

هل تراجعت العولمة المالية؟ تحليل لتطور التمويل الدولي قبل وبعد الأزمة

المالية العالمية لـ 2008

Is financial globalization receded? An analysis for the international financing evolution before and after the 2008 global financial crisis

كريم بوجدخ، مخبر اقتصاد المنظمات والتنمية المستدامة، جامعة محمد الصديق بن

يحي-جيجل، karim.boudekhdekh@univ-jijel.dz

تاريخ الاستلام: 2020/08/16 تاريخ القبول: 2021/01/07 تاريخ النشر: 2023/06/10

ملخص:

تهدف هذه الدراسة إلى توضيح كيف أثرت الأزمة المالية العالمية لـ 2008 على تطور العولمة المالية. اعتمدنا على تحليل تطور تدفقات التمويل الدولي قبل الأزمة وبعد الأزمة إلى غاية سنة 2017، وتوصلنا إلى أن تركيبة التدفقات تغيرت بتراجع حصة القروض الدولية وتزايد حصة الاستثمار الأجنبي المباشر، وهو عامل إيجابي لتجنب أزمات مالية مستقبلية.

الكلمات المفتاحية: العولمة المالية؛ التمويل الدولي؛ الأزمة المالية.

تصنيف JEL : F34، F30

Abstract:

This study aims to clarify how the 2008 global financial crisis affected the development of financial globalization. We analyzed the development of international financing flows before and after the crisis until 2017. We have found that the flows composition changed by the decrease in the international lending share and the increase in the FDI share, which is a positive factor to avoid future financial crisis.

Keywords: financial globalization; international financing; financial crisis.

JEL classification code : f30, F34.

المؤلف المرسل: كريم بوجدخ،

الإيميل: karim.boudekhdekh@univ-jijel.dz

1. مقدمة

على الرغم من مرور أكثر من عشرية على الأزمة المالية العالمية لـ2008، كان ولا يزال الجدل والنقاش دائرا في أوساط الباحثين وحتى رجال السياسة والإعلام حول تطورات الاقتصاد العالمي في ظل تأثيرات هذه الأزمة وتداعياتها خصوصا بعد ما نتج عنها من أزمة ديون سيادية في أوروبا سنة 2010 والتي زادت من حجم الضغوط والشكوك حول مدى قدرة النظام المالي في العالم على الصمود وتجنب المزيد من الإنهيارات باعتبارها أزمة انطلقت من القطاع المالي وكان تأثير الصدمة بعد الأزمة مباشرة شديدا على البنوك والأسواق المالية.

1.1. إشكالية الدراسة

اعتبرت الأزمة المالية العالمية لـ2008 بمثابة تهديد لتطور العولمة المالية المعبر عنها بتطور حركة التمويل الدولي، وذلك بناء على ما حدث نتيجة أزمة الكساد الكبير سنة 1929 والتي اعتبرت آنذاك بمثابة ضربة قاضية لمسار تطور العولمة الاقتصادية عموما نتيجة ما خلفته من طغيان السياسات الحمائية على مختلف السياسات الاقتصادية في العالم آنذاك. حيث أن تطور العولمة المالية من خلال حرية انتقال التمويل الدولي كان عاملا رئيسيا في تطور وازدهار الاقتصاد العالمي منذ سبعينات القرن العشرين، ومن ثم فإن أي تقويض لمسار تطور العولمة المالية يعتبر حسب العديد من الباحثين والسياسيين بمثابة تقويض لمسار تطور الاقتصاد العالمي.

وعلى هذا الأساس، وفي ظل تبعات الأزمة المالية العالمية، تزايدت النقاشات بخصوص مستقبل العولمة المالية في ظل هذه الظروف، وما إذا كان من الممكن عودة التمويل الدولي للتعافي تدريجيا للوصول إلى مستوياته ما قبل الأزمة والتي شكلت ما يعرف بـ"العصر الذهبي للتمويل". وعليه، نحاول من خلال هذه الدراسة الإجابة على الإشكالية التالية؟

كيف تأثرت العولمة المالية بفعل انعكاسات الأزمة المالية العالمية لـ2008 على تطور حركة التمويل الدولي ؟

2.1. فرضيات الدراسة: للإجابة على الإشكالية المطروحة ننتقل من فرضيتين

رئيسيتين:

_ أثرت الأزمة المالية العالمية سلبا على العولمة المالية في المدى القصير فقط؛

_تستعيد العولمة المالية تطورها على المدى المتوسط.

3.1. أهمية الدراسة: تكمن أهمية هذه الدراسة في كونها تختص بدراسة تطور أشكال التمويل الدولي الذي تعبر تدفقاته عن مدى تطور العولمة المالية، التي تعتبر أهم ظاهرة اقتصادية في العصر الحديث نظرا لما خلفته من تحولات عميقة في آلية عمل الاقتصاد العالمي.

4.1. أهداف الدراسة: تهدف هذه الدراسة إلى توضيح مسار العولمة المالية بعد 10 سنوات من الأزمة المالية العالمية لـ2008، وذلك من خلال تحليل تطورات حركة التمويل الدولي، وتوضيح أهم التغيرات التي مست عمل القطاع المالي في الاقتصاد العالمي والتي يمكن أن تؤثر في مسار العولمة المالية إيجابا أو سلبا.

