروبي أيضاً بمراجعة السياسات السابقة للبلد (التقييم اللاحق) كجزء من هذا التقييم. الأدوات التحليلية التي تم اختيارها لتقييم الموقف الاحترازي الكلي من النماذج الهيكلية، مثل نماذج التوازن العام التي تشمل القطاع البنكي، إلى النماذج المخفّضة التي تلتقط الأنماط الإحصائية السابقة باستخدام البيانات على المستوى الجزئي للبنوك مع سلسلة المالية الكلية. يقوم البنك المركزي الأوروبي أيضاً بتقييم تأثير المخاطر على القطاع المالي ككل (البنوك والتأمين) وكذا تأثير الإجراءات الاحترازية الكلية. ويتم هذا العمل بشكل رئيسي باستخدام اختبارات الضغط من أعلى إلى أسفل، والتي تستخدم بيانات الميزانية الفردية، جنباً إلى جنب مع نماذج الإقتصاد الكلي والعدوى.

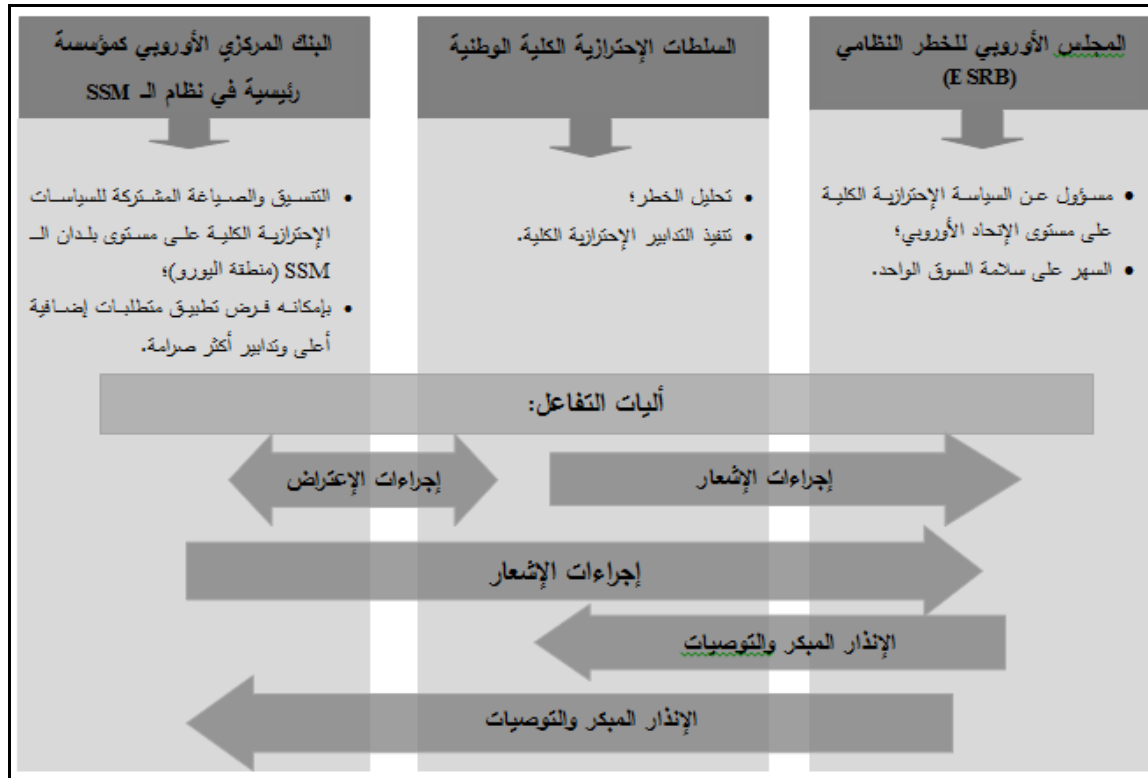
- **المرحلة الثالثة:** تجري مناقشات السياسة بشأن التكاليف والمزايا المحتملة للتدابير الاحترازية الكلية في لجان المجلس ذات الصلة، وخاصة لجنة الإستقرار المالي (Financial Stability Committee/ FSC)، حيث يتم إعداد مقررات السياسة العامة لمجلس الإدارة. تعني العضوية الواسعة لـ FSC أن وجهات النظر الوطنية حول القضايا الاحترازية الكلية هي أيضاً ممثلة تمثيلاً جيداً في المناقشة. ويتمثل دور البنك المركزي الأوروبي في هذا المنتدى في تنسيق المناقشة وتقديم نظرة شاملة للبلد لموقف السياسة الاحترازية الكلية في منطقة الـ SSM.

- **المرحلة الرابعة:** تتضمن المرحلة الأخيرة في عملية السياسة الاحترازية الكلية تنفيذ أدوات السياسة المختارة، وتشمل التقييم اللاحق لفعاليتها. بشكل عام، فإن الأدوات التحليلية المستخدمة لتقييم فعالية السياسة تشبه الأدوات المستخدمة لاختيار ومعايرة أدوات السياسة. يركز تقييم السياسات على ما إذا كانت السياسات التي يتم تنفيذها لها التأثيرات المرجوة من حيث تحقيق أهدافها، وما إذا كانت هناك حاجة لإتخاذ مزيد من الإجراءات وما إذا كانت هناك أية عواقب غير مقصودة (مثل الإمتدادات عبر الحدود).⁽¹⁾

يلخص الشكل رقم (4-32) تنسيق السياسة الاحترازية الكلية في الإتحاد الأوروبي ومنطقة اليورو:

⁽¹⁾ European Central Bank, (March 2016): Op.Cit, p p 10-11.

الشكل رقم (4-32): سيورة السياسة الإحترازية الكلية في الإتحاد الأوروبي ومنطقة اليورو



Source: Paul Hiebert, (2018): **Financial stability and macroprudential policy**, ECB central banking seminar, https://www.ecb.europa.eu/pub/conferences/shared/pdf/20180709_ecb_central_banking_seminar/2018-07-09_Financial_Stability_and_Macroprudential_Policy_-_Hiebert.pdf, p 33.

يعتبر الإطار الإحترازي الكلي في منطقة اليورو والإتحاد الأوروبي حديث العهد ومع ذلك فهو يعمل بشكل مقبول، بالرغم من عملية صنع القرار المعقدة فيه والتي تحتاج إلى تبسيط أكثر.

تم إصلاح هيكل الإشراف المالي لمنطقة اليورو، ولكن أسسه التي شيدت على عجل أثناء الأزمة لا تزال مضطربة. إن معظم الركائز الأساسية للحفاظ على الإستقرار المالي النظامي التي كانت مفقودة قبل الأزمة موجودة حالياً، وقد أدت إلى زيادة مرونة النظام المالي بفضل إنشاء وتجديد المؤسسات والسياسة، مع إنشاء نظام الإشراف الأوروبي والإتحاد البنكي والقوانين التنظيمية للسياسة الإحترازية الكلية؛ إلا أنها لن تكون بالفعالية المرجوة ما لم تعزز بتصحيح أخطاء التصميم الأصلية للإتحاد النقدي، ومواكبة التطورات الأخيرة في المجال المالي بتفعيل التمويل المستدام.

المطلب الثالث: نحو تصحيح أخطاء البنية التصميمية للإتحاد النقدي الأوروبي وتعزيز الإطار العام للإستقرار المالي والإقتصادي

عند إدخال اليورو، لم تكن البنية المؤسسية الجبائية، المالية والنقدية للإتحاد النقدي قد تطورت بشكل كاف. وهو ما يفسر أوجه عدم الكفاءة والدور الذي لعبته في أزمة منطقة اليورو. لا تزال هناك أجزاء رئيسية مفقودة في البنيان المؤسسي لمنطقة اليورو لامتناس الصدمات ومنع الأزمات، تتمثل هذه الأجزاء أو الحلقات المفقودة في تكريس بناء إتحاد مالي قوي - للبنوك والأسواق المالية-، والتوجه نحو تحقيق إتحاد جبائي وموازني. يتطلب تحقيق الإستقرار المالي والإقتصادي كذلك ضرورة استدراك نقائص أنظمة إدارة الأزمات المالية النظامية على مستوى المنطقة، وأيضاً حتمية تفعيل التحول نحو التمويل المستدام بمواصلة الجهود المبذولة.

أولاً- تكريس بناء إتحاد مالي كفؤ ومتين في منطقة اليورو:

يتضمن الإتحاد المالي الإتحاد البنكي وإتحاد أسواق رأس المال. رغم تأسيس الإتحاد البنكي إلا أن هذا الأخير لا يزال غير مكتمل، فدعامتان مهمتان فيه ناقصتان؛ الأولى هي نظام التأمين على الودائع الأوروبية التي لم يتم إعدادها بعد، وتتعلق الثانية بآلية الحل الوحيدة التي لم تفعل هي كذلك. أما إتحاد أسواق رؤوس الأموال فيبقى مطلباً أساسياً لزيادة تكامل هذه الأسواق وبالتالي تحسين ضبطها، فضلاً عن الأهمية الوظيفية للتكامل.

1- إتمام وتفعيل دعائم الإتحاد البنكي الأوروبي:

1-1 إتمام نظام تأمين الودائع:

الدعامة الأولى المفقودة للإتحاد البنكي هي نظام تأمين الودائع. يوفر هذا الأخير الثقة في الودائع البنكية إذا اعتبرها المودعون ذات مصداقية، وبالتالي تقليل تكاليف التمويل البنكي، ومنه تعزيز الإستقرار المالي. هناك ثلاثة أسباب رئيسية لتجميع نظام تأمين الودائع على المستوى الأوروبي:⁽¹⁾

➤ الحجم: كلما تم تغطية البنوك، كلما كان نظام التأمين أفضل؛

➤ يتعارض الإشراف المركزي مع نظام ضمان الإيداع اللامركزي: فدون نظام التأمين الأوروبي، قد تضطر

خطط تأمين الودائع الوطنية ودافعي الضرائب الوطنيين في النهاية إلى دفع فاتورة المشاكل التي قد تنتج عن

إشراف أوروبي غير مناسب، وبالتالي توفير حوافز غير متحيزة للإشراف؛

⁽¹⁾ Crégory Claeys, (October 2017): **The missing pieces of the euro architecture**, Bruegel Policy contribution N° 28, Brussels, p 05.

« فصل البنوك عن الجهات السيادية: وهو الهدف الرئيسي للإتحاد البنكي، مما يتطلب خطة تأمين موحدة على الودائع الأوروبية، حيث أن الثقة في البنوك (وتكاليف تمويلها) تعتمد على ملاءة حكومة بلدها الأصلي والعكس، بالنظر إلى أن الميزانيات الوطنية ستظل الخلفية الوحيدة لخطط التأمين على الودائع الوطنية. وبالتالي، فإن استمرار التأمين على الودائع وطنياً من شأنه أن يديم الحلقة المفرغة غير المستقرة بين البنوك والسندات السيادية في منطقة اليورو، في حين أن خطة تأمين الودائع الأوروبية ستزيد الإستقرار المالي وتحسن نظام إدارة الأزمات.

1-2 تفعيل إطار آلية الحل الواحدة:

أما الدعامة الثانية المفقودة لإتمام الإتحاد البنكي فتتعلق بآلية الحل الواحدة، وهو نظام أقل قوة من الأجزاء الأخرى في الإتحاد البنكي وخاصة من SSM نظراً للعوامل التالية:⁽¹⁾

« بالمقارنة مع آلية SSM المركزية، يمكن لعملية اتخاذ القرار المعقدة في SRM أن تؤدي إلى عمليات مطولة ومسيئة، مما يضر بجودة القرارات المتخذة. قد تكون عملية حل أبسط وأكثر مركزية - أكثر تشابهاً في عملية التأمين الفيدرالية الأمريكية - أكثر فعالية؛

« على الرغم من إمكانية تخفيض احتمالاتها من خلال التنظيم والإشراف الصارمين، إلا أن الأزمات البنكية النظامية لا يمكن استبعادها بشكل كامل. في هذه الحالات، لا يمكن استبعاد الحاجة إلى دعم القطاع العام بشكل كامل حتى لو كانت هناك قواعد قوية للإنقاذ.

إذا كانت الحكومة المحلية تمول الدعم فقد تنتشر العجوزات البنكية إلى الديون السيادية، مما يؤدي إلى إحياء "الحلقة المفرغة". وعلى النقيض من ذلك، إذا ما تدخلت في الصندوق المشترك، فستتقاسم التكاليف وستتخفف المخاطر البنكية التي تنتشر إلى المالية العامة. لهذا السبب تم إنشاء صندوق الحل الواحد، الذي يتم تمويله بشكل تدريجي من خلال الرسوم البنكية لتصل إلى 55 مليار يورو بحلول سنة 2024، إلى جانب SRM لتحقيق تقاسم المخاطر الكافي في منطقة الإتحاد البنكي. ومع ذلك، في أزمة نظامية تنطوي على مؤسسات بنكية كبيرة يمكن أن تتجاوز الإحتياجات التمويلية الموارد المحدودة المسبقة لتمويل الصندوق. وبالتالي، فمن الأهمية بمكان بالنسبة لمصادقية المخطط أن يستفيد الصندوق المشترك من الدعم المالي القائم على الموارد المركزية وليس على الموارد الوطنية.⁽²⁾

⁽¹⁾ Crégory Claeys, (October 2017): Op.Cit, p p 05-06.

⁽²⁾ Ibidem, p 06.

2- إطلاق إتحاد أسواق رأس المال الأوروبية:

بالموازاة مع الإتحاد البنكي، ينبغي اعتبار إطلاق إتحاد أسواق رأس المال (Capital Market Union/ CMU) من الأولويات. وهو يتعلق بجميع الدول الأعضاء في الإتحاد الأوروبي، وبشكل خاص بمنطقة اليورو.⁽¹⁾

من السمات الرئيسية للنظام المالي الأوروبي هو تكامله المحدود. يسهم التجزؤ الشديد لأسواق رأس المال في البلدان الأوروبية في نموها الضعيف، لأنها أقل عمقا وسيولة مما ينبغي. علاوة على ذلك، فإنها لا تستفيد بشكل كامل من وفورات الحجم وآثار الشبكة التي يمكن توليدها على المستوى الأوروبي، كما تعتبر تكاليف المعاملات المتعلقة بهذا التجزؤ باهظة.⁽²⁾

سيوفر إتحاد أسواق رأس المال تنوع مصادر التمويل بحيث يمكن للمؤسسات، بما في ذلك المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، الوصول إلى أسواق رأس المال وغير ذلك من مصادر التمويل غير البنكية بالإضافة إلى الإلتئام البنكي. وفي الوقت نفسه سيسمح إتحاد أسواق رأس المال بتقاسم أفضل للمخاطر عبر الحدود من خلال تكامل أكبر لأسواق السندات والأسهم، وهذا الأخير يؤدي دورا رئيسيا في التخفيف من حدة الصدمات. كما ستوفر أسواق رأس المال المتكاملة بالفعل الحماية ضد الصدمات النظامية في القطاع المالي وستعزز من تقاسم المخاطر في القطاع الخاص عبر البلدان، مما يقلل من نسبة تقاسم المخاطر التي يجب ضمانها من خلال التمويل العام. ومع ذلك، نظراً لأن التكامل الوثيق لأسواق رأس المال والإزالة التدريجية للحواجز الوطنية المتبقية من المرجح أن يخلق مخاطر جديدة على الإستقرار المالي، فإن الأدوات الحالية تحتاج إلى أن تُستكمل وتُعزز لإدارة الخطر النظامي مصدر عدم الإستقرار المالي. لذلك يجب تعزيز الهيئات الفاعلة المالية وخاصة "علبة الأدوات الاحترازية الكلية" والإطار الإشرافي لضمان قوتها في هذا القطاع. أخيراً، ينبغي أن يؤدي ذلك إلى إنشاء هيئة أوروبية واحدة لمراقبة أسواق رأس المال.

