

التمويل والتنمية

هل تتباعد دورات الأعمال
جونسون يتحدث عن أسعار الغذاء والوقود
تفسير للأسواق التي تعمل خارج البورصة
صورة عن قرب لجاك بولاك

www.imf.org/fandd

يونيه ٢٠٠٨



أزمة ثقة

... وأكثر من ذلك

Finance & Development, June 2008 - Arabic



MFIAA2008002

رئيس التحرير
لورا والاس

محررون أوائل
جبريمي كليفت
إليزا دييل
أرشانا كومار
جيمس روي
سيمون ويلسون

محررون مساعدون
مورين بوركي
ناتالي هيرفيلد

مدير الإبداع
لويزا منجفار

المحرر الفني
لاي أوى لوى

مساعدون لرئيس التحرير
ليجون لى
كيلي ماكولوم
راندا النجار

مستشارو رئيس التحرير
باس بيكر
ادواردو برونزشتين
أدريان تشيستي
ألفريدو كوفاس
مارسيلو إيستفاو
دومنكو فانيزا
جيمس جورديون
بول هيلبيرز
باولو ماورو
جان - ويليام فان درفوسن
جيرومين زنتيمير
خدمات الاشتراك وتغيير العناوين
والاستفسار عن الإعلانات

IMF Publication Services
700 Nineteenth Street, NW
Washington, DC, 20431, USA
Telephone: (202) 623-7430
Facsimile: (202) 623-7201
E-mail: publications@imf.org

مدير مكتب البريد : يرجى إرسال
تغيير العناوين إلى *Finance & Development*,

International Monetary Fund,
Washington, DC, 20431 USA.

تدفع أجرة بريد الدرجة الثانية في واشنطن العاصمة، وفي مكاتب الإرسال البريدى الإضافية.

The English edition is printed at united
Lithographers Inc., Ashburn, VA.

© ٢٠٠٨ حقوق النشر لصندوق النقد الدولي.
كافة الحقوق محفوظة. ينبغي إرسال طلبات الإذن
باستنساخ المقالات لأغراض غير تجارية إلى رئيس
التحرير
Finance & Development,
International Monetary Fund, Washington,
DC, 20431 USA.
Telephone: (202) 623-8300
Facsimile: (202) 623-6149
Website: <http://www.imf.org/fandd>

يمكن تأمين الحصول على إذن للأغراض التجارية
عن طريق الانترنت من مركز الترخيص بحقوق
الطبع من موقعه www.copyright.com
وسيتم تحصيل رسوم اسمية مقابل هذه الخدمة.

الآراء المعبر عنها في المقالات وغيرها من المواد
تخص كتابها؛ ولا تعبر بالضرورة عن سياسة
صندوق النقد الدولي.

تحقيقات

أزمة الأسواق المالية



٨ أزمة ثقة... وأكثر من ذلك

يكمن في الحوافز الأفضل لكل القوى الفاعلة في السوق مفتاح زيادة

الاستقرار المالي

لورا كوردر

١٤ تفتش المرض: عدوى الرهونات دون الممتازة الأمريكية

كان يمكن احتواء أى مشكلة من ذلك الحشد الهائل من المشكلات في

سوق الرهونات الأمريكية وحدها؛ لكنها سببت معاً أزمة امتدت لسائر

أنحاء الأرض

رونالد دود وبول ميلز

١٩ وجهة نظر: آسيا: منظور عن أزمة الرهونات دون الممتازة

قد تختلف الشعارات، لكن هناك أوجه تشابه كثيرة بين الأزمة المالية الآسيوية في ١٩٩٧ وبين الأزمة

الحالية

خور هوى إي و كى ريوى زيونج

٢٤ استخدام مزيد من الأموال في العمل المصرفي

جعل أزمة القروض دون الممتازة تنفيذ إطار بازل الثاني أكثر أهمية

- وأشد إثارة للتحدي

خايم كاروانا واديتيا نارابن

٢٩ وجهة نظر: هل سيساعد إطار بازل الثاني منع الأزمات أم

سيزيدها سوءاً؟

وجهتها نظر عما إذا كان إطار بازل سيفاقم دورات الانتعاش والأزمات

جيزوس ساورينا وافيناش د. بيرساود



في هذا العدد أيضاً

٣٦ ما مدى التباعد؟ ما مدى التقارب؟

قد تكون الدورات الاقتصادية أخذة في التقارب إلى حد كبير فيما بين الاقتصادات الصناعية واقتصادات