5.1. منهج الدراسة: تم الاعتماد في هذه الدراسة على المنهج التحليلي من خلال تحليل تطور مختلف أشكال التمويل الدولي بتوضيح الأسباب المفسرة لها، ومن ثم تحليل مسار العولمة المالية والعوامل التي تتحكم فيه.

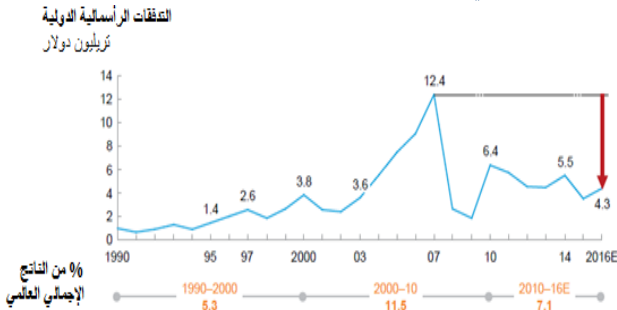
2. تطور التمويل الدولي قبل الأزمة المالية العالمية 2008

يمكن تقسيم فترة تطور حجم التمويل الدولي قبل الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 إلى مرحلتين رئيسيتين كما يتوضح فيما يلي:

1.2. الفترة ما قبل بداية الألفية الثالثة (قبل سنة 2000):

يوضح الشكل 1 أن التمويل الدولي شكل بين سنتي 1990 و2000 ما يقارب 5.3% من إجمالي الناتج الداخلي الخام في الاقتصاد العالمي، أين ارتفع حجمه من حوالي 1 تريليون دولار سنة 1990 إلى مستوى 3.8 تريليون دولار سنة 2000.

الشكل 1: تطور التمويل الدولي قبل وبعد الأزمة المالية العالمية 2008



Source : (Lund, et al., 2017, p 1)

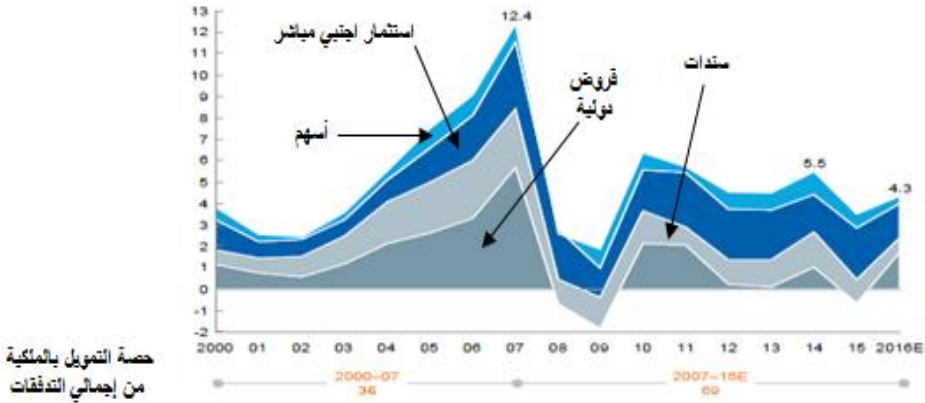
ويعزى هذا التطور إلى مجموعة من العوامل التي ساهمت بشكل متكامل في تطور حجمه، حيث ارتفعت من جهة نسبة العمق المالي التي تمثل حصة الأصول المالية من إجمالي الأصول، ومن جهة أخرى انخفضت نسبة التحيز للداخل المعبر عنها بحصة الأصول المالية المستثمرة في الخارج، وذلك نتيجة التطور التكنولوجي الذي ألقى بظلاله الإيجابية على عمل القطاع المالي وتزايد أهمية الأسواق المالية الدولية في خارطة التمويل وانجذاب المستثمرين إليها (Milesi-Ferretti & Tille, 2010, p4). كما أن ارتفاع حجم التجارة الدولية من 39% إلى 49% من الناتج الإجمالي العالمي كان عاملاً مساهماً في تزايد حركة تدفقات رؤوس الأموال خلال الفترة المعنية خصوصاً ما تعلق بجانب التمويل بالدين عن طريق قروض أو سندات (Mallaby, 2016, p9).

2.2. تطور التمويل الدولي خلال الفترة 2007-2000:

شهدت هذه الفترة انفجاراً كبيراً في تطور التمويل الدولي التي تضاعفت بأكثر من ثلاثة مرات كما أبرزه الشكل 1. فعلى الرغم من الانخفاض في حجمها بأكثر من 1 تريليون دولار خلال سنتي 2001 و 2002 نتيجة تأثير أزمة فقاعة الإنترنت على الأسواق المالية خصوصاً التي عرفت انهيارات كبيرة امتدت من قطاع شركات التكنولوجيا إلى بقية القطاعات الاقتصادية، إلا أنها عاودت الارتفاع بوتيرة متسارعة جداً بشكل سنوي منذ سنة 2002 لتصل سنة 2007 إلى مستوى 12.4 تريليون دولار (Lund, et al., 2017, p1)، وذلك نتيجة عديد العوامل أهمها: زيادة الإقراض البنكي سواء ما بين البنوك أو لصالح الأفراد والمؤسسات، تزايد توجه المستثمرين لتنوع محافظهم المالية ومن ثم تزايد حصة الاستثمار في المحفظة المالية من إجمالي التمويل الدولي، تزايد الفوائض المالية للدول النفطية والدول الرائدة في التصدير والموجهة للدول ذات العجز المالي، إضافة إلى جاذبية الاستثمار في القطاع المالي على حساب القطاع الحقيقي خصوصاً في ظل تطور المشتقات المالية التي زادت من التوجه للمخاطرة بشكل كبير (Ben Bouziane & Zirare, 2010, pp34-36).

