



جامعة بجاية
Tasdawit n'Bgayet
Université de Béjaïa

La Faculté des Sciences Economiques,
des Sciences de Gestion et des Sciences Commerciales
Université Abderrahmane Mira de Béjaïa (Algérie)

Organise un

COLLOQUE INTERNATIONAL

Portant sur le thème :

« Crise financière internationale,
Ralentissement économique mondial et
Effets sur les économies euro-maghrébines. »

Samedi 10 & Dimanche 11 Octobre 2009

بطاقة المشاركة:

الأستاذة : سماعلي فوزي

الجنسية: الجزائرية

الرتبة: أستاذ مساعد

المؤسسة : جامعة 8 ماي 1945 - قالمة

الهاتف: 0774 53 64 90

البريد الإلكتروني: Faw_Emerging@yahoo.Fr

عنوان المداخلة: "أزمة القروض العقارية في الولايات المتحدة تتحول إلى أزمة مالية عالمية"
— دور المبتكرات المالية في تفشي الأزمة و أهمية الأخذ بمقررات لجنة بال —

الوسائل المطلوبة لإلقاء المداخلة : Data Show

- للأستاذ مشاركات عديدة في ملتقيات وطنية و دولية.

- أطروحة الماجستير تحت عنوان: دورية الأزمات المالية في الأسواق الناشئة من 1994-2003

الأسباب - الحلول - الدروس المستفادة

- أطروحة الدكتوراه تحت عنوان: تدفقات رؤوس الأموال و ترتيبات أسعار الصرف في الأسواق الناشئة و الانتقالية

- البدائل الممكنة لنشوء الاقتصاد الجزائري-

1/- عنوان المداخلة: دورية الأزمات المالية في الأسواق الناشئة من 1994 - 2003

الأسباب - الحلول - الدروس المستفادة

الملتقى الدولي الرابع حول: إدارة الأزمات في ظل اقتصاد المعرفة، جامعة 20 أوت 1955 - سكيكدة، يومي 26 - 27 ماي 2008.

2/- عنوان المداخلة: أهمية مرونة المناخ الاستثماري في ازدهار المؤسسات و تحقيق التنمية الصناعية

— دراسة مقارنة لمجموعة من البلدان مع التركيز على الصين و الجزائر —

الملتقى الدولي الأول حول الاقتصاد الصناعي و السياسات الصناعية تحت عنوان: الاقتصاد الصناعي وأهميته في تصميم وقيادة السياسات الصناعية في الاقتصاديات الناشئة، جامعة بسكرة يومي : 2/3 ديسمبر 2008.

3/- عنوان المداخلة: التمويل الدولي و ممارسات إدارة المخاطر في ظل مقترحات لجنة بال للإشراف المصرفي الفعال.

الملتقى الدولي الثالث حول: إستراتيجية إدارة المخاطر في المؤسسات: الآفاق و التحديات، جامعة حسيبة بن بوعلي - الشلف، يومي 25 - 26 نوفمبر 2008.

ملخص:

الأزمة الحالية هي أسوأ أزمة أصابت الأسواق المالية المتطورة خلال عقود و هي لم تنته بعد، و في سياق الأزمة شجع انخفاض سعر الفائدة الاسمي و توفر السيولة و قلة تقلب هذه الأسواق، و تقديرات النمو المتفائلة في العالم بالرغم من المنحى المتزايد لأسعار المحروقات و المواد الأولية منذ سنوات، إضافة إلى الإفراط في تقييم الديون الناجمة عن القروض العقارية خصوصا للفئة دون الممتازة لأهم وكالات التصنيف و التي تنشط أساسا في الولايات المتحدة.

كل هذه العوامل مجتمعة أدت إلى إحساس عام بالرضا و الثقة، فقد كان النمو العالمي قويا و حدوث تجاوزات في أسواق المال في الولايات المتحدة أمرا مستبعدا باعتبارها ذات كفاءة من الدرجة الأولى و تتميز بالانضباط الداخلي و الخارجي و العمل الحر لآليات السوق و في إطار من الشفافية المالية و حرية و سهولة انتقال المعلومات، الأمر الذي أدى بأنواع كثيرة من المستثمرين على تحمل مزيد من المخاطر و من ثم أصبح الاستثمار في أصول و استراتيجيات أكثر خطورة هو القاعدة و التراخي في الأخذ بمبادئ الحيطة و الحذر فيما يخص تقدير المخاطر الأساسية و كفاية رأس المال اللازم لتغطيتها خصوصا من جانب البنوك.

و على الرغم من التحذيرات المتكررة للمؤسسات المالية الدولية بأن الاستقرار المالي يمكن أن يتضرر و تقلب "مشاعر الأسواق"، من جراء شدة البحث عن العائد و أخذ مراكز عالية الخطورة نتيجة التعامل المكثف في أسواق المشتقات من خلال بيع و إعادة بيع الأوراق المالية في الأسواق الآجلة على فترات و بأسعار فائدة مختلفة على ديون تضمنها رهون عقارية مصنفة قيمها السوقية في تصاعد مستمر، و قد غذي هذا السلوك انتعاش سوق الاستثمارات العقارية الفاخرة مما شجع على اقتراض العائلات، و أدت المنافسة بين البنوك إلى الإفراط في منح القروض و تسهيل شروط الحصول عليها في سياق البحث عن العائد و الاستحواذ على الحصة السوقية، و الاعتقاد السائد بقدرة المقترضين الثانويين على السداد لأن سوق العمل في الولايات المتحدة يتميز بالمرونة الكافية، كما أخبر تشارلس برنس المدير التنفيذي لسيتي جروب أحد الصحافيين في بداية جويلية 2007، أن كبار المسؤولين يشعرون بأنه "عليك النهوض و مواصلة الرقص مادامت الفرقة الموسيقية تعزف".

و بحلول مواعيد الاستحقاق تخلف كثير من المقترضين عن السداد مما أدى إلى إعادة حجز هذه العقارات و إعادة طرحها للبيع في السوق مع ضعف الطلب عليها فانخفضت بذلك قيمتها السوقية تدريجيا، و إلى غاية منتصف سنة 2007 لم تكن لدى المستثمرين معلومات كافية للحد من الاتجار في الأوراق المالية المضمونة بديون القروض العقارية و التي تم الإفراط في تسعيرها و تصنيفها إذ بلغت AAA.

إن تدهور جزء من محافظ الأصول المالية في البنوك يؤدي إلى ارتفاع مستوى القروض المشكوك في تحصيلها و في قيمة القروض المعدومة و يعرض البنك إلى خطر السيولة و الملاءة المالية، و إذا كان لهذا البنك (أ) أسهم في بنك آخر (ب) سوف يسعى حتما إلى بيعها لتوفير السيولة اللازمة و بفعل العدوى ينتشر هذا السلوك و تتعمم بذلك أزمة السيولة مما يؤدي إلى الإعسار المالي للبنوك و بالتالي إفلاسها و ينتقل النظام المالي إلى أزمة نظامية بمعناها الواسع، مما يوجب التدخل الحتمي للبنك المركزي لحماية النظام المالي خوفا من انتقال الأزمة و للحد من أثارها على القطاع الحقيقي مثلما حدث في الولايات المتحدة عبر مخطط بولسون للإنقاذ- Le Plan de Paulson و كذلك فعل البنك المركزي الأوروبي و الياباني و حتى في دول الأسواق الناشئة و العربية بفعل القنوات التجارية و خاصة المالية التي تربطها بأكبر اقتصاد في العالم.

كلمات مفتاحية:

دورة اقتصادية، فقاعة العقارات، قروض ثانوية، ملاءة مالية، مشتقات مالية، خارج الميزانية، كفاية رأس المال، أثار العدوى.

Résumé:

La crise actuelle est la plus grave qui ait frappé depuis des décennies les marchés financiers bien établis, et elle n'est pas encore terminée, Durant la période qui l'a précédée, des taux d'intérêt nominaux peu élevés, l'abondance de liquidité, la faible volatilité des marchés financiers et un sentiment général d'autosatisfaction ont poussé toutes sortes d'investisseurs à prendre plus de risques, La longue période faste sur les marchés financiers était censée se poursuivre, la croissance mondiale avait été solide, En somme, nombreux étaient ceux qui croyaient en un nouveau modèle pour les marchés financiers. Ainsi, l'investissement dans des actifs et des stratégies plus risqués est devenu la norme, souvent sans que l'investisseur comprenne bien les risques sous-jacents ni dispose d'un capital suffisant sur lequel s'appuyer.