السوق الناشئة، غير أنه يبدو أن المجموعتين تتباعدان عن بعضهما البعض

م. إيهان كوزى، كريستوفر إوتروك، وإسوار باراساد

٤١ إعادة العملات لوضعها الطبيعي

يتعين على المصارف المركزية، لكي تنجح تدخلاتها في مجال النقد

الأجنبي، أن تعمل بشكل جماعي

أتيش غوش

٤٦ قصة نجاح

إن الزيادة الحادة في تدفقات الاستثمار الخاصة إلى البلدان منخفضة

الدخل تعتبر قصة نجاح في التنمية غير مسبوقه

توماس دورسى

٥٠ على مرمى البصر، ولكن ليس في المتناول بعد

يتصاعد القلق، وقد بلغنا منتصف الطريق إلى بلوغ الهدف، من أن

الكثير من الأهداف الإنمائية للألفية قد لا يتحقق

ضياء قرشى



لا يزال تأثير ما بدأ باعتباره أزمة رهون دون ممتازة في الولايات المتحدة في صيف ٢٠٠٧، محسوسا، بعد عام تقريبا، في تشكيلة مدهشة من الأماكن - مثل الأسواق التي تقدم فيها البنوك القروض لبعضها البعض، والأوراق التجارية قصيرة الأجل، وسندات البلديات، بل وحتى قروض الطلاب، ولا يحدث ذلك في الولايات المتحدة وحدها. وما فتئ الاضطراب المالي - الذي أصبح اضطرابا عالميا حاليا - يثير القلق بشأن الاستقرار المالي العالمي، مما يحفز مجلة التمويل والتنمية على التساؤل عن مدى انتشار الأزمة، وما يمكن عمله للتقليل لأدنى حد من احتمال تكرار هذا النمط من الأزمات المالية والعدوى المترتبة عليه مرة ثانية؟

في عدد شهر يونيو، تصدينا لهذه القضية من عدد من الزوايا. ويحاج الموضوع الأساسي فيه وهو «أزمة ثقة... وأكثر من ذلك»، بأن مصدر المشكلة، ومن ثم الحل، يكمن في «الحوافز، الحوافز، الحوافز». ولكن مع الاعتراف بذلك، فإن العلاج لن يكون تطبيقه سهلا، نظرا لأن الحوافز المعيبة مترسخة بالفعل في السوق وفي نظم الإشراف والتنظيم - وهي حوافز تشجع التجار والمستثمرين ومصدري القروض على الإقدام على تحمل مخاطر بأكثر مما يجب، وهو ما أخفته عادة أوراق مالية مهمة ومعقدة ويسره بقدر أكبر من الاقتراض لتحقيق الفاعلية المالية عن طريق الاستدانة ومعايير الائتمان المترخية.

ومع الجدال الدائر بين صناعات السياسة حول طرق إعادة تشكيل الحوافز، يشير مؤلفا مقال «تفشى المرض: عدوى القروض دون الممتازة في الولايات المتحدة» إلى أنهم يضعون الأهداف التالية في اعتبارهم: تحقيق فعالية مالية معتدلة عن طريق الاقتراض، وتحسين إدارة السيولة، وتعزيز سيولة التسوق، والنهوض بالاجتهاد اللازم، وزيادة الشفافية. ويلاحظان أن الدرس الأساسي هو أن إدارة المخاطر في البنوك فرادى ينبغي ألا تتركز بصورة ضيقة على حماية المؤسسة على نحو يتجاهل المخاطر النظامية لحد كبير، ويتقصى مقالان آخران المناقشة الدائرة حول الخطوات التي يجري اتخاذها لدعم النظم المصرفية. ويحتل مركز الجدال الدائر، التنفيذ الجاري لما يعرف بإطار بازل الثاني - وهو معيار دولي لمقدار رأس المال الذي ينبغي أن تحييه البنوك جانبا للتصدى للمخاطر المالية ومخاطر التشغيل الجارية والمحتملة.

ومن السلطة النقدية في سنغافورة، حصلنا على تصور آسيوي لأوجه التشابه والاختلاف بين الأزمة المالية الآسيوية في ١٩٧٧ - ١٩٩٨ وأزمة القروض دون الممتازة في الولايات المتحدة - إضافة لأفكار عما تستطيع آسيا والأسواق الناشئة أن تفعله بصفة عامة للاحتفاظ بقدرتها على التكيف إزاء الاضطراب المالي الحالي.

وأخيرا، فيعدد يونيو، أتنحى عن عملي كرئيس لتحرير مجلة التمويل والتنمية بعد ست سنوات ونصف السنة. وقد استمتعت كثيرا بالتحديات التي تنطوي عليها قيادة هذه المطبوعة - خاصة الجمع معا بين أربعة أعداد تصدر سنويا تثرى الفكر وتحفزها مما كفل لقارئنا على اختلاف مشاربهم الإلمام بالقضايا المالية والاقتصادية والإيمانية الحاسمة التي تواجه المجتمع الدولي. أمل أنكم قد حظيتم بحزم من الموضوعات جمع بينها فريق المجلة المثير للإعجاب وأود أن أشرككم جميعا على تعليقاتكم واقتراحاتكم ودعمكم على مر السنين.

