

المالية والاقتصاد الحقيقي: التغيرات الهيكلية "Finance" and the Real Economy: Structural Changes

لمياء عماني

Lamitta.ame2001@yahoo.fr

جامعة قاصدي مرباح – ورقلة

تاريخ الاستلام: 29/09/2017 تاريخ التعديل: 10/02/2018 تاريخ قبول النشر: 13/05/2018

تصنيف JEL : G0, G1, F3

الملخص:

تهدف هذه الدراسة النقدية لتحليل أهم التغيرات ذات الشأن التي حدثت تاريخيا ضمن الرأسمالية، والتي أفضت إلى فك الارتباط التقليدي بين الاقتصاد الحقيقي والمالية، وهيمنة هذه الأخيرة.

ولقد توصلت الدراسة إلى أن أي مقارنة لإصلاح النظام المالي الدولي عليه أن يقر بهذا الانفصال وأن يعمل ضمنه، كما أن المؤسسات المالية الدولية لم تعد في حرج من الإعلان عن هذا الوضع المتأزم، وتؤكد على الحاجة الماسة لأفكار خلاقة في مجال الإصلاح المالي.

تقترح هذه الدراسة إجراء بحوث قياسية للاستدلال على استقلالية المالية وتأثير ذلك على الاقتصاد الحقيقي.

الكلمات المفتاحية: مالية، اقتصاد حقيقي، فك الارتباط، رأس المال المالي، أزمة، تعديل.

Abstract:

This critical study aims at analyzing the most important historical changes that have occurred within Capitalism, leading to the disconnection between the real economy and finance and the dominance of the later.

The study concluded that any approach to the reform of the international financial system must recognize this disconnection, and work within it. In this context, the international financial institutions announce this crisis situation and stress the urgent need for creative ideas in the area of financial reform.

This study proposes empirical research to infer the autonomy of finance and its impact on the real economy.

Keywords: Finance, Real Economy, disconnection, financial capital, crisis, regulation

مقدمة:

أفضت التحولات الكبرى في الرأسمالية إلى مرحلة من هيمنة رأس المال المالي الدولي، وهي مرحلة الرأسمالية المالية ذات الديناميكية السريعة، لقد عادت أطروحة رأس المال المالي، ديناميكيته وتفاعلاته، لتتصدر التحليل الاقتصادي. تتميز المرحلة الحالية من الرأسمالية بـ:

- * مبادلات دولية مكثفة، متنوعة، معصمة جغرافياً؛
- * دورات متكررة من "الانفتاح، الأزمة، العودة إلى الحمائية" لحماية مصالح رأس المال؛
- * خلق وضع مربك بين الإبقاء على هيكله العالم عبر وحدات سياسية مستقلة، ثم العمل على إضعاف تلك الوحدات ودمجها في سيرورة معصمة ومنظمة لتتأمين رأس المال عبر الشركات متعددة الجنسيات، ثم فرض حاجة دائمة للتعديل عبر الدولة.

لقد تَمَرَّدَت المالية على أدوارها التقليدية، فهي لم تعد تكتفي بتخصيص الموارد، وضمان تسوية المعاملات وتوفير المعلومات، أو تحويل المخاطر واختيار ثنائية العائد والمخاطرة،

والسماح بتحويل الثروة عبر الزمن، حيث كانت تسند الاقتصاد الحقيقي. إنها تدريجيا تستقل بنفسها وتهيمن.

تتمتع المالية بقوة أيديولوجية هائلة، فهي تمرر الأفكار الجديدة عبر أسواق المال، تصبح الفكرة ذات مصداقية وجماهيرية عندما تترجم إلى قيمة مالية، وتخرج عن إطار المنافسة أو السيطرة.

تعد هذه التوطئة تمهيدا لمعالجة الإشكالية التالية:

- ما مدى عمق التغيرات التي تحدث في عالم الاقتصاد المالي حتى تتفصل "المالية" عن الاقتصاد الحقيقي؟

وبالتالي يمكن التساؤل تباعا عن:

- (1) ما هي التحولات التي حدثت ضمن الرأسمالية في الفترة "ما بعد الكينزية"؟
والعوامل التي تساعد المالية على أن تستقل بنفسها ككتلة عن الاقتصاد الحقيقي،
لتهيمن على كافة ملامح الحياة الاقتصادية؟
- (2) ما الذي تقضي إليه تلك التحولات، وكيف تنعكس الآثار السلبية من المالية على
الاقتصاد الحقيقي؟
- (3) ما هي أفق إصلاح النظام المالي الدولي لضمان الاستقرار المالي الداعم للنمو؟

إن إطار هذه الدراسة التحليلية - النقدية هو تغلغل رأس المال المالي ونفوذه، والدراسة هذه لا توجه خطابا نقديا للرأسمالية إنما للرأسمالية المالية (رغم أنهما لا تتفصلان)، فرأس المال المالي يعيق إنشاء نمط إنتاج رأسمالي، ويكرس المضاربة نشاطا وحرفة أساسية على حساب العملية الإنتاجية والصناعة والوظائف، وبذلك يدعم مسارات المالية على حساب الاقتصاد الحقيقي.

1 التحولات الكبرى في الرأسمالية (الرأسمالية المالية)

كان لظهور وانتشار فكرة "قابلية المتاجرة" أو "التفاوض على الأصول المالية" الأثر البارز على الرأسمالية، بأن سلكت هذه الأخيرة منحى الرأسمالية المالية، وبالتالي كانت تلك الفكرة المدخل نحو انفصال الاقتصاد الحقيقي عن المالية.

لقد تمثلت الثورة المالية في منح الطابع المؤسساتي للنظام النقدي على قاعدة وضع الديون التجارية والديون العمومية محل متاجرة وتفاوض، مما نتج عنه سيولة نقدية ثم نقود ائتمانية (ودائع بنكية سائلة)، ويتوقف إعادة إنتاج السيولة النقدية والنقود الائتمانية كلما تعرّض النظام المؤسساتي إلى أزمة. وفي هذا الإطار تظهر الأنظمة المالية الوطنية كمحافظ مالية ضخمة تعود ملكيتها لأطراف متعددة، موزعة بين الأعوان الاقتصادية، تتحرك من خلال الأسواق المالية⁽¹⁾.