Malgré les avertissements répétés du secteur public faisant valoir que la stabilité financière pourrait se trouver ébranlée par la poursuite effrénée du rendement, les incitations du secteur privé ont continué à encourager les investisseurs à prendre toujours plus de risques. Au printemps 2007, même les hauts responsables des plus grandes institutions financières ont commencé à exprimer des craintes en public, en particulier à propos des titres structurés adossés à des prêts hypothécaires à risque et du manque de rigueur des accords et des conditions de prêt appuyant les activités de rachat par l'emprunt. Cependant, vu les taux d'intérêt toujours faibles et l'abondance des liquidités, la demande de crédits structurés notés AAA et ayant un rendement supérieur à la normale a poursuivi sa hausse effrénée jusqu'au milieu de 2007. Les autorités de contrôle n'avaient pas assez d'informations et d'influence pour mettre fin à la prolifération de titres surévalués. Ainsi, la pression pour l'émission et la vente de ces types de produits était si forte, comme Charles Prince PDG de Citigroup, l'a dit à un journaliste au début de juillet, que les hauts responsables ont estimé qu'«il faut continuer à danser tant que l'orchestre joue».

Mots clés:

Cycles économiques, Bulles immobilières, crédits à risques, Risque Crédit, dérivés financiers, hors bilan, ratio minimum de fonds propres, effet de contagion.

أمكن لزيادة بنسبة 03% في القروض الثانوية العقارية- Sub primes متأخرة السداد و التي زادت القروض المتعثرة بمقدار 34 مليار دولار، أن تحدث اختلال في النظام المالي للولايات المتحدة الذي يتعامل في 57 000 مليار دولار حتى صيف 2007، أعقبه وقوع اضطراب مالي عالمي و قد تفسر الممارسات المترامية إن لم تكن الاحتمالية في مجال تغطية الإقراض الثانوي بضمان العقارات إلى حد كبير ما حدث من ارتفاع في نسبة القروض المتخلفة عن السداد لأكثر من 90 يوم من 6% إلى 9% بين الربع الثاني من 2006 و الربع الثاني لـ 2007، إلا أن تأثير ذلك على الأسواق المالية و الاقتصاديات يتجاوز بكثير أية خسائر متوقعة من حجز الرهونات العقارية.

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

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

I - نشأة و تطور سوق الرهن العقاري في الولايات المتحدة:

كانت سوق الرهن العقاري في الولايات المتحدة قبل 1938⁽¹⁾ تتألف أساسا من مؤسسات إيداع منظمة مثل البنوك و مؤسسات الادخار و القروض التي كانت تستخدم ودائعها في تمويل قروض شراء المنازل، و كانت هيئات الإقراض تلك "تجمع" القروض و بطبيعة الحال تحتفظ بها ضمن محافظها، وهي بذلك تتحمل المخاطر الائتمانية و مخاطر السوق المرتبطة بتقلبات أسعار الفائدة و مخاطر السيولة المرتبطة بتمويل أصول طويلة الأجل بخصوم (موارد، التزامات) قصيرة الأجل (ودائع).

و بغية توفير مزيد من السيولة ورؤوس الأموال جديدة لهذه الأسواق، قامت الحكومة في إطار سياسات "العهد الجديد- New Deal" للرئيس روزفلت- Roosevelt بإنشاء الهيئة الوطنية الاتحادية للرهن العقاري المعروفة باسم (فاني ماي- Fannie Mae) Federal National Mortgage Association في 1938، و كانت تلك مؤسسة مملوكة للدولة و تتمثل مهمتها في خلق سوق ثانوية للقروض العقارية- Crédits hypothécaires، و كانت هيئة فاني ماي

تشتري هذه القروض العقارية من منشئها وتعيد الحويلة النقدية إلى تلك الهيئات المقرضة عن طريق شراء هذه القروض العقارية مباشرة والاحتفاظ بها في محافظتها المالية، و تكون فاني ماي بذلك قد استحوذت على مخاطر الائتمان ومخاطر السوق والسيولة، وبالرغم من ذلك كانت هيئة فاني ماي في وضع أفضل من مؤسسات الإيداع في التعامل مع مخاطر السيولة والسوق لأنها كانت تستطيع الاقتراض لأجل أطول، وكانت فاني ماي كذلك اقدر على إدارة مخاطر الائتمان (أو السداد) لأنها كانت تحتفظ بمحفظة رهونات عقارية متنوعة على المستوى الوطني، وهو ما كانت حتى اكبر البنوك تجد انه من الصعب عليها عمله بسبب القيود التنظيمية على المعاملات المصرفية بين الولايات، و كانت مؤسسة فاني ماي لا تشتري سوى القروض العقارية التي تتوافق- Se conformaient مع معايير معينة للاكتتاب، و تستخدم تلك المقاييس الخاصة بالإقراض الآن في تعريف القروض المتوافقة- Les Prêts

Conformes و هي مرادف للقروض العقارية الممتازة- Crédits Hypothécaires de Premier Ordre.

و قد أثبتت هيئة فاني ماي (2) نجاحها و شكلت عمليات الاقتراض التي قامت بها لتمويل مشترياتها من القروض العقارية بحلول الستينات من القرن العشرين، حصة مهمة من الدين العمومي للولايات المتحدة، و من أجل طرح أنشطة فاني ماي خارج نطاق ميزانية التشغيل الفدرالية، تم إعادة تنظيم السوق العقارية الحكومية أثناء إدارة الرئيس جونسون- Johnson ، و نتج عن إعادة التنظيم تلك ما يعرف بـ "الهيئة الوطنية الحكومية للرهن العقاري (جيني ماي- Ginnie Mae) La Gouvernement National Mortgage Association مهمتها تسيير القروض العقارية المضمونة من طرف الدولة في إطار برامج الإسكان الاتحادية للمحاربين القدامى و غيرها من البرامج الاتحادية، و قامت أيضا بخصخصة ما تبقى من أنشطة ضمن مؤسسة مملوكة ملكية خاصة و مرخصة على المستوى الاتحادي سميت رسميا فاني ماي، و التي احتفظت ببعض التزامات المصلحة العامة كالسكن الاجتماعي، في سنة 1970 قامت جيني ماي بتطوير سندات مالية مضمونة بقروض عقارية- Le Titre Adossé à des Crédits Hypothécaires و التي نقلت مخاطر السوق إلى المستثمرين و حذفت من الميزانية الاتحادية جزء مهم من الديون التي كانت تلتزم بها في إطار تمويل برامج الإسكان الحكومية، و تعمل السندات المالية التي تضمنها قروض عقارية عن طريق إعادة تجميع القروض العقارية المتماثلة و بيع السندات المضمونة التي تنشئ حقوقا على مدفوعات القرض العقاري من المجمع و المدفوعات يتم تحويلها مباشرة إلى حاملي السندات.

في 1970 تم إنشاء "الشركة الوطنية الاتحادية للرهن العقاري المعروفة باسم (فريدي ماك- Freddie Mac) La Fédéral National Mortgage Corporation " لغرضين(3): توريق- Titrisation القروض العقارية التقليدية و توفير منافسة لهيئة فاني ماي التي تمت خصصتها حديثا، و مع مرور الوقت تقاربت النماذج الاقتصادية التي تتبعها فاني ماي و فريدي ماك و وفرتا معا تمويلا هائلا للقروض العقارية، سواء عن طريق شراء القروض العقارية المتوافقة و الاحتفاظ بها أو تحويل مبالغ كبيرة إلى سندات مضمونة بقروض عقارية، و هذه السندات المالية يشتريها المستثمرين المؤسساتيين و الأثرياء و مؤسسات الإيداع نفسها، و أدت عملية التوريق إلى توزيع المخاطر و وفرت

لمؤسسات الإيداع فئة أكثر سيولة من أصول القروض و استغلت موارد متنوعة من رؤوس الأموال لفائدة سوق الإقراض العقاري.

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

و تتضمن عملية التوريق لجميع القروض العقارية في هيكل ثابت- Structure Adhoc و هي ببساطة شركة مسجلة عادة في بلد أجنبي لا يفرض ضرائب، و تصدر الشركة أسهما تمثل حقوقا تستحق من مدفوعات القروض العقارية، يتمثل أبسط هيكل في أن يقوم المجمع بتحويل المدفوعات إلى حاملي السندات المالية بينما تقسم الهياكل الأكثر تعقيدا المدفوعات إلى شرائح مخاطرة- En Segments à Risques عالية و منخفضة المخاطر.