في هذا السياق، من المهم أن تشجع اللوائح التنظيمية على تجميع المخاطر وتقاسمها وضمان أن جميع المؤسسات المالية لديها هياكل إدارة مخاطر كافية وتحافظ على قوتها الاحترازية. يمكن للضريبة أيضاً أن تلعب دوراً هاماً في ضمان العلاج المحايد لأنشطة واستثمارات مختلفة ولكن قابلة للمقارنة من بلد إلى آخر. كما يتطلب إتحاد أسواق رأس المال الحقيقي مزيداً من التحسينات، وبعضها لا يمكن تحقيقه إلا من خلال التشريعات، مثل: تبسيط متطلبات نشرة الإصدار، إعادة تنشيط سوق التوريق الأوروبي عالي الجودة، زيادة

⁽¹⁾ Jean-Claude Juncker, (2017): **Compléter l'union économique et monétaire européenne**, Commission Européenne, https://ec.europa.eu/commission/sites/beta-political/files/-years-on-emu_fr.pdf, p 14.

⁽²⁾ Crégory Claeys, (October 2017): Op.Cit, p 07.

التنسيق بين ممارسات المحاسبة ومراجعة الحسابات، إزالة العوائق الرئيسية التي تحول دون تكامل أسواق رأس المال في مجالات مثل قانون الإفلاس وقانون المؤسسات وحقوق الملكية، وإنفاذ المطالبات عبر الحدود.⁽¹⁾

ثانياً - السعي نحو تحقيق إتحاد موازني وجبائي لبلدان منطقة اليورو:

1- السياسات الموازنية المسؤولة كداعم لإستقرار الإتحاد النقدي الأوروبي:

يؤدي افتقار الإتحاد النقدي الأوروبي لإتحاد موازني وجبائي إلى بقاء نقطة الضعف التي قد تعود للظهور كل مرة تحت الضغوط. تُؤكّد الترتيبات الحالية مزيجاً ناقصاً غير كاف لمواجهة الإضطرابات، مثلما بيّنت أزمة الديون السيادية السرعة والقوة التي تنتقل بها الصدمات التي تم تضخيمها من قبل الحلقة البنكية-السيادية عبر النظام المالي لمنطقة اليورو. ودون درجة معينة من الإتحاد الموازني والجبائي، يمثل هذا الضعف خطراً حقيقياً لا ينبغي أن يتجاهله صانعو السياسات، خاصةً مع تضيق مجال سياسة الإقتصاد الكلي بكثير مما كان عليه قبل الأزمات الأخيرة، بحيث يسمح هذا الإتحاد بـ:⁽²⁾

- المشاركة في المخاطر المالية للإتحاد النقدي الأوروبي، بما يتجاوز ما يمكن أن توفره أسواق رأس المال الخاصة، والتي يمكن أن تقلل من حافز الحكومات لتقديم الدعم المخصص في حالات الأزمات، وبالتالي المساعدة في جعل تعهدات "عدم الإنقاذ" السيادية أكثر مصداقية؛
- قواعد أقوى وانضباط سوقي أكثر لتنشيط الخطر الأخلاقي؛
- تنسيق السياسة المالية على نطاق النظام ككل للمساعدة على مواجهة الصدمات عندما تكون السياسة النقدية مقيدة.

تشير الإعتبارات الإقتصادية إلى أن الإتحاد النقدي الأوروبي سيعمل بسلاسة أكبر إذا تطور إطاره المؤسسي على جميع هذه الأبعاد. ولكن كمسألة عملية، سيكون من الضروري إجراء بعض التسلسل. قد يشتمل التسلسل الواقعي على استكمال الإتحاد البنكي أولاً ومعالجة القضايا القانونية، تحسين الحوكمة لبناء الثقة، وتدرجياً إدخال المزيد من عناصر القدرة الجبائية والموازنية المركزية، بدءاً من تلك التي تدعم الإتحاد البنكي.⁽³⁾ حسنت "حزمة الستة"، "حزمة الإثنيتين" ومعاهدة الإستقرار والتنسيق والحوكمة بشكل كبير من سياسات الميزانية في الإتحاد النقدي الأوروبي. وهي توجه مع العمل الذي يقوم به صانعو القرار لمنع الإختلالات المالية، مراقبة تطور الديون، تحسين آليات التنفيذ ودعم انضمام كل بلد لقواعد الإتحاد. هذا الإطار الحوكمي

⁽¹⁾ Jean-Claude Juncker, (2017): Op.Cit, p 14.

⁽²⁾ Helge Berger, Giovanni Dell'ariccia and Maurice Obstfeld, (2018): **Revisiting the economic case for fiscal union in the Euro area**, International Monetary Fund (IMF), p p 08-09.

⁽³⁾ Agnès Bénassy-Quéré and others, (2018): Op.Cit, p 04.

الجديد يوفر بالفعل تنسيق مسبق واسع للميزانيات السنوية للدول الأعضاء في منطقة اليورو ويقوي مراقبة تلك الصعوبات. يتوجب على كل دولة عضو احترام القواعد، وإلا سينجر عن ذلك تقويض مصداقية الإطار. مع أن القواعد معقدة، ولكن الفحص القادم لـ "حزمة الستة" و "حزمة الإثنان" يجب أن يكون فرصة لجعلها أكثر وضوحاً وأكثر شفافية، وتحسين الإمتثال والشرعية، مع التأكد من أنها لا تزال تركز دائماً على الإستقرار.⁽¹⁾

2- وضع آلية للعمل على الإستقرار الموازي لمنطقة اليورو:

في المدى القصير (أو المرحلة الأولى)، ينبغي تعزيز إطار الحوكمة الحالي من خلال إنشاء لجنة ميزانية استشارية أوروبية. ستقوم هذه الهيئة الاستشارية الجديدة بتنسيق وتكميل مجالس الميزانية الوطنية التي تم وضعها بموجب توجيه إطار عمل الإتحاد الأوروبي. يجب أن تتكون من مجموعة واسعة من الخبراء في مختلف المجالات. وستوفر تقييماً عاماً ومستقلاً للميزانيات -وتنفيذها- في ضوء الأهداف والتوصيات الإقتصادية التي صيغت في سياق الحوكمة المالية للإتحاد النقدي الأوروبي. ينبغي أن تستند ولاية لجنة الميزانية الأوروبية الجديدة هذه على عدد من المبادئ التوجيهية التي يوصي بها الخبراء. يجب على لجنة الميزانية الأوروبية هذه أن تحسّن احترام قواعد الميزانية المشتركة، وأن تعمل على تحسين النقاش العام وتعزيز تنسيق سياسات الموازنة الوطنية.

هناك العديد من الطرق لنقل الوحدة النقدية نحو اتحاد موازني وجبائي. ومع ذلك، إذا كان عدد من الأدوات المالية المشتركة يختلف من اتحاد نقدي إلى آخر، فقد وضعت جميع الإتحادات النقدية الناضجة آلية مشتركة لتحقيق الإستقرار للإقتصاد الكلي للقدرة على استيعاب الصدمات بشكل أفضل والتي من المستحيل مواجهتها على المستوى الوطني وحده.

وهذا سيكون لمنطقة اليورو التطور الطبيعي على المدى الطويل (المرحلة الثانية)، وفقاً للشروط المذكورة أعلاه، وهذا يعني في نهاية عملية التقارب و لتجميع مزيد من عملية صنع القرار على الميزانيات الوطنية. وسيكون الهدف من الإستقرار التلقائي في منطقة اليورو لا يسعى لضبط الدورة الاقتصادية في منطقة اليورو، ولكن للتخفيف من آثار الصدمات الإقتصادية الكلية على نطاق واسع، وبالتالي جعل EMU عموماً أكثر مرونة. ستبذل المزيد من الأعمال المعقدة لتحديد شروط تصميم هذه العوامل الإستقرارية. ستتكفل مجموعة الخبراء المقترحين بهذه المهمة.⁽²⁾

(1) Jean-Claude Juncker, (2017): Op.Cit, p 16.

(2) Ibid, p 17.

سيكون إكمال البنية المؤسسية للإتحاد النقدي الأوروبي مهمة معقدة. هناك العديد من المشكلات القانونية والتقنية والتشغيلية التي يجب التغلب عليها، بما في ذلك المشاكل الناجمة عن الطابع المؤسسي الفريد لمنطقة اليورو، والذي يجمع بين القواعد والمعايير القانونية للإتحاد الأوروبي مع الأطر الحكومية الدولية الخاصة بالإتحاد النقدي الأوروبي. والأهم من ذلك، لأن العديد من الخطوات الضرورية تتطلب تغييرات جوهرية على معاهدة عمل الإتحاد الأوروبي والقانون الوطني، فعدم وجود الإتحاد السياسي والإختلافات الإيديولوجية سيكونان عقبة حاسمة أمام إكمال الإتحاد النقدي الأوروبي. وكما تستنتج المفوضية الأوروبية، لكي يصبح اتحاد العملة أقوى، يجب على البلدان الأعضاء "قبول مشاركة المزيد من الكفاءات والقرارات بشأن مسائل منطقة اليورو، ضمن إطار قانوني مشترك".⁽¹⁾

تبقى مسألة إكمال بنية الإتحاد النقدي الأوروبي ملحة، فقد كشفت أزمة منطقة اليورو أن أوجه القصور المؤسسية هذه كان لها الدور الجوهري في الإختلالات المالية والإقتصادية، لذا فإن مستقبل منطقة اليورو مرهون بتصحيح هذه الأخطاء التصميمية كشرط للحفاظ على الإستقرار المالي والإقتصادي.

ثالثاً - ترقية كفاءة أنظمة إدارة الأزمات المالية النظامية في منطقة اليورو:

من الشروط الأساسية الأخرى لإرساء إطار فعال للإستقرار المالي في منطقة اليورو هو أهمية ترقية كفاءة أنظمة إدارة الأزمات المالية النظامية بتفعيل البعد الإحترازي الكلي لإختبارات الإجهاد في القطاع البنكي، الرفع من موثوقية ومصداقية جهاز المعلومات وتبسيط إجراءات صنع القرار.

1 - أهمية تفعيل البعد الإحترازي الكلي لإختبارات الإجهاد في القطاع البنكي:

تسعى السلطات الإشرافية في منطقة اليورو إلى دمج اختبارات الإجهاد في صندوق الأدوات الإحترازية الكلية كأدوات لتقييم قدرة القطاعات البنكية على التكيف مع التطورات الإقتصادية الكلية. رغم ذلك، فقد أشارت الإنتقادات الرئيسية لاختبارات الإجهاد التي أجراها البنك المركزي الأوروبي والسلطة البنكية الأوروبية (EBA)، بالإضافة إلى شدة السيناريوهات التي اعتبرت غير كافية مقارنة بتلك المطبقة في الولايات المتحدة الأمريكية، إلى الطبيعة الإحترازية الجزئية لهذه الإختبارات. بالنظر إلى الصدمات الخارجية وتجاهل آثار التغذية الراجعة، فقد أهملت اختبارات الإجهاد البعد النظامي للخطر. إضافة لذلك، فقد تم تصميم السيناريوهات كما لو أن البنك معزول عن بقية القطاع المالي. وبشكل عام، لم تركز اختبارات الإجهاد على نقاط الضعف في خصوم البنوك،

⁽¹⁾ Helge Berger, Giovanni Dell'ariccia and Maurice Obstfeld, (2018): Op.Cit, p 37.

وخاصة تلك المتعلقة بهيكل التمويل لدى البنوك ودرجة سيولة الموارد. ومن الضروري إجراء تقييم لاستقرار تمويل البنوك، حيث أصبح الإعتماد على تمويل السوق (التمويل بالجملة) - وخاصة على المدى القصير - بالغ الأهمية وجعل البنوك عرضة بشكل خاص لصدمة السيولة.⁽¹⁾

انخفض كذلك عدد البنوك المعنية باختبارات الإجهاد بشكل كبير، من 130 بنكا يشرف عليها البنك المركزي الأوروبي للسنة المالية 2014 إلى 37 في الإختبار الذي أجرته EBA سنة 2016. وقد ألغيت عتبات الفشل أو النجاح، لتقادي خطر التغليب في تقييم صحة النظام البنكي الأوروبي وإضعاف الشفافية مقارنة مع اختبارات الإجهاد لعام 2014.

ومع إدراك حدود هذه الإختبارات، فإن البنك المركزي الأوروبي يسعى لتطوير أدوات تحليلية لتحديد المصادر المختلفة للخطر النظامي وإضفاء طابع احترازي كلي عليها. وبالتالي فقد تم تطوير ما يسمى اختبارات الإجهاد "من أعلى إلى أسفل / Top down" وتجري حاليا داخليا بالإضافة إلى الإختبارات من "القاعدة إلى القمة / Bottom up" التي يتم الإفصاح عن نتائجها وبياناتها.

مع ملاحظة أن إختبارات لإجهاد هذه "Top down" مهمة من حيث أنها:

- ◀ ديناميكية، لأنها تدمج رد فعل البنوك لسيناريوهات مختلفة (يمكن للبنوك تخفيض الديون، زيادة الأموال الخاصة أو إعادة أمثلة المحافظ ...) وتأخذ في الإعتبار الدورة المالية؛
- ◀ تدمج التفاعلات والتشابكات بين المؤسسات المالية المختلفة فيما بينها وبين الفضاءات المالية والحقيقية؛
- ◀ تشمل تقييم شامل للسيوليات.

إن اختبارات الإجهاد الاحترازية الكلية والنماذج المختلفة التي تم تطويرها مفيدة لتقوية القدرة على تحليل الخطر النظامي، وتقييم فعالية الأدوات الاحترازية الكلية وتحسين معاييرها. إن التقدم الذي أحرزه البنك المركزي الأوروبي في هذا الصدد يسير في الإتجاه الصحيح، وسوف يتغذى من المقترحات الجديدة. وسيكون من الممكن أن تتطور اختبارات الإجهاد لتطبيقها على بلدان منطقة اليورو، من حيث:⁽²⁾

- ◀ الشدة المتفاوتة للسيناريوهات تبعا لموقف كل بلد في الدورات الإقتصادية والمالية (السيناريو الدوري)؛
- ◀ تنوع السيناريوهات من سنة إلى أخرى أو من بلد إلى آخر، بحيث تغطي مصادر وقطاعات مختلفة كالعقارات، الديون المدومة والأنشطة عبر الحدود... وغيرها (السيناريو الاستكشافي).
- ◀ وعندها سيكون تقييم المخاطر أكثر دقة وسيتم تسهيل معايرة الأدوات الاحترازية الكلية ضمنها.

⁽¹⁾ Jézabel Couppey-Soubeyran et Salim Dehmej, (Mai 2017): Op.Cit, p 27.

⁽²⁾ Ibid, p p 27-28.

2- الرفع من موثوقية ومصادقية جهاز المعلومات:

إحدى أهم الأسباب المساهمة في أزمة منطقة اليورو هو فقدان الثقة في مصادقية المعلومات. وقد ترجم هذا الإنخفاض في الثقة إلى انخفاض في الطلب على التمويل القطري، مما أدى إلى ارتفاع معدلات الإقتراض. تم تضليل السلطات الأوروبية بسهولة لأن Eurostat الجهاز المسؤول عن جمع وتوحيد البيانات الإحصائية من مختلف البلدان الأعضاء، كان عليه الإعتماد على حسن نية الهيئات الوطنية فيما يتعلق بموثوقية الإحصاءات المقدمة. حتى إذا كانت لدى سلطات منطقة اليورو شكوك حول مصادقية الأرقام المطروحة فليس لديها السلطة اللآزمة لتكون قادرة على إجراء عمليات التحقق. في هذا السياق من فقدان الثقة، مُنحت Eurostat في 2010 الحق في أن تكون قادرة على التدقيق المباشر في الحسابات العامة للبلدان الأعضاء. بالإضافة إلى ذلك، لدى Eurostat الآن الوسائل للإستفادة من المهنيين المناسبين، عندما ترغب الهيئة الأوروبية في إجراء عمليات تفتيش في دولة ما، في حين كان على الدولة في السابق توفير خبراء على أساس طوعي.