1 بعض مؤشرات هيمنة المالية وانفصالها

من أهم الدلائل على حالة الانفصال بين المالية والاقتصاد الحقيقي:

1.1. معاملات الصرف: يفترض أن هذه المعاملات تجاري حركة الاقتصاد الحقيقي، خاصة حجم المبادلات التجارية، حيث يمكن أن نرصد في هذا المجال بعض المقارنات الموضحة في الجدول رقم (1)، حيث متوسط معاملات الصرف ليوم واحد سنة 2007 كان 3210 مليار دولار، مقابل 64 مليار دولار كقيمة للصادرات، أي ما يمثل 50 مرة قيمة هذه الأخيرة، وهي تمثل جزءا من المعاملات المالية التي تمثل بدورها 98 % من إجمالي التعاملات مقابل 2 % على مستوى الاقتصاد الحقيقي، حيث كانت حجم التداولات في الاقتصاد المالي 2000 تريليون دولار، منها 70 % مشتقات مالية و 30 % منتجات الصرف.⁽²⁾

أما متوسط معاملات الصرف ليوم واحد سنة 2010 كان 4000 مليار دولار، في حين مثلت هذه المعاملات سنة 1970 حوالي 20 % من حجم الناتج المحلي الخام العالمي PIB، فقد أصبحت تمثل 15 مرة PIB و 65 مرة حجم المبادلات التجارية سنة 2010، رغم أن دورها الحقيقي هو تسوية المبادلات وتغطية المخاطر المرافقة لها.⁽³⁾

بينما متوسط معاملات الصرف ليوم واحد سنة 2013 كان 5300 مليار دولار، منها 62 % عمليات آجلة، أي عمليات الهدف منها المضاربة أو التغطية، المتدخلين في سوق الصرف انحصروا بين 9 % مؤسسات، 38 % بنوك تجارية وبنوك أعمال ضخمة، 22 % مستثمرون مؤسساتيون، 30 % مؤسسات مالية أخرى، و 1 % المتبقية فقط هي حصة البنوك المركزية والمؤسسات المالية العمومية.⁽⁴⁾

جدول رقم (1): تطور معاملات الصرف للفترة (2007-2013)

السنة	2007	2010	2013
متوسط معاملات الصرف ليوم واحد	3210	4000	5300

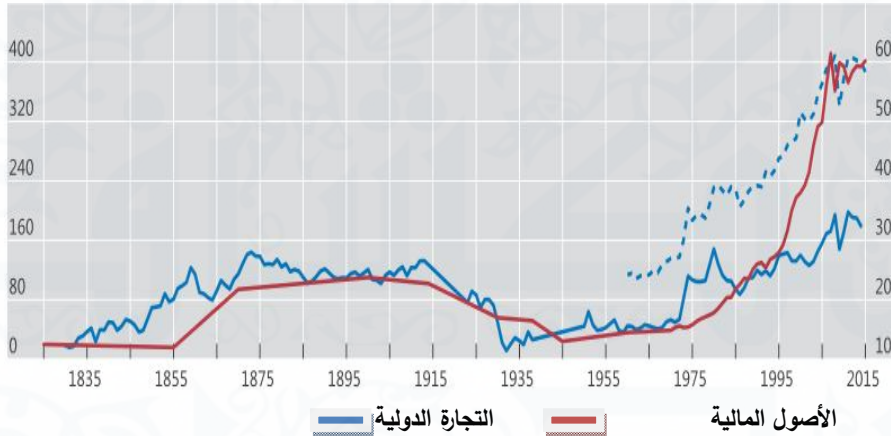
المصدر: معلومات مجمعة من الفقرات السابقة

2.1. المعاملات المالية والمعاملات التجارية

يُقاس معدل نمو القطاع المالي بمجموعة من المؤشرات منها حجم سوق الدين الداخلي والرسطة السوقية والمعاملات البنكية، وإذا رصدنا هذا النمو على صعيد دولي للفترة 1975 - 2015 نلاحظ أن نسبة الرسطة السوقية إلى الناتج الداخلي الخام وخلال أربع عشرات وصلت الذروة سنة 1999 مسجلة نسبة 120%، كذلك عدد الشركات المدرجة الذي وصل إلى 47 ألف سنة 2010، ونسبة المعاملات المالية إلى الناتج الداخلي الخام التي بلغت 166% سنة 2015.

الشكل رقم (1) يبين مستوى التباعد بين حجم الأصول المالية والتجارة الدولية لنفس الفترة، إن هذه الفجوة المتزايدة هي واحدة من المؤشرات على عدم الاتساق بين النمو في القطاع المالي والقطاع الحقيقي، ويبدو هذا التباعد أكبر خلال عشرين سنة الأخيرة.

شكل رقم (1): الأصول المالية والتجارة الدولية للفترة 1835-2015



المصدر:

BIS: 87th annual report, p100:

https://www.bis.org/publ/arpdf/ar2017e_ec.pdf

3.1. المعاملات المالية والناتج الداخلي الخام

من بين المؤشرات المعتمدة للاستدلال على التباعد بين الدائرتين المالية والحقيقية الفجوة بين مؤشر السوق المالي وحجم الناتج الداخلي الخام في نفس الفضاء الجغرافي. المفروض أن مؤشر السوق المالي يأخذ اتجاهها صعوديا مرتبطا بحالة الانتعاش الاقتصادي والعكس صحيح، غير أننا نلاحظ أن هذه الفجوة في ازدياد، فعلى سبيل المثال يوضح لنا الشكل رقم (3) كيف يتطور مؤشر *NASDAQ* (باللون الأحمر) بشكل منفصل عن حجم *GDP* (باللون الأخضر) في اليوم أ للفترة 1995-2015.