و يسمح التوريق للمقرضين بالحصول على أتعاب مقابل أنشطة الاكتتاب دون أن تترك نفسها عرضة لمخاطر الائتمان أو السوق أو السيولة لأنها تبيع القروض التي تبرمها، و عندما يرغب المقرضين في شراء مخاطر السوق يكون ذلك عن طريق شراء السندات المالية، و المستثمرون يحصلون على أصول عقارية أكثر سيولة و أكثر تنوعا، كما تحصل سوق القروض العقارية في مجملها على منافذ أكبر إلى رؤوس الأموال، و تحصل هيئات إدارة الرهن على أتعاب مجزية من إيرادات الفوائد، كما يكسب مصدرو السندات المالية المضمونة (المغطاة) بقروض عقارية أتعاب الاكتتاب، و فاني ماي و فريدي ماك تكسبان أتعاب مقابل ضمان إصدارتهما المورقة⁽⁴⁾.

II- إصدار السندات الخاصة المضمونة بأصول:

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

و في 2003 وفقا لمجلة Inside Mortgage Finance- الهيئات شبه العمومية كانت وراء 76% من إصدارات السندات المغطاة بقروض عقارية و بأصول و 24% المتبقية تمثلت في إصدار السندات الخاصة من جانب شركات وول ستريت، و بحلول منتصف 2006 كانت حصة المؤسسات شبه الحكومية قد انخفضت إلى 43% و مثلت إصدارات السندات الخاصة 57%، و كان من بين المصدرين الكبار شركات مشهورة مثل: ويلزفارجو- Wells Fargo و ليمان براذرز- Lehman Brothers، بيرسترنز- Bear Stearns، جي بي مورجان- G.P Morgan ، جولدمان ساكس- Goldman Sacks و بنك امريكا- Bank Of America إلى جانب عدة جهات إقراض كبرى تقدم قروضا بمخاطر عالية (لمقرضين ثانويين) مثل: انديماك- Indymac، وامو- Wamu، و كانتري وايد- Country Wide⁽⁵⁾.

و إلى جانب هذا التحول الجذري و السريع في حصص السوق حدث تغيير مشابه في معايير الاكتتاب، فبينما كانت فاني ماي و فريدي ماك تمثلان جهات إقراض عقاري ممتازة، نمت حصة الإصدارات الخاصة في جانب كبير منها من خلال إصدار و توزيع القروض العقارية الثانوية عالية المخاطر و كذلك القروض العقارية من الفئة Alt-A الممنوحة لمقترضين جدارتهم الائتمانية أكبر من جدارة العملاء الثانويين، لكنهم يمثلون مخاطر أكبر من مقترض القروض الممتازة، هذه الفئة Alt-A التي زادت من خلالها الحصة السوقية لإصدارات الشركات الخاصة و **الجدول(1)** يوضح ذلك:

و قد خلق تزايد عملية إصدار و توزيع القروض العقارية ذات المخاطر العالية (الثانوية) مشكلة لم يسبق أن ظهرت في أسواق تديرها الهيئات شبه العمومية، و لكن كيف يمكن بيع مثل هذه السندات المالية للدين الحاصلة على تصنيف ائتمان متدن؟ كان المشترون الرئيسيون للسندات المالية المضمونة بقروض عقارية ممتازة هم المستثمرون المؤسسيون- Les Investisseurs Institutionnels و كانت قواعدهم و توجيهاتهم الاستثمارية تعين بشكل حاد حدود تعرضهم و المبالغ من السندات المالية ذات المخاطر، و أمكن بيع مبالغ صغيرة من الديون الثانوية و قدرها 1 100 مليار دولار تم توزيع 685 مليار دولار منها كسندات مالية مضمونة بقروض عقارية بيعت لمستثمرين يبحثون على العائد المرتفع و لكنها لم تقترب من المبلغ كاملاً⁽⁶⁾.

الجدول(01): زيادة إصدارات السندات المالية المضمونة

بقروض ثانوية
نسبة مئوية - مليار دولار

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

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

III- البحث عن مستثمرين جدد:

و كان الحل من أجل تسهيل دخول الديون العقارية الثانوية إلى السوق في فصل المخاطر، و ذلك بتقسيم هيكل (مجمع- Groupe) هذه الحقوق العقارية إلى شرائح استثمارية منخفضة المخاطر و أخرى مرتفعة المخاطر(هذه الشرائح-Segments تصنيفها متدن)، و من أجل ذلك استخدم وول ستريت "هيئة الالتزامات المهيكلة و المضمونة بقروض(CDO) Dispositif d'Obligations Structurées Adossées à des Emprunts" التي تم إنشائها في

1987 من طرف شركة الاستثمار دريكسل برنهام لامبرت-Drexel Burnham Lambert و هي اليوم اختفت و انحلت، و في إطار تمويلها عن طريق قروض سنديّة- Emprunts Obligataires عالية المخاطر و تعيد شرائها مؤسسات عن طريق الاستدانة.

القروض العقارية الثانوية (عالية المخاطر) يتم تجميعها في التزامات الديون المهيكلة المضمونة بقروض عقارية (CDO)، يتم فيها إدخال الحقوق المورقة على مدفوعات المجمع في شكل شرائح- Tranches أو فئات متنوعة من المخاطر، و شأنها شأن القروض العقارية التي قامت عليها فإن الالتزامات المهيكلة المضمونة (CDO) سددت الأصل و الفائدة، و في نموذج بسيط من ثلاث شرائح:- تكون للشريحة الأدنى مخاطر أو الشريحة الممتازة- Senior حق الأولوية في الحصول على مدفوعات مجمع (CDO) و تحضى الشريحة الممتازة بأعلى تصنيف ائتماني قد يبلغ أحيانا الرتبة AAA و تحصل على سعر فائدة أدنى، و بعد تسديد مدفوعات هذه الشريحة الممتازة، تتلقى الشريحة الوسطى أو البينية- Mezzanine مدفوعاتها و هي توافق مخاطر أكبر بكثير و عادة ما تحضى بتصنيفات ائتمانية دون الدرجة الاستثمارية و معدل عائد أعلى، و لا تتلقى الشريحة الدنيا أو شريحة أسهم الملكية- Equity مدفوعات إلا إذا تم سداد مدفوعات الشرائح الممتازة و البينية- Les tranches Senior et Mezzanine بالكامل، و تعاني شريحة أسهم حقوق الملكية من الخسائر الأولى في المجمع و تتضمن أعلى درجة من المخاطر و عادة ما لا يتم تصنيفها ائتمانيا، كما أنها تمنح أيضا أعلى معدل للعائد تبعا لدرجة مخاطرتها، و يتم بيع كل فئة من السندات المالية على حدة و يمكن تداولها في الأسواق الثانوية حتى يمكن اكتشاف الأسعار لكل مستوى من المخاطر⁽⁷⁾.

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

في سنة 2005 حذرت مؤسسة فيتش راتينجز- Fitch Ratings⁽⁸⁾ من سرعة تحول صناديق المضاربة إلى مصادر مهمة لرؤوس الأموال بالنسبة لسوق الائتمان، وهناك مخاوف مشروعة من أن هذه الصناديق قد ينتهي بها المطاف إلى مضاعفة المخاطر دون تعمد منها وذلك يرجع إلى أنها عادة بطبيعتها ما تستثمر في مشاريع عالية المخاطر إلى حد خطير، و هي وليست كيانات تتسم بالشفافية ولا يتم الإفصاح عن معلومات حول موجوداتها و التزاماتها و عملياتها في التداول و هي أحيانا عالية الاستدانة و تتعامل في المشتقات- Les Dérivés بشكل مكثف أو تقتصر مبالغ هامة لاستثمارها، ولم يعرف المستثمرون ولا السلطات الرقابية سوى القليل عن أنشطة هذه الصناديق المضاربة، في حين وكما أشارت إليه مؤسسة Fitch Ratings أنه بسبب استدانتها العالية فإن تأثيرها في أسواق الائتمان العالمية أكبر بكثير مما تشير إليه أصولها المدارة المعلنة.

