

نشرة صندوق النقد الدولي

دروس الأزمة

صندوق النقد الدولي يحث على إعادة النظر في كيفية إدارة المخاطر النظامية العالمية

نشرة صندوق النقد الدولي الإلكترونية

6 مارس 2009

- الانضباط السوقي والتنظيم المالي لم يواكبا المبتكرات المالية وارتفاع نسب التمويل بالديون
- السياسات الاقتصادية الكلية عجزت عن القيام بتحريك إزاء تصاعد المخاطر النظامية
- القيادة مطلوبة على المستوى الدولي لرصد المخاطر النظامية العالمية والتعامل معها

في أول دراسة شاملة من نوعها، صندوق النقد الدولي يحصر الدروس الأولية المستخلصة من الأزمة المالية العالمية ويحث على إعادة النظر عالميا في كيفية إدارة المخاطر النظامية.

"لكي نتجاوز مرحلة تبادل اللوم في سياق هذه الأزمة، من المفيد أن نتساءل عن السبب في أن صانعي السياسات أغفلوا الخطر الوشيك" حسبما ورد في التقرير الذي يشير أيضا إلى أنه "إذا كان هناك موضوع أساسي تقوم عليه الدروس المستخلصة فهو الإخفاق في التعامل مع التشتت".

وعلى غرار ما دعت إليه في البداية اللجنة الدولية للشؤون النقدية والمالية، وهي اللجنة المسؤولة عن تسيير سياسات الصندوق، سوف يكون عمل صندوق النقد الدولي رافدا مساهما في جهود مجموعة العشرين التي تضم اقتصادات العالم الكبرى بغية التوصل إلى مخطط مبدئي لإصلاح كيفية تنظيم الأسواق المالية وتعزيز فعالية المؤسسات المالية الدولية مثل صندوق النقد الدولي والبنك الدولي. ومن المقرر أن يجتمع قادة مجموعة العشرين في لندن في الثاني من إبريل 2009. وقد شدد أعضاء المجلس التنفيذي للصندوق في معرض مناقشة التحليل الذي أعده خبراءه على "ضرورة اتخاذ إجراءات علاجية تغطي نطاقا واسعا ومستويات متعددة، مما يوضح جدول الأعمال الطموح الذي ينتظر صانعي السياسات ويوضح ضرورة اتخاذ إجراءات منسقة".

ما السبب وراء الأزمة

يعد الفهم للمصدر الذي نشأ عنه الخطأ عاملا جوهريا في استعادة استقرار الاقتصاد العالمي الذي يمر بأسوأ فترة ركود منذ الحرب العالمية الثانية. وقد صرح السيد رزا مقدم، مدير إدارة الاستراتيجيات والسياسات والمراجعة في صندوق النقد الدولي، بقوله إن "من عناصر الفشل الرئيسية في فترة الرواج الاقتصادي هو عدم القدرة على رصد

الخطر الذي تمثله فقاعة أسعار الأصول المتنامية في المشهد الكلي. فقد اقتصر تركيز صانعي السياسات على الجزئية المتعلقة بهم في المشهد الكلي، وأغفلوا المشكلة الأكبر."

ويشير التحليل الصادر عن الصندوق إلى إخفاقات على ثلاثة مستويات مختلفة:

- لم تكن هيئات التنظيم المالي مجهزة بما يتيح لها اكتشاف تركيزات المخاطر والحوافز المعيبة وراء طفرة المبتكرات المالية. فلا الانضباط السوقي ولا العمل التنظيمي استطاع احتواء المخاطر الناجمة عن سرعة الابتكار وزيادة الرفع المالي، والتي ظلت تتراكم لسنوات طويلة.
- لم يوجه صانعو السياسات الاهتمام الكافي للاختلالات الاقتصادية الكلية المتنامية التي أسهمت في تراكم المخاطر النظامية في النظام المالي وفي أسواق المساكن. فقد ركزت البنوك المركزية على التضخم في الأساس، وليس على المخاطر المصاحبة لارتفاع أسعار الأصول وزيادة الرفع المالي. وكانت أجهزة الرقابة المالية منشغلة بالقطاع المصرفي الرسمي، بدلا من الانشغال بالمخاطر المتزايدة في النظام المالي العامل في الظل.
- لم تتجج المؤسسات المالية الدولية في إرساء روابط تعاونية وثيقة على المستوى الدولي. وقد أدى ذلك إلى زيادة العجز عن رصد مواطن الضعف المتنامية والروابط القائمة عبر الحدود.