الشكل 2: تطور أشكال التمويل الدولي 2000-2016

(الوحدة: تريليون دولار)



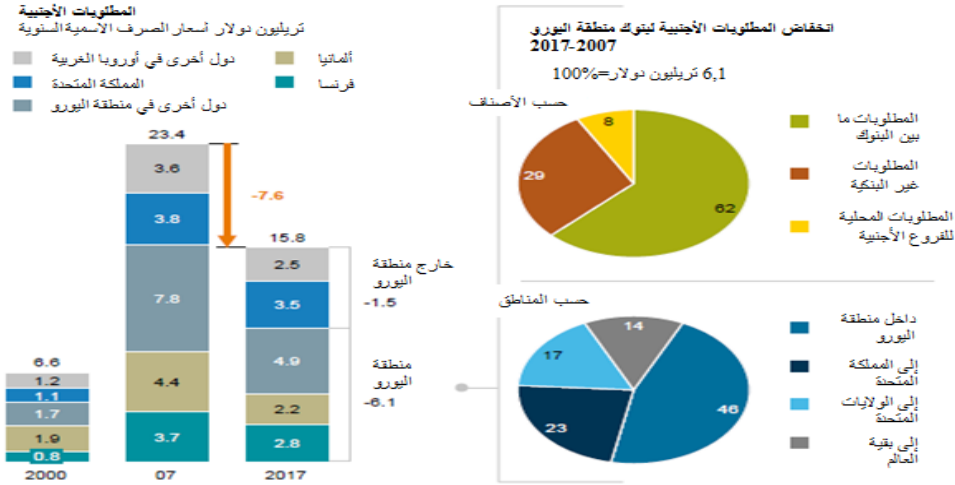
Source : (Lund, et al., 2017, p10)

ويوضح الشكل 2 أن التمويل بالدين عن طريق القروض الدولية والسندات الدولية شكل حوالي 64% من إجمالي التمويل الدولي مقابل 36% بالنسبة للتمويل عن طريق الملكية في شكل استثمار أجنبي مباشر واستثمار أجنبي غير مباشر. وفي هذا الصدد، يعتبر التوسع في القروض الدولية العامل الحاسم في تفسير هذا التطور الهائل في حركة التمويل الدولي. إذ أنه ومع إطلاق العملة الأوروبية الموحدة "اليورو"، عملت البنوك الأوروبية على توسيع نشاطها في الاقتصاد العالمي خصوصاً مع ما وفرته السوق الأوروبية الموحدة من تراجع في المخاطر بحكم القواعد الموحدة والحد من القيود (Kotz & Lund, 2017).

و يوضح الشكل 3 ارتفاع حجم المطالبات الأجنبية لبنوك منطقة اليورو بما في ذلك القروض الخاصة بفروعها الأجنبية (بنوك الأوفشور) من 6.6 تريليون دولار عام 2000 إلى 23.4 تريليون دولار عام 2007، حيث أن معظم هذا النمو كان داخل منطقة اليورو ذاتها التي كانت تشهد ظهور سوق مصرفية متكاملة، مما حدا بالبعض إلى الاعتقاد بأن وجود عملة موحدة وقواعد مشتركة يعني اختفاء المخاطر القطرية تقريباً. كما تزايدت المطالبات الأجنبية لبنوك دول متقدمة أخرى كالولايات المتحدة الأمريكية واليابان وكندا من 2.3 تريليون دولار سنة 2000 لحوالي 6.8 تريليون دولار سنة 2007

أين كانت الحصة الأكبر منها للبنوك الأمريكية التي سجلت توسعا كبيرا في أصولها الأجنبية من 0.7 تريليون دولار إلى 3 تريليون دولار خلال نفس الفترة.

الشكل 3: تطور حجم المطلوبات الأجنبية* لبنوك أوروبا الغربية (2000-2017)



* يقصد بالمطلوبات الأجنبية مطلوبات الشركات المحلية في الخارج ومطلوبات فروع الشركات الأجنبية داخليا. وتشمل القروض والودائع والأوراق المالية والمشتقات والضمانات والالتزامات الائتمانية.

Source: (Lund, Mehta, Manyika, & Goldshtein, 2018, p10)

ويفسر هذا النمو الكبير في حجم التمويل عن طريق الديون بالتوسع الكبير في نشاط البنوك في الاقتصاد العالمي وسيطرتها على عملية التمويل مقارنة بالأسواق المالية. حيث عملت البنوك العالمية على توسيع قاعدة خدماتها المالية وتنويع محافظها المالية بأوراق الديون (السندات) في ظل تزايد التوجه خلال هذه الفترة لتحرير أكبر للنشاط المصرفي، خصوصا مع بروز الابتكارات المالية التي فتحت للبنوك أفقا واسعا للتوسع بالتوازي مع الازدهار الذي مس قطاع العقارات في الولايات المتحدة الأمريكية ودولا أوروبية أخرى كاسبانيا والذي كان له انعكاس واضح من خلال تنامي حجم القروض العقارية.