وتشير التقارير التي ظهرت في الصحف إلى أن استنادة صندوق مضاربة في شراء شرائح مرتفعة العائد، يمكن أن تبلغ 500% وهذا يعني أنه من أجل استثمار 600 مليون دولار في شراء شرائح حقوق الملكية أو الشرائح البنينة لمجمع (CDO)، يضيف صندوق المضاربة 100 مليون دولار من رأس ماله إلى 500 مليون دولار على شكل قروض، وإذا كانت هذه الشرائح تمثل 20% من مجمع (CDO) للديون الثانوية من إجمالي الدين وتم بيع 80% المتبقية في شكل سندات دين ممتازة- de Premier Rang لمستثمرين مؤسسيين، هذه الـ 100 مليون دولار تسمح للمقترضين ومصدري السندات المضمونة بقروض عقارية بتحريك 3 مليارات دولار عبر سوق القروض العقارية الثانوية أي 2.4 مليار دولار كسندات مالية من الفئة الاستثمارية (الشريحة الممتازة) و 600 مليون دولار في شكل سندات مرتفعة المخاطرة و كذلك العائد (9).

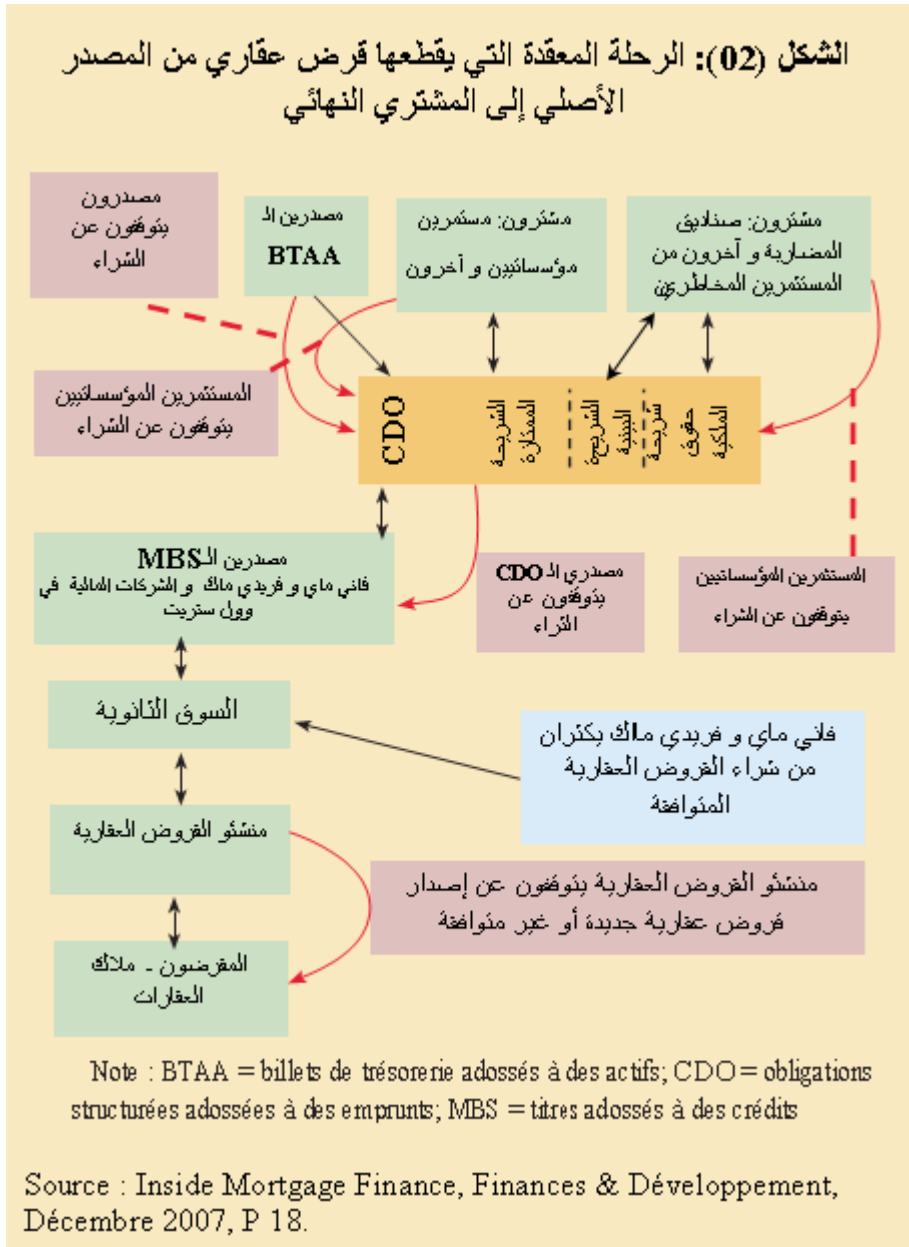
IV - نشوب الأزمة:

وخلافا للسندات المالية المصنفة والعقود الآجلة المتداولة في البورصة فإن هذه الالتزامات المهيكلة والمضمونة بقروض (CDO) ومشتقات القروض، لا تتداول في أسواق البورصات وتتداول بدلا من ذلك في معاملات أسواق خارج البورصات (سوق المشتقات) وتعمل أسواق البورصات كوسيط في كل عمليات البيع، وفي أسواق المشتقات يكون التداول ثنائيا بين الزبون والمتعامل ولا يتم الإفصاح عن أسعار وأحجام التداول، وآلية معرفة الأسعار غير شفافة ولا توجد هيئة مراقبة للسوق لتحديد أين توجد المراكز الهامة أو المعرضة للخطر، إضافة إلى ذلك فإن الأسواق خارج البورصات (غير منظمة) خلافا للبورصات (منظمة) لا يوجد لها صناع سوق- Des Teneurs أو سماسرة معينون أو آخرون لهم صفة مؤسساتية من أجل توفير وضمان السيولة، ونتيجة لذلك وبفعل أحداث كبرى تضطرب الأسعار ويتوقف المتعاملون عن التصرف كصناع للسوق وقد يتوقف التداول (10).

وعند ضربت الأزمة في شهر أوت 2007 أسواق السندات المضمونة بقروض عقارية ثانوية واجهت هذه الأسواق خطر السيولة في الوقت الذي كان فيه المستثمرون يواجهون مواقف استنادة عالية، مثل صناديق المضاربة الذين كانوا في حاجة إلى تصحيح مراكزهم أو التعامل بعيدا عن المراكز الخاسرة **أنظر الشكل (2)** أدناه، وقد ترك ذلك صناديق المضاربة حبيسة مراكز سيئة وفي ذات الوقت واجهت فيه طلبات سداد من سماسرتها فيما يخص الشرائح الممتازة (تقوم صناديق المضاربة بالاقتراض على أساس قيمة أصولها وعندما تفقد هذه الأصول قيمتها يصبح من الضروري إيجاد رؤوس أموال جديدة أو بيع الأصول من أجل سداد القرض)، وقد تفاقم الموقف لأنه في غياب التداول لم تكن هناك أسعار للسوق تستخدم كمقياس مرجعي ولا أية طريقة لتحديد قيمة مختلف شرائح المخاطر (11).

ونتيجة لذلك توقفت صناديق المضاربة عن التداول ولم يعد هناك أسواق للالتزامات المهيكلة المضمونة بقروض (CDO) وما يتصل بها من أسواق مشتقات الائتمان، ولم يتمكن مصدر (CDO) من بيع ما لديهم من رصيد وتوقفوا عن إجراء إصدارات جديدة.

وفي ظل غياب المشترين عن السوق الثانوية لم يتمكن منشئو القروض العقارية الثانوية من بيع القروض التي أبرموها الأمر الذي جعلهم في وضعية صعبة، وعدد كبير منهم عبارة عن شركات تمويل رسملتها ضعيفة وغير منظمة، وبدورها قامت البنوك التي تتعامل مع هؤلاء المنشئين بسحب التمويل منهم وعجز المنشئون عن تحمل رصيد القروض المتراكم لديها التي أصدروها وتوقفوا فوراً عن منح قروض جديدة (وعلى الأقل القروض الثانوية الجديدة)، وقدم بعضهم طلبات للحماية من الإفلاس، وبدورهم لم يتمكن أصحاب الملكية المرتقبون وأصحاب المنازل المالكون الذين يطلبون إعادة تمويلهم من الحصول على قروض عقارية غير متوافقة، الأمر الذي حال بين من لديهم مشكلات في السداد وبين إعادة تمويلهم تجنباً للتعثر وعرف الطلب تقلصاً في سوق الإسكان (12).