شكل رقم (3): الفجوة بين مؤشر *NASDAQ* و *GDP* للفترة 1995-2015



لمصدر: 2015: research.stlouisfed.org /shared areas indicate US recessions

2 العوامل الداعمة للمالية

1.2 الادخار والاستثمار المؤسسي

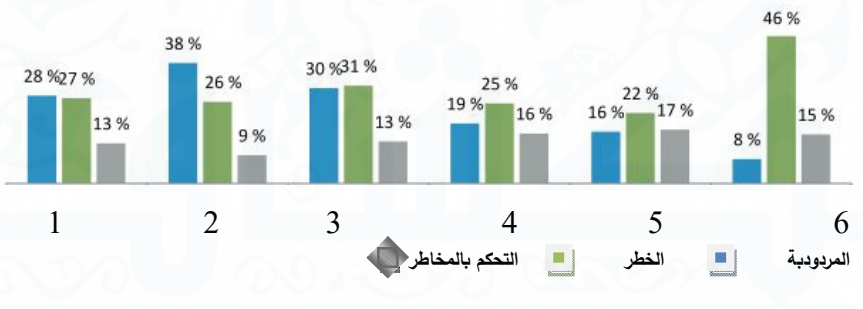
تكتسب المالية المزيد من النفوذ من خلال:

* قوة "المالية" الاجتماعية والاقتصادية التي تركز على **حركية الادخار**، وقدرته على التحول إلى أشكال مختلفة، استثماره كرأس مال أو تحويله إلى أوراق مالية. هذه القوة تجد أصولها في الأنظمة المالية الأنجلوساكسوني.

* دور **المستثمرين المؤسسيين**، الذين يتحكمون بادخار الأجراء، ويفرضون معاييرهم الخاصة بالمردودية على الشركات الصناعية، ويلعبون دورا مركزيا متشعبا داخل الأنظمة المالية.

الشكل رقم (2) يختصر نتائج صبر آراء أجرته إحدى الهيآت المتخصصة حول اهتمامات المستثمرين المؤسسيين عبر العالم مع آفاق سنة 2018. تبين النتائج أن الاستثمار المؤسسي يحوز أصولا استثمارية قدرت بـ 2100 مليار دولار سنة 2016، وأنه يتركز في القطاعات: 2 صناديق التقاعد للقطاع الخاص 3 صناديق التقاعد للقطاع العام 4 شركات التأمين 5 صناديق الجمعيات (الاستثمار المسؤول اجتماعيا) 6 الصناديق السيادية (1 يشمل كل الصناديق). الملفت للانتباه أن معدلات المردودية، المخاطر، والتحكم بالمخاطر شكلت أكثر اهتمامات المستثمرين المؤسسيين تكرارا.

شكل رقم (2): اهتمامات الاستثمار المؤسسي العالمي مع آفاق 2018



https://www.fidelity.ca/cs/Satellite/doc/pr_institutional_investors_expecting_more_asset_allocation_f.pdf

بذلك يكون رأس المال المالي قد أوجد لنفسه مساحة جديدة للتظهير عندما:

- ° كرس العلاقة المالية كعلاقة اجتماعية للهيمنة المرتكزة على الادخار؛
- ° فرض أشكالاً مؤسسية مختلفة لتأطير تلك العلاقة؛
- ° مكّن الأعراف الاقتصادية والاجتماعية الجديدة من قيادة تلك الهيمنة الاجتماعية المالية، التي فرضت على المجتمع والاقتصاد معا نمطا جديدا للتراكم المالي للثروة الاجتماعية.⁽⁵⁾

2.2 خلق القيمة ذات الطبيعة المالية

1.2.2 رأسمالية المساهمة: عندما تسود رأسمالية المساهمة يصبح المجال مفتوحا للحكومة بالمنظور المساهمي، كنموذج يفترض به أن يحل مشاكل الوكالة بين الأطراف المنخرطة في سيرورة خلق القيمة المساهمية. هذا النموذج يبحث دائما عن تامين رأس المال، حيثيت سم بما يلي:

- الأطراف المعنية بتوزيع القيمة هم المساهمون، المسبيرون، والدائنون، في حين يقصى "العمل" الذي يسهم في سيورة خلق القيمة؛
- الآليات التي توطر نظام الحوكمة وتقرض نمط التعديل هي الأسواق المالية كآلية رقابة خارجية، وكذلك سوق العمل للمسبيين؛
- المعيار الأساسي للأداء والذي يسمح بتقييم النظام هو أثر القرارات والسليات على ثروة المساهمين المقيمة عن طريق القيمة السوقية؛
- الأهمية البالغة للمعلومة المحاسبية ولمؤشرات أسواق المال التي تستجيب لتلك المعلومة (خاصة إذا كان مضمونها تخفيض تكلفة "العمل").⁽⁶⁾

2.2.2 الركائز المالية لخلق القيمة: مختلف العمليات التي تؤثر على المكون المالي للقيمة، من خلال أثر السياسة المالية في المؤسسة على القيمة، تحديداً على الثروة، تشمل هذه الركائز عمليات الرفع المالي وإدارة المخاطر، وعمليات إعادة شراء الأسهم، كما يمكن لعمليات أخرى كالمناولة والقرض الإيجاري أن تكون ضمن الركائز المالية لخلق القيمة، عندما يكون الهدف منها ليس التأثير على عمليات الاستغلال، إنما تخفيض الأصول الاقتصادية لزيادة معدل المردودية.⁽⁷⁾

هذه العملية التي تشو على أسواق المال، لأنها تخلق انطبعا خاطئاً حول زيادة الطلب على الأسهم التي ارتفعت قيمتها السوقية، والتي تمثل مكافأة لرأس المال وأداة لإدارة الأموال الخاصة، تكون مفضلة لدى حاملي الأسهم لأنها تحقق للمستثمر المالي فائض قيمة، يدفع عليه ضرائب أقل؛ كما تتفاعل معها الأسواق المالية على أنها قرار مالي غير عادي، مقارنة مع قرار توزيع الأرباح.