وعلى صعيد آخر ، سجل الاستثمار الأجنبي المباشر تزايدا ملحوظا بعد سنة 2002 كانت نتيجة عودة النمو للاقتصاد العالمي ومعه تزايد فرص الربحية لهذا النوع من التمويل الذي تزايد التوجه الدولي إليه في ظل منافعه الإيجابية على مختلف الأطراف الفاعلة فيه.

في حين سجل الاستثمار في الأسهم الدولية نموا ملحوظا باعتباره يدخل في إطار عملية تنويع المحفظة المالية (استثمار أجنبي غير مباشر) لأن غالبية المقبلين على الأسهم الدولية يهدفون للدخول في استثمارات أجنبية مباشرة حقيقية والبقية فقط كقلة قليلة يدخلون بغرض تنويع محافظهم المالية (استثمار أجنبي غير مباشر).

3. تطور التمويل الدولي بعد الأزمة المالية العالمية 2008

جاءت الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 لتكون آثارها جد مدمرة على الاقتصاد العالمي وعلى جانب التمويل الدولي على وجه الخصوص. فهذه الأزمة التي اعتبرت الأكبر منذ أزمة الكساد الكبير سنة 1929 وقعت بالأساس في القطاع المالي ومن ثم كان من البديهي أن تكون لها آثار سلبية كبيرة على جانب التمويل الدولي.

بدأت بوادر الأزمة في الظهور منتصف سنة 2007 مع بداية انفجار فقاعة سوق العقارات في الاقتصاد الأمريكي، والتي كانت الشرارة في انهيار القطاع المصرفي فيه خصوصا وأن البنوك الأمريكية كانت توسعت بشكل كبير في منح القروض العقارية التي شكلت النسبة الأكبر من استخداماتها المالية. وقد أدى انفجار فقاعة العقارات لحدوث افلاسات في عديد البنوك والمؤسسات المالية الأمريكية التي كان نشاطها المالي قائما على القروض العقارية، نتيجة وقوعها في أزمة سيولة تحولت شرارتها للأسواق المالية بفعل عملية التوريق للقروض العقارية التي سمحت بانتقال سريع للعدوى التي شملت المؤسسات في القطاعات الأخرى، لتتحول بعد ذلك الأزمة لتمس الأسواق المالية ثم لتتحول إلى أزمة مالية عالمية خصوصا بعد انهيار بنك الأعمال الأمريكي "Lehman brothers" والذي اعتبر انهياره بداية الأزمة المالية العالمية لـ2008، لأن ذلك خلق اضطرابا وهلعا كبيرين في القطاع المالي العالمي عموما وتحولت الأزمة بفعل العولمة المالية والترابط الكبير بين الأنظمة المالية خصوصا والاقتصادية عموما إلى أزمة مالية عالمية كبرى.

ولم يكن الانخفاض في التمويل الدولي خلال الأزمة منتظما مع مرور الوقت لكنه مر بثلاث مراحل مختلفة (Milesi-Ferretti & Tille, 2010, p6). إذ أنه كان غير متجانس في مختلف البلدان والمناطق أين سجلت الأسواق الناشئة انهيار مؤقتا عكس الاقتصاديات المتقدمة، كما أن الانخفاض في تدفقات رأس المال كان غير متجانس عبر الأشكال المختلفة للتدفقات الرأسمالية الدولية أين سجل الإقراض المصرفي الدولي أكبر تراجع

مقارنة ببقية الأشكال، حيث تقلص النشاط المصرفي الدولي سواء من حيث الإقراض عبر الحدود بشكل أكبر وكذا من خلال عمليات فروع الشركات الأجنبية. لكن على صعيد آخر، خففت التدخلات الكبيرة من جانب السلطات المحلية والمنظمات الدولية من انكماش تدفقات رأس المال وتأثيرها على الاقتصاد الكلي. حيث أخذت شكل مقايضات بين البنوك المركزية، استخدام الاحتياطيات الأجنبية والإقراض من المؤسسات متعددة الأطراف مثل صندوق النقد الدولي والاتحاد الأوروبي.

1.3. تطور التمويل الدولي سنتي 2008 و 2009 (انهيار التمويل الدولي)

أوضح الشكل 1 سابقا مدى الانهيار الكبير في قيمة التمويل الدولي بعد سنة 2007 نتيجة الآثار السلبية لأزمة الرهن العقاري التي مست القطاع المالي الأمريكي منتصف سنة 2007، حيث تراجعت من 12.4 تريليون دولار سنة 2007 إلى حوالي 2.2 تريليون دولار سنة 2008 ثم إلى حوالي 1.9 تريليون دولار سنة 2009، وهو انخفاض كبير وحاد يعكس حجم الآثار السلبية لهذه الأزمة_ التي تحولت لأزمة مالية عالمية سنة 2008_ على جانب التمويل الدولي.