منهج "اللمسة الخفيفة" في التنظيم المالي عجز عن رصد الخطر

تشير دراسة صندوق النقد الدولي المعنية بالتنظيم المالي إلى الكيفية التي حدث بها التوسع الهائل في النظام المالي على مدار العقد الماضي، وما أنشأه من أدوات مالية جديدة بدت وكأنها تحقق مكاسب أكبر مع تحمل مخاطر أقل. ومما شجع هذا الشعور شيوع الاعتقاد في صلاحية منهج "اللمسة الخفيفة" في التنظيم المالي الذي يقوم على افتراض أن الانضباط في الأسواق المالية من شأنه القضاء على السلوكيات المندفعة وأن الابتكار المالي يعمل على توزيع المخاطر وليس تركيزها.

وقد اتضح خطأ الافتراضين، وكانت النتيجة ظهور فقاعة ضخمة في أسعار الأصول، لا سيما في قطاع المساكن، وتراكم قدر هائل من المخاطر في الجهاز المصرفي الرسمي وخارجه. وقال السيد هايمان كاروانا، مدير إدارة الأسواق النقدية والرأسمالية في صندوق النقد الدولي إن "الواضح من هذه الأزمة هو ضرورة توسيع حدود التنظيم المالي لكي تشمل المؤسسات والأسواق النظامية التي كانت تعمل خارج نطاق تغطية الجهات التنظيمية والرقابية." وأضاف قائلا "تقترح منهجا من مستويين لتوسيع نطاق التنظيم المالي: التوسع في الإفصاح بما يتيح للأجهزة الرقابية معلومات كافية لتحديد المؤسسات الكبيرة أو المترابطة بما يكفي لخلق مخاطر نظامية، وتكثيف إجراءات التنظيم والرقابة الوظيفية."

وتحدد هذه الدراسة خمسة مواطن ضعف أساسية ينبغي معالجتها:

- **أولاً: يتعين توسيع الحدود التنظيمية أو نطاق التنظيم** لكي يشمل كل الأنشطة التي تشكل مصدر خطر على الاقتصاد ككل. وينبغي المحافظة على مرونة التنظيم كي يواكب المبتكرات المستجدة في الأسواق المالية، كما ينبغي أن يركز على الأنشطة وليس على المؤسسات. وينبغي الحيلولة دون تركيز المخاطر بما يتجاوز حدود التنظيم. وسوف تكون أولى الخطوات المهمة في هذا الصدد هي توضيح التفويض الرقابي على الاستقرار النظامي.
- **ثانياً: يتعين تعزيز الانضباط السوقي.** وقد وُجّهت انتقادات متعددة لإخفاقات هيئات التصنيف الائتماني فيما يتعلق بتقدير المخاطر، ويجري اتخاذ مبادرات للحد من تضارب المصالح فيما بينها وتحسين إجراءات العناية الواجبة تجاه المستثمرين. ومن الخطوات الأخرى التي يمكن اتخاذها خفض الاعتماد على المراتب الائتمانية لاستيفاء القواعد الاحترازية وتحقيق التمايز في سلم التصنيف الائتماني للمنتجات المهيكلة. كذلك يتعين أن تنص تسوية أوضاع البنوك النظامية على دواع مبكرة تستوجب التدخل وترتيبات لاقتسام الخسائر يمكن التنبؤ بمسارها مسبقاً.
- **ثالثاً، يتعين الحد من مسابرة الاتجاهات الدورية في العمل التنظيمي والمحاسبي.** فمن شأن زيادة مقدار رأس المال الإلزامي المطلوب من البنوك أثناء فترات الانتعاش أن تؤدي إلى تكوين هامش احتياطي يمكن أن تستند إليه البنوك أثناء فترات الهبوط. كذلك يلزم وضع إطار دولي لرصد المخصصات بحيث يعكس الخسائر المتوقعة على مدار الدورة الاقتصادية، وليس في الفترة السابقة عليها. وينبغي أن تقوم الجهات الرقابية أيضاً بتقييم نظم تعويضات العاملين بصفة منتظمة للتأكد من أنها لا تنشئ حوافز مشجعة على المخاطرة المفرطة. وأخيراً، هناك مبررات قوية تتطلب تحسين القواعد المحاسبية عن طريق الإقرار بإمكانية الخطأ في التسعير في أوقات اليسر والعسر.
- **رابعاً، يتعين سد فجوات المعلومات.** فمن الضروري زيادة الشفافية في تقييم الأدوات المالية المركبة. ومن شأن تحسين جودة المعلومات المتعلقة بالمعاملات خارج السوق الرسمية وخارج الميزانية العمومية أن يتيح للأجهزة التنظيمية فرصة تجميع المخاطر التي تهدد النظام بأسره ووضع تقييمات لها. وسوف تؤدي هذه التدابير أيضاً إلى تعزيز الانضباط السوقي.
- **خامساً، يتعين على البنوك المركزية تقوية الأطر الموضوعية لاحتياطي السيولة النظامية.** وينبغي أيضاً تحسين البنية التحتية التي تركز عليها أسواق المال الرئيسية.