لورا والاس

رئيس التحرير

٢ باختصار

٤ شخصيات اقتصادية

جيمس ل. رو يرسم صورة عن قرب لجاك بولاك

٣٤ عودة للأساسيات

الأسواق التي تعمل خارج البورصة:

ما هي؟

راندال دود

٤٤ صورة عن قرب

رأب الصدع التكنولوجي

أندرو بيرنز

٥٣ استعراضات الكتب

The VAT in Developing and Transitional Countries, Richard M. Bird and

Pierre-Pascal Gendron

The Logic of Life: The Rational Economics of an Irrational World, Tim Harford

٥٥ أضواء على بلد: الجزائر

٥٦ حديث صريح

سيمون جونسون: «عوامل زعزعة الاستقرار الآلية»
لماذا تحدث أسعار الأغذية والوقود تأثيرا مزعزا
للاستقرار على الاقتصاد العالمي المتباطئ

الرسوم الإيضاحية: الغلاف وص ٨، تيرى ويدنر، ص ١٤، ١٧، ٢٤ و ٢٩، ريتشارد داونز
الصور الفوتوغرافية: ص ٢، نيلسون تشنج/ بلومبرج نيوز/ لاندوف،
وكونراد ستيفن/ ام سي تي/ لاندوف؛ ص ٣، نانسي بالميري/ آيه
بي فوتو؛ ص ٥ وحدة التصوير بصندوق النقد الدولي؛ ص ٦ محفوظات
صندوق النقد الدولي؛ ص ١٩، كريستينا كوك/ رويترز/ لاندوف؛ ص
٣٦، أولريخ بومجارتن/ فاريلو إيمجز/ الأمي؛ ص ٤١، م. سبنسرجرين/
آيه بي فوتو؛ ص ٤٦، ستيف رايمر/ كوريس؛ ص ٥٠، مايك/ زيفا/
كوريس؛ ص ٥٣-٥٤ و ٥٦، وحدة التصوير بصندوق النقد الدولي.

جبال تذبوب



في الصورة جرينلاند وهو بلد يفقد الجليد بمعدل قياسي، وقد حدث بعض من أكثر صور تقلص الجليديات إثارة في أوروبا.

تذبوب الجليديات بمعدل قياسي، ويحث برنامج الأمم المتحدة للبيئة للبلدان على الاتفاق على ميثاق جديد لتخفيض الانبعاثات للمساعدة في الحد من تقلص مصدر حيوي للمياه بالنسبة لمئات الملايين من الأشخاص في شتى أنحاء العالم. ووفق إدارة رصد الجليديات في العالم التي يساندها البرنامج، فإن البيانات المستمدة من نحو ٣٠ جليدية مرجعية في تسع سلاسل للجبال، تبين أن متوسط الذوبان والتدفق زاد على الضعف بين ٢٠٠٤ - ٢٠٠٥ و ٢٠٠٥ - ٢٠٠٦ وهو تأثير نجم جزئيا على الأقل من ارتفاع درجة الحرارة الذي أطلقت عنانه ملوثات الانبعاثات المتزايدة.

«والأرقام الأخيرة جزء مما يبدو أنه اتجاه متسارع لا تبدو له نهاية في مرمى البصر» كما يحذر ويفريد هايبرلي مدير إدارة رصد الجليديات في العالم.

صوت أكبر في الصندوق

في خطوة أساسية نحو إصلاح صندوق النقد الدولي اعتمدت أعلى هيئة لاتخاذ القرارات في المؤسسة - مجلس المحافظين - قرارا في ٢٨ أبريل بزيادة حصص التصويت بالنسبة لما يربو على ثلثي بلدان الأعضاء البالغ عددهم ١٨٥ بلدا. وستعزز هذه التغييرات مشاركة وصوت بلدان الأسواق الناشئة والبلدان النامية وتوفق بين حصص البلدان وبين وزنها الاقتصادي الحقيقي في الاقتصاد العالمي. وإضافة لذلك، فإن اثنين من المديرين التنفيذيين يمثلان أفريقيا، سيتمكنان كلاهما من تعيين مدير احتياطي إضافي لهما.

«ونتيجة لهذه التغييرات، فإن هيكل الحصص والأصوات في الصندوق سيغدو أكثر دينامية وتطلعا للأمام» كما قال دومينيك ستراوس - كاهن، المدير العام لصندوق النقد الدولي. وقد أيد القرار ٩٥ في المائة من أعضاء المؤسسة.

إن إصلاح التمثيل القطري جزء من برنامج مدته سنتان اعتمده الاجتماعات السنوية التي عقدت في سنغافورة في ٢٠٠٦، عندما تم الاتفاق على زيادات أولية ومخصصة بالنسبة للصين وكوريا والمكسيك وتركيا. وحصصه القطر في صندوق النقد الدولي تحدد بقدر كبير قدرته التصويتية في المؤسسة.

الأصغر أفضل

تحل بحوث أجراها صندوق النقد الدولي أخيرا، العلاقة بين حجم البلد، وحجم الحكومة، والدين، والأداء الاقتصادي، وتجد أنه في المتوسط تتوافر للدول الصغرى حكومات أكبر وديون عامة أعلى منها في البلدان الكبرى. وتنزع البلدان ذات الحكومات الأصغر والديون العامة الأقل إلى أن تنمو على نحو أسرع وإلى أن تكون أقل تعرضا للمخاطر.