وبتفصيل أدق، أشار الشكل 2 السابق إلى صمود تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر رغم الأزمة باعتباره يعكس قرارات استراتيجية للشركات طويلة الأجل، في حين سجلت تدفقات الاستثمار في المحفظة المالية قيما سالبة في انعكاس واضح لانهيار الذي مس مختلف أسواق الأسهم الدولية عقب الأزمة المالية العالمية. وكانت تدفقات القروض الدولية الأكثر انهيارا و تراجعا سنتي 2008 و 2009 أين سجلت قيما سالبة لسنتين متتاليتين بعد أن وصل سنة 2007 إلى حوالي 6 تريليون دولار، وتفسير ذلك قد يكون منطقياً إلى حد ما على أساس أن ردة الفعل اتجاه هذه الصدمة المالية تكون عنيفة جدا سواء على جانب طالبي التمويل الذين يتضررون من تراجع النشاط الاقتصادي ومن ثم لا حاجة لطلب التمويل، أو من جهة عارضي التمويل (البنوك والأسواق المالية) الذين يجمعون عن المخاطرة، زيادة على ما سببته الإفلاسات العديدة التي مست البنوك في الاقتصاد الأمريكي والأوروبي على وجه التحديد من تأثير كبير خلال سنتي 2008 و 2009 في انهيار القروض الدولية بشكل لم يسبق له مثيل. حيث أن كل ذلك ساهم من خلال عقلية القطيع في لجوء البنوك إلى تخفيض وجودها في الخارج وتصفية بعض أعمالها والسماح للديون

المستحقة بتجاوز آجال سدادها، فمنذ سنة 2007 بلغت قيمة الأصول التي باعها البنوك العالمية ترى لىونى دولار على الأقل حتى نهاية سنة 2017 (Kotz & Lund, 2017). كما شمل التراجع خلال سنتي 2008 و 2009 التمويل عن طريق السندات وهو راجع إلى ما عرفته الأسواق المالية الدولية في هذه الفترة من انهيارات كبيرة نتيجة الهلع والخوف الذي مس المتعاملين فيها. حيث توالى عمليات البيع ولم يكن هنالك أي مجال للإقبال على شراء سندات أخرى مهما كانت الجهة المصدرة لها باعتبار أن الأسواق المالية سادتها حالة من اللايقين وعدم التأكد والخوف في ظل الانهيار الذي مس النظام المالي ككل والذي انتقلت عدواه لتشمل حتى الاقتصاد الحقيقي في العالم.

2.3. تطور التمويل الدولي خلال الفترة 2010_2016 (فترة تعافي التمويل الدولي)

شهدت هذه الفترة عودة التعافي بعض الشيء لحركة رؤوس الأموال الدولية، أين سجلت ارتفاعا سنة 2010 كما وضحه الشكل 1 إلى حدود مستوى 6.4 تريليون دولار كاستجابة لجهود الإنقاذ التي عرفها القطاع المالي في أمريكا وأوروبا. إذ يعتبر الإقراض المصرفي الدولي العامل الرئيسي في هذا الارتفاع خصوصا سنتي 2010 و 2011 كما وضحه الشكل 2، وذلك نتيجة تزايد حجم القروض المصرفية التي تدخل في عمليات الإنقاذ المالي التي تبنتها المؤسسات المالية الدولية أو البنوك المركزية لصالح البنوك والمؤسسات المالية الخاصة ذات العجز المالي، وحتى للدول التي تضررت بشكل كبير من الأزمة وكانت بحاجة لقروض دولية لتحقيق التعافي لقطاعها المصرفي ونشاطها الاقتصادي.

ولم يستمر هذا الارتفاع طويلا لتعاود التمويل الدولي الانخفاض وهذه المرة نتيجة أزمة الديون السيادية الأوروبية، والتي أثرت كثيرا من حيث تراجع القروض الدولية خصوصا سنتي 2012 و 2013. في حين تميزت هذه الفترة بتذبذب استثمارات المحفظة المالية وهو أمر طبيعي باعتبارها من أكثر أنواع التمويل تطايرية نظرا لما تتميز به البورصات العالمية من حساسية كبيرة لمختلف التطورات الاقتصادية والسياسية خصوصا الأوروبية منها التي كانت نتيجة لتطورات أزمة الديون السيادية، في حين أن التمويل الدولي في شكل سندات أو استثمار أجنبي مباشر فكان أقل تذبذبا باعتباره أقل مخاطرة خصوصا بالنسبة للاستثمار الأجنبي المباشر الذي يعكس استراتيجيات طويلة الأجل للشركات مما يجعل تدفقاته تتميز بنوع من الثبات.

وبالمقارنة مع واقع التمويل الدولي قبل الأزمة المالية العالمية لـ2008، وصلت التمويل الدولي لغاية سنة 2016 لحدود 4.3 تريليون دولار أي أقل بـ 65% عن أعلى مستوى وصلت له قبل الأزمة المالية العالمية والمقدر بـ 12.4 تريليون دولار سنة 2007. فالاستثمار الأجنبي المباشر العالمي انخفض من ذروته التي بلغت 3.2 تريليون دولار في عام 2007 إلى 1.6 تريليون دولار في عام 2017، ولكن هذا الانخفاض أقل من الانخفاض في الإقراض عبر الحدود. ويعكس هذا جزئيًا انخفاض الشركات التي تستخدم المراكز المالية منخفضة الضرائب، ولكنه يعكس أيضًا تراجعًا حادًا في الاستثمار عبر الحدود في منطقة اليورو. ومع ذلك، فإن الاستثمار الأجنبي المباشر في مرحلة ما بعد الأزمة يمثل نصف تدفقات رأس المال عبر الحدود مرتفعًا من متوسط الربع قبل الأزمة. حيث يعكس الاستثمار الأجنبي المباشر الشركات التي تتبع استراتيجيات طويلة الأجل لتوسيع أعمالها ويمثل بالتالي النوع الأقل تقلبًا لتدفقات رأس المال الدولية (Lund, Mehta, Manyika, & Goldshtein, 2018, p11).