وفي نفس الوقت الذي توقفت فيه صناديق المضاربة والمستثمرين الآخرين عن شراء شرائح عالية المخاطر للقروض العقارية الثانوية، وتوقف حاملي سندات الخزينة المضمونة بقروض عقارية (أي سندات الخزينة للشركات التي عادة ما تكون أعلى درجة على سلم الجدارة الائتمانية) عن شراء سندات الخزينة المضمونة بأصول عقارية،

بعدما تبين لهم أن الأصول التي كانت بحوزتهم كانت شرائح مصنفة من الدرجة الاستثمارية للقروض العقارية الثانوية، لقد كانت الائتمانية المرتفعة في وقت ما كافية لتخفيف حالة عدم اليقين بالنسبة للمستثمرين فيما يخص مخاطر الائتمان، ولكن انهيار أسعار شرائح حقوق الملكية والشرائح البيئية دفع المستثمرين إلى إعادة تقييم الشرائح من الفئة الممتازة "الاستثمارية"، وكان على البنوك الكبرى والشركات المالية التي تنشط في البورصة الذين كانوا قد منحوا خطوط ائتمانية لوكلاء أدوات التوظيف المهيكلة الذين أصدروا سندات خزينة مضمونة أن ينفذوا هذه الالتزامات (13).

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

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

و قد أدي افتقار سوق المعاملات خارج البورصة إلى الشفافية إلى تفاقم المشكلة لأن المستثمرين قد صاروا فجأة ينفرون من المخاطرة و لم يكونوا يعرفون من هو معرض لمخاطر القروض الثانوية أكثر من غيره و من هو ليس معرضا، و قد جذبت السندات المضمونة بقروض عقارية عالية العائد كثير من المستثمرين من غير الأمريكيين، و طلبت عدة بنوك ألمانية كانت تستثمر في السندات المضمونة بقروض ثانوية تدخل الجهات التنظيمية و الرقابية، و تهافت المودعون على سحب ودائعهم من بنك نورثون روك- Northern Rock في المملكة المتحدة، و كانت كندا أكثر تأثرا بسبب حالة الجمود التي ضربت سوق سندات الخزينة المضمونة بأصول عقارية و ذلك لأن خطوط الإقراض المضمونة التي كانت تمول الوكلاء ثبت أن صياغتها كانت سيئة، الأمر الذي خلق حالة تتسم بالضبابية القانونية في وقت حرج و لم يتم تسوية الموقف حتى أصر البنك المركزي علانية على ضرورة وفاء البنوك بالتزاماتها بصرف النظر عن الجوانب القانونية (14).

V - تحديد مواضع الضعف:

أسهمت عدة نقاط ضعف في إخفاق السوق الذي سمح تغييره بزيادة قدرها 3% في معدلات عدم السداد لأكثر من 90 يوم في قسم فرعي للسوق العقارية الأمريكية، في إلقاء نظام مالي أمريكي يتعامل في 57 000 مليار دولار في أزمة كبيرة مست العالم كله (15):

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

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

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

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

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

VI- إعادة الاستقرار للأسواق:

رغم أن الأزمة تتطلب طرق حل معينة لإعادة الاستقرار لسوق الإقراض العقاري، فقد ألفت أزمة القروض العقارية الثانوية الضوء على أوجه ضعف مهمة، و للتعامل مع أوجه الضعف هذه ينبغي النظر في عدة قضايا (16):
أولاً:- تقييم مدى فاعلية تطبيق المعايير و اللوائح القائمة التي تتعلق باستخدام الضمانات (الاقتراض بضمان أوراق مالية مضمونة) في أسواق المشتقات و عمليات اقتراض صناديق المضاربة.

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

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

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

VII - خيارات الإصلاح:

في جويلية 1999 أصدرت لجنة بال وثيقة استشارية تتضمن عددا من الخيارات لإصلاح الاتفاق و قدمت هذه الوثيقة ثلاثة أعمدة هي:

تحسين إطار حساب ملائمة رأس المال، تطوير عملية المراجعة الإشرافية، تقوية انضباط السوق. و المقصود أن تدعم الأعمدة الثلاثة بعضها البعض و الهدف العام هو التوصل إلى معيار كفاية رأس المال يشتمل على بعض أفضل الاتجاهات للتعامل مع إدارة المخاطر الحديثة، مع الإبقاء على مفهوم الحد الأدنى النظامي لاشتراطات رأس المال.

VII-1 - الحساب المحسن لكفاية رأس المال:

تركز معظم الاهتمام بمقترحات لجنة بال حتى الآن على العمود الأول، وكان هدف اللجنة إدخال تحسين أكبر على النظام الحالي لتقويم المخاطرة و أن تربط فئاتها بدقة أكبر مع المخاطر الاقتصادية التي تواجهها البنوك و مع أن من المرغوب فيه تحقيق هذا الهدف، فقد اتضح أن تحقيق ذلك أكثر صعوبة مما كان متوقعا و قد تعرضت المنهجية الأولية التي اقترحتها اللجنة (و هي الاستفادة النظامية من التصنيفات التي تحددها وكالات تصنيف الائتمان - les Agences de Notation) إلى قدر كبير من النقد، و تركز الجانب الأكبر من النقاش حول دقة التصنيفات و قيل أن تصنيفات الائتمان وسائل هزيلة للتنبؤ بعدم السداد، و هو رأي دعمته مقولة أن وكالات التنقيط "فشلت" في التنبؤ بأزمات النقد الآسيوية قبل حدوثها في 1997-1998، و من الأمور المتصلة بذلك أن استخدام عمليات التصنيف يمكن أن يزيد من عمليات تدفق رأس المال في كلا الاتجاهين إلى الداخل و الخارج، و بذلك يصبح تكرار حدوث الأزمة المالية الآسيوية أمرا أكثر احتمالا و ليس أقل احتمالا، و قد انتقدت بعض الدول النامية و الدول التي تمر أسواقها بمرحلة التحول هذا الاقتراح على أساس أنه سيضع في أيدي وكالات التصنيف سلطات أكبر مما ينبغي، كما أنها تشعر بالقلق إزاء عمليات التصنيف الوطنية غير المطلوبة كما أن وكالات التصنيف ذاتها غير متحمسة لأن توضع في موقف القيام بهذا الدور شبه الحكومي (17).

و كان الكثير من الانتقادات الموجهة إلى وكالات التصنيف مبالغا فيه، و قد أوضح تقرير صندوق النقد الدولي عن أسواق رأس المال الدولية لسنة 1999 أن أسباب عدم توقع وكالات التصنيف للأزمة المالية الآسيوية، يرجع إلى أنها كانت مفاجأة لها و هي أسباب لا تختلف كثيرا عن تلك المتعلقة بالمراقبين الآخرين بما فيهم المؤسسات المالية

الدولية، و قد أثبتت التجربة ضعف المزاعم القائلة أن التصنيفات الائتمانية كمقاييس للمخاطرة جعلت تدفقات رأس المال أكثر دورية فقد ضلت التصنيفات مستقرة طوال الوقت، و كانت استجابة وكالات التصنيف للأزمة الآسيوية أقل تقبلا من تلك الخاصة بالمشاركين في الأسواق المالية.

و مع ذلك فإن الاختيار الملائم لوكالات التصنيف شرط أساسي للاستخدام الناجح لتصنيفات الائتمان الخارجية، و قد اقترحت لجنة بال عددا من المعايير للاعتراف المنظم بوكالات التصنيف، لكن تحقيق التوازن السليم بين توفير معايير نظامية ملائمة و بين تفادي إيجاد حواجز عالية أمام الدخول إلى صناعة الخدمات المالية، يعتبر أمرا صعبا و قد توفر لنا تجربة منظمات الأوراق المالية في اعتماد التصنيفات الخاصة دليلا مفيدا بالرغم من أن أهدافها التنظيمية مختلفة إلى حد ما، و تعتمد جهات تنظيم الأوراق المالية على الملاحظة المهمة بأن سمعة وكالة التصنيف هي أهم أصولها الرأسمالية، كما أنها الحاجز الرئيسي أمام الدخول إلى سوق التصنيفات الائتمانية، و من ثم فإن "لجنة الولايات المتحدة للأوراق المالية و البورصة" تعتمد بقوة على آراء سماسرة الأوراق المالية و على المشاركين في تقدير منح الموافقة النظامية لاستخدام تصنيفات إحدى الوكالات من عدمه، و يوحي هذا بالحاجة إلى عملية اعتماد يؤدي فيها معيار اختيار وكالة التصنيف إلى مضاعفة دور السوق في عملية الموافقة و خاصة في أسواق الدول المتقدمة.