تكون عمليات إعادة الهيكلة المالية سببا في زيادة الثروة، وهي **ثروة مالية** ليس لها قاعدة اقتصادية، سرعان ما يعاد ضخ جزء منها في الاقتصاد الحقيقي من خلال المبادلات السلعية، والجزء الآخر يعاد استثماره في أسواق المال. عمليات إعادة الهيكلة المالية من خلال الرفع المالي تمكن صناديق المضاربة على سبيل المثال من تحقيق مردودية مالية للمساهمين تفوق 15%، وتتفوق بذلك على أداء السوق، وتخدم الاستراتيجيات الهجومية النشيطة في إدارة المحافظ المالية للمستثمرين الماليين.⁽⁸⁾

اضطراب أسواق المال لا يؤدي فقط إلى تراجع القيمة السوقية للشركات وتعرض المستثمرين لخسائر رأسمالية، بل يكون سببا في تباطؤ الأنشطة الصناعية وأنشطة الخدمات وتراجع معدلات النمو، والتأثير على "العمل" عبر خسارة الوظائف والدخول والقدرة الشرائية والطبقة الاجتماعية.

3.2 التحول نحو "الدولة النيولبرالية":

الجدول رقم (02) يختصر مراحل التحول المفصلية من الألفية السابقة، ويبيّن كيف تغيّر الوضع من السياسات الكينزية الداعمة للإنتاج والعمل في ظل تصالح توافقي بين الطبقات والسياسات المتبعة، إلى السياسات النيولبرالية الداعمة للاستقرار من خلال التشدد والتي تضع كل الأولويات والأهداف في كنف "السوق" الذي يفترضون فيه العقلانية الاقتصادية.

في إطار الدولة النيولبرالية تم قلب التراتبية بين السوق والسياسة: عوض أن تكون المالية في خدمة الأهداف الاجتماعية، تم وضع الخيارات الجماعية رهن الأسواق المالية الشاملة.

الأسواق العالمية تتوسع بشكل يتجاوز خصوصيات المجموعات البشرية للوصول إلى الفرد العقلاني والسوق القادر على توفير شكل أمثل من الرفاه، أما القناة التي تمر عبرها هذه الأفكار والقيم الجديدة فهي أسواق المال.

جدول (02) الانتقال من السياسات الكينزية إلى السياسات النيوليبرالية في ظل الرأسمالية

الانتاجية العامة (1)	علاقات القوى بين الطبقات والسياسات الاقتصادية المتبعة (2)	الآثار (1) + (2)
1950-1960	ارتفاع كافي في معدلات الانتاجية السبب: تقدم سريع في الإنتاج، الاستهلاكية الدائمة. النتيجة: وفاق نظري بين النمو في الأرباح، الأجور الحقيقية، والإنفاق.	تزايداً: تزايد الأرباح وتوسع الأسواق؛ نمو الاستثمار المنتج؛ نمو العمل.
1960-1970	ارتفاع غير كافي للإنتاجية. السبب: إنتاجية ضعيفة للخدمات. النتيجة: تباين بين نمو الأرباح، الأجور الحقيقية، والإنفاق.	تراجع الأرباح، وتراجع الاستثمار المنتج، وزيادة البطالة.
نموذج الدولة في هذه المرحلة هو الدولة الحمائية التي تستهدف النمو المرتكز على الداخل، تضع حواجز أمام رأس المال الأجنبي وتعمل على إحلال الواردات، والدولة الكينزية، التي تدخل في تعاون وشراكة مع الشركات متعددة الجنسيات، تمارس رقابة محدودة على رأس المال الأجنبي.		
1970-1980	استمرار الوضع عما كان عليه سنوات الستينات. علاقات القوى على حساب العمل. السبب: البطالة، عولمة الاقتصاد، ضعف النقابات على صعيد دولي. النتيجة: تبني سياسات نيوليبرالية، وتخفيض الأجور والإنفاق الحكومي.	تزايداً: ارتفاع الأرباح، وضيق الأسواق؛ عمليات تحويل الملكية (الاندماج، الخصخصة، المضاربة المالية) على حساب الاستثمار المنتج
1980-1990-2000	ارتفاع كافي في الانتاجية العامة. السبب: التقدم التكنولوجي (الخدمات بشكل خاص)	استمرار السياسات النيوليبرالية وفاق نظري ممكن بين العمل ورأس المال، ولكن عملياً لم يكن الوضع كذلك في ظل ضعف العمل.

Source : (1): **Gouverneur, J. (2005).** Les fondements de l'économie capitaliste : introduction à l'analyse économique marxiste du capitalisme contemporain, P 265, Librairie scientifique en ligne : www.i6doc.com (2): **Aglietta, M.(2004).** Architecture financière internationale : au-delà des institutions de Bretton Woods, Economie internationale, p 61...83

II نتائج التحولات والآثار المنعكسة من المالية إلى الاقتصاد الحقيقي

يكتسب الانتاج في الاقتصاد الصناعي الحديث أهمية رئيسية، ليس فقط بسبب السلع التي ينتجها، أما بسبب ما يوفره من دخل وفرص للعمل، إلا أن رأس المال المالي أمكنه عبر حركات المضاربة اقتناص أرباح تتعدى تلك القائمة على الإنتاجية. لذلك لم يعد من الأولويات الحفاظ على فرص العمل، خضوعا لمصالح الشركات الكبرى والمساهمين خاصة المؤسساتيين منهم.

إن قوة المصلحة المكتسبة لا تقاوم، وكل السياسات والأفكار يتم صياغتها ودعمها خدمة لمصالح رأس المال، ومصلحة رأس المال المالي هي دائما " القليل من العمل"، إما بتقليص مناصب العمل أو بتخفيض الأجور الحقيقية.