أما القروض الدولية فاعتبر انخفاضها السبب الرئيسي في تراجع حجم التمويل الدولي، حيث أن أزمة الديون السيادية زادت من التأثير السلبي للأزمة المالية العالمية لـ2008 على تدفقات القروض الدولية، وذلك نتيجة التحفظ الذي طبع استراتيجيات عمل البنوك الأوروبية التي قادت التراجع في حجم القروض الدولية بحيث أنها أصبحت بنوكا أكثر محلية وأقل عالمية.

وأوضح الشكل 3 تراجع المطلوبات الأجنبية لبنوك أوروبا الغربية من 23.3 تريليون دولار سنة 2007 إلى 15.8 تريليون دولار سنة 2017، وقد اعتبر أن هذا التراجع في حجم المطلوبات الأجنبية للبنوك الأوروبية يعتبر ردة فعل طبيعية ونتيجة لعملية إعادة تقييم المخاطر المرتبطة بالمعاملات عبر الحدود والتي تشمل حتى المعاملات بين الدول الأوروبية المنضوية تحت مظلة منطقة اليورو رغم تواجدها في كتل مشترك. فقد توصلت البنوك إلى أن الهوامش والإيرادات على الأعمال الأجنبية أقل من مثلتها في الأسواق المحلية التي يكون فيها لدى البنوك حجم أعمال كبير ودراية أشمل بأوضاع السوق المحلية، كما أن الكثير من المعاملات الدولية مقارنة بالمحلية لا تصل للمستوى الذي يتطلب تحمل بخصوصها مخاطر مالية أكبر (Harl & Lund, 2017, p43).

وعلى صعيد آخر زادت الضغوط المفروضة على البنوك من قبل الهيئات التنظيمية وحاملي الأسهم والدائنين لتكون أكثر تحفظاً، وأدت الشروط الدولية الجديدة بشأن رأس المال والسيولة إلى زيادة تكاليف حيازة جميع الأصول، كما تضيف الرسوم الجديدة المفروضة على البنوك المؤثرة على النظام المالي أثراً سلبياً على زيادة حجم وتعقيد مختلف خطوط الأعمال بما في ذلك العمليات الأجنبية، وهذا ما ساهم في تقليص البنوك لعملياتها الأجنبية استجابة لذلك.

ومن هذا المنطلق على سبيل المثال، انسحبت عديد البنوك الأوروبية من عديد الأسواق الخارجية لتركز على السوق المحلي، ومن ثم تحولت ميزانياتها العمومية بشكل كبير لتركز على الأصول المحلية. فنجد مثلاً أن ثلثاً إجمالي أصول أكبر ثلاث بنوك ألمانية كان محتفظاً بها في أسواق أجنبية عشية الأزمة تقلصت مع حلول سنة 2017 إلى الثلث، كما خفضت بعض البنوك الأمريكية حجم أعمالها مثل مجموعة سيتي غروب التي كانت تمتلك عمليات مصرفية مرتبطة بسوق التجزئة في 50 بلداً في عام 2007، لينخفض عددها إلى 19 فقط لغاية نهاية سنة 2017 .

وعلى صعيد آخر، يعتبر تراجع القروض الدولية تصحيحاً صحياً في القطاع المالي، لأنه في السنوات السابقة للأزمة المالية العالمية قامت البنوك الأوروبية بتنفيذ مشتريات ضخمة من القروض العقارية الأمريكية عالية المخاطر، كما قدمت بنوك شمال أوروبا قروضا ضخمة لبلدان البحر الأبيض المتوسط، ومن ثم فإنه من الطبيعي أن يتركز انهيار القروض الدولية بين بنوك أوروبا. ففي الأعوام الثمانية التالية لإفلاس بنك " Lehman brothers"، خفضت بنوك منطقة اليورو حسب بنك التسويات الدولية مطالباتها بالخارج بنحو تريليون دولار أمريكي سنوياً (Mallaby, 2016, p7).

4. الإجراءات التنظيمية لمواجهة انعكاسات الأزمة المالية العالمية لـ 2008

أدت الاستجابة الدولية للأزمة إلى مجموعة من الإصلاحات التنظيمية المتعلقة بقدرة البنوك النشطة دولياً على الصمود. وفي هذا الصدد، كان اجتماع دول مجموعة العشرين سنة 2008 نقطة الانطلاق في إصلاحات النظام المالي العالمي التي جاءت لاحقاً وتمحورت حول هي (Yuksel, 2019, p49):

1.4. بناء مؤسسات مالية أكثر مرونة: كان مجال الإصلاح الأساسي الأول هو بناء مؤسسات مالية أكثر مرونة لأن فشل العديد من البنوك في العالم أبرز عدم كفاية رؤوس أموال البنوك ومخزون السيولة لديها. وهو ما دفع إلى إعادة كتابة المعايير المصرفية العالمية من قبل لجنة بازل للرقابة المصرفية (BCBS) فيما أصبح يعرف بإصلاحات بازل 3 التي تم إصدارها في عام 2010. كما شملت الإصلاحات في هذا المجال أنظمة التعويض والمكافأة التي اعتبرت أحد العوامل التي دفعت البنوك والمؤسسات المالية للمخاطرة في منح قروض والقيام باستثمارات ذات مخاطرة عالية باعتبار أن لها مقابل. ومن ثم كانت التوصية بوضع أنظمة تعويض سليمة تعمل على الموازنة بين حافز الدفع نحو المخاطرة لدى الموظفين مع رغبة الشركة في المخاطرة وربحياتها على المدى الطويل.