و حتى مع ترك دور مهم لمدخلات السوق فالأرجح أن عملية إعطاء الموافقات بصورة غير مركزية ستؤدي إلى حدوث أوجه عدم توافق تضر بتطبيق الاتفاق عبر البلدان، و بالتالي يجب أن تتم عملية الموافقة على هيئات التصنيف الائتماني بصورة مركزية، و ربما يكون ذلك بإنشاء محفل يضم مجموعة ممثلة للهيئات التنظيمية المحلية و تشارك فيها المؤسسات المالية متعددة الأطراف فذلك يكفل التطبيق المتسق لمعايير الاختيار.

و قد أدى النقد للمنهج القائم على التصنيفات الخارجية إلى زيادة تأكيد لجنة بال على البديل الذي طرحته أيضا في الوثيقة الاستشارية، و هو السماح للبنوك بالاستفادة من أنظمة التصنيف الداخلية الخاصة بها لتعيين رأس المال النظامي الذي يتطلب الأمر الإبقاء عليه، و قد يتسم هذا التغيير باعتباره تحولا من نظام يقوم على القواعد إلى نظام يقوم على العمليات الموجهة، و بينما يضع اتفاق بال الأصلي قواعد لحساب رأس المال و الذي تسعى التصنيفات الخارجية إلى زيادة تنقيحه، فإن نهج التصنيف الداخلي يحول التأكيد التنظيمي إلى تقدير جودة عمليات إدارة المخاطر الخاصة بالبنوك ذاتها، و يواكب التحول في تأكيد تعديل "مخاطرة السوق" في 1996 لاتفاق بال⁽¹⁸⁾، و الذي سمح للبنوك باستخدام نماذجها الداخلية لقيمة المخاطرة كبديل للمعالجة المعيارية لحساب متطلبات رأس المال لمواجهة مخاطرة السوق بشرط الموافقة التنظيمية على تلك النماذج، و تسعى مقترحات الإطارات الجديدة لرأس المال إلى توسيع نطاق تلك الفكرة لتشمل مخاطر الائتمان أيضا.

إن نماذج مخاطر الائتمان التي تستخدم العديد من نفس الأساليب الإحصائية مثل نماذج قيمة المخاطرة تأتي حاليا في طليعة ممارسات إدارة المخاطرة، و هي تسعى إلى توفير محاكاة مماثلة لمحفظة الأوراق المالية حول احتمالات عدم السداد، تقوم على أساس البيانات التاريخية لخسارة الائتمان غير أنه من مشكلات هذا الأسلوب أن

لجنة بال ترى أن نماذج مخاطرة الائتمان لم تصل بعد إلى الدرجة الكافية من الدقة بحيث تستخدم للأغراض التنظيمية، و لا تزال المشكلات الأساسية قائمة بشأن صلاحية نماذج مخاطرة الائتمان و اختيارها المسبق، من ذلك مثلا أن المعلومات المتاحة عن عدم سداد القروض ليست شاملة كالمعلومات عن التحركات في أسعار السوق للأوراق المالية، بحيث يصبح من العملي استخدام نماذج قيمة المخاطرة لتقويم مخاطرة السوق و إلى أن تحل تلك المسائل، لن يكون ممكنا لنماذج مخاطرة الائتمان أن تلعب نفس الدور في تقويم ملائمة رأسمال البنوك الذي لعبته نماذج قيمة المخاطرة منذ 1996 في تقويم مخاطرة السوق.

و من ثم فإن لجنة بال تقترح الاستفادة من أنظمة التصنيف الداخلية لإدارة المخاطر في البنوك- Systèmes Internes de Gestion du Risque، و من الناحية النظرية يجب أن يكون لتلك الأنظمة بعض المزايا عن التصنيفات الخارجية، لأنها تشتمل على معلومات خاصة عن عملاء البنك التي لا تكون متاحة عادة للجمهور، و لكن عددا من دراسات أنظمة التصنيف الداخلية للبنوك أظهر أن منهجياتها تختلف بدرجة كبيرة و تتراوح بين أنظمة تقوم على الإحصائيات إلى أنظمة تقوم على التقدير، كما أن تلك الأنظمة تستخدم لأغراض و مهام مختلفة، في بعض البنوك تستخدمها للتعرف على التراجع في جودة القروض بينما يستخدمها البعض الأخر لحساب الربحية الداخلية و بالتالي أيضا لمكافأة موظفي القروض، و من الواضح أنه إذا كانت الأنظمة الداخلية للبنوك ستستخدم لأغراض تنظيمية ستكون هناك حاجة أكبر لتوحيد المعايير و يمثل الاهتمام الحالي للجنة بال بتلك الأنظمة مجرد البداية لعملية طويلة من زيادة التطوير و التنقيح.

إن التحول المحتمل نحو نظم أكثر توجهها نحو الأنظمة الداخلية لإدارة المخاطر في البنوك، يثير بعض الاعتبارات المهمة بالنسبة لمنظمي البنوك في الدول غير الأعضاء في مجموعة العشرة، إن معظم بنوكها تفتقر إلى المقاييس الدقيقة للمخاطرة الداخلية التي تشكل الأساس للأسلوب البديل المقترح للمعالجة من جانب لجنة بال بالنسبة لقياس المخاطرة، و نتيجة لذلك فإن معظم منظمي البنوك يحتمل أن يواصلوا الاعتماد على الأسلوب المعياري القائم على النظم بالنسبة للمستقبل القريب، و الواقع أن عددا قليلا من البنوك في العالم اليوم لديه أنظمة داخلية لإدارة المخاطر بدرجة كافية من الدقة لمواجهة أية اختبارات قد تضعها لجنة بال، و من ثم فينتظر أن تواصل أغلبية البنوك في الدول المتقدمة و النامية استخدام أسلوب المعالجة المعياري على أن تدرج في المستقبل القريب أية تحسينات تنفق عليها لجنة بال بصفة نهائية.

و من غير الواضح في الوقت الحالي ما إذا كانت لجنة بال تنوي الاحتفاظ بمعدل الحد الأدنى 8 % أو استبداله بمتطلب آخر، و النية المعلنة هي أن مقترحاتها يجب أن تؤثر أساسا في تخصيص رأس المال المطلوب أن تحتفظ به، غير أنه حتى في الدول التي تستفيد على نطاق واسع من الأسلوب المعياري المعدل للمعالجة سيكون من المهم ضمان أن تؤخذ نسبة الـ 8 % أو بديلها في الاعتبار بوصفها الحد الأدنى للمتطلبات، و على الدول التي تكون فيها بيئة الاقتصاد الكلي أكثر تقلبا أو أكثر عرضة للمخاطرة أن تطالب بنوكها بالإبقاء على نسبة لرأس المال أعلى بدرجة كبيرة مثلما يفعل الكثير منها في الواقع، و في الوقت نفسه سوف يحتاج المنظمون في دول الأسواق الناشئة إلى

مواصلة العمل لتحسين المستويات و الممارسات في تقييم القروض و الضمانات و في تصنيف القروض و في الاحتياط لخسائر القروض المحتملة، و التي بدونها تصبح نسبة رأس المال مؤشرا لا يمكن الاعتماد عليه بشأن سلامة البنوك (19).

VII - 2 - مراجعة إشرافية عالية المستوى:

الدعامة الثانية في نهج لجنة بال هو المراجعة الإشرافية و يهدف ذلك إلى تأكيد أن إشراف البنك ليس مجرد مسألة الالتزام بعدة معدلات كمية بسيطة، لكنه يتضمن أيضا القيام بتقديرات نوعية حول أمور مثل كفاءة إدارة البنك و قوة أنظمتها و رقابته و سلامة إستراتيجيته العملية و عائدها المحتملة، و أحد جوانب الضعف في الاتفاق أنه نسخة حقيقية مهمة و أن معدلا واحدا مثل ذلك الخاص بنسبة رأس مال البنك إلى الأصول المعرضة للمخاطر لا يكون له مغزى إلا في إطار فهم أوسع للمخاطر التي تواجه البنك، فكثيرا ما اتضح أن البنك الذي يبدو جيد الرسملة على أساس هذا المعيار يصبح هشاً تماما بعد ذلك بفترة وجيزة بل إن وجود معدل مقرر رسميا للحد الأدنى لرأس المال قد يعطي رجال البنوك و الأسواق و المنظمون على السواء شعورا مصطنعا بالأمن مثلما حدث خلال الأزمة المالية الآسيوية، و تهدف لجنة بال بجعلها المراجعة الإشرافية في وضع الدعامة الثانية في كفاءة رأس المال البنك إلى ضمان عدم تجاهل البعد النوعي من الإشراف المصرفي.