1 قطاع الأعمال: إرباك الشركات في اختيار الاستراتيجية الملائمة

تجد الشركات، خاصة الصناعية منها، صعوبة في اختيار الاستراتيجية المناسبة (التنوع، التركيز، التخريج...)، وذلك تحت تأثير معدل المردودية المطلوب والشروط الملزمة لخلق القيمة، لأن المستثمر المالي بعكس المستثمر الصناعي:
- لا يبحث عن القيمة الاستراتيجية بل عن **القيمة المالية** عبر الرسملة السوقية، إذا أتاحت إمكانية زيادة مردودية الأموال الخاصة دون التأثير المباشر على عمليات الاستغلال؛

- يركز على النتائج على **المدى القصير**، وتحديد استجابة أسواق المال للمعلومات الواردة عن الشركات، فلا يترك مجالا للقرارات الاستراتيجية، وما يعتبره المستثمر المالي استراتيجية هو فقط توزيع الثروة داخل المحفظة المالية بين الأسهم والسندات والسيولة (محافظ هجومية، محافظ دفاعية، محافظ متوازنة) والذي يكون مخططا لسنوات، بينما إعادة توزيع الثروة على الأسهم فيعد تكتيكيا بالنسبة للمستثمر المالي، بحيث تتم عمليا إعادة تهيئة المحافظ المالية بشكل دوري، من خلال عمليات تقييم الأداء، واستبعاد أسهم الشركات التي لا تجاري في نتائجها الرأسمالية أداء السوق⁽¹¹⁾؛

- لا يسعى للاستثمار في أسهم الشركات التي تنوع حافظة نشاطاتها بقدر سعيه لتنويع استثماراته عبر المحافظ المالية، كما يتحسس من الخطر الخاص بالشركة، في حين يكون متساهلاً تجاه وضعيات الخطر التي تأخذها الشركات عندما تستهدف زيادة المردودية.

2 قطاع الأسر: تحول جزء من الثروة إلى الاقتصاد الحقيقي من خلال الاستهلاك

لا تتحول الأرباح والخسائر الرأسمالية إلى قيم حقيقية إلاّ باتخاذ قرار التنازل عن الأسهم للحصول على تدفق نقدي موجه للحصول على سلع حقيقية، هذا يعني أن الرسملة السوقية ليس لها من قيمة في حد ذاتها، إذ أن القيمة لا تتحدد إلاّ بفعل قرارات البيع والشراء، لأن الرسملة مجرد تقييم افتراضي للثروة، مبني على حركة السعر في السوق المالي.

تحول جزء من الثروة إلى الاقتصاد الحقيقي في شكل تبادل سلعي يجب أن يخضع لقانون القيمة، وليس للعرض و الطلب، فإذا فرضنا أن هذه القوة الشرائية الجديدة لا تجد لها مقابلاً في جانب الإنتاج، فإن ذلك يعني أن التعديل لا بد أن يتم من خلال الأسعار، مما يؤدي إلى زيادة التضخم وتراجع قيمة الدخل، بما فيها العوائد المالية (مما يفسر حساسية الربح للتضخم)، هذه الآلية تؤدي لاحقاً إلى تراجع القيمة السوقية للأصول المالية.

ينمو الاقتصاد الحقيقي دولياً بمعدل متوسط ما بين 2 % إلى 3 %، بشكل لا ينسجم مع معدل العائد المطلوب على رأس المال من طرف صناديق الاستثمار المؤسسي 15 %، والذي يحدث هو أن معدل المردودية المالية المطلوب (الناتج من عمليات مالية بحتة كعمليات الرفع المالي) الذي يتحول إلى مردودية محققة، يعاد استثماره في أسواق المال لتتضخم الثروة، ولا يجد طريقه إلى دوائر الاقتصاد الحقيقي، وهكذا يتراد الانفصال بين الاقتصاد الحقيقي والاقتصاد الافتراضي أو المالية.

تصبح القاعدة الاقتصادية لمالية الاقتصاد:

- **الفقاعات المالية:** كنتيجة للأوهام المضاربة، التي تبدو في البداية تطلعات مشروعة نحو التثمين بسبب الأوضاع المتقلبة السائدة، وتتراعى أوهاما حقيقية

عندما يبدأ إنذار الأزمة المالية، ويتكشف الوضع الحقيقي للأصول المالية، كنتيجة للخلق الدائم لرؤوس الأموال المتحررة؛

■ **نمو الأرباح غير المتراكمة:** التي تتطوي على الربح وليس الربح (الربح بالمعنى الكينزي، ذلك الجزء من رأس المال الذي لا يستخدم في زيادة الطاقة الإنتاجية بل للمضاربة فيما هو موجود وإعادة توزيع الثروة بدل خلقها)، في ظل التراجع المعم للأجور، وتراجع معدل التراكم.⁽¹²⁾

جزء من الثروة المتراكمة على مستوى الأسواق المالية يعود إلى دوائر الاقتصاد الحقيقي، ليس من خلال إعادة الاستثمار بل من باب **الاستهلاك**، والجزء الآخر من الثروة يعاد استثماره مجدداً في أسواق المال.

3 التراكم المالي ودورة رأس المال المالي

يعتبر التراكم المالي بين دورة رأس المال الصناعي ودورة رأس المال المالي حلقة من حلقات صعود الاقتصاد المالي. يميل التراكم إلى دورة رأس المال المالي انطلاقاً من مسار استغلال رأس المال الصناعي، ورغم أنها دورة لرأس المال المنتج، إلا أن التوسع في آلية الاقتراض داخل هذه الدورة يكون بعكس التراتبية الطبيعية بين رأس المال الصناعي ورأس المال المالي (خضوع التراكم المالي لديناميكية رأس المال الصناعي من خلال رأس المال البنكي الذي يدعم سيروية رأس المال المنتج، الحالة التي تكون فيها البنوك في خدمة الصناعة).

نظام القرض والنظام البنكي يحولان أشكال رأس المال الحامل للفوائد إلى أشكال من "رأس المال - أوراق مالية" من خلال عمليات التوريق على سبيل المثال، أو رأس المال الرمزي (*Capital fictif*).

يتبين مع تراجع معدلات النمو الصناعي والاستثمار وتطور أحجام وأشكال التداول عبر أسواق المال في الظروف العادية (خارج أوقات الأزمات الحادة)، كيف أن تطور رأس المال المالي يكون على حساب رأس المال البنكي (الشكل المؤسسي المفتاح للروابط والعلاقات المالية لنظام القرض المحرك للرأسمالية الصناعية).