2.4. إصلاح أسواق المشتقات خارج البورصة: أظهرت الأزمة المالية أن الشبكة المعقدة للمشتقات خارج البورصة بين المؤسسات المالية جعلت من الصعب مراقبة تركيز المخاطر وزادت من نطاق انتشار عدوى الأزمة. ونتيجة لذلك، اتفق قادة مجموعة العشرين في سبتمبر 2009 على أنه ينبغي تداول جميع عقود المشتقات الموحدة خارج البورصة في البورصات أو منصات التداول الإلكترونية والعمل على تسويتها بحلول نهاية عام 2012 على أبعد تقدير. في حين أن العقود غير الخاضعة للمقاصة مركزيا يتوجب أن تخضع لمتطلبات رأس المال الأعلى.

3.4. تشديد الرقابة على نظام الظل المصرفي: ضاعفت المؤسسات المالية والأنشطة المالية خارج النظام المصرفي الرسمي مثل صناديق السوق النقدي والتوريق من عدم الاستقرار المالي. ونتيجة لذلك، هدفت الإصلاحات التنظيمية التي جاءت كردة فعل للأزمة المالية للتركيز على معالجة مواطن الضعف الهيكلية في قطاع إدارة الأصول (أي مخاطر تشغيل الاسترداد والرافعة المالية) والمخاطر التي تشكلها بنوك الظل على القطاع المصرفي. حيث تم تشديد متطلبات رأس المال بالنسبة لاستثمارات البنوك في الأسهم على مستوى الصناديق.

5. العولمة المالية: تراجع في التوسع ومزيد من الاستقرار

تزايدت التساؤلات حول مدى إمكانية العودة للعصر الذهبي للتمويل الذي كان قبل سنة 2008، وهنا جاءت دراسة (Haldane et al) سنة 2010 لتبرز أن العصر الذهبي للتمويل كان فترة استثنائية في تاريخ الاقتصاد العالمي. واستندت الدراسة في عملية التحليل إلى مسار القيمة المضافة الإجمالية للقطاع المالي على مدى 160 عاما قبل الأزمة المالية العالمية لـ2008، إذ سجلت القيمة المضافة الإجمالية للقطاع المالي نمواً بلغ نقطتين مؤثنتين سنوياً أسرع من نمو الاقتصاد ككل. ولكن هذا النمو الفائض لم يتوزع بالتساوي. فأتثناء العقدين السابقين للحرب العالمية الأولى، كانت سرعة نمو القطاع المالي تقريباً أربعة أمثال سرعة نمو الاقتصاد، وكان ذلك في إطار الموجة الأولى من التعمق المالي والعولمة. ولكن بداية من عام 1918 وحتى عام 1970 كان التوسع المالي أقل سرعة من متوسط النمو الاقتصادي. ولم يتمكن التمويل من العودة إلى النمو السريع إلا بعد إلغاء القواعد التنظيمية وتحرير الأسواق بداية من أوائل سبعينيات القرن العشرين.

وأشارت نفس الدراسة أن هذه الطفرة في النمو بلغت منتهىها ولا مجال لتكرارها أو العودة لها في المستقبل. وتفسير ذلك هو أن نسبة كبيرة من النمو في القيمة المضافة الإجمالية للقطاع المالي كان نمواً صورياً ومتوهماً في حقيقة الأمر، وذلك نتيجة الإفراط في الاستعانة بالروافع المالية (الإنفاق بالاستدانة) وإصدار البنوك لخيارات شراء الأسهم بأعلى من أسعار السوق (Davies, 2010).

ومن هذا المنطلق، يبدو جلياً أن هنالك شبه إجماع على أنه من غير الممكن العودة لمستويات ما قبل الأزمة في حجم التمويل الدولي إلا بعد عقود طويلة من الزمن. لكن في المقابل، هناك ثلاثة أسباب تشير إلى أن العولمة المالية أصبحت أكثر استقراراً مقارنة بالماضي على الأقل على المدى المتوسط لعدة أسباب أهمها (Lund, et al., 2017, p9):

- التركيبة الحالية للتدفقات الرأسمالية تخدم بشكل أكبر تحقيق الاستقرار فيها، باعتبار أنه ومنذ الأزمة المالية العالمية لـ2008 تغيرت التركيبة بحيث شكل الاستثمار الأجنبي المباشر 54% من التدفقات الرأسمالية العابرة للحدود مرتفعاً من 26% قبل عام 2007، وهو يمثل الاستراتيجيات طويلة الأجل للشركات فيما يتعلق بآثرها العالمي، ويُعد أقل نوع من التدفقات الرأسمالية تقلباً. كما أن التغييرات الجديدة فيما يخص التنظيم والرقابة على

عمل البنوك تدفع لتراجع القروض الدولية التي تعتبر أكثر الأشكال تقبلا وهي التي شكلت قبل الأزمة النسبة الأكبر من تطور التمويل الدولي.