وباستخدام مجموعة جديدة من بيانات المالية العامة لـ ٤٢ دولة صغيرة يوضح التحليل أن الدول الصغيرة تميل لانفاق نفقات حكومية أعلى، بما في ذلك الانفاق على السلع والخدمات، والأجور والمرتبات، واستثمارات رؤوس الأموال.

وتقول دراسة ورقة عمل صندوق النقد الدولي رقم ٣٩/٨ «المعنونة: حكومة أكبر، وديونا أعلى، وتصحيحا ماليا أشد في الدول الصغرى» إن الطريق الأكثر فاعلية لتحقيق التصحيح المالي هي تقليل الإنفاق. كما تبين النتائج أن تحسين الحكومة قد يساعد أيضا الدول الصغيرة في تقليل الديون العامة والخارجية ومن ثم يدعم التصحيح المالي.

عَد النقدية

ترد الهند في صدارة قائمة البلدان التي تتلقى تحويلات من مواطنيها الذين يعيشون في بلدان أخرى. إذ أرسل الهنود الذين يعيشون في الخارج للوطن ٢٧ مليار دولار في ٢٠٠٧. وكانت الصين والمكسيك والفلبين هي أكبر البلدان المتلقية التالية، حسب كتاب الحقائق الذي أصدره البنك الدولي عن الهجرة والتحويلات في ٢٠٠٨. وقد قال ديليب راثا الخبير الاقتصادي الأقدم والمؤلف المشارك للتقرير إنه «في كثير من البلدان النامية، توفر التحويلات حبل السلامة للقراء».

وعلى الرغم من أن الهجرة من الجنوب للجنوب تماثل تقريبا الهجرة من الجنوب للشمال، فإن البلدان الغنية لا تزال هي المصدر الرئيسي للتحويلات، وفي الصدارة منها الولايات المتحدة. كذلك كانت الولايات المتحدة أكبر مقصد للهجرة في ٢٠٠٥، إذ وفد إليها ٣٨,٤ مليون مهاجر، تليها روسيا بمقدار ١٢,١ مليون مهاجر وألمانيا ١٠,١ مليون مهاجر. وفي حين تسيطر حركة السكان الطوعية على الهجرة الدولية، فإن التقرير يلاحظ أنه كان هناك ١٣,٥ مليون لاجئ وملتمس للجوء، يشملون ٧ في المائة من المهاجرين في العالم.

وإذ تضخم حجم تحويلات المهاجرين، فقد استأثر باهتمام المستوى الأعلى من صناعات السياسة. ففي ٢٠٠٧، قدرت تدفقات التحويلات المسجلة بـ ٣١٨ مليار دولار، ذهب ٢٤٠ مليار دولار منها إلى البلدان النامية. ولا تشمل هذه التدفقات القنوات غير الرسمية، التي يمكن أن تزيد كثيرا حجم التحويلات.



تجرى معاملات بالبيزو الفلبيني في مركز للتحويل في هونغ كونج

النساء العاملات زاد أيضا من ٧٠,٢ مليون إلى ٨١,٦ خلال نفس المدة. وعلى النطاق العالمي. وصل معدل بطالة النساء إلى ٦,٤ في المائة، وهو يزيد على معدل بطالة الرجال البالغ ٥,٧ في المائة.

كما يبين التقرير أن حصة النساء في العمالة المعرضة للمعاناة والمخاطر - العاملات اللاتي يسهمن في أعمال الأسرة دون أن يتلقين أجرا أو اللاتي يعملن لحسابهن الخاص، وليس العاملات اللاتي يكسبن أجورا ويتلقين راتبا - نقصت من ٥٦,١ في المائة إلى ٥١,٧ في المائة منذ ١٩٩٧. بيد أن نسبة التعرض للخطر لا تزال أكبر بالنسبة للنساء عنها بالنسبة للرجال - خاصة في أفقر مناطق العالم.



مالكة لصاله عرض في ماساشوستي تساعد زبونة. وعبر العقد الماضي، تفوقت الخدمات على الزراعة باعتبارها أكبر رب عمل للنساء.

مزید من النساء يعملن

يعمل عدد من النساء أكبر من أي وقت مضى، لكن احتمال تحقيقهن لإنتاجية أقل وأجر أدنى والعمل في وظائف أكثر تعرضا للمخاطر دون حماية اجتماعية، وحقوق أساسية أو صوت في العمل، أكبر منه بالنسبة للرجال كما يقول تقرير لمنظمة العمل الدولية.

وفي حين أنه منذ ١٠ سنوات خلت، كانت الزراعة لا تزال رب العمل الأساسي للنساء، فإن قطاع الخدمات يوفر حاليا معظم الوظائف للنساء: فمن بين العدد الإجمالي للنساء المستخدمات في ٢٠٠٧، كان ٣٦,١ في المائة يعملن في الزراعة و ٤٦,٣ في المائة في الخدمات. وكانت الحصة القطاعية للذكور مقارنة بذلك هي ٣٤ في المائة في الزراعة و ٤٠,٤ في المائة في الخدمات.