على الرغم من هذه الجهود التي تبذلها سلطات منطقة اليورو، فإن تعزيز مهارات Eurostat أو إيجاد آلية إشرافية أخرى لا يزال ضرورياً لتحسين مصادقية الحسابات العامة الوطنية وبالتالي استعادة ثقة المستثمر. تعد جودة المعلومات المتاحة واحدة من الركائز الأساسية للأسواق المالية والإقتصادية لتعمل بفعالية.⁽¹⁾

يتم تطوير الإحصاءات الأوروبية وإنتاجها ونشرها داخل مجالات اختصاص كل منها بواسطة النظام الإحصائي الأوروبي (European Statistical System) والنظام الأوروبي للبنوك المركزية (European System of Central Banks). يعمل النظام الإحصائي الأوروبي المكون من Eurostat والمعاهد الإحصائية الوطنية، والنظام الأوروبي للبنوك المركزية المكون من البنك المركزي الأوروبي (ECB) والبنوك المركزية الوطنية، في إطار قانوني منفصل يعكس هياكل الحوكمة الخاصة بكل منها وتتعاون بشكل وثيق عند تصميم البرامج الإحصائية الخاصة بكل منهما.⁽²⁾

في هذا الإطار، يواصل البنك المركزي الأوروبي العمل على عدة مشاريع لتعزيز توافر ونوعية الإحصاءات بناءً على قواعد بيانات جديدة أصبحت ضرورية بشكل متزايد لدعم قرارات السياسة العامة، نذكر منها:⁽³⁾

❖ التقارير الإحصائية للسوق النقدي: يتلقى البنك المركزي الأوروبي منذ 01 جويلية 2016 بيانات المعاملات من أكبر 52 مؤسسة مالية نقدية (MFIs) من المؤسسات التي تغطي قطاعات السوق

(1) Alexandre Jeanneret et Elia Chouaib, (décembre 2015): Op.Cit, p 627.

(2) Poul M. Thomsem and Hugh Bredenkamp (Approved by), (July 2017): Op.Cit, p 47.

(3) Ibidem, p p 51-52.

الرئيسية. ولضمان عملية التتبع، طور البنك المركزي الأوروبي مجموعة مشتركة من تعليمات إعداد التقارير، والتي تتوافق تمامًا مع معايير ISO 20022. بغرض إصدار بعض المؤشرات المجمعة للجمهور ابتداءً من أواخر سنة 2017؛

- ❖ إحصائيات حيازات الأوراق المالية: قام البنك المركزي الأوروبي في أوت 2016 بتعديل الإجراءات القانونية المتعلقة بالإحصائيات حول حيازة الأوراق المالية من أجل جمع المساهمات المحاسبية ومخاطر الائتمان الإضافية من المجموعات البنكية. واعتبارًا من سنة 2018 تم توسيع قائمة المجموعات البنكية القائمة بالإفصاح لتشمل جميع المجموعات المهمة التي يشرف عليها البنك المركزي الأوروبي مباشرة؛
- ❖ مجموعات بيانات الائتمان التحليلية (مشروع AnaCredit): اعتمد البنك المركزي الأوروبي في ماي 2016 القانون الجديد الذي يمكّن النظام الأوروبي للبنوك المركزية من جمع معلومات تفصيلية عن الائتمان الممنوح من البنوك للشركات المالية وغير المالية والأشخاص الاعتباريين الآخرين بناءً على مجموعة أساسية من المفاهيم والتعاريف المنسقة. يهدف هذا المسعى إلى دعم العديد من مهام النظام الأوروبي للبنوك المركزية، ولا سيما تحليل السياسات النقدية والعمليات، إدارة المخاطر، مراقبة الإستقرار المالي والسياسة الاحترازية الكلية.

3- تبسيط إجراءات صنع القرار:

في حين أن هناك العديد من المزايا الاقتصادية الواضحة من الإتجاه نحو تحقيق تكامل أكبر مثل السوق المشتركة وتنسيق السياسات، إلا أن هذا قد خلق أيضا طبقات متعددة في عملية صنع القرار، مما يزيد من حجم الإحتكاكات التفاوضية وكذلك الاختلافات السياسية بين الدول وبطيل عملية صنع السياسات الأوروبية. وقد أثرت هذه الإحتكاكات بشكل كبير على حل الأزمة في منطقة اليورو وشرح سبب عدم قدرة المنطقة على الإستجابة بسرعة مثل الدول الوطنية كالولايات المتحدة أو المملكة المتحدة، أين يمكن للحكومة معالجة المشاكل الاقتصادية بشكل مباشر في أي دولة وطنية، وفي أوقات الأزمات يمكن أن تتفاعل بسرعة كبيرة. وعلى العكس من ذلك، فإن إصدار قانون بسيط في الإتحاد الأوروبي ومنطقة اليورو يتطلب تقديم مشروع قانون إلى كل من البرلمان الأوروبي ومجلس الإتحاد الأوروبي والممثلين لحكومات جميع الأعضاء، وكلهم يعملون في نفس الوقت على تقديم الدعم للناخبين الوطنيين. لذلك بالنسبة للأزمات المحتملة مستقبلا، من المهم وجود مجموعة أسس وقواعد محددة مسبقا للتدخل قبل حدوث الأزمة.⁽¹⁾

⁽¹⁾ Jon Danielsson, (November 2016): Op.Cit, p 476.

رابعاً- جهود تفعيل التحول نحو التمويل المستدام في الإتحاد الأوروبي ومنطقة اليورو:

التحدي الراهن في منطقة اليورو والإتحاد الأوروبي ككل هو كذلك السعي نحو اتخاذ الخطوات المناسبة لإعادة تعيين إستراتيجية بناء نظام مالي فعال وكفؤ قائم على أساس مبادئ الإستدامة.

1- مبادرات الإتحاد الأوروبي المتعلقة بالتحول نحو التمويل المستدام:

ازداد الإستعداد لتعبئة الموازنات العامة في الإتحاد الأوروبي (والتالي منطقة اليورو) في أعقاب الأزمة لتعزيز أهداف النمو الإقتصادي على المدى الطويل. يمثل إبراز هذا التوجه لدعم الإستثمارات الضرورية للنمو المستدام طويل الأجل أولوية رئيسية لبدء تنفيذ خطة Juncker^(*). تؤكد الإجراءات التي اتخذتها الدول الأعضاء أن هذه الجهود وغيرها لدفع الإستثمار يمكن أن تتماشى مع الإحتياجات الرأسمالية للإنتقال إلى اقتصاد منخفض الكربون. يذكر منها في هذا الصدد:⁽¹⁾

« مخصصات الميزانية لخطة Juncker، بما فيها من خلال الصندوق الأوروبي للإستثمار الإستراتيجي (European Fund for Strategic Investment/ EFSI)؛

« توفير الحوافز للإستثمارات الخضراء وتطوير منتجات وأدوات مبتكرة؛

« بروز نقاش حول الإستدامة وأولويات الإستثمار طويلة الأجل للسياسات النقدية والعهدات المؤسسية.

تأسس الصندوق الأوروبي للإستثمارات الإستراتيجية (EFSI) في أوائل سنة 2015 من قبل مجموعة EIB التي تتضمن بنك الإستثمار الأوروبي وصندوق الإستثمار الأوروبي (European Investment Bank and European Investment Fund) والمفوضية الأوروبية، وهدفها هو تمكين زيادة الإقراض وجذب رأس المال الخاص للمشاريع في القطاعات الإستراتيجية مثل الطاقة المتجددة والنقل والبحث والتطوير، إلى جانب التركيز على تمويل الشركات الصغيرة والمتوسطة. تم تصميم EFSI لزيادة رأس المال الخاص، والذي يمثل حوالي 80% من إجمالي قيمة الإستثمار المتوقعة.⁽²⁾

(*) استثمار المفوضية الأوروبية لأوروبا والمعروفة باسم "خطة Juncker" أو "خطة الإستثمار في البنية التحتية للإتحاد الأوروبي" هي برنامج طموح للإستثمار في البنية التحتية أعلن عنه لأول مرة رئيس المفوضية الأوروبية Jean-Claude Juncker في نوفمبر 2014. يهدف إلى فتح الإستثمارات العامة والخاصة في "الإقتصاد الحقيقي" بما لا يقل عن 315 مليار يورو على مدى فترة مالية مدتها ثلاث سنوات (جانفي 2015 - ديسمبر 2017). [المصدر: ويكيبيديا].

(1) UNEP Inquiry and 2° Investing Initiative, (March 2016): **Building a sustainable financial system in the European Union -The five 'R's of market and policy innovation for the green transition**, United Nations Environment Programme, http://unepinquiry.org/wp-content/uploads/2016/04/Building_a_Sustainable_Financial_System_in_the_European_Union.pdf, p 15.

(2) Ibidem, p 15.

يعد بنك الإستثمار الأوروبي (EIB) أكبر بنك تنمية متعدد الأطراف في العالم، وقد حدد الحد الأدنى من المعايير لتخصيص 25 % من إجمالي القروض لدعم المناخ -ما مجموعه 19 مليار يورو في سنة 2014- . وخطط لتمويل 100 مليار يورو من الإستثمارات ذات الصلة بالمناخ بين سنتي 2015 و 2020.⁽¹⁾ يلخص الشكل رقم (4-33) أهم مبادرات الإتحاد الأوروبي المرتبطة بالتمويل والإستثمار المستدام.

الشكل رقم (4-33): مبادرات الإتحاد الأوروبي المرتبطة بالتمويل المستدام



Source: UNEP Inquiry and 2° Investing Initiative, (March 2016): **Building a sustainable financial system in the European Union -The five 'R's of market and policy innovation for the green transition**, United Nations Environment Programme, http://unepinquiry.org/wp-content/uploads/2016/04/Building_a_Sustainable_Financial_System_in_the_European_Union.pdf, p 43.

ملاحظة: DG-ENV هي دراسة منشورة حول فرص وجدوى دمج كفاءة الموارد في الواجبات الائتمانية بشكل صريح أكثر.

إن تطوير إستراتيجية الإتحاد الأوروبي للتمويل المستدام يمكن أن يساعد في دفع أوجه التآزر بين أهداف الإستدامة وأهداف النمو الإقتصادي على مستوى الإتحاد.

2- خطة العمل المعتمدة لتحقيق نظام مالي مستدام في الإتحاد الأوروبي:

تركز خطة عمل التمويل المستدام المعتمدة من طرف المفوضية الأوروبية في مارس 2018 على ثلاثة أهداف للسياسة الإقتصادية:⁽²⁾

⁽¹⁾ UNEP Inquiry and 2° Investing Initiative, (March 2016): Op.Cit, p 18.

⁽²⁾ Valdis Dombrovskis, (Juin 2019): **Le plan d'action de la Commission européenne sur la finance durable: Promouvoir un avenir durable dans l'Union européenne et au-delà**, Revue de la stabilité financière N° 23- Verdir le système financier: la nouvelle frontière-, Banque de France, p 84.

- ◀ إدارة المخاطر المالية الناجمة عن تغير المناخ، نضوب الموارد، التدهور البيئي والقضايا الاجتماعية؛
- ◀ إعادة توجيه تدفقات رأس المال نحو استثمارات مستدامة من أجل تحقيق نمو مستدام وشامل؛
- ◀ ترقية الشفافية والرؤية طويلة الأجل في الأنشطة المالية والإقتصادية.

تهدف هذه الخطة إلى تزويد المستثمرين بالأدوات المناسبة وإطار السياسة الإقتصادية الصحيح لدمج الإستدامة في قراراتهم الإستثمارية، تحديد فرص الإستثمار المستدامة ومعالجة مخاطر تغير المناخ. تقوم خطة العمل بتطوير هذه الأدوات من خلال مجموعة من التدابير التشريعية وغير التشريعية التي تعمل معاً لجعل الإستدامة جزءاً مهماً من القطاع المالي.

قدمت المفوضية ثلاثة مقترحات تشريعية في ماي 2018:

- ◀ اقتراح لإنشاء نظام أوروبي موحد لتصنيف (taxonomie) الأنشطة الإقتصادية المستدامة؛
 - ◀ اقتراح بشأن منشورات الإستدامة من قبل المشاركين في السوق والمستشارين الماليين للمستثمرين النهائيين؛
 - ◀ اقتراح لإنشاء معيارين مرجعيين جديدين.
- تُكمل خطة عمل التمويل المستدام مبادرات الاتحاد الأوروبي الأخرى لدعم الإستثمارات المتعلقة بالمناخ والبيئة أو الإستدامة، مثل حزم الطاقة النظيفة لعام 2016 والإقتصاد الدائري لعام 2018.⁽¹⁾

3- جهود دمج متطلبات الإستدامة في أطر الضبط الإحترازي والاستقرار المالي في الاتحاد الأوروبي:

- أصدرت شبكة تخضير النظام المالي (Network for Greening the Financial System/ NGFS) مؤخراً توصيات تركز على جعل استدامة النظام المالي كأهم ركائز الإستقرار المالي، وقد تمحورت حول:⁽²⁾
- مراقبة مخاطر المناخ؛
 - تطوير التصنيفات؛
 - تشجيع الإفصاحات؛
 - إدراج المخاطر المتعلقة بالمناخ في الأطر الإحترازية.

يقدم الجدول رقم (4-8) نظرة عامة على هذه التوصيات ويربطها بالسياسة المستمرة والمبادرة التنظيمية على المستوى الأوروبي من قبل المفوضية الأوروبية والمجلس الأوروبي للخطر النظامي (ESRB).

⁽¹⁾ Valdis Dombrovskis, (Juin 2019): Op.Cit, p p 84- 85.

⁽²⁾ Margherita Giuzio and others (Prepared by), (May 2019): **A Climate change and financial stability**, Special features, Financial Stability Review, European Central Bank, Frankfurt-Germany, p 130.

الجدول رقم (4-8): توصيات NGFS والمبادرات الأوروبية مع التركيز على الإستقرار المالي

خطّة عمل الاتحاد الأوروبي لسنة 2018 والمقترحات التنظيمية ومقترحات ESRB	توصيات NGFS لسنة 2019	
اقترح ESRB أن تتضمن هيئات الإشراف الأوروبية سيناريوهات مخاطر المناخ في اختبارات الإجهاد، وأن تقوم بإجراء تحليلي على البيانات والمنهجيات	تشجيع البنوك المركزية والمشرّفين على تطوير منهجيات لقياس المخاطر المتعلقة بالمناخ، بما في ذلك تحليل السيناريو الإستشراقي واختبارات الإجهاد.	رصد ومراقبة المخاطر المتعلقة بالمناخ
اقتُرحت المفوضية وضع لائحة لنظام تصنيف الاتحاد الأوروبي للنشاط الاقتصادي المستدام (taxonomy)، والذي يهدف إلى مساعدة المستثمرين على إعادة توجيه رأس المال نحو الأنشطة الخضراء. هذا يغذي معيار السندات الخضراء ومتطلبات الإفصاح، ويمكن أن يحتمل أن تستخدم في سياق معايير منخفضة الكربون و"عامل دعم الأخضر".	يجب أن يضع المنظّمون تصنيفات تهدف إلى تسهيل: - إدارة مخاطر المناخ للمؤسسات المالية؛ - تقييم فروق المخاطر المحتملة بين الأصول الخضراء والبنية؛ - تعبئة رأس المال للاستثمارات الخضراء.	تطوير التصنيفات
اقتُرحت اللجنة لائحة إفصاح وأخرى لمعيار منخفض الكربون ومعيار إيجابي لتأثير الكربون.	يجب على المؤسسات المالية وغير المالية اعتماد التوصيات المناسبة.	تعزيز الإفصاحات
تذكر اللجنة في خطة عملها أنها سوف تستكشف جدوى إدراج مخاطر المناخ في سياسات إدارة المخاطر في المؤسسات والمعايرة المحتملة لمتطلبات رأس المال للبنوك كجزء من CRR / CRD.	يتم تشجيع البنوك المركزية والمشرّفين على دمج المخاطر المتعلقة بالمناخ في الإشراف من خلال: - زيادة الوعي وتعزيز تقييم مخاطر المناخ بين المؤسسات؛ - تحديد توقعات إشرافية فيما يتعلق بالحوكمة وإدارة المخاطر؛ - إمكانية النظر في دمج مخاطر المناخ في الإطار الإحترازي.	دمج المخاطر المتعلقة بالمناخ في الأطر الإحترازية.

Source: Margherita Giuzio and others (Prepared by), (May 2019): A Climate change and financial stability, Special features, Financial Stability Review, European Central Bank, Frankfurt-Germany, p 131.