- إن ما يدعو للاستقرار في حركة التمويل الدولي في المستقبل على المدى المتوسط هو النمو المطرد لتحويلات العاملين إلى بلدانهم الأم. وهذه التحويلات التي أصبحت مصدرا كبيرا للتمويل في الاقتصاديات النامية تعتبر أكثر استقرارا من الاستثمار الأجنبي المباشر نفسه وزادت بفضل زيادة الهجرة العالمية. وبحلول عام 2016، بلغت تحويلات العاملين إلى الاقتصاديات النامية ما مجموعه 480 مليار دولار تقريبا، مقارنة بمجرد 82 مليار دولار في عام 2000 و275 مليار دولار في عام 2007. وهي تعادل الآن 60% من التدفقات الرأسمالية الخاصة (الاستثمار الأجنبي المباشر، تدفقات حوافض حصص الملكية والدين والإقراض عبر الحدود) وتبلغ ثلاث مرات حجم المساعدة الإنمائية الرسمية. ومن المرجح أن تواصل تحويلات العاملين النمو مع استمرار الزيادة في الهجرة العالمية وتطور التكنولوجيات مثل المدفوعات باستخدام سلسلة التجمع والدفع عبر الهاتف النقال التي تجعل التحويلات أكثر سهولة وأرخص سعرا.

- يعتبر تقلص وفرة المدخرات العالمية التي ظهرت قبل الأزمة عاملا مساعدا على توقع الاستقرار في نمو التمويل الدولي. حيث تقلصت الاختلالات العالمية في الحسابات المالية والرأسمالية من 2.5% من إجمالي الناتج المحلي العالمي في عام 2007 إلى 1.7% في عام 2016. ويؤدي ذلك إلى انخفاض احتمالات أن تسفر إزالة هذه الاختلالات فجأة عن حدوث تقلبات في أسعار الصرف وأزمات في ميزان المدفوعات في بعض البلدان.

6. خاتمة

توصلنا من خلال هذه الدراسة إلى أن التمويل الدولي عرف نموا متزايدا منذ بداية التسعينات وخصوصا خلال فترة الألفية نتيجة التوسع الذي عرفته البنوك الدولية في نشاطها المالي والذي ساهم في تزايد حجم القروض الدولية التي شكلت النسبة الأكبر في التمويل الدولي قبل الأزمة المالية العالمية لـ2008. لكن وبعد الأزمة، عرف التمويل الدولي انهيارا كبيرا بفعل الصدمة التي مست القطاع المصرفي والأسواق المالية، وكان لها الأثر البالغ في تغيير تركيبة التمويل الدولي خصوصا بعد أزمة الديون السيادية الأوروبية

التي عززت من التوجه نحو تراجع القروض الدولية الأكثر تقلبا وتزايد الاعتماد على الاستثمار الأجنبي المباشر كأكثر الأشكال استقرارا في أوقات الأزمات المالية. كما أكدت الدراسة إلى أنه وفي ظل هذه التطورات، فإنه من الصعب عودة التمويل الدولي لمستواه قبل الأزمة الذي يعتبر نتيجة تراكمات عديدة طوال أكثر من 3 عقود من الزمن ساهمت في تعاطم قيمة الاقتصاد الوهمي. وعليه وفي ظل التدابير التي اتخذت على مستوى الأنظمة المالية عالميا والتي تركزت حول مزيد من التنظيم والرقابة على نشاط البنوك والأسواق المالية، فإن العولمة المالية لم تأخذ مسار التراجع بقدر ما شهدت استقرارا يساهم في تجنب الوقوع في أزمات مالية في المستقبل باعتبار أن الارتباطات بين الأنظمة المالية للدول أصبحت مرتكزة أكبر في شكل استثمارات أجنبية مباشرة كتمويل على المدى الطويل أكثر من ارتكازها على القروض الدولية واستثمارات المحفظة المالية التي تعتبر علاقات تمويل ذات تطايرية كبيرة وحساسية مرتفعة للتطورات الاقتصادية.

قائمة المصادر والمراجع

- Ben Bouziane, M., & Zirare, S. (2010). The spread of financial crisis contagion. *Economic and Management Research Journal, Vol 4, N° 2*, pp. 34-36.
- Davies, H. (2010). *After the Golden Age of Finance*,. Retrieved from project-syndicate: <https://www.project-syndicate.org/commentary/after-the-golden-age-of-finance?barrier=accesspaylog>
- Harl, P., & Lund, S. (2017). Global Finance Resets. *Finance and development, Vol 54, N° 4*, pp. 42-45.
- Kotz, H., & Lund, S. (2017). *Financial Globalization 2.0*,. Retrieved from project-syndicate: <https://www.project-syndicate.org/commentary/more-resilient-global-financial-system-by-hans-helmut-kotz-and-susan-lund-2017-09?barrier=accesspaylog>
- Lund, S., Mehta, A., Manyika, J., & Goldshtein, D. (2018). *A decade after the global financial crisis: What has (and hasn't) changed?* New York: McKinsey Global Institute.

- Lund, S., Windhagen, E., Manyika, J., Härle, P., Woetzel, J., & Goldshtein, D. (2017). *The new dynamics of financial globalization*. New York: McKinsey Global Institute.
- Mallaby, S. (2016). Globalization Resets. *Finance and development*, Vol 53, N° 4, pp. 06-10.
- Milesi-Ferretti, G., & Tille, C. (2010). The Great Retrenchment: International Capital Flows During the Global Financial Crisis. *the 52nd Economic Policy panel*, (p. p 4). Rome.
- Yuksel, M. (2019). *A Decade of Post-crisis G20 Financial Sector Reforms* . Rserve bank of Australia.