ويقول تقرير اتجاهات العمالة العالمية بالنسبة للنساء، ٢٠٠٨، إن عدد النساء المستخدمات نما بنحو ٢٠٠ مليون، أو ١٨,٤ في المائة، عبر العقد المنصرم، ليصل إلى ١,٢ مليار في ٢٠٠٧، مقابل ١,٨ مليار رجل. لكن عدد

مناسبات في ٢٠٠٨

- ٣ - ٤ حزيران / يونيو، باريس، فرنسا
تغير المناخ، الازدهار والاقتصاد/ منظمة التعاون والتنمية في الميدان الاقتصادي.
- ٩ - ١١ حزيران / يونيو، كيب تاون، جنوب أفريقيا
مؤتمر البنوك حول التنمية الاقتصادية: الناس والسياسة والعملة
- ٢٦-٢٧ حزيران / يونيو، بازل، سويسرا
المؤتمر الدولي لبنك التسويات الدولية: تحديات السياسة النقدية
- ٧-٩ تموز/ يوليو، هوكايدو، اليابان
مجموعة البلدان الصناعية الثماني الكبرى، مؤتمر هوكايدو تويأكو
- ٣-٥ آب / أغسطس، ملبورن، استراليا
الاجتماع الوزاري لدول أبك، مؤتمر ومعرض الطاقة التطبيقية المعنى بالإصلاح الهيكلي
- ٢-٤ أيلول / سبتمبر، أكرا، غانا
المنتدى عالي المستوى الثالث المعنى بفاعلية المعونة

استمارة طلب اشتراك

التمويل والتنمية

يستطيع القراء في البلدان النامية الحصول على اشتراك مجاني. ويتعين على غيرهم دفع تكاليف البريد.

• نعم، استحق اشتراكا مجانيا لأنني أعيش في بلد نام.

الاسم بالكامل (السيد/ السيدة، الأنسة)

اسم الوظيفة

العنوان

المدينة

الرقم البريدي / رقم المنظمة

رقم تليفون العمل

رقم الفاكس

• إذا لم تكن تعيش في بلد نام، قد يتعين عليك أن تدفع مقابل الاشتراك، يرجى الاطلاع على معلومات طلب الاشتراك وقائمة البلدان على الإنترنت على الموقع www.imfbookstore/F&D

خيارات الدفع

الثمن مرفق. يرجى إصدار شيكات مستحقة لصندوق النقد الدولي

يرجى الخصم من بطاقتي الائتمانية/فيزا/ ماستر كارد/ أميركان اكسبرس

بطاقة # _____ تاريخ الانتهاء: _____ / _____

التوقيع: _____ (مطلوب في كل الطلبات) التاريخ: _____ شهر _____ سنة _____

Or

Fax: +1 (202) 623-7201

E-mail: publications@imf.org

Internet: www.imfbookstore/F&D

Telephone: +1 (202) 623-7430

يرسل بعد الاستكمال إلى

International Monetary Fund

Finance & Development

PO Box 2245

Williston, VT 05495-2245 U.S.A..

تراث لأناقة النموذج

جيمس ل. رو يرسم صورة عن قرب لعالم الاقتصاد الكلي جاك بولاك
James L. Rowe profiles macroeconomist Jacques Polak

حجم المعاملات بين البلدان اللازم لتحقيق النمو والازدهار العالمي. وقد تحول هذا النظام إلى نظام لأسعار الصرف فيه حرية التقلب استجابة لقرى السوق وانتهى فيه دور الذهب في الأساس. واليوم، تهيمن تدفقات رأس المال الخاص على النظام المالي الدولي.

وباعتباره من كبار مسؤولي صندوق النقد الدولي من ١٩٥٨ حتى ١٩٧٩، كان بولاك أحيانا يشارك في اتخاذ القرارات الاقتصادية والسياسية الشائكة التي ميزت تحولات النظام الفضة: التفاوض حول قروض الصندوق للمملكة المتحدة في ١٩٦٥ و١٩٦٧، وإنشاء حقوق السحب الخاصة، وموت نظام سعر الصرف الثابت في أوائل السبعينيات من القرن الماضي. وقد عمل أخيرا مديرا تنفيذيا من ١٩٨١ حتى ١٩٨٦ عن هولندا، التي شهد تطورها اقتصاديين اشتراكيين التمس الحصول على مساعدة الصندوق.

الكساد الكبير

ربما مثلما يلائم خبيرا اقتصاديا وجد دافعه المهني في الكساد الكبير، درس العمل الرئيسي الأول لبولاك، دراسته للدكتوراه في ١٩٣٧، استخدام الأشغال العامة للتصدى للركود الاقتصادي. وفي كتابته لهذا، التمس الإرشاد من جان تنبرجن، الذي شارك في الحصول على جائزة نوبل في الاقتصاد في ١٩٦٩. وكان تنبرجن قد طور بالفعل نموذجا اقتصاديا للاقتصاد الهولندي، وطور بعد ذلك واحدا للولايات المتحدة. وبحلول ١٩٣٧، كان تنبرجن قد انتقل من أمستردام إلى جنيف لإجراء دراسات اقتصادية عن دورات الأعمال من أجل عصبة الأمم. وطلب من بولاك أن ينضم إليه كمساعد.