بإدراك المجلس الأوروبي للخطر النظامي (ESRB) باتخاذ خطوات مهمة نحو تطوير إطار رصد للمخاطر المتعلقة بالمناخ، وتشجع NGFS مراقبة مخاطر المناخ من قبل البنوك المركزية والمشرّفين. سلط ESRB في

2016 الضوء على الآثار المحتملة للمخاطر المادية والإنتقالية على النظام المالي الأوروبي وأوصى بأن تنتظر السلطات في تطوير اختبارات الإجهاد المناخي. تقوم المفوضية الأوروبية بتطوير تصنيف من شأنه أن يغذي العديد من المبادرات التي تهدف إلى مساعدة المستثمرين على توجيه رؤوس أموالهم نحو الأنشطة المستدامة. يضع الإقتراح التشريعي للتصنيف معايير لتحديد الأنشطة التي تساهم بنشاط في تحقيق الأهداف البيئية والإستدامة. سوف يسهل التصنيف تطوير المعايير والعلامات للمنتجات المالية الخضراء كالسندات الخضراء، والتي تسمح لمصدريها -مثل الشركات والبنوك والمؤسسات الحكومية- باقتراض الأموال من المستثمرين لتمويل الإستثمارات المستدامة. والغرض من التصنيف الأخضر هو استكمال مقترحات اللجنة بشأن تحسين الكشف عن الإستثمارات والمخاطر المستدامة ومقاييس تأثير الكربون المنخفض والإيجابي.

اقترحت اللجنة في خطة عملها أيضاً استكشاف جدوى إدراج المخاطر المتعلقة بالمناخ في إطار متطلبات رأس المال للبنوك. وفي هذا السياق لقد تم طرح فكرة "العامل الداعم للبيئة" -وهو تخفيض وزن المخاطر في الإطار الإحترازي لتعرض البنوك للأصول الخضراء-. تماشياً مع التوجيهات المقدمة من NGFS، يواصل البنك المركزي الأوروبي تطوير مؤشرات لإطار مراقبة مخاطر المناخ للقطاع المالي الأوروبي واختبارات إجهاد المناخ أو تحليلات الحساسية. يساهم البنك المركزي الأوروبي أيضاً في تطوير التصنيف الأخضر للإتحاد الأوروبي من خلال عضويته في فريق الخبراء التقنيين المعني بالتمويل المستدام التابع للمفوضية الأوروبية، ويهدف من خلال القيام بذلك إلى رفع مستوى الوعي وفهم المخاطر المتعلقة بالمناخ من أجل مساعدة المؤسسات المالية على بناء القدرة على مواجهة المخاطر المحتملة المرتبطة بالمناخ.⁽¹⁾

⁽¹⁾ Margherita Giuzio and others (Prepared by), (May 2019): Op.Cit, p p 131-132.

خلاصة الفصل الرابع:

بيّن تشخيص أزمة منطقة اليورو أنها أزمة نظامية، أي أنها أزمة كامل النظام المالي والإقتصادي لمنطقة اليورو، إذ يتجلى فيها الخطر النظامي بكل أبعاده، بدء بتراكم الخطر ومواطن الضعف والذي كشفته تداعيات أزمة الـ Subprimes وهو البعد الزمني؛ ثم بعدها آليات العدوى عبر القطاعات المتمثلة في حلقات التغذية الراجعة بين الأزمات الثلاث (البنكية، السيادية والنمو)، وكثافة التعرضات المتبادلة، وهو البعد عبر-القطاعي. وقد كشفت الأزمة النظامية التي مر بها الإتحاد النقدي الأوروبي عن حجم النقائص والعيوب التي تشوب الإطار التنظيمي والمؤسسي للوقاية من الخطر النظامي والحفاظ على الإستقرار في نظامه المالي. ولذلك باشرت منطقة اليورو جملة من المساعي لتصحيح هذا الإطار بما يتلائم مع بنية النظام المالي لمنطقة اتحاد نقدي. تضمن هذا الإطار تأسيس نظام إشراف مالي أوروبي يعلو قمته المجلس الأوروبي للخطر النظامي (ESRB) كهيئة إشرافية مسؤولة عن تحديد وتقييم الخطر النظامي وتقديم التوصيات للحفاظ على الإستقرار المالي في الإتحاد الأوروبي، ودوره تنسيقي بالأساس. كما تم تكريس الإتحاد البنكي الأوروبي بدعائمه التي تعمل كآليات لتعزيز الإستقرار في النظام البنكي الأوروبي، وتسهل تنفيذ أدوات السياسة الاحترازية الكلية المُعدّة للحد من الخطر النظامي في بعده الزمني وعبر-القطاعي خاصة مع تكييف اتفاقية بازل III، بإعادة صياغة القواعد الفنية في إطار اعتماد الأمر التوجيهي وقانون متطلبات رأس المال (CRR/CRD). تبقى مسألة إكمال بنية الإتحاد النقدي الأوروبي ملحة وهي تفعيل دعائم الإتحاد البنكي، إطلاق إتحاد أسواق رؤوس الأموال وتحقيق إتحاد جبائي وموازني وهي رهانات يسعى صانعو القرار لإنجازها في أقرب فرصة؛ إلى جانب ضرورة تعزيز الإطار العام للمنطقة ككل برفع مستوى التنسيق. ونظرا لصعود الوعي بشأن تأثير مخاطر المناخ على الإستقرار المالي وكذا أهمية التمويل المستدام عموما، فقد ظهرت العديد من المبادرات والجهود الرسمية لتحقيق استدامة النظام المالي الأوروبي.

خاتمة

هدفت هذه الدراسة إلى مقارنة الخطر في النظام المالي المركب كـ "كل"، أي بالأخذ بعين الاعتبار لعلاقات التشابك والتفاعل بين مختلف مكونات النظام المالي والمخاطر الناجمة عنها في مستوياتها المتعددة، خاصة في الإطار العولمي المعاصر وديناميكياته المعقدة، والذي رفع من وتيرة عدم الاستقرار المالي في شكل أزمات نظامية مطّردة رغم جهود العلاج والإصلاح المبذولة. ما يبرر أهمية الإنعقاد من قيود النسق النيوكلاسيكي والانفتاح على البراديغم الجديد لعلم الاقتصاد، للتمكن من استيعاب قضايا الخطر النظامي والاستقرار المالي والتعمق في دراستها، وبالتالي تصميم حلول أكثر واقعية وفعالية.

أتاحت الدراسة تقديم رؤية شاملة لمفهوم الخطر النظامي مصدر عدم الاستقرار المالي، بالتركيز خاصة على البعدين الزمني وعبر-القطاعي له وآليات التفاعل بينهما، والتي اتضحت أكثر من خلال ديناميكية أزمة الـ Subprimes. ثم بيّنت الرهان الذي يمثله الاستقرار المالي وأهمية الحفاظ عليه بترسيخ التوجه الإحترازي الكلي للضبط، وكذا التأكيد على الآفاق الإصلاحية الجذرية للنظام المالي الدولي.

وقد تبلورت معالم جملة من المفاهيم والأفكار عبر الفصول النظرية للدراسة، والتي حاولنا إسقاطها على منطقة اليورو كنموذج فريد من حيث كونها من ناحية، منطقة إتحاد نقدي بسمات خاصة حددتها الأسس النيوكلاسيكية المشيدة وفقها؛ ومن ناحية أخرى، بروز حتمية انتهاج المقاربة النظامية لدراسة إشكالية الخطر النظامي ووضع الإطار الأنسب للاستقرار المالي والاقتصادي على مستوى المنطقة ككل.

أولاً- نتائج الدراسة:

تسمح المقاربة النظامية للخطر في النظام المالي الدولي بالتعمق في دراسة المصادر الفعلية للخطر النظامي ومكامن الخلل الأصلية، وبالتالي تكثيف الجهود نحو البحث عن الحلول الملائمة؛ ومنه إلى إرساء إطار فعال للاستقرار المالي النظامي. وبناء على الفصول النظرية للبحث وكذا الفصل التطبيقي، تم التوصل إلى النتائج التالية:

1) يعد صعود الفكر المركب ومقارنته النظامية استجابة للتطلع الإنساني وانتصارا لطموحه في بناء معرفة واقعية هدفها خدمة البشرية وإيجاد الحلول المناسبة لمشكلاتها الحقيقية. جاء ذلك نتيجة لمسار طويل من النقاش الإبيستيمولوجي الذي توصل إلى حتمية تجاوز الصورة الميكانيكية التبسيطية والإختزالية التي وضعها العلم الكلاسيكي بعد أن بين الواقع المركب محدوديتها، وضرورة فتح الآفاق أمام تجديد الإشكالية العلمية لفهم أكثر عمقا واستيعابا للظواهر، تشابكاتها وتفاعلاتها باعتبارها أنظمة مركبة. وهو ما اتضح من خلال بروز خطوط فكرية موازية للفكر الكلاسيكي السائد أهمها: علم التحكم، نظرية المعلومات، النظرية العامة للأنظمة ونظرية

الفوضى، مترجمة النزعة الواضحة للفكر المركّب كبراديجم جديد وشكلت أسسه النظرية ليس فقط في العلوم الفيزيائية والطبيعية وإنما تخطتها إلى العلوم الإجتماعية أيضا. على الصعيد المنهجي، تبلورت المقاربة النظامية كمنهجية تتحرى دراسة سلوك الأنظمة المركبة كـ "كل" وكذا علاقاتها مع بيئتها؛

(2) تأثر علم الاقتصاد بتطور المعرفة العلمية، إذ اصطبغت مفاهيمه ونظرياته لفترة طويلة جدا بالفلسفة الميكانيكية الجامدة للفكر الكلاسيكي، مشكلة علم الاقتصاد التقليدي أو ما يعرف بالنسق الفكري النيوكلاسيكي السائد ومرتكزاته الإختزالية المتمثلة في فرضية الفردانية، التوقعات العقلانية وتعظيم المنفعة وفرضية كفاءة الأسواق. إلا أن صعود الفكر المركب أدى إلى ميلاد العديد من التيارات الإقتصادية البديلة والموازية للنسق النيوكلاسيكي والتي شكلت بؤادر البراديجم الإقتصادي الجديد. لم يحض هذا البراديجم الجديد بالإهتمام الكافي من طرف صانعي القرار إلا في أعقاب الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 والتي كانت المنعرج الحاسم للإعتراف بقصور النسق النيوكلاسيكي وقدرته التفسيرية والتنبؤية، وبالتالي بداية العمل على التكريس الرسمي للبراديجم الجديد لعلم الاقتصاد؛

(3) النظام المالي -المحلي والدولي- هو المحصلة التفاعلية للأنظمة الفرعية النقدية، البنكية، السوقية... وغيرها، وخاصيته الجوهرية هي التركيب. يتعلق التركيب من جهة بالجانب الهيكلي، التقني والوظيفي للنظام المالي (مؤسسات، بنية، أدوات، عمليات...)، ما يعبر عن شبكة مالية كثيفة بأطراف فاعلة متنوعة وتفاعلات ديناميكية تزداد تعقيدا كل يوم بفعل التقدم التكنولوجي، خصوصا في ظل العولمة والتطور المالي. ومن جهة أخرى يتعلق التركيب بالجانب الإنساني المتمثل في سلوك الأعوان الإقتصاديين والذي تبين أنه غير عقلاني؛

(4) أوضحت الأزمة المالية المسار الخاطئ للممارسات السائدة في النظام المالي، ومنها تلك المتعلقة بتسيير الخطر والمركزة على فرضيات النسق النيوكلاسيكي، الذي تبنى الأفكار الليبرالية وعمل على تطبيقها وعولمتها عن طريق التحرير المالي كسياسة منتهجة لتحقيق التطور المالي المرادف للرفع من الكفاءة الوظيفية خصوصا في تسيير وتوزيع الخطر، سواء عبر آليات الوساطة البنكية أو آليات السوق؛ ووفقها فإن جميع المخاطر الجزئية يتم التحكم فيها، تغطيتها وإهلاكها، وبالتالي ليس لها تأثير نظامي. إلا أن الواقع العملي بين أن هذا المنطق التسييري أخفق في وظيفة تسيير وتوزيع الخطر، ما يستدعي تجديد المقاربات والمفاهيم للبحث في الطبيعة الفعلية للخطر في النظام المالي المعولم؛

5) مع سقوط وهم عقلانية الأعوان الماليين وعقيدة الانضباط السوقي الذاتي، وصعود المفاهيم النظامية الأساسية (مغالطة التعميم، الآثار الخارجية... وغيرها)، ثبت أن دراسة الخطر في النظام المالي ينبغي أن يكون وفقا لمقاربة نظامية أي تأخذ الخطر في النظام كـ "كل"، إذ لا يمكن اعتبار الخطر فيه مجرد تجميع للمخاطر الفردية (الجزئية) وإنما يخضع لديناميكية مركبة من اللاتأكد، آليات التضخيم واللاخطية. أي دراسة مفهوم **الخطر النظامي**، وقد تبين ما يلي:

- ◀ **الخطر النظامي** وهو الخطر الذي يهدد بتحقيقه كامل النظام المالي ويؤدي إلى انهياره وتعرضه إلى أزمة شاملة، مما يؤثر على الإقتصاد الحقيقي. يمثل الخطر النظامي مصفوفة الترابطات والتفاعلات بين مختلف مكونات النظام المالي الجزئية والكلية، المحلية والدولية، التقنية والإنسانية... والمخاطر الناجمة عنها في مستوياتها المتعددة، في لحظة معينة أو عبر الزمن. وبذلك فالخطر النظامي قد يكون داخلي أو خارجي، زمني أو عبر-قطاعي، أفقي أو عمودي...، ما يضيف عليه الطابع التطوري ومتعدد الأبعاد. يتم التركيز عادة على البعدين الزمني وعبر-القطاعي لأغراض تصميم آلية الضبط المناسبة؛
- ◀ يمثل البعد الزمني تراكم المخاطر في النظام المالي عبر الزمن وسلوكها المسابير للإتجاهات الدورية في شكل رافع مالي ثم تحولها لاحقا إلى ضغوط واختلالات إقتصادية كلية، وعند سقوط هذا الرافع في ظل ظروف معينة يتحقق الخطر النظامي؛
- ◀ يلخص البعد عبر-القطاعي كثافة الشبكة المالية وخصائصها وآليات انتقال العدوى فيها. ومصدر هذا البعد هو أثر العدوى الناجم عن التعرضات المتبادلة بين الأعوان الماليين، وخاصة المؤسسات ذات الأهمية النظامية في حالة تقديرها الناقص لاحتمال تأثير خطر أنشطتها على الشبكة المالية ككل، مما يخلق آثار خارجية سلبية إلى قطاعات النظام الأخرى، وإلى الإقتصاد الحقيقي.

6) يقصد بالإستقرار المالي النظامي بحالة نظام مالي يتميز بالمرونة تجاه الصدمات الحقيقية، ويسمح بتخصيص أمثل للموارد ويقوم بوظائفه بكفاءة حتى في فترات الإضطراب، أي مدى قدرة النظام المالي على احتواء الخطر النظامي. مما يعكس أهمية الإستقرار المالي التي زاد إدراكها كسلعة عامة وأيضاً للنمو الإقتصادي المستدام مع زيادة حدة الأزمات وتداعياتها السلبية، ويرفع من التحديات التالية:

- ◀ ضرورة تكثيف جهود التعاون الدولي بين مختلف الفاعلين الأساسيين الدوليين أو المحليين للتكفل بإشكالية الوقاية من الخطر النظامي والحفاظ على الإستقرار المالي خاصة بعد أزمة الـ Subprimes، ما أدى إلى ظهور سلطات ضبط جديدة في هذا الميدان مثل المجلس الأوروبي للخطر النظامي وتأسيس مجلس

الإستقرار المالي امتدادا للمنتدى، إلى جانب تلك الموجودة مسبقا (صندوق النقد الدولي، البنك الدولي، بنك التسويات الدولية ولجنة بازل للرقابة البنكية) والتي قامت بتكييف عملها مع مستجدات الوضع، مع تسجيل صعود قوي لدور البنوك المركزية؛

◀ إن تصميم وتطوير السياسات الموجهة للحفاظ على الإستقرار المالي يتطلب مراقبة التطورات في النظام المالي ككل عبر تحديد مواطن الضعف فيه، محاولة قياس الخطر النظامي وتقييم الإستقرار المالي، وهي مضامين تحليل وضعية استقرار النظام المالي حتى يتسنى إعداد الإستجابات النظامية المناسبة.