و بالنسبة للعديد من الدول الصاعدة و النامية فإن زيادة الاهتمام بالمراجعة الإشرافية سوف يتطلب الارتفاع بمستوى المهارات التنظيمية و الاستعانة بالمزيد من الموظفين ذوي الكفاءة العالية، و تحتاج الأسواق الصاعدة و غيرها من أسواق الدول النامية إلى تحسين مقدرتها على الإشراف على البنوك و غيرها من المؤسسات المالية، و يجب أن تتضمن العناصر الرئيسية لهذا النهج و التي تسمح بتقديم المساعدة الفنية الخارجية عند الضرورة، تقويما تشخيصيا لنهج الدولة الشامل للإشراف، و تطبيق النهج المتعلق بالمخاطرة على عمليات الفحص في الموقع، و تصميم أنظمة فعالة للإنذار المبكر- Systèmes d'Alerte Avancée للإشراف خارج الموقع، و متابعة صارمة لجوانب الضعف التي تحددها عمليات الفحص في الموقع و بعيدا عن الموقع، و تبني برنامج تدريب شامل للإشراف المصرفي، و من الواضح أنه لا يمكن استكمال تلك الإستراتيجية خلال سنوات قليلة و سيكون على منظمي البنوك في الدول الصاعدة و الدول النامية البدء في التخطيط لبناء المقدررة الإشرافية اللازمة لجعل الدعامة الثانية حقيقة واقعة (20).

VII - 3 - الدعم المتزايد لانضباط السوق:

الدعامة الثالثة و الأخيرة (21) هي حاليا اقل الدعائم الثلاثة تطورا و هو يتوخى زيادة الاستفادة من انضباط السوق إضافة إلى العملية الإشرافية، قد يأخذ ذلك شكل اعتماد المشرفين في عملهم على معلومات السوق بدرجة أكبر لكنه قد يؤدي أيضا في نهاية الأمر إلى استخدام انضباط السوق كبديل جزئي لإشراف القطاع الرسمي، و أحد أكثر الاقتراحات إثارة للجدل في هذا المجال هو ضرورة مطالبة البنوك بإصدار بيانات دورية عن الديون الثانوية، و يهدف هذا الاقتراح إلى إيجاد طبقة من المستثمرين تتفق دوافعهم بتلك الخاصة بالمشرفين على البنوك و وكالات

حماية الودائع، و الذين يقومون بصورة إيجابية بمراقبة و تحليل و تنفيذ الانضباط على البنوك، و قد ركزت معظم الدراسات عن استخدام الديون الثانوية كأداة لانضباط السوق على استخدامها المحتمل في الدول المتقدمة و خاصة في الولايات المتحدة، إلا أنه قبل إقرار استخدام الديون الثانوية كجزء من مواصفة دولية يجب النظر في إمكانية تطبيقه على الدول النامية، و على سبيل المثال هناك سؤال مهم حول ما إذا كانت الأسواق المالية لمختلف الدول النامية ذات عمق كاف لدعم المستويات المطلوبة لإصدار السندات و ذات سيولة كافية لإنتاج أسعار يمكن من خلالها الحصول على معلومات ذات مغزى، و بالمثل فإن هذا الاقتراح يفترض مسبقاً وجود طبقة من المؤسسات المالية تقوم بالاستثمار في تلك السندات، إلا أن تلك المؤسسات غير موجودة في كثير من اقتصاديات الأسواق الناشئة و بينما تستحق تلك الأمور المزيد من البحث فإن المقترحات الإلزامية بشأن الديون الثانوية لا يمكن النظر إليها كعلاج عام في إنشاء انضباط السوق، و إنما هي أحد العناصر المحتملة في مجموعة من السياسات الهادفة إلى إقرار انضباط السوق و يجب أن تشمل تلك السياسات على مستويات عالية من المحاسبة و الإفصاح، و شبكات سلامة مالية تقوم على أساس عامل المخاطرة و تنسيق الحوافز و سياسات صارمة غير قائمة على كفالة البنوك المعسرة و الانفتاح على الملكية الأجنبية و المنافسة، إن الاهتمام بهذه الدعامات المهمة كان من الممكن أن يجنب اقتصاد الولايات المتحدة و العالم هذه الأزمة المالية لولا السلوكات المالية غير المنضبطة و المتحايلة في كثير من الأحيان.

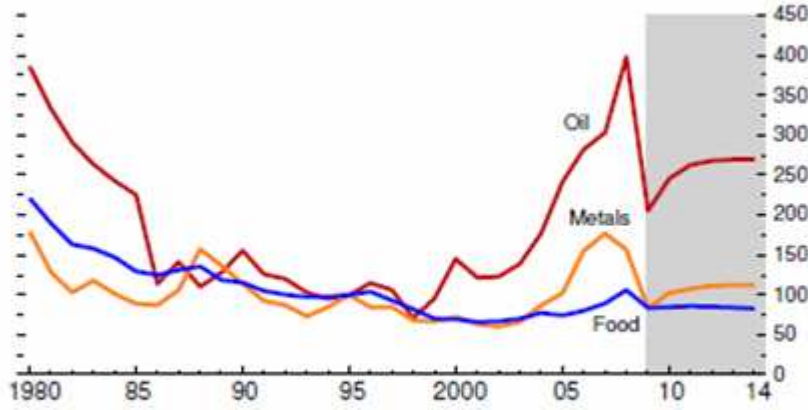
VIII - تداعيات الأزمة المالية الراهنة على البلدان النامية و الجزائر:

من المتوقع أن يشهد النمو في الاقتصاديات الناشئة و النامية بصفة عامة تباطؤاً حاداً من 6.25% في عام 2008 إلى 3.25% في عام 2009⁽²²⁾، تحت وطأة التراجع في الطلب على الصادرات، و انخفاض الموارد الموجهة لتمويلها، و هبوط أسعار المواد الأولية، و صعوبة الحصول على تمويلات خارجية، خصوصاً في سياق الأزمة المالية الحالية و ما ترتب عليها من أزمة في السيولة و التمويل (خاصة بالنسبة للاقتصاديات التي تعاني من إختلالات حادة في موازين مدفوعاتها)، و قد أدى تعزيز الأطر الاقتصادية في كثير من بلدان الأسواق الناشئة إلى إفساح المجال أكثر مما سبق لتدعيم النمو عن طريق استعمال خليط من السياسات النقدية و المالية، مما أسهم في تخفيف آثار هذه الأزمة الخارجية غير المسبوقة، و بالرغم من أن هذه الاقتصاديات سوف تتعرض إلى فترات تباطؤ اقتصادي شديدة فمن المتوقع أن يحتفظ نموها بالمعدلات المحققة في فترات الهبوط العالمي السابقة أو أن يتجاوز هذه المعدلات، و يلاحظ أن البلدان النامية في إفريقيا و غيرها من أنحاء العالم هي أكثر استعداداً في الوقت الراهن أيضاً لمواجهة ما ينشأ من تحديات أمام السياسات نظراً للتحسن الذي حققته في تنفيذ السياسات الاقتصادية الكلية، و لكن تبقى القارة في وضع أضعف من معظم المناطق الأخرى بسبب مستويات الفقر فيها و اعتمادها على تصدير السلع الأولية.

VIII - 1 - انخفاض أسعار السلع الأولية:

أدى ركود الطلب العالمي إلى انهيار أسعار السلع الأولية و الشكل (03) يوضح ذلك:

الشكل (03): الأسعار الحقيقية للسلع الأولية
(100 = 1995)



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

فرغم تخفيضات الإنتاج و التداعيات الجيو- سياسية هبطت أسعار النفط بنسبة تجاوزت 60% منذ الذروة التي سجلتها في جويلية 2008 و إن ضلت قيمتها الحقيقية أعلى مما كانت عليه في تسعينيات القرن الماضي، و قد خفض صندوق النقد الدولي توقعاته الأساسية لأسعار النفط إلى 50 دولار للبرميل في عام 2009 و 60 دولار للبرميل في عام 2010 (مقارنة بسعر 68 دولار و 78 دولار على التوالي في عدد نوفمبر 2008 من تقرير أفاق الاقتصاد العالمي الذي يصدر عن صندوق النقد الدولي) و الاحتمالات تشير إلى ترجيح انخفاض الأسعار أكثر، كذلك تم تخفيض الأسعار المتوقعة للمعادن و الغذاء تماشيا مع التطورات الأخيرة و أدت هذه الانخفاضات السعرية إلى إضعاف احتمالات النمو بالنسبة لعدد من الاقتصاديات المصدرة للسلع الأولية (23).