هذا لا يعني غياب البنك كمؤسسة أساسية في قلب النظام المالي الرأسمالي، لأن رأس المال البنكي لا يختفي مع تطور رأس المال المالي، بل يتحول عن الصناعة ويغزو من شكله، ويكون ذلك البوابة الأساسية لهيمنة رأس المال المالي، الذي نشأ من تطور رأسمالية المساهمة، وتطور من خلال صعود أسواق المال. تكون الميزة المؤسسية الأولى للتراكم المالي فرض معيار المردودية المالية والقيمة المطلوبة من طرف كتلة المساهمين.⁽¹³⁾

هذا الوضع المميز بحالة خضوع رأس المال الصناعي للتراكم المالي، ضمن ما يعرف **بدورة رأس المال المالي** وتراجع استغلال رأس المال الصناعي هو وضع معقد. فصناديق الاستثمار المؤسسي على اختلاف أنواعها تفرض قواعدا على الشركات متعددة الجنسيات وتوجهها نحو تبني استراتيجيات خلق القيمة عبر أسواق المال، فحين تتقل تلك الشركات أرباحها من مكان لآخر، تحول جزءا معتبرا منها للمضاربة في البورصات.

- تخرط الشركات متعددة الجنسيات في مسار العولمة المالية والتركز المالي عبر:
- التسعير في الأسواق المالية العالمية.
- توجيه أقسام من تحويلاتها المالية من الدول النامية نحو المحافظ المالية.
- الاعتماد على صناديق الاستثمار المؤسسي والخضوع لمتطلباتها.

تقع الشركات متعددة الجنسيات التي تمثل محركا للاقتصاد الحقيقي المنتج تحت ضغط صناديق الاستثمار المؤسسي التي تشكل نواة للاقتصاد المالي، من خلال البحث عن التمويل عبر أسواق المال عالميا، توفر الصناديق التمويل، ولكنها تطالب بمعدل عائد على حقوق الملكية يساوي أو يفوق 15 %.

خلق القيمة عبر أسواق المال وتحسين الأداء يبدأ من تخفيض التكاليف الهيكلية، لإمكانية تحقيق مزايا تنافسية تسمح بتحسين المردودية، ولذلك تقوم الشركات متعددة الجنسيات بتقسيم سلاسل الإنتاج وتوطن حلقاتها في أكثر البيئات جذبا، وتضغط على الدول المستقبلية في ميادين التشريع الاجتماعي والضريبي (قوانين العمل والاستثمار والمنافسة والضريبة والتحرير المالي والتجاري).⁽¹⁴⁾

4 التعديل من خلال المالية وبداية الأزمة

آلية التعديل من خلال المالية تتم عبر القنوات التالية:

استهلاك الفئات الربعية: جزء من فائض القيمة غير المتراكم يتم توزيعه على حاملي الأصول المالية في شكل عوائد مالية، تلك العوائد توجه للاستهلاك، حيث تتطلب عملية إعادة الإنتاج تكاتف استهلاك الفئات الربعية مع استهلاك الأجراء، من أجل خلق منافذ كافية؛

خلق اضطراب بين الأجور والربوع: جزء متزايد من مداخيل الأجراء يأخذ شكل العوائد المالية من خلال أسواق المال، بإقحام هؤلاء الأجراء في اللعبة المالية، وحصولهم على جزء من توزيع الربح.

تعاني الاقتصاديات الكبرى كثيرا من تراجع الادخار، خاصة في الدول الأنجلوساكسونية، رغم أنها تفرض أنظمة تقاعدية عبر الرسملة والادخار التعاقدية. وتعتمد على أسواقها المالية المتطورة في تمويل الاستهلاك، من خلال القدرة العالية على توزيع القروض على الأسر (رغم أن منح الائتمان يتم عبر النظام البنكي، إلا أن التوسع فيه يصبح متاحا مع تزايد القدرة على القيام بعمليات التوريق في كافة أقسام السوق)، ومن خلال توزيع معتبر لفوائض القيمة نتيجة نمو الأسواق المالية.

يتم تمويل الاستهلاك الذي يحفز الإنتاج من خلال الديون وفوائض القيمة والعوائد المالية للأسر من المحافظ المالية التي يستثمرون فيها (الربح). فتستمر أهمية المالية في تمويل الاقتصاد الحقيقي، ولكن بشكل مؤسساتي جديد، ليس من خلال البنوك وأسواق المال كقناة تمويل، إنما من خلال أسواق المال كقناة تعديل.

خلال الأزمة المالية 2008 (أزمة الرهون العقارية)، سمحت المالية بنمو متزايد لمديونية الأسر، حيث يظهر أن الاستهلاك ينمو، لكن ليس بسبب نمو الدخل، إنما بسبب تراجع الادخار.

لا يزال نظام الأجور نمط توزيع الدخل الأساسي على الأسر، ولكن مع وجود قناة أخرى للدخل هي تراكم رأس المال المالي. الشيء الذي يؤثر على الاستهلاك من خلال أثر الثروة، الذي يمكن توصيفه في النقاط التالية:

الثروة المقيمة من طرف الأسواق المالية تتحول بدورها إلى مكون أساسي للاستهلاك، للحصول على السلع الدائمة، على العقارات، أو للإقراض على مستوى البنوك، هذا التعديل في الطلب من خلال الديناميكية المالية يصبح واحدا من أهم مميزات نموذج تراكم رأس المال المالي؛

الدخل الممثل في الأجر مكون أساسي لمكافأة العمل، مع وجود تطلعات حول العائد من الأسواق المالية، هذا يؤثر مباشرة على المراجعة بين الادخار والاستهلاك؛ يحدد النظام المالي وعلاقاته الاجتماعية في الاقتصاد المالي مستوى توجيه النشاط الصناعي (الاستثمار، التشغيل، الأجور)، الطلب النهائي، مستوى معدلات الفائدة.⁽¹⁵⁾

التعديل داخل نظام تراكم رأس المال المالي مقيد بـ:

- اشتراطية الاستثمار من خلال فرض معيار معدل المردودية المالية؛
- اشتراطية الطلب والاستهلاك من خلال تراكم الثروة؛
- تحديد معدل الفائدة من طرف البنك المركزي باعتبار مستوى التضخم واستقرار الأسواق المالية.⁽¹⁶⁾

تحدث الأزمة عندما يفشل التعديل، ويتعطل الاستثمار أو الاستهلاك، ويبدأ الركود الاقتصادي. الأزمة قد تحدث على مستوى الاقتصاد الحقيقي كخلل في أحد قطاعاته، تلتقطها أسواق المال بسرعة، تضخمها عندما تكون الأسعار مجرد رد فعل سريع للمعلومة، تكون الاستجابة مفرطة (حسب مستوى كفاءة الأسواق المالية)، ثم تعيد إنتاجها من جديد وضخها إلى الاقتصاد الحقيقي.