(7) عجل الاعتراف الرسمي للقائمين بالضبط المالي بقصور الأطر التنظيمية والإشرافية السابقة ببنني المقاربة النظامية للإستقرار والبعد الإحترازي الكلي للضبط المالي، حيث:

◀ تمّ إعتداد السياسة الإحترازية الكلية بهدف واضح وصريح هو ضمان استقرار النظام المالي ككل والوقاية من الخطر النظامي أو على الأقل التخفيف من آثاره حال تحققه، وقد كانت لجنة بازل للرقابة البنكية السبّاقة في ذلك بإضفاء صبغة إحترازية كلية على توصياتها في بازل III. يعتبر وضع إطار مؤسسي وتنظيمي بعهدة وصلاحيات محددة مطلب رئيسي لتفعيل السياسة الإحترازية الكلية، وقد أسندت هذه المهمة للبنوك المركزية في الكثير من البلدان؛

◀ حرصا على جعل هذا الهدف النهائي عمليا أكثر، فقد تمّ ربطه ببُعدي الخطر النظامي (الزمني وعبر-القطاعي) واستخدامهما كبُعدين رئيسيين للسياسة الإحترازية الكلية وذلك لتعيين أدواتها المناسبة. تهدف الأدوات الإحترازية الكلية التي تركز على البعد الزمني إلى الحد من الطابع المسامر للدورية للنظام المالي بعملها كأدوات مضادة للتقلبات الدورية، ومن أهم هذه الأدوات المتطلبات الإضافية على رأس المال. بينما تهدف الأدوات التي تعالج البعد عبر-القطاعي إلى تعزيز مرونة النظام المالي، أي قدرته على امتصاص الصدمات المالية أو الإقتصادية، عن طريق تخفيف نقاط الضعف الهيكلية في النظام المالي التي تنشأ من تركيز المخاطر والتعقيد والترابط بين المؤسسات المالية. ولهذا تستهدف خاصة الهيئات ذات الأهمية النظامية وتقرض أعباء إضافية على رأس مالها؛

◀ إن اعتماد السياسة الإحترازية الكلية وأدواتها يطرح مسألة أهمية تنسيقها مع السياسات الإقتصادية والمالية الأخرى وأدواتها، من أجل الحرص على فعاليتها والحصول على الآثار المرغوبة للإستقرار المالي النظامي وتفايدي التعارض بين أهداف هذه السياسات (خاصة النقدية، المالية والإحترازية الجزئية)؛ دون إغفال أيضا أهمية التنسيق على المستوى الدولي في هذا السياق المعولم.

8) أثبتت الأزمات المالية حدة الإختلالات النظامية التي يعاني منها النظام النقدي والمالي الدولي المطبق لنظريات النسق النيوكلاسيكي والتي مثلت "الخطايا الأصلية" لتصميمه، وكيف كانت هي المصادر الفعلية للخطر النظامي وعدم الإستقرار المالي من خلال عملها كآلية تضخيم ذاتية للمخاطر، والأهم من ذلك هو حتمية العمل على تبني الإصلاحات الجذرية بدلا من الحلول الترقيعية خاصة مع تكرار فشلها في كل مرة. حيث تبين من خلال البحث ما يلي:

- ◀ تتغلغل جذور الخلل الأصلية لعدم الإستقرار المالي والمصادر الفعلية للخطر النظامي عميقا في النظام النقدي والبنكي. وتتمثل في نظام الإحتياطي الجزئي والنقود القانونية دون غطاء حقيقي، والتعامل بالفائدة؛
- ◀ أهمية علاج إخفاقات السوق المالي بتعزيز الإنضباط السوقي كركيزة هامة لضمان إستيعاب النظام المالي للصدمات والحفاظ على إستقراره، مع وجوب توسيعه ليشمل المجالات الأخرى التي قد تشكل مصدرا لا يستهان به للخطر النظامي مثل شركات التأمين وصناديق التحوط، وأيضا تلك المستحدثة بفعل التكنولوجيا المالية؛ إضافة إلى تدعيم البنى التحتية المالية التي تضمن حسن عمل النظام المالي؛
- ◀ التأكيد على أهمية إقامة شبكة أمن مالي وطنية ودولية قوية ومتمينة تكون بمثابة إطار الحماية والجهاز الفعال لإدارة الأزمات النظامية حال وقوعها، بمأن الضبط الدقيق للنظام المالي المركب غير ممكن؛
- ◀ العودة بالنظام المالي إلى هدفه الأساسي وهو خدمة الإقتصاد الحقيقي وتلبية الطموحات الإجتماعية بشأن تعزيز الشمول المالي، لذلك يتوجب إعادة النظر في نموذج النظام المالي بتجاوز الحدود النيوكلاسيكية الضيقة والتوجه نحو نموذج جديد أكثر واقعية، لذلك تصاعدت المطالب الأكاديمية وكذا عند صانعي القرار بضرورة تفعيل التمويل المستدام، والتي تشكل مبادئه أساسا سليما للتحويل نحو نموذج جديد للمالية بمرتكزات نظامية.

9) بالنسبة للفصل التطبيقي، توصلنا للنتائج التالية:

- ◀ استند مؤسسو الإتحاد النقدي الأوروبي على فرضيات النظرية النيوكلاسيكية التي تفصل بين السلطة النقدية والسلطة المالية، وقد كانت هذه أولى أخطاء تصميم الإتحاد النقدي الأوروبي التي كشفت عنها أزمة منطقة اليورو. ومن بين تداعيات هذا الفصل كذلك هو الصدمات غير المتماثلة التي تعاني منها منطقة اليورو نظرا للتمايزات في الأداء الإقتصادي بين بلدانها الأعضاء والذي شكل، إلى جانب ضعف أطر الإشراف المشتركة للقطاع البنكي والمالي، المصادر الفعلية للشعشة الداخلية وعدم الإستقرار المالي للإتحاد النقدي الأوروبي؛

◀ بين تشخيص أزمة منطقة اليورو أنها أزمة نظامية، أي أنها أزمة كامل النظام المالي والإقتصادي لمنطقة اليورو، إذ يتجلى فيها الخطر النظامي بكل أبعاده، بدءاً بتراكم الخطر ومواطن الضعف والذي كشفتته تداعيات أزمة الـ Subprimes وهو البعد الزمني؛ ثم بعدها آليات العدوى عبر القطاعات المتمثلة في حلقات التغذية الرجعية بين الأزمات الثلاث (البنكية، السيادية والنمو)، وكثافة التعرضات المتبادلة، وهو البعد عبر-القطاعي؛

◀ سعى الإتحاد النقدي الأوروبي إلى بناء وتطوير إطار مؤسسي وتنظيمي للإستقرار المالي النظامي في وقت قياسي تحت ضغط الأزمة، تَمَثَّل في وضع نظام للإشراف الأوروبي تحت مسؤولية المجلس الأوروبي للخطر النظامي، تكريس الإتحاد البنكي، بالإضافة إلى القوانين التنظيمية للسياسة الاحترازية الكلية وأدواتها خصوصا اعتماد الأمر التوجيهي وقانون متطلبات رأس المال (CRR/CRD). على الرغم من كل هذه الإصلاحات في نظام الحوكمة والضبط المالي إلا أن مسألة إكمال بنية الإتحاد النقدي الأوروبي تبقى ملحة في ظل البيئة المالية المتقلبة؛

◀ بينت أزمة منطقة اليورو والتداعيات الناتجة عنها أنه لبناء إطار فعال للإستقرار المالي، ولضمان استمرار الإتحاد النقدي الأوروبي، ينبغي تصحيح عيوب بنية منطقة اليورو وإستكمال الركائز المالية والإقتصادية الناقصة، وهي تفعيل دعائم الإتحاد البنكي، إطلاق إتحاد أسواق رؤوس الأموال وتحقيق إتحاد جبائي وموازني. فضلا عن الإنخراط في الجهود الدولية لتفعيل التمويل المستدام كنموذج جديد للمالية.

ثانيا - نتائج اختبار الفرضيات:

❖ أظهرت الأزمات المالية أن النظام المالي انحرف عن وظائفه الرئيسية التي من المفروض أن يؤديها بكفاءة ليتحول من فضاء لتوزيع وتوزيع المخاطر عبر الزمان والمكان، إلى فضاء لتراكم الخطر عبر الدورة المالية، وكذا تضخيم وانتقال المخاطر عبر قنوات العدوى سواء داخل قطاعات النظام المالي نفسه أو بينه وبين الإقتصاد الحقيقي. وهو ما يعبر عن إخفاق النظام المالي النيوكلاسيكي في التسيير الأمثل للخطر المالي عبر آلياته المعتمدة على فلسفة مفادها أن التحكم في المخاطر الفردية كاف لضمان استقرار كامل النظام المالي. إلا أن الواقع بين محدودية هذه الفلسفة بدليل تحول النظام المالي إلى مُركَّز ومُضخَّم للخطر على المستوى النظامي. ومن هنا تصاعدت أهمية دراسة الخطر في النظام المالي المركب كـ "كل" أي باستعمال المقاربة النظامية؛ وهو ما يثبت صحة الفرضية الأولى والتي مفادها أن إخفاق النظام المالي

النيوكلاسيكي في التسيير الكفؤ للمخاطر المالية على المستوى الكلي فتح المجال لصعود المقاربة النظامية للخطر.

❖ أجمعت جل تعريفات الإستقرار المالي النظامي على أن النظام المالي المستقر ينبغي أن يتميز بالمرونة تجاه الصدمات الحقيقية، وقيام النظام المالي بوظائفه بكفاءة حتى في فترات الإضطراب، وهذا مرهون بمدى قدرته على احتواء الخطر النظامي، وهو الخطر الذي يهدد بتحقيقه عمل كامل النظام المالي. إلا أن الصعوبة تكمن في ضبط مفهوم الخطر النظامي وتقديم تعريف واضح ودون غموض له، نظرا لأبعاده المتعددة، فهو زمني، عبر قطاعي، هيكلي، داخلي، خارجي، أفقي، عمودي ... وآليات التفاعل بين كل الأبعاد السابقة تجعله ذو طابع تطوري. يعتبر هذا بالتالي، تأكيداً على صحة الفرضية الثانية والتي تنص على أن استقرار النظام المالي مرهون باستيعاب مفهوم الخطر النظامي وطابعه متعدد الأبعاد والتطوري.

❖ تؤكد الأبحاث النظرية والوقائع العملية إستحالة الضبط التام للنظام المركب على غرار النظام المالي، وهذا راجع إلى عامل اللاتأكد الذي لا يمكن التحكم فيه بشكل دقيق مهما كانت السيناريوهات التنبؤية قريبة، نظرا لعدم إمكانية الإحاطة بكل المعلومات. رغم أن السياسة الإحترازية الكلية تعمل على تحقيق هدف صريح هو الوقاية من الخطر النظامي والحفاظ على الإستقرار المالي وفقاً لآليات تنفيذ محددة، إلا أنها تعتبر غير كافية للضبط الدقيق للخطر في النظام المالي المركب باعتبار الأسباب السالفة الذكر، ولذلك ينبغي الإهتمام بتعزيز الإطار العام للإستقرار المالي بتوسيع نطاق الإشراف وتدعيم البنى التحتية المالية، والتركيز بشكل خاص على إقامة شبكة أمن مالي قوية، مع مواصلة جهود تحقيق الإستدامة. مع أن الحل الحقيقي يكمن في تصحيح الخطايا الأصلية. مما ينفي صحة الفرضية الثالثة التي تنص على أنه يمكن الإكتفاء بتدابير السياسة الإحترازية الكلية لضبط الخطر النظامي والحفاظ على الإستقرار المالي.

❖ من النتائج المتوصل لها في البحث أن أزمة منطقة اليورو هي أزمة نظامية وتتضح فيها بشكل جيد أبعاد الخطر النظامي، والتي تشكل نفس التهديدات للإستقرار المالي في منطقة اليورو. لأن مواطن الضعف الهيكلية وترجع إلى أخطاء التصميم ذاتها للإتحاد النقدي الأوروبي ومدى تأثيرها على النظام المالي والإقتصادي للمنطقة ككل؛ ما يزيد الإلحاح على ضرورة تبني الحلول والإصلاحات النظامية، وهذا ما أدركه فعلا صانعي القرار في المنطقة. مما يثبت صحة الفرضية الرابعة والتي فحواها أن أزمة منطقة اليورو لا تقتصر على كونها أزمة ديون سيادية فقط وإنما هي أزمة نظامية.

ثالثاً - الإقتراحات:

على ضوء النتائج المتوصل إليها، نقدم بعض الإقتراحات علّها تكون من لبنات الإصلاح المنشود:

(1) إعادة النظر في الأسس الفكرية والبناء المعرفي للمناهج العلمية المستعملة في تدريس علم الإقتصاد، والتي يطغى عليها البعد التقني الإختزالي نظراً للتأثر بالنسق النيوكلاسيكي، ويظهر ذلك خصوصاً في نوعية الإنتاج العلمي؛ ويطرح أيضاً التساؤل عن مدى جودة نظام الـ "ليسانس، ماستر، دكتوراه - م د -" الذي يعرف نزعة متزايدة نحو التخصص والتخصص الدقيق حتى فقد الطالب الترابط بين المعارف وصار لا يملك الرؤية الشاملة التي تتيح له توسيع آفاقه الفكرية وبالتالي كفاءته وخبراته وجعله يركز فقط على تخصصه العلمي الضيق. وكذلك الدعوة للإستفادة من التطورات الحاصلة باعتماد منهجية تكاملية للعلوم لتجديد البحث العلمي كأهم خطوة في تجسيد الانتقال إلى البراديغم الإقتصادي الجديد.

(2) رفع المطالب بتكريس التحول الحقيقي - وليس الأكاديمي والنظري فقط- للسياسات والممارسات في أرض الواقع لصالح الإستقرار المالي، الإزدهار الإقتصادي والرفاهية الإجتماعية. وتسريع الإبتعاد عن القواعد الكلاسيكية للرأسمالية المالية التي تخدم مصالح فئة ضيقة تقوم بمشاركة خسائرها وتكاليف الأزمات وتحميلها على عاتق الدول والمكلفين، بينما تحرص على بقاء أرباحها مخصصة لأنها محمية بغطاء تلك القواعد، على حساب الإستثمار المنتج الضروري للتطور الإقتصادي، الإجتماعي والبيئي.

(3) العمل على تطوير نماذج رياضية وقياسية في المالية مبنية على أساس الديناميكيات المركبة للنظام المالي، وتستجيب للحاجة الملحة في الإقترب قدر الإمكان من قياس الخطر النظامي لأغراض تصميم التدخل المناسب للسياسة الإحترازية الكلية وأدواتها، مع مراعاة فاعليتها وقياس أثرها في إطار تضارب أهدافها مع بعض السياسات الأخرى.

(4) رفع مستوى التنسيق الدولي في المجال المالي والنقدي الدولي بما يتلاءم مع مستوى ونطاق التحرير المالي، مع الحرص على مواكبة أطر التنظيم والضبط للتطورات العالمية والمستجدات التي تطرح تحديات على الساحة المالية، وقد تكون مصادر مستحدثة لعدم الإستقرار المالي مثل الصعود القوي لنشاط التكنولوجيا المالية والنقود الرقمية.

(5) السعي إلى توسيع نطاق تبني النظام المالي الإسلامي كنموذج تمويلي بديل يحمل في مضامينه مرتكزات المرونة النظامية والإستقرار المالي بفعل مبادئه وأسس، ومنها تلك التي تحرّم المعاملات ذات المصدر الفعلي للخطر النظامي -الفائدة والفصل بين الدائرتين الحقيقية والمالية-. إضافة إلى أنه نموذج متكامل ينسجم مع كل الطموحات الإنسانية.

6) بالنسبة لمنطقة اليورو، فينبغي الأخذ بعين الاعتبار أن الاتحاد النقدي الأوروبي سيعمل باستقرار أكبر إذا تطور إطاره المؤسسي والتنظيمي وتعزز بإكمال بنيانه الإقتصادي والسياسي. لذلك ومن الناحية العملية، من الضروري مراعاة التسلسل الزمني عند إكمال بنية منطقة اليورو، بدء بإتمام الاتحاد البنكي، ثم تعزيزه بإتحاد أسواق رؤوس الأموال، وتدرجيا إدخال المزيد من عوامل التنسيق الجبائي والموازني. مع التأكيد على أهمية تكثيف العمل المشترك ورفع مستوى التنسيق على المستوى الأوروبي لضمان الإستقرار المالي والإقتصادي النظامي.