كان ذلك وقتا للإثارة بالنسبة لبولاك، الذي كان جدول عمله موضوعا على الزاوية اليمنى لمكتب تنبرجن. وقد كتب بولاك في مقدمة لمجموعة من أبحاثه يقول «أتيحت لي الفرصة لأستوعب منهجه في العمل كما لو كان ذلك يتم بالتناضح. فقد تعلمت المزيد من الرياضيات، بل وأعتقد المزيد من الاقتصاد في ذلك المنصب بأكثر مما تعلمته طوال دراستي كافة. كان نوع العمل الذي تم في جنيف في صدارة الدراسات الاقتصادية والقياس الاقتصادي... وكانت الموضوعات الملائمة للصحف يسهل الحصول عليها مثل البيض الملون في عيد شم النسيم».

وفي جنيف، أنتج بولاك أول أعماله بالإنجليزية في مطلع ١٩٣٩، بعد وقت قصير من عودة تنبرجن لهولندا وقبل وقت قصير من الحرب العالمية الثانية. وفي بحثه الأول، اعتمد على نموذج تنبرجن للقياس الاقتصادي الخاص بالولايات

انفق جاك بولاك - وهو خبير اقتصادي بارز في القرن العشرين شكلت بحوثه الرائدة النهج الاقتصادي الرئيسي لصندوق النقد الدولي - حياته كلها تقريبا في العمل كمحاسب. فعندما التحق بجامعة أمستردام في ١٩٣٢، كان هذا الفتى البالغ من العمر ١٨ عاما يعتزم الالتحاق بشركة أسرته للمحاسبة. ولكن برنامجا صارما جديدا في هولندا فرض على المتطلعين للحصول على لقب محاسب قانوني عام، الحصول أولا على درجة في الاقتصاد قبل أن يقوموا بالدراسات العليا في المحاسبة. ونتيجة لذلك، وكما قال بولاك في رواية شفوية لتاريخه عرضها في البنك الدولي في ٢٠٠٥، فإن أهدافه «تغيرت مع الظروف المحيطة». ومثل كثيرين من الطلاب في عصر الكساد، فترت همة بولاك من جراء البطالة المرتفعة والشدة الاقتصادية. وبعد عام من العمل المتوازي في دراسة الاقتصاد والمحاسبة، فقد بولاك الاهتمام بأن يصبح محاسبا قانونيا عاما.

وبدلا من ذلك، شرع في مسيرة مهنية امتدت ٧٠ عاما كخبير اقتصادي وموظف مدني دولي - وهي مسيرة استمرت نحو ٣٠ عاما بعد تقاعده الرسمي. فقد التحق بعصبة الأمم المتحدة أيام احتضارها، وجرى توظيفه بعد ذلك بعقد من الزمان تقريبا، في صندوق النقد الدولي الذي كان قد أنشئ حديثا، حيث ساعد في وضع نموذج اقتصادي دولي تعاوني - برز للوجود في مؤتمر بريتون وودز في ١٩٤٤، الذي شهده.

وباعتباره مسؤولا أقدم في صندوق النقد الدولي لثلاثة عقود، لعب دورا أساسيا في وضع النظام النقدي الدولي، بما في ذلك إنشاء حقوق السحب الخاصة - أصول الاحتياطي الدولي. لكن بولاك وزملاءه يتفقون على أن الإسهام الأكثر استدامة في علم الاقتصاد والصندوق على حد سواء هو النموذج الاقتصادي الذي يحمل اسمه. وقد فسر نموذج بولاك ميزان المدفوعات القطري بمصطلحات نقدية، مما مكن الاقتصاديين من فهم سبب احتلال التوازن الاقتصادي الدولي للبلدان. عن طريق بيان مصدر مشاكل ميزان المدفوعات في خلق الائتمان المحلي، وفر النموذج أيضا لصندوق النقد الدولي القدرة على تحديد الخطوات التي ينبغي للبلدان اتخاذها لتصحيحها.

إن صندوق النقد الدولي الذي التحق به بولاك في ١٩٤٧ (والذي لا يزال يحتفظ فيه بمنصب وهو في سن الرابعة والتسعين) يشرف على نظام نقدي دولي يقوم على أسعار صرف ثابتة، في القلب منها الذهب والدولار الأمريكي. وقد لعب رأس المال الخاص دورا صغيرا، وبحلول الستينيات من القرن الماضي ثار هاجس كبير بشأن السيولة الدولية - ما إذا كان سيتوافر قدر كاف من الدولارات لتيسير