السياسات الاقتصادية الكلية لم تراع المخاطر النظامية

سبقت هذه الأزمة فترة طويلة من النمو العالمي القوي وأسعار الفائدة المنخفضة، الأمر الذي شجع المستثمرين على السعي لتحقيق عائدات أكبر وأدى إلى زيادة الطلب على المنتجات المالية ذات المخاطر الأعلى والتي نشأت نتيجة

الابتكار المالي. وقد صرح السيد أوليفيه بلانشار، المستشار الاقتصادي ومدير إدارة البحوث بصندوق النقد الدولي، قائلاً إن "التفاؤل الذي جلبته فترة طويلة من الرخاء كان من المسببات الأساسية لهذه الأزمة. وأدى هذا التفاؤل إلى عدم توخي الحرص كما ينبغي في تقدير المخاطر التي تهدد الاقتصاد العالمي." وقال إنه "في ظل الإخفاقات الكبيرة في مجال التنظيم والرقابة، أدى هذا الوضع إلى ارتفاع نسبة التمويل بالديون وتراكم الأصول عالية المخاطر."

السياسات الاقتصادية الكلية لم تأخذ المخاطر النظامية في الحسبان

جاءت الأزمة مسبقة بفترة طويلة من النمو العالمي القوي وأسعار الفائدة المنخفضة. وشجع هذا النمو المستثمرين على السعي وراء تحقيق عائد مرتفع، مما استحث الطلاب على المنتجات المالية المبتكرة المقترنة بمخاطر أكبر. وفي هذا الصدد، صرح السيد أوليفيه بلانشار، المستشار الاقتصادي ومدير إدارة البحوث بصندوق النقد الدولي، بقوله: "ترجع جذور الأزمة إلى التفاؤل الذي أحدثته فترة الازدهار الطويلة. وأدى هذا التفاؤل إلى عدم تقييم المخاطر بالعناية المطلوبة. ومع الإخفاقات الكبيرة في التنظيم والرقابة، زاد الرفع المالي المفرط واشتد تراكم الأصول عالية المخاطر."

وبالرغم من أن السياسات النقدية وسياسات المالية العامة لم تسهم بدور كبير في الفترة السابقة على الأزمة، فإن الأزمة لا تزال تتطوي على عدد من الدروس لصانعي السياسات على مستوى الاقتصاد الكلي.

- **أولاً، ينبغي أن تتحرك السياسة النقدية في مواجهة تراكم المخاطر النظامية.** فعلى صانعي السياسات التركيز على الاستقرار المالي والاقتصادي الكلي وتوجيه مزيد من الاهتمام لتراكم المخاطر النظامية. ومن الصعب، بطبيعة الحال، رصد فقاعة تزداد تضخماً ثم التحرك لمواجهتها. وعادة ما تكون السياسة النقدية أداة قليلة للتعامل مع طفرات الائتمان وأسعار الأصول؛ إنما يتعين أن يأتي رد الفعل اللازم من أنشطة التنظيم الاحترازي بصفة أساسية. ولكن هذا الخط الدفاعي الأول باء بالفشل فيما سبق ثم فشل مجدداً في الآونة الأخيرة. وبالتالي، هناك حجج كافية لتوسيع مجال السياسة النقدية حتى يشمل الاستقرار المالي والاقتصادي الكلي بشكل واضح، ولا يقتصر على استقرار الأسعار.