رابعاً - آفاق الدراسة:

- في الأخير، على الرغم من المساهمة التي قدّمها هذا البحث في سعيه إلى تقديم رؤية شاملة لمفهوم الخطر في النظام المالي المركب وسبل ضبطه والحفاظ على الإستقرار المالي، إلا أن حدوده الموضوعية تفرض عدم تناول بعض الجوانب البحثية الأخرى، وتفتح بالمقابل آفاقاً لدراساتها كمواضيع جديرة بالاهتمام، ومنها:
- تقييم الأبعاد المستجدة للضبط المالي وآفاق تحقيق الإصلاحات المالية.
 - إشكالية الإستقرار المالي في الإقتصاديات المصدرة للسلع الأولية - حالة الجزائر -.
 - متطلبات تطبيق نظام مالي إسلامي كنموذج تمويلي بديل وطبيعة الخطر النظامي فيه.

قائمة المراجع

أولاً- المراجع باللغة العربية

I- كتب:

1. أحمد كاميل ميرا، (2017): **سرقة الدول - العودة إلى الذهب-**، ترجمة: عثمان إبراهيم التويجري، الطبعة الأولى، مركز نماء للبحوث والدراسات، بيروت - لبنان.
2. إدغار موران، (2004): **الفكر والمستقبل - مدخل إلى الفكر المركب -**، ترجمة: أحمد القصور ومدير الحجوجي، دار توبقال للنشر، الطبعة الأولى، المغرب.
3. باسل البستاني، (1985): **الفكر الإقتصادي - من التناقض إلى النضوج-**، دار الطليعة للطباعة والنشر، بيروت- لبنان.
4. بلعزوز بن علي، عبد الكريم قندوز وعبد الرزاق حبار، (2013): **إدارة المخاطر -إدارة المخاطر، المشتقات المالية، الهندسة المالية-**، الوراق للنشر والتوزيع، الأردن.
5. بن قدور أشواق، (2013): **تطور النظام المالي والنمو الإقتصادي - دراسة قياسية لعينة من الدول خلال الفترة 1965-2005-**، دار الراية للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان - الأردن.
6. جاسم الفارس، (2011): **الرأسمالية تنقد نفسها**، دار مجدلاوي للنشر والتوزيع، عمان - الأردن.
7. جايمس غليك، (2008): **نظرية الفوضى -علم الـلامتوقع-**، ترجمة: أحمد المغربي، دار الساقى بالإشتراك مع مركز البابطين للترجمة، الطبعة الأولى، لبنان / الكويت.
8. حسين بلعجوز، (2009): **نظام المعلومات المحاسبي ودوره في اتخاذ القرارات الإنتاجية**، مؤسسة الثقافة الجامعية، الإسكندرية.
9. سامي السويلم، (2013): **مدخل إلى أصول التمويل الإسلامي**، مركز نماء للبحوث والدراسات، الطبعة الأولى، بيروت- لبنان.
10. سعد الله داود، (2013): **الأزمات النفطية والسياسات المالية في الجزائر**، دار هومة للطباعة والنشر والتوزيع، الجزائر.
11. سلام سميسم، (2010): **التوازن الإقتصادي العام في النظام الإقتصادي الوضعي والنظام الإقتصادي الإسلامي**، دار مجدلاوي للنشر والتوزيع، عمان - الأردن.
12. شقيري نوري موسى وآخرون، (2009): **المؤسسات المالية المحلية والدولية**، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، الطبعة الأولى، عمان -الأردن.
13. شقيري نوري موسى وآخرون، (2012): **إدارة المخاطر**، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان-الأردن.

14. عبد الحكيم مصطفى الشرقاوي، (2010): إصلاح النظام النقدي الدولي - ضريبة توبين -، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر.
15. محمد بوحديدة، (2011): النظام المالي الإسلامي - التجارب، التحديات والآفاق -، كليك للنشر، الجزائر.
16. موسى زواوي، (2015): مدخل عام للإقتصاد - العلم الذي يحكمنا -، منشورات الدار الجزائرية، الجزائر.
17. وسام ملاك، (2012): تطور الفكر الإقتصادي - النيوكلاسيكية والحديثة والهجوم النيوكلاسيكي المضاد -، دار المنهل اللبناني، لبنان.
18. Richard Deaves و Lucy F. Ackert، (2014): المالية السلوكية - علم النفس، صناعة القرار والأسواق -، ترجمة: محمد عثمان، دار الفكر، عمان - الأردن.

II - أطروحات ورسائل جامعية غير منشورة:

1. بن شيخ عبد الرحمن، (2008-2009): اتجاهات تقييم إستقرار النظام المالي في الإطار العولمي الجديد - دراسة حالة الجزائر -، مذكرة ماجستير غير منشورة، كلية العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر.
2. بوقفة نفيسة، (2012): إشكالية التسيير البنكي في ظل هيمنة المنطق المالي على الإقتصاد، مذكرة ماجستير غير منشورة، كلية العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير، جامعة باجي مختار - عنابة.
3. بونعاس شيماء، (2018-2019): إشكالية إصلاح النظام المالي الدولي بين: نظرية التعديل والنموذج البديل، أطروحة دكتوراه علوم غير منشورة، كلية العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير، جامعة باجي مختار - عنابة.
4. حاج موسى نسيم، (2014-2015): دور صناديق الثروة السيادية في دعم الإستقرار المالي - دراسة أزمة الرهن العقاري -، أطروحة دكتوراه غير منشورة، كلية العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة أمحمد بوقرة - بومرداس، الجزائر.
5. حياة نجار، (2014): إدارة المخاطر المصرفية وفق اتفاقيات بازل - دراسة واقع البنوك التجارية العمومية الجزائرية -، أطروحة دكتوراه غير منشورة، كلية العلوم الإقتصادية التجارية وعلوم التسيير، جامعة سطيف 01، الجزائر.
6. ذهبي ريمة، (2012-2013): الإستقرار المالي النظامي - بناء مؤشر تجميعي للنظام المالي الجزائري (2003-2013) -، أطروحة دكتوراه غير منشورة، كلية العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير، جامعة قسنطينة 2، الجزائر.

7. رأفت علي الأعرج، (2009): مدى أهمية نظام ضمان الودائع في تدعيم شبكة الأمان المالي -دراسة ميدانية على الجهاز المصرفي الفلسطيني-، رسالة ماجستير غير منشورة، قسم المحاسبة والتمويل، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية -غزة، فلسطين.
8. نادية العقون، (2013): العولمة الاقتصادية والأزمات المالية: الوقاية والعلاج -دراسة لأزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية-، أطروحة دكتوراه غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الحاج لخضر -باتنة، الجزائر.
9. ودان بوعبدالله، (2014-2015): آليات المؤسسات النقدية في التوقي ومواجهة الأزمات المالية الدولية -دراسة حالة الأزمة المالية العالمية-، أطروحة دكتوراه غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير والعلوم التجارية، جامعة أبو بكر بلقايد- تلمسان، الجزائر.

III- دوريات، مجلات وأوراق بحثية:

1. أحمد بلوافي، (2008): البنوك الإسلامية والإستقرار المالي: تحليل تجريبي - مناقشة نتائج ورقة عمل صادرة عن صندوق النقد الدولي-، الإقتصاد الإسلامي، مجلد 31، عدد 02، مجلة جامعة الملك عبد العزيز.
2. أحمد بلوافي، (جوان 2017): تدريس الإقتصاد والتمويل في كليات الإقتصاد والأعمال: دروس مستفادة من الأزمة، مجلة رؤى اقتصادية، العدد 12، جامعة الشهيد حمة لخضر، الوادي- الجزائر.
3. أحمد شفيق الشاذلي، (2014): الإطار العام للإستقرار المالي ودور البنوك المركزية في تحقيقه، صندوق النقد العربي، أبو ظبي- الإمارات العربية المتحدة.
4. إدغار موران، (2009): نحو براديغم جديد، ترجمة وتقديم: يوسف تيبس، مجلة رؤى تربوية، العدد 29، مؤسسة عبد المحسن القطان، المملكة المتحدة.
5. آسيا سعدان ونصيرة محاجبية، (سبتمبر 2018): واقع الشمول المالي في المغرب العربي -دراسة مقارنة: الجزائر، تونس والمغرب، مجلة دراسات وأبحاث، المجلة العربية في العلوم الإنسانية والإجتماعية، المجلد 10، العدد 03، السنة العاشرة، جامعة زيان عاشور -الجلفة، الجزائر.
6. إلياس حناش وخير الدين بوزرب، (جوان 2018): الإتحاد المصرفي كآلية لتعزيز التكامل الإقتصادي في منطقة اليورو بعد أزمة الديون السيادية - مقارنة تحليلية-، مجلة نماء للإقتصاد والتجارة، العدد الثالث، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة عبد الحق بن حمودة -جيجل.
7. أيان غولدن وكريس كوتارنا، (سبتمبر 2017): المخاطر والتعقيد، مجلة التمويل والتنمية، العدد 45، الرقم 03، صندوق النقد الدولي.

8. بريس عبد القادر وزهير غراية، (2015): مقررات بازل 3 ودورها في تحقيق مبادئ الحوكمة وتعزيز الإستقرار المالي والمصرفي العالمي، مجلة الإقتصاد والمالية، العدد 00، الجزائر.
9. بن يحيى خولة ومخلوفي عبد السلام، (ديسمبر 2017): الآثار الإقتصادية لنظام الإحتياطي الجزئي وكيف يسهم في خلق الأزمات، مجلة البشائر الإقتصادية، المجلد الثالث، العدد 04، كلية العلوم الإقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة طاهري محمد -بشار، الجزائر.
10. بوريش هشام وعفيف هناء، (2017): دور المعلومة في أزمة الديون السيادية - دراسة حالة اليونان-، مجلة العلوم الإقتصادية، العدد 17 (1)، جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا، السودان.
11. جلال الدين بن رجب، (جوان 2018): إحتساب مؤشر مركب للشمول المالي وتقدير العلاقة بين الشمول المالي والنتائج المحلي الإجمالي في الدول العربية، صندوق النقد العربي، أبو ظبي - الإمارات العربية المتحدة.
12. جلال عزايذ وحاجي العلجة، (2017): آليات إصلاح النظام النقدي الدولي الراهن في ظل تحديات الأزمة المالية العالمية 2008-2016، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، العدد 17، الجزائر.
13. حكيم براضية، (جوان 2015): إدارة مخاطر السيولة النظامية كمدخل لدعم سلامة النظام المالي، مجلة رؤى اقتصادية، العدد 08، جامعة الشهيد حمة لخضر، الوادي -الجزائر.
14. رضا مقدم، (مارس 2014): الطريق إلى التكامل في أوروبا، مجلة التمويل والتنمية، العدد 51، الرقم 01، صندوق النقد الدولي.
15. سامي السويلم (2012)، الأزمات المالية في ضوء الإقتصاد الإسلامي، دراسة مدعومة من برنامج المنح البحثية في كرسي سابق لدراسات الأسواق المالية الإسلامية، المشروع رقم 02-13.
16. سامي السويلم، (2012): الإقتصاد الإسلامي في عالم مركب -دراسة استطلاعية بإستخدام المحاكاة على مستوى الوحدة-، دراسة مدعومة من كرسي سابق لدراسات الأسواق المالية الإسلامية، المشروع رقم 01-13.
17. سمير عبد الله، (2016): الشمول المالي في فلسطين، معهد أبحاث السياسات الإقتصادية الفلسطينية (ماس)، فلسطين.
18. صديقي مليكة وبوكروح بهية، (2016): العولمة المالية والإستقرار المالي، المجلة الجزائرية للعولمة والسياسات الإقتصادية، العدد 07، جامعة الجزائر، الجزائر.
19. طارق خاطر وصالح مفتاح، (ديسمبر 2014): التأصيل النظري لعلاقة التطور المالي بالنمو الإقتصادي وأهم مؤشرات في الجزائر خلال الفترة 1990-2013، مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية، العدد 17، جامعة محمد خيضر، بسكرة- الجزائر.

20. عابدي محمد السعيد، (2015): محاضرات نظرية القرار، كلية العلوم الإقتصادية، التجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد الشريف مساعدي، سوق أهراس، الجزائر.
21. عبد الحميد مرغيت (2016): الاتحاد النقدي الأوروبي: أصوله، أداؤه ومشكلاته، جامعة محمد الصديق بن يحيى - جيجل، الجزائر.
22. عبد الحميد مرغيت، (دون تاريخ): مراجعة كتاب جوزيف ستيغليتز: "العولمة والساخطون عليها"، كلية العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد الصديق بن يحيى - جيجل، الجزائر.
23. عماني لمياء، (جوان 2009): العولمة المالية: ديناميكية رأس المال المالي وتطلعاته، مجلة العلوم الإنسانية - بحوث اقتصادية -، العدد 31، جامعة منتوري، قسنطينة - الجزائر.
24. فريق العمل الإقليمي لتعزيز الشمول المالي في الدول العربية، (2015): العلاقة المتداخلة بين الإستقرار المالي والشمول المالي، صندوق النقد العربي، أبو ظبي - لإمارات العربية المتحدة.
25. فريق عمل الإستقرار المالي في الدول العربية، (2017): توافق السياسات الإحترازية والسياسات الإقتصادية الكلية، صندوق النقد العربي، أبو ظبي - لإمارات العربية المتحدة.
26. كاميليا مينيويو، (سبتمبر 2012): الوقوع في الشبكة، مجلة التمويل والتنمية، العدد 49، الرقم 03، صندوق النقد الدولي.
27. كريستين لاغارد، (سبتمبر 2012): مخاطر التجزؤ، مجلة التمويل والتنمية، العدد 49، الرقم 03، صندوق النقد الدولي.
28. اللجنة العربية للرقابة المصرفية، (2014): الرقابة على صيرفة الظل، أمانة مجلس محافظي المصارف المركزية ومؤسسات النقد العربية، ورقة بحثية رقم 60، صندوق النقد العربي، أبو ظبي - لإمارات العربية المتحدة.
29. لحلو موسى بوخاري، (جانفي 2017): النظام النقدي والمالي الدولي الراهن: التحديات ورهانات المستقبل، مجلة الإقتصاد الإسلامي العالمية، العدد 56.
30. لحلو موسى بوخاري، (ديسمبر 2016): النظام النقدي والمالي الدولي الراهن: الخصائص ومكامن الخلل، مجلة الإقتصاد الإسلامي العالمية، العدد 55.
31. لورا والاس، (مارس 2015): مكتشف خطوط الخلل المالي - راغورام راجان -، مجلة التمويل والتنمية، عدد 52، الرقم 01، صندوق النقد الدولي.
32. لويس جاكومية وإرلند نير، (مارس 2012): حماية الكل، مجلة التمويل والتنمية، العدد 49، الرقم 01، صندوق النقد الدولي.
33. محمد يسر برنيه وهبة عبد المنعم، (2014): التعامل مع المؤسسات المصرفية ذات المخاطر النظامية محليا ودور المصارف المركزية، صندوق النقد العربي، أبو ظبي - لإمارات العربية المتحدة.

34. المعهد المصرفي المصري، (دون تاريخ): البنوك المسؤولة، سلسلة مفاهيم مالية، العدد 22، البنك المركزي المصري، القاهرة- مصر.
35. منة الله محمود إبراهيم، (2015): تقييم دور وكالات التصنيف الائتماني في إدارة الأزمات، سلسلة أوراق بحثية، إدارة البحوث والتوعية، المعهد المصرفي المصري، مصر.
36. نيكولا فيرون، (مارس 2014): تحولات جذرية، مجلة التمويل والتنمية، العدد 51، الرقم 01، صندوق النقد الدولي.
37. الهادي بوقفلول، (2015): محاضرات في مادة مدخل إلى إدارة الأعمال، مديرية النشر، جامعة باجي مختار -عنابة.
38. وليام وايت، (مارس 2015): خلل في النظام، مجلة التمويل والتنمية، العدد 52، الرقم 01، صندوق النقد الدولي.
39. ياسمين أسامة أنور، (2014): الإستقرار المالي العالمي: التحديات والآفاق في ظل أزمة الديون السيادية الأوروبية، سلسلة أوراق بحثية، إدارة البحوث والتوعية، المعهد البنكي المصري.