VIII - 2 - تقييم الآثار الممكنة بالنسبة للاقتصاد الجزائري:

إن السياسات و الأفاق الاقتصادية على المدى القصير و المتوسط سوف يخيم عليها في ظل معطيات الأزمة المالية الراهنة حالة تتميز بعدم اليقين حول الاتجاهات الاقتصادية العالمية، بالرغم من ذلك سجل الاقتصاد الجزائري منذ سنوات تقدما ملفتا، ميزه النمو السريع في القطاع خارج المحروقات و تخفيض نسب البطالة و التخلص شبه المطلق من المديونية الخارجية و فائض معتبر في الحساب الجاري و في الميزانية، و استمرت هذه النتائج المشجعة في سنة 2008 (24).

- النمو خارج قطاع المحروقات يقارب 6% و قد تحقق بفضل برنامج الاستثمارات العمومية و يقارب النمو الإجمالي 3% و هذا راجع إلى انخفاض مداخيل صادرات المحروقات.
- سجل التضخم 4% و هو الأضعف بين دول المنطقة، إن هذا التحكم في معدل التضخم يعكس سياسة نقدية حذرة بالرغم من الدعم الموجه لعدة سلع غذائية أساسية، أما أسعار الصرف الاسمية و الحقيقية بقيت مستقرة إجمالا منذ سنة.

- قدرت احتياطات الصرف بـ 135 مليار دولار في أكتوبر 2008 مما سمح بوضعية مريحة و قوية تجاه العالم الخارجي.
- وضعية المالية العامة بقيت متينة بالرغم من الزيادة المعتبرة في نفقات التسيير و التجهيز بفضل مداخيل المحروقات المرتفعة، و سجلت الميزانية فائضا إجماليا يقارب 9% من الناتج المحلي الإجمالي مما سمح بزيادة في الإيرادات الإضافية لصندوق ضبط الموارد – Fonds de Regulation des Recettes (FRR).
- ألفت الأزمة المالية بضلالها على الاقتصاد العالمي⁽²⁵⁾ :- انخفاض أسعار المواد الأولية و خاصة أسعار المحروقات، تباطؤ نمو الاقتصاد العالمي مما أدى إلى تراجع تدفقات رؤوس الأموال الدولية، و لن يتعرض النظام المالي في الجزائر إلى "أثار العدوى- Effet de Contagion" بشكل مباشر نظرا إلى ضعف القنوات المالية التي تربطه بالنظام المالي العالمي أصلا، و مع ذلك سوف يعاني من انخفاض مداخله نتيجة التراجع الحاد في أسعار المحروقات الأمر الذي لن يسمح له بمواصلة و المحافظة على وتيرة برنامج الاستثمارات العمومية، إن هذا التباطؤ في النمو الاقتصادي العالمي يتطلب سياسات اقتصادية كلية أكثر مرونة لامتناس الآثار المرتقبة عن انخفاض أسعار المحروقات على الاقتصاد و المحافظة على الاستقرار الكلي و دعم النمو.
- يجب على السياسة المالية في 2009 أن تعمل على حماية الطلب المحلي في مواجهة انخفاض أسعار المحروقات، إن الموارد المتراكمة في صندوق ضبط الموارد بفضل السياسات الحذرة المنتهجة منذ سنوات سوف تسمح بمواصلة تمويل برنامج الاستثمار العمومي و عجز الميزانية و هذا على الأقل في المدى القصير، كما يجب أن تلعب السياسة النقدية في 2009 دورا مهما في المحافظة على الطلب المحلي و هذا لمواجهة الضغوط التضخمية المحتملة إذا ما عاودت أسعار المواد الأولية الارتفاع، و من جهة أخرى على بنك الجزائر مواصلة سياسته الحالية الهادفة إلى استقرار أسعار الصرف الحقيقية.
- بالرغم من الظروف الحالية للاقتصاد الجزائري إلا أن هناك عدة مؤشرات تبقى مشجعة بالنسبة لسنة 2009، نمو قطاع خارج المحروقات ممكن أن يقارب 6% في حالة مواصلة برنامج الاستثمارات العمومية و استثمارات القطاع الخاص، معدل التضخم يبقى في حدود 4%، و لكن انخفاض أسعار المحروقات عندما تقترن بارتفاع في نفقات الميزانية العمومية و الواردات ممكن أن تتسبب في تراجع حاد في فائض الحساب الجاري و عجز في الميزانية العامة.
- إن استمرار التباطؤ العالمي يحتم على واضعي السياسات في الجزائر انتهاز إجراءات حذرة، تتمثل أساسا في ترشيد النفقات العمومية الجارية و تحسين الجباية الضريبية خارج المحروقات، و في كل الحالات يبقى ترشيد النفقات العمومية بالنسبة للجزائر محور أساسي للإصلاح⁽²⁶⁾.
- إن الأزمة المالية الراهنة تزيد من التأكيد على وجوب تنويع الاقتصاد الجزائري لأنه ما زال في تبعية مطلقة لقطاع المحروقات في مداخله، إضافة إلى انخفاض إنتاجية عوامل الإنتاج نسبيا بالمقارنة مع شركائنا الاقتصاديين، و تبقى البطالة دائما في حدود مرتفعة في أوساط الشباب و التحدي الحقيقي بالنسبة للجزائر على المدى القصير و

المتوسط هو ضمان معدلات نمو مرتفعة خارج قطاع المحروقات، يمكن لها أن تحقق انخفاضا كبير في معدلات البطالة و تحسين مستوى معيشة السكان.

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

الهوامش:

- 1 - Dodd Randall, "Subprime: Topographie d'une crise", Finances & développement, Decembre 2007, P 15.
- 2 - IB.ID, P 15-16.
- 3 - IB.ID, P 16.
- 4 - Greenlaw David and Others, "Leveraged losses: Lessons from the mortgage market meltdown", paper presented at the U.S. Monetary policy conference, 29 Février 2008, P 10.
- 5 - IB.ID, P 12.
- 6 - Dodd Randall, "Subprime: Topographie d'une crise", OP.CIT, P 17.
- 7 - IB.ID, P 17.
- 8 - Fonds Monétaire International, Rapport sur la stabilité dans le monde, Avril 2008, Washington, P 09.
Available at: WWW.IMF.org/External/np/glob-stab/192/2008HTM
- 9 - IB.ID, P 10.
- 10 - IB.ID, P 13.
- 11 - IB.ID, P 13-14.
- 12 - Fonds Monétaire International, Rapport sur la stabilité dans le monde, Octobre 2007, World Economic and Surveys, Washington, P 22.
Available at: WWW.IMF.org/imfsurvey/186/2007HTM
- 13 - IB.ID, P 23.
- 14 - Fonds Monétaire International, Rapport sur la stabilité dans le monde, Décembre 2007, World Economic and Surveys, Washington, P 19.
Available at: WWW.IMF.org/imfsurvey/188/2007HTM
- 15 - FMI, Rapport sur la stabilité dans le monde, Octobre 2007, OP.CIT, P 24.
- 16 - FMI, Rapport sur la stabilité dans le monde, Décembre 2007, OP.CIT, P 25-26.
- 17 - Patricia Jakson et al, "Capital requirements and Bank behavior, the impact of the Basle Accord, document de travail n° 01du Comité de bâte sur le contrôle bancaire (Bâle, Banque des Règlements Internationaux, 1999)", p 31.
- 18 - IB.Id, p 39.
- 19 - IB.Id, pp 40-41.
- 20 - IB.Id, p 43.
- 21 - Prasad, Eswer.S, Keneth Rogoff, Shang Jin Wei, 2003, "Effects of financial Globalization Developing Countries: Some empirical evidence of Basle Accord", IMF occasional paper n° 220, p 21.
- 22- IMF, "World Economic Out look", 28 Janvier2009, P 03.
Available at: WWW.IMF.ORG/External/NP/Out look/2009/Review.HTM
- 23 - IB.ID, P 03.
- 24 - Déclaration de la mission des services du FMI à Alger, Communiqué de presse n° 08/293 (F), Le 20 Novembre 2008, Document MHTML, Document (Imprimé), P 01.
Available at: WWW.IMF.org
- 25 - IB.ID, P 02.
- 26 - IB.ID, P 03.