لكن المجموعة نجت وبقيت على قيد الحياة، ووصلت إلى الولايات المتحدة، واتخذت لها سكنا في برنستون، حيث أعد بولاك في السنوات الثلاث التالية تقارير عن موضوعات مثل الإغاثة بالأغذية، ومشكلات موازين المدفوعات في البلدان التي اقترضت دوليا لإعادة البناء، وخفض قيمة سعر الصرف في أوروبا خلال العشرينيات من القرن الماضي. وفي أبريل ١٩٤٣، تقلد بولاك منصبا كخبير اقتصادي في السفارة الهولندية في واشنطن، ويحكى أنه في نفس اليوم نشرت النيويورك تايمز موضوعات عن أن بريطانيا والولايات المتحدة يخططان للبرنامج الاقتصادي الذي سيقوم فيما بعد الحرب. وأصبح ممثل هولندا في جلسات التخطيط التي سبقت مؤتمر بریتون وودز نفسه في تموز / يوليو ١٩٤٤. وقد قال إن الدول التي أنشأت ما يسمى مؤسسات بریتون وودز - صندوق النقد الدولي والبنك الدولي - كانت مجمعة على الاعتقاد بأنه «من الأهمية القصوى» أن «تعالج» فترة ما بعد الحرب «بطريقة أفضل كثيرا» من معالجة الفترة التي تلت الحرب العالمية الأولى. «والواقع أن هذا هو ما حدث».

الانضمام لصندوق الأمم المتحدة الوليد

بعد فترة وجيزة من مؤتمر بریتون وودز، التحق بولاك بوكالة الأمم المتحدة للإغاثة والتعمير الجديدة، والتي كانت قد أنشئت قبل عام لمساعدة بلدان أوروبا وآسيا على مواجهة الدمار الذي خلفته الحرب وقضايا اللاجئين. ولكن بعد أن توقفت الولايات المتحدة عن دعم الوكالة في ١٩٤٦، قال بولاك «إنه كان في أمس الحاجة للحصول على وظيفة».

وكان أول مدير للبحوث في صندوق النقد الدولي الذي كان لا يزال يجري تنظيمه هو ادوارد ام. برنشتين، الذي كان باعتباره مسؤولا في وزارة الخزانة الأمريكية لاعبا أساسيا في بریتون وودز. وعرض على بولاك وظيفة مدير شعبة الإحصاءات في إدارة البحوث، على أن يكون مفهوما أنه مع توقيع كاميل جوث أول مدير عام للصندوق على عقد العمل، فإن بحوث القياس الاقتصادي ستتركز في الشعبة، وكان جوث وهو وزير مالية بلجيكي سابق، يعرف بولاك من أيام عمله في السفارة عندما كانت بلجيكا وهولندا تتعاونان في تحديد أسعار الصرف بين الدولار والفرنك البلجيكي والجلدر الهولندي والتي سيستخدمها الحلفاء بعد انتزاع البلدين من السيطرة الألمانية. ووافق جوث على عرض التوظيف، لكن بشرط عجيب في العقد. فقد كان قد أرسل ثوا عدة تعيينات لرؤساء الشعب إلى المجلس التنفيذي للاعتماد، وشعر بأنه لا يستطيع أن يقترح اسم بولاك لفترة. وأخبر جوث بولاك أنه إذا كان مستعدا لقبول مخاطرة تعيينه بأثر رجعي، فيمكن أن يبدأ في أول يناير ١٩٤٧. وقد قال بولاك «وحيث إنه لم يكن لدى خيار جيد آخر، فقد قبلت».

واستغل الوقت في مزيد من العمل على نموذج رائد يعد فتحا للاقتصاد العالمي كان قد استحدثه في ١٩٣٩. وكان ذلك النموذج بياننا فكريا بسيطا تضمن ثمانية بلدان - الولايات المتحدة والمملكة المتحدة وفرنسا وبلجيكا وتشيكوسلوفاكيا والنرويج وهولندا والسويد. لكنها كانت تلك هي المرة الأولى التي يشيد فيها شخص ما مثل هذا النموذج. وقد وسع نطاق النموذج ليشمل ٢٥ بلدا ومزيدا من المعادلات السلوكية، ونشره في النهاية ككتاب في ١٩٤٥. ومن بين الاستنتاجات التي توصل إليها «أن ما يربو كثيرا على نصف الانخفاض في

المتحدة لتقدير الميل الحدي للاستهلاك لدى العمال العاديين، وكاسبى الأجور الأعلى، والمزارعين ثم استخلص تقديرا للمضاعف الكنزي - المفهوم الذي يفسر التأثير الأخير للزيادة في الإنفاق على الدخل والنتائج.

التخطيط لانتهاج الحرب

ولكن حيث إن الحرب كانت قد شملت أوروبا كلها، فقد غير بولاك وزملاؤه محور تركيزهم. كانوا يتوقعون بالفعل انتهاء النزاع، ويسعون لاستخلاص الدروس اللازمة للتطبيق على السلام التالي الناجم عما أسماه بولاك فرساي «المرقعة» التي أنهت الحرب العالمية الأولى وشكلت السياسات الاقتصادية السيئة التي اتبعها كثير من البلدان خلال فترة ما بين الحربين.

وبحلول صيف ١٩٤٠، كان نصف فرنسا قد تم اجتياحه ووصلت القوات الألمانية للحدود السويدية. ويتذكر بولاك قائلا: «كان بعض الناس المهمين في الولايات المتحدة يريدون تعزيز عمل عصابة الأمم، حتى لو لم تكن الولايات المتحدة عضوا فيها، وأقنعوا حكومة الولايات المتحدة بنقل اقتصادي العصابة إلى معهد الدراسات المتقدمة في جامعة برنستون.