أفاق إصلاح النظام المالي الدولي

III

1 نقد الإصلاحات الحالية

1.1. الدور السلبي للمؤسسات الدولية

انطلاقا من قنوات انتقال الأزمة من الاقتصاد المالي إلى الاقتصاد الحقيقي، هناك رؤية سلبية لجملة الإصلاحات المطروحة، والمتبناة على صعيد دولي، من وجهة نظر

تشير إلى أثر تلك الإصلاحات السلبية على مكونات النظام المالي، خاصة إذا كان أساساً يمر بأزمة، منها:

- 1- **النظام المالي المحاسبي** التي يظهر الخسائر محاسبياً بشكل فوري، فيدفع نحو تخفيض الأموال الخاصة والبيع لتجنب الإعلان عن نتائج مردودية متدنية أو أداء سيئ، مما يضعف القدرة على الحفاظ على الحصص السوقية. هذا من شأنه أن يعمق الميل نحو البيع وبدل أن يخلق تدني السعر الطلب على الأصول المالية فإنه يحفز أكثر على البيع.
- 2 - **قواعد الحذر البنكية** التي تستوجب على المؤسسات المالية والمستثمرين عدم الاحتفاظ بالأصول المالية المخطرة وعدم التوسع من جديد في منح الائتمان خاصة إذا تعرض هؤلاء لخسائر في الأموال الخاصة.
- 3 - **الهندسة مالية على صعيد دولي** والتي غايتها الضبط، من خلال الرقابة على السيولة الدولية، سواء تعلق الأمر بوضع رسوم على تدفقات رأس المال بغرض المضاربة، أهداف البنوك المركزية ومعدلات التضخم، التنسيق الدولي فيما يتعلق بالسياسات النقدية وسياسات الصرف.
- 4 - ترميم الثقة على صعيد دولي، من خلال وكالات تصنيف حكومية تساهم فيها الدول، لإعطاء مرجعية ذات ثقة للأعوان الاقتصاديين والماليين.⁽¹⁸⁾

غالبية هذه السياسات لم تثبت نجاحها حتى الآن.

2.1 القطيعة بين المالية والنمو

تشير بعض الدراسات إلى انتهاء الوفاق بين المالية والنمو، فالإصلاحات الاقتصادية القائمة على خفض معدلات الفائدة في أعقاب الأزمة صارت معيقة للدخار ومقلقة لشركات التأمين وغير جاذبة لرأس المال المستثمر.

سياسات البنك المركزي الأوروبي *BCE* التي انتهجت هذا المنحى جعلت البنوك المركزية غير قادرة على التحكم في الأزمات. حيث أن معدل الفائدة المتدني قد شجع على تراكم السندات والديون دون أن يؤثر إيجاباً على الاقتصاد الحقيقي والتشغيل

والائتمان البنكي. لقد سمحت هذه السياسات للدول بالاستدانة بمعدلات متدنية، ولكن تراكم الديون بشكل مفرط قد ينبأ بأزمة مديونية داخلية. لقد تم تجميع أموال المدخرين لزيادة ربحية البنوك والسماح للحكومات بمزيد من الاستدانة، غير أن سياسة الاستدانة لدعم النمو أصبحت عديمة الجدوى.⁽¹⁹⁾

تحولت "المالية" عن دورها في دعم النمو وأصبحت تساهم في خلق الأزمة:

- ▲ لم يعد تحويل الثروة يسهم في دعم الاستثمار بل في تراكم المزيد من الثروة المالية؛
- ▲ التسهّل في تقييم المخاطر وانتشار المخاطر المعنوية؛
- ▲ تشكل الفقاعات نتيجة ضخ السيولة؛
- ▲ انتشار الذعر المالي نتيجة سرعة انتقال المعلومات؛
- النظام البنكي بدوره صار مكمناً للأزمات.⁽²¹⁾

في تقرير صندوق النقد الدولي الموسوم بـ تحديات الاستقرار المالي في ظل نمو ضعيف ومعدلات فائدة منخفضة إشارات غير متفائلة إلى وضع الاقتصاد العالمي مع آفاق 2021، هناك سيناريو متوقع للركود المالي والحماية، تكون نتائجه تراجع بحوالي 3 % في الناتج العالمي.⁽²²⁾

2 رؤية جديدة للإصلاح

الإصلاح؟ من أين له أن يبدأ إذا كانت جميع الأطراف الفاعلة متورطة، بنوك ومؤسسات، اقتصاد أسري، مستثمرون ماليون، بنوك مركزية وحكومات؟ عادت أطروحة "عدم الاستقرار المالي" للظهور بقوة على صعيد التحليل الاقتصادي، في أعقاب الأزمة المالية وما تبعها من ركود اقتصادي، حيث ترى هذه النظرية جوهرية عدم الاستقرار المالي في الرأسمالية، وبالتالي لا جدوى غالباً من البحث عن الحلول ضمن النظرية الرأسمالية.

يرتكز *Minsky* كمنظر لـ "عدم الاستقرار المالي" على نقد آيتين أساسيتين⁽²³⁾:

■ **آلية التمويل** (الدور التقليدي الأساسي للمالية)، التي تدفع الاقتصاد الرأسمالي نحو عدم الاستقرار ونحو الدورات الاقتصادية، من خلال تراكم المديونية على مستوى الشركات، حيث يميز بين ثلاثة توجهات:

- التمويل المغطى، حيث تغطي المردودية المنتظرة أصل الدين وفوائده.

- التمويل المضاربي، حيث تغطي المردودية فوائد الدين دون أصله.
- التمويل على طريقة Ponzi، حيث لا تكف المردودية لتغطية المصاريف المالية.

تصبح قدرة المشروع على الحياة مرتبطة بالقدرة على المزيد من الاستدانة وبيع الأصول المالية.