IV- ملتقيات ومؤتمرات علمية:

1. بن منصور عبد الله وجلطي غانم، (2009): أخلقة الفكر الإقتصادي كآلية لتجسيد الحوكمة العالمية، مداخلة مقدمة ضمن فعاليات الملتقى الدولي "الأزمة المالية والإقتصادية الدولية والحوكمة العالمية"، كلية العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس - سطيف، يومي: 20-21 أكتوبر.
2. بوحديدة محمد، (2015): إدارة مخاطر السيولة في المصارف الإسلامية: مقارنة نظامية في تفسير علاقات الارتباط بين المصارف والأسواق ومؤسسات الرقابة، مداخلة مقدمة ضمن فعاليات المؤتمر الدولي الثاني للمالية والمصرفية الإسلامية: "إدارة السيولة في المصارف الإسلامية"، كلية الشريعة- قسم المصارف الإسلامية، الجامعة الأردنية، يومي: 28-30 جويلية.
3. عماني لمياء وزغيب شهرزاد (2009): الأزمة المالية: من المتسبب ومن المتضرر، مداخلة مقدمة ضمن فعاليات الملتقى الدولي "الأزمة المالية الدولية: تباطؤ الإقتصاد العالمي وآثاره على الإقتصاديات الأوروبية ومغربية"، كلية العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير، جامعة عبد الرحمن ميرة- بجاية، الجزائر، يومي: 11-12 أكتوبر.
4. فاضل عبد القادر وبلهادية عبد الله، (2009): إعادة هندسة التمويل لمعالجة الخطر الأخلاقي لإدارة الخطر الأخلاقي في النظام المالي، مداخلة مقدمة ضمن فعاليات الملتقى الدولي "الحوكمة وأخلاقيات الأعمال في المؤسسات"، كلية العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير، جامعة باجي مختار -عنابة، يومي: 18-19 نوفمبر.

5. لواج منير وجبلي حسية (2013): قراءة نظرية في الإتحادات النقدية، مداخله مقدمة ضمن فعاليات الملتقى الدولي "إدارة الإتحادات النقدية في ظل الأزمات المالية"، كلية العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة 20 أوت 1955 -سكيكدة، يومي: 07-08 ماي.
6. محمد بن جماعة، (2009): منهجية تعاونية لإنجاز موسوعة إلكترونية شاملة للقرآن الكريم وعلومه، ندوة "القرآن الكريم والتقنيات المعاصرة"، مجمّع الملك فهد لطباعة المصحف الشريف، المدينة المنورة، المملكة العربية السعودية،
https://ia800402.us.archive.org/6/items/mbenjemaApproachQuranicEncyclopaediaOctober2009/09/05/2013:9/mbenjema_approach_quranic_encyclopaedia_october2009.pdf.
7. هبة عبد المنعم، (2015): متطلبات رأس المال الإضافي للحد من مخاطر التقلبات في دورات الأعمال ومنح الائتمان، ورقة مقدمة في الاجتماع الخامس والعشرين للجنة العربية للرقابة المصرفية، صندوق النقد العربي، أبو ظبي-الإمارات العربية المتحدة، يومي: 13-14 ماي.

V- تقارير:

1. برنامج الأمم المتحدة للبيئة، (أكتوبر 2015): النظام المالي الذي نحتاج إليه: مؤامرة النظام المالي مع التنمية المستدامة -ملخص السياسة-، تقرير التحقيق الخاص ببرنامج الأمم المتحدة للبيئة، جنيف-سويسرا.

VI - مواقع إلكترونية:

1. صندوق النقد الدولي، (31 مارس 2018): كيف يدعم الصندوق استقرار الاقتصاد العالمي،
<https://www.imf.org/ar/About/Factsheets/Sheets/2016/07/27/15/22/How-the-IMF-Promotes-Global-Economic-Stability>: 2019/01/12.
2. معين رومية، (2004): مدخل إلى نظرية التعقيد والشواش،
http://maaber.50megs.com/issue_december03/epistemology_1.htm: 2014/02/16.
3. نظام معقّد، &oldid=12769727=title=نظام_معقّد&oldid=12769727:
http://ar.wikipedia.org/w/index.php?title=نظام_معقّد&oldid=12769727: 2014/06/14.

ثانيا - المراجع باللغة الأجنبية

❖ المراجع باللغة الإنجليزية:

I- Books:

1. Jon Danielsson (2013): **Global Financial Systems: Stability and Risk**, Systemic Risk Centre, London School of Economics, PEARSON Education Limited, United Kingdom.
2. Jon Danielsson, (November 2016): **Global Financial Systems: Stability and Risk**, On-line chapters Version 4.1, Systemic Risk Centre London School of Economics, PEARSON

Education Limited, United Kingdom, <http://www.globalfinancialsystems.org/files/danielsson-on-line-book-chapters.pdf>: 28/04/2017.

II - Reviews and researchs:

1. Agnès Bénassy-Quéré and others, (2018): **Reconciling risk sharing with market discipline: A constructive approach to euro area reform**, http://www.cesifo-group.de/de/ifoHome/presse/Pressemitteilungen/Pressemitteilungen-Archiv/2018/Q1/press_20180117_Reformkonzept_EWU/main/01/text_files/file/document/FRDEgroup_15Jan2018.pdf.
2. Andreas A. Jobst, (2014): **Systemic Risk in the Insurance Sector- A Review of Current Assessment Approaches-**, <https://link.springer.com/article/10.1057/gpp.2014.7>.
3. Andrew Baker, (2013): **The new political economy of the macroprudential ideational shift**, New political economy, Queen's university Belfast, https://pure.qub.ac.uk/ws/files/11586616/The_New_Political_Economy_of_Macroprudential_Regulation.pdf.
4. Bank for International Settlements, (2012): **Payment, clearing and settlement systems in the euro area**, https://www.bis.org/cpmi/publ/d105_eu.pdf.
5. Bisiatis Dimitrios and others, (2012): **A survey of systemic risk analytics**, Working Paper N° 0001, Office of Financial Research, US Department of Treasury.
6. Blaise Gadanecz, Kaushik Jayaram, (24 July 2009): **Measures of financial stability -a review**, IFC Bulletin N° 31.
7. Cinzia Alcidi, (July 2017): **Fiscal policy stabilization and the financial cycle in Euro area**, Discussion paper N° 052, Directorate-general for economic and financial affairs, European commission, Luxembourg publication office of the European Union.
8. Conducted by Paul Rosenberg, (13 January 2014): Interview with Edward Fullbrook, **New Paradigm Economics versus Old Paradigm Economics**, real-world economics review, issue N° 66, <http://www.paecon.net/PAERreview/issue66/Fullbrook66.pdf>.
9. Crégory Claeys, (October 2017): **The missing pieces of the euro architecture**, Bruegel Policy contribution N° 28, Brussels.
10. David Colander and others, (February 2009): **The Financial Crisis and the Systemic Failure of Academic Economics**, Kiel working papers N° 1489, Kiel Institute for the world economy.
11. Economic Governance Support Unit (EGOV) of European Parliament, (May 2017): **The EU macroprudential policy framework, Briefing**, [http://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/BRIE/2016/587379/IPOL_BRI\(2016\)587379_EN.pdf](http://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/BRIE/2016/587379/IPOL_BRI(2016)587379_EN.pdf).
12. Edward Fullbrook, (27 September 2013): **New paradigm economics**, real-world economics review, issue N°. 65, <http://www.paecon.net/PAERreview/issue65/Fullbrook65.pdf>.
13. Elia Berdin and Matteo Sottocornola, (2017) : **Systemic risk in insurance: Towards a new approach**, SAFE Policy Letter, No. 62, Goethe University Frankfurt, SAFE -Sustainable Architecture for Finance in Europe, Frankfurt, <https://www.econstor.eu/bitstream/10419/.../1/1007507225.pdf>.
14. European Central Bank, (May 2018): **Financial integration in Europe**, Frankfurt- Germany.
15. European Central Bank, (May 2019): **Financial Stability Review**, Frankfurt-Germany.
16. European Insurance and Occupational Pensions Authority (EIOPA), (March 2019): **Systemic Risk and Macroprudential Policy in Insurance**, Discussion Paper N° 19/131, Frankfurt – Germany.
17. European Systemic Risk Board (ESRB), (April 2018): **A review of macroprudential policy in the EU in 2017**, European system of financial supervision.

18. Gabriele Galati and Richhild Moessner, (February 2011): **Macroprudential policy –a literature review-**, BIS Working Papers, No 337.
19. Hans Geeroms and Pawel Karbownik, (2014): **A monetary union requires a banking union**, Bruges European economic policy briefings, Department of European economic studies, N° 33/2014.
20. Hansjörg Herr, (2018): **A history of the crises of the European Monetary Union**, In “Saving the Euro – redesigning Euro Area economic governance”, Edited by Hansjörg Herr, Jan Priewe, Andrew Watt.
21. Heiner Flassbeck and Costas Lapavistas, (May 2013): **The systemic crisis of the Euro –True causes and effective therapies-**, Rosa-Luxemburg-Stiftung, Berlin, Germany.
22. Helge Berger, Giovanni Dell’ariccia and Maurice Obstfeld, (2018): **Revisiting the economic case for fiscal union in the Euro area**, International Monetary Fund (IMF).
23. Ioana Andrada Moldovan, (2015): **New paradigms imposed by the global financial crisis**, Theoretical and Applied Economics, Volume XXII, N°. 2 (603 Summer).
24. Jan Priewe, (2018): **From the Maastricht Treaty to the Euro crisis – Exploring guidelines for reform of the euro system**, In “Saving the Euro – redesigning Euro Area economic governance”, Edited by Hansjörg Herr, Jan Priewe, Andrew Watt.
25. Jean-Pierre Landau, (2009): **Complexity and the financial crisis**, BIS Review 95/2009, www.bis.org/review/r090806c.pdf.
26. Jean-Pierre Zigrand, (2014): **Systems and Systemic Risk in Finance and Economics**, Systemic Risk Centre special paper N° 1, London School of Economics, www.systemicrisk.ac.uk/sites/default/files/downloads/.../sp-1_0.pdf.
27. Jeffrey Frankel and others, (January 2018): **Economic convergence in the Euro Area: Coming together or drifting apart?**, Working paper N° 18/10, European department, International Monetary Fund (IMF).
28. Jeffrey Frankel, (2015): **Causes of Eurozone crises**, In “A Consensus View of the Causes and a Few Possible Solutions”, A VoxEU.org eBook, CEPR Press, London, UK.
29. Langfield Sam and Pagano Macro, (May 2015): **Bank bias in Europe: effects on systemic risk and growth**, Working paper series, N° 1797, European Central Bank.
30. Laurent Clerc and others, (2016): **Indirect contagion: The policy problem**, Occasional paper series, N° 09, European Systemic Risk Board (ESRB).
31. Lukasz Kurowski and Pawel Smaga, (2018): **Monetary policy and cyclical systemic risk – Friends or foes?**, Prague economic papers, N° 27 (05), <https://doi.org/10.18267/j.pep.667.pdf>.
32. Margherita Giuzio and others (Prepared by), (May 2019): **A Climate change and financial stability**, Special features, Financial Stability Review, European Central Bank, Frankfurt-Germany.
33. Markus Brunnermeier and others, (September 2013): **Assessing contagion risks from the CDS market**, Occasional Paper Series N° 4, European Systemic Risk Board (ESRB).
34. Martin Hellwig, (November 2008): **Systemic Risk in the Financial Sector: An Analysis of the Subprime-Mortgage Financial Crisis**, Bonn 2008/43, Preprints of the Max Planck Institute for Research on Collective Goods.
35. Michel Aglietta and Étienne Espagne, (2016): **Climate and finance systemic risks, more than an analogy? The climate fragility hypothesis**. CEPII (Centre d’Etudes Prospectives et d’Informations Internationales) Working Paper, Paris, France.
36. Michel Aglietta and Laurence Scialom, (2010): **A systemic approach to financial regulation - A European perspective-**, International economics, 2010/3, N° 123.

37. Mirna Dumičić, (2015): **A brief introduction to the world of macroprudential policy**, Surveys S-18, Croatian national bank.
38. Paul Berenberg-Gossler and Henrik Enderlein (2016): **Financial market fragmentation in Euro area: state of play**, Policy paper N° 177, Jacques Delors Institut, Berlin, <http://institutdelors.eu/wp-content/uploads/2018/01/financialmarketfragmentation-berenberggossler-enderlein-jdib-nov2016.pdf>.
39. Pawel Smaga, (2014): **The concept of Systemic Risk**, Systemic Risk Centre special paper N° 5, London School of Economics, www.systemicrisk.ac.uk/sites/default/files/downloads/.../sp-5_0.pdf.
40. Piet Clement, (March 2010): **The term “macroprudential”: origins and evolution**, BIS Quarterly Review, Bank of international settlement.
41. Rainer Masera, (2015): **Macroprudential policy as a reference for economic policies: a Hicksian perspective**, http://www.lincoi.it/files/centro_lincoi/Masera_20151027.pdf.
42. Richard McManus and F. Gulcin Ozkan, (2015): **On the consequences of procyclical fiscal policy**, Fiscal studies, Vol. 36. N° 01, Institute for fiscal studies, Oxford.
43. Robert May, (2015): **Financial system resilience index -Building a strong financial system-**, New Economics Foundation (NEF), http://b3cdn.net/nefoundation/70470851bfaddff2a2_xem6ix4qg.pdf.
44. Salima Guettafi and Yassine Laib, (2016): **Resilience and Stability of Algeria’s Financial System: towards – Resilience versus Stability - Approach**, Journal of Economics and Development Studies, Vol 04, N° 01, American Research Institute for Policy Development, http://jedsnet.com/journals/jeds/Vol_4_No_1_March_2016/8.pdf.
45. Silvia Merler, (November 2015): **Squaring the cycle: Financial cycles, capital flows and macroprudential policy in the Euro Area**, Bruegel working paper N° 2015/14, Brussels.
46. Systemic Risk Centre, (2015): **Systemic risk: What research tells us and what we need to find out**, The London School of Economics and Political Science, London.
47. Taryk Bennani and others, (February 2014): **Macroprudential framework: key questions applied to the French case**, Occasional papers, N° 09, Financial Stability Directorate, Banque de France.
48. Thomas Palley, (2017): **Fixing the Euro’s original sins: The monetary-fiscal architecture and monetary policy conduct**, real-world economics review, issue N° 81, <http://www.paecon.net/PAEReview/issue81/whole81.pdf>.
49. UNEP Inquiry and 2° Investing Initiative, (March 2016): **Building a sustainable financial system in the European Union -The five ‘R’s of market and policy innovation for the green transition**, United Nations Environment Programme, http://unepinquiry.org/wp-content/uploads/2016/04/Building_a_Sustainable_Financial_System_in_the_European_Union.pdf.

III- Conferences and Seminars:

1. Andrew Crockett, (2011): **What financial system for the 21st century?**, Per Jacobsson lecture, Basel, June 26, 2011, <https://www.bis.org/events/agm2011/sp110626.pdf>.
2. Darryll Hendricks, John Kambhu and Patricia Mosser, (May 2006): **Systemic Risk and the Financial System**, NAS-FRBNY Conference on New Directions in Understanding Systemic Risk, Federal Reserve Bank of New York.
3. Michael D. Bordo and Christopher M. Meissner, (2015): **Fiscal and financial crisis**, Paper prepared for the handbook of macroeconomics Vol. 2 conference, Stanford University, https://www.hoover.org/sites/default/files/bordo-meissner-north_holland_paper-4_hoover.pdf.