- **ثانياً، ينبغي ترسيخ دعائم سياسة المالية العامة في أوقات اليسر.** فمن الملاحظ أن سياسة المالية العامة لم تسهم بدور كبير في الفترة السابقة على الأزمة، ولكن كثيراً من البلدان تعذر عليه سداد الدين العام وتخفيض مستويات العجز في أوقات الرخاء. ونتيجة لذلك، تجد هذه البلدان نفسها ضعيفة القدرة على تنشيط اقتصاداتها خروجاً من الأزمة. وكانت السياسة الضريبية عاملاً مشجعاً أيضاً على التمويل بالديون في السنوات الأخيرة. ومن المفيد تغيير مثل هذه القواعد الضريبية السارية. وفي هذا الصدد، أجرى صندوق النقد الدولي تحليلاً مفصلاً للحيز المالي المتاح في البلدان الرئيسية، وكيفية تصميم مجموعات من التدابير التنشيطية الفعالة، والتأكد من ملاءمة المالية العامة على المدى المتوسط، نظراً لارتفاع الدين والالتزامات الاحتمالية.

- **ثالثاً، يتعين معالجة الاختلالات العالمية الناشئة عن تدفقات رؤوس الأموال الدولية، رغم النفع الذي يعود من هذه التدفقات على وجه العموم.** فعلى صانعي السياسات استخدام السياسات الهيكلية والاقتصادية الكلية في إعادة التوازن بين المدخرات والاستثمارات في اقتصادات كل منها. وعليهم أيضاً استخدام العمل التنظيمي في الحد من المخاطر النظامية الناشئة عن تدفقات رؤوس الأموال، وذلك على سبيل المثال بفرض قيود على انكشاف المؤسسات المالية المحلية والمقترضين الآخرين لمخاطر النقد الأجنبي.

إخفاقات التعاون الدولي

رغم تنامي المخاطر، أخفق صندوق النقد الدولي والمؤسسات المعنية الأخرى في إطلاق صيحة تحذير فعالة لصانعي السياسات والحث على بذل الجهود التعاونية. وتحرياً للإنصاف يمكن القول بأن بعض التحذيرات قد أُطلق بالفعل. فعلى سبيل المثال، حذر صندوق النقد الدولي ومؤسسات أخرى من تركيزات المخاطر في القطاع المالي واحتمالات التصحيح غير المنظم للاختلالات العالمية. ولكن ما أُطلق من تحذيرات وقع على آذان غير مصغية، وهو ما يرجع جزئياً إلى افتقارها لصفة الإلحاح وطابع التحديد.

كذلك افتقر صانعو السياسات إلى الالتزام بإجراءات السياسة المنسقة لمواجهة المخاطر العالمية. فكان تحرك السياسات المبدئي مع تكشُّف الأزمة، على سبيل المثال، هو المسارعة بحماية البنوك المحلية رغم ما يجلبه ذلك من مخاطر السحب الجماعي للأموال في أماكن أخرى.

وتعد أنظمة التأمين على الودائع الوطنية مثالا للعواقب العديدة غير المقصودة التي تنتج عن اتخاذ البلدان إجراءات من طرف واحد يمكن أن تنشئ مشكلات لاحقة في بلدان أخرى، مما يضخم أثر المشكلة ككل.

وخلاصة القول أن الأزمة أكدت الحاجة إلى توجيه رسائل أوضح من خلال السياسات وإلى توثيق التعاون الدولي، وليس إضعافه، حول مجموعة من القضايا الاقتصادية والمالية المتنوعة. وطبقاً للتحليل الذي أجراه صندوق النقد الدولي، ينبغي اتخاذ إجراءات في أربعة مجالات:

- **أولاً، ينبغي أن تكون تحذيرات السياسة أكثر تركيزاً وتحديداً.** ويعمل الصندوق حالياً بالتعاون مع منتدى الاستقرار المالي للخروج بعملية جديدة للإنذار المبكر تجمع تحت مظلتها الخبرات المتفرقة في المجال المالي والاقتصادي الكلي، وتدحر المخاطر الكبرى التي تواجه الاقتصادات. وبشكل أعم، سيكون التحدي الذي يتعين على الصندوق مواجهته هو رسم سيناريو للصورة الكبيرة يشمل تطورات الاقتصاد الكلي والقطاع المالي، على أن يأخذ هذا السيناريو في الاعتبار أيضاً آثار انتقال التداعيات عبر البلدان.
- **ثانياً، ثمة حاجة لقيادة التحرك نحو معالجة المخاطر العالمية النظامية.** فهناك مجموعة من المنظمات يمكن أن تزعم الاضطلاع بدور قيادي، ومنها صندوق النقد الدولي ومجموعة السبعة ومجموعة العشرين ومنتدى الاستقرار

المالي و"منظمة التعاون والتنمية في الميدان الاقتصادي"، ولكن أيا منها لم يثبت فعاليته. ويتمتع الصندوق بالصلاحيات المطلوبة، والعضوية التي تكاد تشمل جميع أنحاء العالم، ومزيج من الخبرة المالية والاقتصادية الكلية يجعله مؤهلا تماما لقيادة الجهود المعنية بالمخاطر العالمية، لكن أساليبه البيروقراطية وجمود هيكل القوى فيه تسببا في تحويل النقاش المتعلق بالسياسات نحو مجموعات أصغر وأكثر مرونة، منها مجموعة العشرين ومنتدى الاستقرار المالي. غير أن هذه المجموعات الأصغر لديها مشكلات خاصة بها من حيث الشرعية والقدرة على المتابعة. وهناك حل عالمي يمكن أن يكون مُرضيا، وهو الجمع بين الخبرة والشرعية والفعالية وإتاحة منبر للتفاعل بين صانعي السياسات رفيعي المستوى. ويمكن أن يقوم صندوق النقد الدولي بهذا الدور، ولكن ذلك سيتطلب تعديلا آخر في توازن أصوات البلدان الأعضاء وحجم تمثيلها حتى يكون صنع القرار أدق تعبيراً عن المشهد الاقتصادي العالمي الراهن.

- **ثالثاً، ينبغي وضع قواعد لتسوية أوضاع القطاعات المالية العابرة للحدود** من أجل تشجيع الجهود التعاونية بدلا من الحلول التي تخفف العبء على دافع الضرائب المحلي مع إمكانية أن تخلف أثارا على البلدان المحيطة على غرار سياسة إفقار الجار.
- **وأخيرا، هناك حاجة لوضع إطار عالمي موثوق للسيولة.** فلا يزال الحصول على تمويل أو تأمين كبير مسألة شائكة بالنسبة لمعظم بلدان الأسواق الصاعدة. ويعمل الصندوق على مراجعة إطار الإقراض المعتمد لديه حتى يضمن ملاءمته لاحتياجات البلدان الأعضاء. وإذا لم يستطع الصندوق توفير التأمين اللازم، فقد تسعى البلدان في المستقبل إلى الاعتماد على التأمين الذاتي من خلال الفوائض ومراكمة الاحتياطات، الأمر الذي يمكن أن يشوّه التجارة العالمية لسنوات قادمة.

مسار المستقبل

من الصعب سياسيا وفنيا تنفيذ التوصيات الموجزة آنفا. غير أن نطاق الأزمة الحالية يكفي للتدليل بوضوح على أهمية التعلم من أخطاء الماضي. وينبغي أيضا عدم الاستهانة بالزخم الراهن الذي يدفع نحو اتخاذ إجراءات حاسمة والتوصل إلى حلول دائمة. وسوف تكون قمة زعماء مجموعة العشرين في الثاني من إبريل 2009 أول فرصة لإحراز تقدم حقيقي.

وفي هذا الصدد قال السيد مقدم: "إن للإصلاح جدول أعمال مشحون يتناوله الناس من زوايا شديدة الاختلاف في بعض الأحيان، ولكننا نرى رغبة حقيقية في إيجاد حلول مشتركة. ونأمل أن يكون تحليل الصندوق إسهاما مفيدا في بناء توافق الآراء حول كيفية معالجة هذه المشكلات المشتركة."