■ "مفارقة الهدوء"، تحدث دائما فترات طويلة للانتعاش تتبعها فترات حادة لعدم الاستقرار، حيث تتشكل الأزمات في عمق فترات الانتعاش، ففي ظل هذه الأخيرة يعرف الاقتصاد الحقيقي فترة نمو ممتدة ويتوسع على خلفية محدودة أخطار التعثر المالي لدى المقترضين، وتزدهر صناعة الخدمات المالية والبنكية.

يتم خلق حالة من الأمان المضلل، حيث تتساهل البنوك في منح الائتمان تحت تأثير المردودية العالية، ومع سياسة نقدية توسعية تفتح قناة المخاطر.

من هنا تكون "دورية تقلبات الدورة الاقتصادية / *Procyclicité* " هي جوهر عدم الاستقرار المالي. وقد كان هذا الوضع محور اهتمام " *Bâle III* " من خلال " *Le coussin contra-cyclique* ".⁽²⁴⁾

تحصيلا لما سبق، وتأسيسا عليه، يمكن القول أن:

1. الحاجة إلى ثورة جديدة في الفكر الاقتصادي، الذي استمر في البناء على الأفكار الكينزية، سواء بالنقد أو بالتحديث، لأن سياسة النمو من خلال المديونية العامة والإنفاق لم تعد فعالة، خاصة إذا كانت مدعومة بخفض معدلات الفائدة، هذا الوضع في حد ذاته ينبأ بأزمة دين عام.

2. التحوط بالشكل التقليدي (الاحتياطات ومؤهلات المخاطر، النواة الصلبة والأموال المملوكة، احتياطات الصرف...) ليس إلا مهمل أمام الأزمة، سرعان ما تتآكل كل الاحتياطات بشكل متسارع مع كل حركة ارتدادية، لا بد من تفعيل الآليات الوقائية والاستجابة لكل إنذار مبكر.

3. حوكمة أسواق المال من خلال أخلاقية المعاملات، لأنه وعلى الرغم من عدم خضوع المعاملات الرأسمالية للتحكيم الأخلاقي، إلا أن صفة أخرى أساسية في

الرأسمالية ألا وهي العقلانية، صارت تتطلب الاحتكام إلى المعيار الأخلاقي للحفاظ على المصلحة.

4. الانتباه إلى أن الشركات ليست وحدها التي تغرق في المديونية من خلال السعي للاستفادة من آثار الرفع المالي مع كل ما تتيحه أدوات الهندسة المالية من تحديثات، بل أيضا الاقتصاد الأسري الذي يستهلك بتغطية من القروض البنكية والحكومات المهددة بأزمة دين داخلي سرعان ما تتحول إلى أزمة نظامية.

5. عدم تبني مطلق لرؤية المؤسسات المالية الدولية، التي طرحت مفهوم الحوكمة بشكل متأخر، بداية في خطابها، ثم من خلال الاستراتيجيات والبرامج والمؤشرات وأنماط التقييم، مستهدفة بذلك خلق سيورة تنمية مستدامة، لكن الأمر تأخر بعض الشيء، والنتيجة كانت هدم البنى المؤسساتية بعد إخفاق برامج التعديل الهيكلي ومكافحة الفقر.

(1)

Pineault, E. (2003). Prolégomènes à une théorie critique du capital financier : Liquidité du capital et développement de l'institution financière de la modernité, Document de travail de la Chaire MCD, numéro 2003/ 02 Canada, p 45.46.65 – www.chaire-mcd.ca

(2)

Berruyer, O. (2013). La déconnexion de l'économie financière, 15/01/2013 – <https://www.les-crises.fr/deconnexion-eco-financiere/>

(3)

Boucher, C. et al. (2012). Quand la finance ne sert plus à la croissance – in l'économie mondiale 2013, la découverte, Paris

(4)

www.lafinancepourtous.com – Document crée le 7/4/2014 mise à jour le 17/11/2015.

(5)

Pineault, E. (2003). op cit, p 5, 6

(6)

Charreaux, G. (2000). Gouvernement d'entreprise et comptabilité, in encyclopédie de la comptabilité, Economica, Université de Bourgogne, p 734...756

(7)

Caby, J. et Hirigoyen, G. (2005). Création de valeur et gouvernance de l'entreprise, 3 édition, Economica, p 39...54

(8)

Miotti, L. et Plihon, D. (2001). Libéralisation financière, spéculation et crises bancaires, Economie internationale, N 85, p12, 26, 27.

(11)

Grandin, P. et al (2006). Performance de portefeuille, Pearson, p 71, 72

(12)

Husson, M. (2008). Le capitalisme toxique, Inprecor, N 541.542, www.hussonet.free.fr

(13)

Pineault, E. (2002). Capital financier et financiarisation du Capitalisme : une contribution institutionnaliste à l'analyse des transformations de la régulation économique, Thèse de doctorat, Université du Québec à Montréal, p108, 109, 173, 188, 438.

(14)

Zacharie, A. (2009). Crise financière: changer de paradigme, centre national de coopération au développement (Coupole d'une centaine d'ONG), <http://www.cncd.be/Crise-financiere-changer-de>

(15)

Pineault, E. (2002). Op cit, p 440...449

(16)

Ibid – P 440...449

(18)

Virad, M-P. (2008). Dérive et crises du capitalisme financier, 10/11/2008 – www.tnova.typhone.net

(19)

Ugeux, G. (2015). La finance va – t – elle détruire l'économie ? première partie : la BCE à la dérive, le monde blogs, démystifier la finance, éthiques et marchés, www.finance.blog.lemonde.fr

(20)

Boyer, R. et al (2004). Les crises financières, Documentation française, Paris, p 112...136

(21)

Rapport sur la stabilité financière dans le monde – Octobre 2016 – www.imf.org

(22)

Voir : 1- Minsky, HP. (1982). L'hypothèse de l'instabilité financière, traduit de l'Anglais par Priour, F-X. Minima oeconomica, collection dirigée par Vogl, J. paris 2013

2- Plihon, D. Minsky, théoricien de l'instabilité financière. Revue Les possibles, N 10, 28/06/2016, <https://france.attac.org/nos-publications/les-possibles/>

(23)

Virad, M-P. (2008). op cit.