4. Paul Hiebert, (2018): **Financial stability and macroprudential policy**, ECB central banking seminar, https://www.ecb.europa.eu/pub/conferences/shared/pdf/20180709_ecb_central_banking_seminar/2018-07-09_Financial_Stability_and_Macroprudential_Policy_-_Hiebert.pdf.
5. Richard Bronk, (November 2011): **Epistemological difficulties with neoclassical economics**, Conference Paper Presented to SEA (Southern Economic Association), <http://eprints.lse.ac.uk/39423/>.
6. Vítor Constâncio, (2013): **The European crisis and the role of the financial system**, Special Conference Paper: The crisis in the Euro area, Bank of Greece, May 23-24,

IV - Reports:

1. Bank for International Settlement (BIS), (April 2012): **Principals for financial market infrastructures**, CPSS-IOSCO, <https://www.bis.org/cpmi/publ/d101a.pdf>.
2. European Central Bank, (March 2016): **Macroprudential bulletin**, Issue 1/2016, Eurosystem.
3. European Central Bank, (October 2017): **Report on financial structures**, Frankfurt-Germany.
4. International Monetary Fund (IMF), (July 2011): **Euro area Policies: Lessons from the European financial stability framework exercise**, IMF country report N° 11/186.
5. International Monetary Fund, (October 2018): **Global financial stability report –A decade after the global financial crisis: Are we safer?-,** Washinton, DC.
6. James Morsink and Mahmood Pradhan (Approved by), (July 2018): **Euro Area policie: Financial system stability assessment**, IMF Country report N° 18/226, International Monetary Fund.
7. Jan Frait and Zlatuše Kmarkova, (2010-2011): **Financial stability, systemic risk and macroprudential policy**, Financial stability report, Czech National Bank.
8. José Viñals (Approved by), (March 2011): **Macroprudential Policy: An Organizing Framework**, Prepared by the Monetary and Capital Markets Department, In consultation with Research and other departments, International Monetary Fund.
9. Markus Demary, (2018): **Talking Non-performing loans in the Euro Area**, IW- Report, N° 16/2018, Institut Der Deutschen Wirtschaft, Cologne.
10. Monetary and Capital Markets Department (Prepared By), (July 2018): **Euro Area policie: Financial system stability assessment, Technical note—Insurance, investment firm, and macroprudential oversight-**, International Monetary Fund, IMF Country report N° 18/230, Washington, D.C.
11. Poul M. Thomsem and Hugh Bredenkamp (Approved by), (July 2017): **Euro Area policies**, International Monetary Fund (IMF).
12. Ratna Sahay and al, (May 2015): **Rethinking Financial Deepening: Stability and Growth in Emerging Markets**, IMF/SDN (International Monetary Fund/ Staf Discussion Note) N° 15/08.
13. Zlatuše Komarkova, Václav Hausenblas and Jan Frait, (2011-2012): **How to identify systemically important financial institutions**, Financial stability report, Czech National Bank.

V- Internet sites:

1. Bank for International settlement, **About the BIS -overview**, <https://www.bis.org/about/index.htm>: 13/10/2017.
2. BIS calculations (Bank for International Settlements), https://www.bis.org/basel_framework/chapter/DIS/80.htm?inforce=20220101: 23/12/2017.
3. Euro area statistics: <https://www.euro-area-statistics.org/classic/banks-corner-sbs?lg=en>: 22/08/2019.

4. European Banking Federation data: <https://www.ebf.eu/facts-and-figures/banking-sector-performance/>; 22/08/2019.
5. European Systemic Risk Board (ESRB), (2019): **Countercyclical capital buffer**, https://www.esrb.europa.eu/national_policy/ccb/html/index.en.html; 12/07/2019.
6. Seppo Honkapohja, (2014): **Euro area during and after the crisis**, https://www.suomenpankki.fi/globalassets/en/media-and-publications/speeches-and-interviews/documents/0526_euro_crisis_development_shanghai; 12/03/2018.
7. Statistical Data Warehouse (SDW), European Central Bank, https://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?org.apache.struts.taglib.html.TOKEN=a61bd9cb96798f55c8dc364b5569462&SERIES_KEY=290.CISS.D.U2.Z0Z.4F.EC.SS_CI.IDX&resetBtn=+Reset+Settings&start&=end&=trans=N; 09/01/2020.
8. Statistical Data Warehouse (SDW), European Central Bank, <https://sdw.ecb.europa.eu/browseExplanation.do?node=9689686>; 09/01/2020.
9. Wikipedia, **Externality**, <https://en.wikipedia.org/wiki/Externality>; 29/06/2019.

❖ المراجع باللغة الفرنسية:

I- Ouvrages:

1. Jean-Charles Dubois, (1996): **L'analyse du risque -une approche conceptuelle et systémique-**, Chenelière/ Mc Graw-Hill, Montréal- TORONTO.
2. Michel Aglietta, (2013): **L'économie mondiale 2014 -Politique monétaire: Nouveaux territoires, nouveaux horizons-**, Éditions La Découverte, collection Repères, Paris.
3. Olivier de Bandt, Françoise Drumetz et Christian Pfister, (2013): **Stabilité financière**, Édition de Boeck, Belgique.
4. Paul-Jacques Lehmann, (2014): **Economie des marchés financiers**, 2^{ème} édition, De Boeck.
5. Taryk Bennani et autres, (2017): **Politique macroprudentielle: Prévenir le risque systémique et assurer la stabilité financière**, Pearson, France, Extrait publié du livre sur le site: <https://livre.fnac.com/a10581407/Taryk-Bennani-Politique-macroprudentielle>; 15/01/2018.
6. Thierry Bechu, (2010): **Économie et marchés financiers: Perspectives 2010-2020**, Groupe Eyrolles.
7. Xavier Ragot, (2012): **Les banques centrales dans la tempête -Pour un nouveau mandat de stabilité financière-**, Éditions Rue d'Ulm/Presses de l'École normale supérieure, Paris.

II- Thèses universitaires:

1. Alaa Guidara, (2015): **Trois essais sur la gouvernance du risque systémique**, Thèse de Doctorat en sciences de l'administration - finance et assurance, Université LAVAL, Québec, Canada.
2. Aurélien Leroy, (2016): **Analyse des effets de la concurrence bancaire sur la stabilité et l'efficience: Une perspective européenne**, Thèse de Doctorat en science économiques, Ecole doctorale sciences de l'homme et de la société, Université d'Orléans.
3. Michaël Lainé, (2014): **Quelle rationalité pour les esprits animaux? Le comportement d'investissement des entrepreneurs en incertitude non probabilisable**, thèse de Doctorat en sciences économiques, université de Bordeaux, France.
4. Mohamed-Habib Mazouni, (2008): **Pour une meilleure approche du management des risques -de la modélisation ontologique du processus accidentel au système interactif**

d'aide à la décision-, Thèse pour l'obtention du Doctorat de l'Institut National Polytechnique de Lorraine (INPL), France.

III- Revues et recherches

1. Alexandre Jeanneret et Elia Chouaib, (décembre 2015): **La crise de la dette en Europe**, L'Actualité économique, Revue d'analyse économique, vol. 91, No 4, L'École des Hautes Études Commerciales (HEC), Montréal.
2. Andreas R. Dombret, (Avril 2016): **Au-delà de la technologie: Une réglementation et une supervision adéquates à l'ère des fintechs**, Revue de la stabilité financière, N° 20 - La stabilité financière à l'ère du numérique-, Banque de France.
3. Ann-Katrin Petersen, (2015): **La réglementation macroprudentielle: la solution ultime au risque systémique?**, Réglementation, UPDATE II, <http://docplayer.fr/9662801-Reglementation-la-reglementation-macroprudentielle-la-solution-ultime-au-risque-systemique-acteur-ann-katrin-petersen.pdf>.
4. Aziz Belkhatir, (Septembre 2010): **Systémie, complexité, lois du chaos et MCR: Nouveaux Concepts et construits pour une science du danger en devenir**, <http://docplayer.fr/27476472-Systemie-complexite-lois-du-chaos-et-mcr-nouveaux-concepts-et-construits-pour-une-science-du-danger-en-devenir.pdf>.
5. Banque de France, (19 février 2013): **stabilité financière et politique macroprudentielle**, Focus N° 09.
6. Benoît Cœuré, (Avril 2015): **Achever l'intégration du marché des capitaux**, Revue de la stabilité financière, N° 19 -Financement de l'économie: de nouveaux canaux pour la croissance, Banque de France.
7. Carl Grekou, (Avril 2018): **Dollar: Une hégémonie persistante**, dans: Carnets graphiques- L'économie mondiale dévoile ses courbes-, CEPPI, Paris.
8. Christian Pinshi, (2017): **Une perspective macroprudentielle pour la stabilité financière**, Université de Kinshasa, <http://mpira.ub.uni-muenchen.de/79189.pdf>.
9. Cyril Hédoïn, (2010): **Vers un changement de paradigme en économie? -Une réponse à James K. Galbraith-**, www.laviedesidees.fr/...pdf.
10. Daniel K. Tarullo, (Avril 2014): **Une perspective macroprudentielle pour la réglementation des grandes institutions financières**, Revue de la stabilité financière N° 18 -Politiques macroprudentielles: mise en oeuvre et interactions-, Banque de France.
11. Danièle Nouy, (Avril 2017): **Plus solides que jamais? Evaluation de l'incidence de la réglementation sur la résilience des banques huit ans après la crise**, Revue de la stabilité financière, N° 21 - L'impact des réformes financières-, Banque de France.
12. DuyKhanh Pham, (1999): **La systémique et l'intervention historique de la systémique 1920-1998**, Presses de l'Université de Montréal et Fidès, Volume: L'approche systémique en santé mentale. https://www.academia.edu/7826503/LA_SYST%C3%89MIQUE_ET_LINTERVENTION_HISTORIQUE_DE_LA_SYST%C3%89MIQUE_1920-1998_1.pdf.
13. Éric Bertin et autres, (2011): **Les complexités: point de vue d'un institut des systèmes complexes**, Livre-hermes 60, https://www.cairn.info/load_pdf.php?ID_ARTICLE=HERM_060_0145&download=1.
14. Esther Jeffers et Dominique Plihon, (2013): **Le shadow banking system et la crise financière**, Cahiers français, N° 375, la documentation française.
15. Gérard Donnadiou et autres, (2003): **L'Approche systémique : de quoi s'agit-il?**, Synthèse des travaux du Groupe AFSCET, Diffusion de la pensée systémique, <http://www.afscet.asso.fr/SystemicApproach.pdf>.

- 16.Gérard Donnadiou, (2004): **Systémique et science des systèmes: Quelques repères historiques**, <http://www.afscet.asso.fr/HistoireSystemique.pdf>.
- 17.Grégory Claey, (octobre 2016): **Quelle place pour les marchés financiers en Europe?**, Revue d'économie financière, N° 123.
- 18.Guy Turchany, (2008): **La théorie des systèmes et systémiques: Vue d'ensemble et définitions**, <https://inventin.lautre.net/livres/Turchany-Theorie-des-systemes.pdf>.
- 19.Hugo Banziger, (Septembre 2009): **Réforme de l'architecture financière globale: Un nouveau contrat social entre la société et la finance**, Revue de la stabilité financière, N° 13 – Quel avenir pour la régulation financière? , Banque de France.
- 20.Jean Paul Pollin et Pierre Jacquet, (2012): **Systèmes financiers et croissance**, Revue d'Economie financière, N° 106.
- 21.Jean-Claude Juncker, (2017): **Compléter l'union économique et monétaire européenne**, Commission Européenne, https://ec.europa.eu/commission/sites/beta-political/files/-years-on-emu_fr.pdf.
- 22.Jean-Claude Trichet, (Février 2011): **Les défis intellectuels qui se posent à l'analyse de la stabilité financière à l'ère de la surveillance macroprudentielle**, Revue de la stabilité financière, N° 15 - Déséquilibres mondiaux et stabilité financière-, Banque de France.
- 23.Jean-François Outreville, (2012): **Les services d'assurance: Mesure de leur rôle et création de valeur ajoutée**, Revue d'économie financière, N° 106.
- 24.Jean-Louis Le Moigne,(1990): **Conception de la complexité et complexité de la conception**, Revue internationale de systémique, Vol. 4, N° 2.
- 25.Jean-Pierre Landau et Alain Quinet, (2010): **Risque, incertitude et choix public**, https://hal-univ-tlse3.archives-ouvertes.fr/AO-ECONOMIE/search/index/?q=%2A&docType_s=UNDEFINED+OR+REPORT&submitType_s=annex+OR+notice&page=25.
- 26.Jean-Pierre Zigrand, (Juillet 2010): **Contreparties centrales et stabilité financière: quelles leçons tirer de la théorie des réseaux et du risque endogène?**, Revue de la stabilité financière, N° 14- Produits dérivés, Innovation financière et stabilité-, Banque de France.
- 27.Jézabel Couppey-Soubeyran et Salim Dehmej (Mai 2017): **Le rôle de la politique macroprudentielle dans la prévention et la correction des divergences au sein de la Zone Euro**, Direction générale pour les politiques internes, Unité e soutien à la gouvernance économique, Parlement européen.
- 28.Jézabel Couppey-Soubeyran, (Avril 2018): **Marché des changes: Miroir d'une finance internationalisée**, dans: Carnets graphiques- L'économie mondiale dévoile ses courbes-, CEPIL, Paris.
- 29.Michael C. Bodson, (Avril 2013): **De nouvelles infrastructures pour un système financier plus solide**, Revue de la stabilité financière, N° 17 -Les produits dérivés de gré à gré: Nouvelles règles, nouveaux acteurs, nouveaux risques-, Banque de France.
- 30.Patrick Artus, (2017): **Quelles sont les difficultés essentielles de la zone euro?**, Revue de l'OFCE N° 153 -Où va l'économie?-, <https://www.ofce.sciences-po.fr/pdf/revue/18-153.pdf>.
- 31.Robert Boyer, (2012): **Pour un contrôle social de la finance et de ses innovations**, <http://www.jourdan.ens.fr/~boyer.pdf>.
- 32.Samouel Beji et Darine Youssef, (2010): **La place de la régulation bancaire dans le développement bancaire et la croissance: une approche institutionnelle pour les pays d'Afrique du nord et du moyen-orient**, Région et Développement, N° 32-2010.

33. Steven Maijoor et Clément Boidard, (Avril 2017): **Une perspective de stabilité pour le financement de marché: concevoir de nouveaux instruments prudents**?, Revue de la stabilité financière, N° 21 -L'impact des réformes financières-, Banque de France.
34. Valdis Dombrovskis, (Juin 2019): **Le plan d'action de la Commission européenne sur la finance durable: promouvoir un avenir durable dans l'Union européenne et au-delà**, Revue de la stabilité financière N° 23- Verdir le système financier: la nouvelle frontière-, Banque de France.

IV- Rapports:

1. Banque de France (2017), **Zone EURO: Principaux indicateurs économiques et financiers**, www.banque-france/zone-euro-principaux-indicateurs-economiques-et-financiers.pdf.
2. Kern Alexander, Thomas Strahm et Alexandra Balmer, (Juin 2015): **Stabilité, durabilité et réforme bancaire: Les risques environnementaux manquent-ils dans Bâle III?**, Note de synthèse de rapport, Cambridge Institute for Sustainability Leadership, https://www.unepfi.org/fileadmin/documents/StabilitySustainability_ExecutiveBriefing_fr.pdf.
3. Manuel d'Approche systémique, (2012): **Pensée systémique et complexité des systèmes en toxicomanie**, Centre Canadien de lutte contre l'alcoolisme et les toxicomanies, <https://www.ccsa.ca/sites/default/files/2012-05/nts-systems-approach-system-thinking-complexity-2012-fr.pdf>.
4. Michel Aglietta (Sous la direction de), (2018): **Transformer le régime de croissance**, Rapport pour l'Institut CDC pour la Recherche, https://www.caissedesdepots.fr/sites/default/medias/institut_cdc_pour_la_recherche/cdc_rapport_final_croissance_de_long_terme-_vpc_il_bis_-_relu_af.pdf.

V- Sites internet:

1. André Orléan, (octobre 2011): **Comment refonder la science économique**, Propos recueillis par Christian Chavagneux, L'Economie politique N° 052, http://www.alternatives-economiques.fr/page.php?controller=article&action=htmlarticle=56214&id_parution=1110:21/03/2016.
2. Andrew Sheng, (2013): **Une approche systémique de la stabilité financière**, <https://www.project-syndicate.org/commentary/andrew-shenga-systemic-approach-to-financial-stability/french?barrier=accesspaylog:18/05/2017>.
3. Banque de France, (2018): **Surveillance des infrastructures des marchés financiers**, <https://www.banque-france.fr/stabilite-financiere/infrastructures-de-marche-et-systemes-de-paiement/surveillance-des-infrastructures-des-marches-financiers:18/02/2018>.
4. Jézabel Couppey-Soubeyran, (Sans date): **Les systèmes financiers**, <http://team.univ-paris1.fr/teamperso/couppey/>: 10/06/2013.
5. Simon Ganem, (2014): **La stabilisation macroéconomique en Zone Euro**, <http://www.bsi-economics.org/257-stabilisation-macroeconomique-zone-euro:21/03/2018>.
6. Système financier, zonecours.hec.ca/documents/H2005-1-155312.ChapitreI-II.doc : 16/03/2011.
7. Thibaut Duprey, (2016): **Qu'est-ce que la politique macroprudentielle?**, BSI Economics, www.bsi-economics.org/images/articles/a122:15/04/2018.