وكان هذا يعني نقل ١٠ من الاقتصاديين وأسره من جنيف بالجامعة عبر فرنسا المحتلة إلى برشلونة التي يحكمها فرانكو، «عابرين حدوديين في وقت كانت فيه كافة العلاقات الدبلوماسية متوترة». وبعد ذلك سافروا بالقطار إلى البرتغال حيث لحقوا بمركب. وقد أخبر بولاك مجلة التمويل والتنمية أنها كانت «رحلة عذاب» بدأت باصطدام بين حافلتهم وقطار بضاعة ترك الحافلة تهوى في حقل من عل مئخنة بجراحتها.

• وكان النموذج الذي يقتصر على بضعة متغيرات حاسمة هو وحده الذي يحتمل أن تكون له «قابلية للتطبيق واسعة وعامة».

• وكان يتعين أن ينصب محور تركيز السياسة على المتغير الذي تستطيع السلطات السيطرة عليه للتأثير على ميزان المدفوعات - وهو خلق الائتمان المحلي في هذه الحالة.

وبدأ بولاك بقوله إنه في اقتصاد مفتوح على العالم الخارجي وسعر الصرف فيه مرتبط بعملة أخرى، فإن عرض النقود لا يشكل أداة للسياسة يمكن للسلطات أن تسيطر عليها بصورة مستقلة - كما كان معظم الناس يعتقدون حينذاك - لأنها ستعكس ميزان مدفوعات البلد، ومجموع علاقاته المالية بباقي العالم.

وكما يشرح خان: «فإن نموذجي يستخلص علاقة رسمية بين التغيرات في المكون المحلي لرصيد النقود (الائتمان المحلي) والتغيرات في الاحتياطيات الدولية، والتي يمكن عندئذ استخدامها في وضع السياسة. وتحديدا، ومن وجهة نظر عملية، فإن نموذج بولاك يتيح للمرء التوصل لقيمة للائتمان المحلي تتسق مع مركز ميزان المدفوعات المرغوب فيه. وهذا هو تحديدا الإطار المستخدم لبرامج الصندوق. فنحن نختار هدفا لميزان المدفوعات (أو للاحتياطيات الدولية) ونستخلص منه المستوى المتسق معه من الائتمان المحلي، الذي يوفر لنا «حدود الائتمان القصوى الشائعة في برامج الصندوق».

وقد لعب نموذج بولاك ونموذج التجارة العالمية، دورا أساسيا في توجيه صندوق النقد الدولي في سنواته الأولى. وفيما بعد، ومع تولى بولاك لمزيد من المسؤوليات - عندما خلف برنشتين كمدير للبحوث في ١٩٥٨ وسمى مستشارا اقتصاديا في ١٩٦٦ - شكلت احتياجات أخرى للمؤسسة جدول أعماله. ويفسر ذلك بقوله «كان على البحوث في الصندوق أن تتصدى لمشاكل التشغيل في الصندوق»، مثل دور الذهب، ومستوى الاحتياطيات الذي يتعين على البلد اعتباره كافيًا، وتوازن سعر الصرف، أو الوصفة المعقولة لحصول البلد على موارد تسهيل التمويل التعويضي الذي أنشئ في ١٩٦٣ لمساعدة البلدان الأعضاء التي أُضيرت من جراء الانخفاض المؤقت في الصادرات. «كان قدر كبير من وقت عملي اليوم مكرسا لإطفاء تشكيلة من حرائق الأدغال وتعلم المزيد عن النظام النقدي الدولي والصندوق في أثناء القيام بذلك».

ومن بين موضوعات عشرات البحوث التي أعدها خلال وبعد سنوات عمله في الصندوق، كان تأثير تخفيض قيم العملات في ١٩٤٩ وذلك بالنسبة للعملات الأوروبية الرئيسية (١٩٥١)، والمستوى الملازم بصفة عامة من الاحتياطيات الدولية عقب الحرب العالمية الثانية (١٩٥٢)؛ واختيار نظام سعر الصرف الملازم للبلدان النامية (١٩٨٨)؛ والقضايا المحيطة بالاقتصادات التي تمر بمرحلة انتقال وأسعار الصرف (١٩٩١). وخلال قدر كبير من ستينيات وسبعينيات القرن الماضي، وجه بحوث الصندوق بشأن قضايا السيولة الدولية، بما في ذلك إنشاء حقوق السحب الخاصة. وقد تم إصدار خلاصتين وافيتين لأعماله (بولاك ١٩٤٩: بولاك، ٢٠٠٤). وإضافة لذلك، عمل بولاك باعتباره معلما محترفا، وليس مجرد رئيس لأجيال من الاقتصاديين العاملين بالبحوث في الصندوق. وكان لجاك بولاك أكثر من أي شخص غيره، دور كبير في جعل المؤسسة مكانا تطبق فيه البحوث الاقتصادية على مشكلات السياسة العملية «حسبما يقول م. بوتون مؤرخ الصندوق. واعترافا بإسهامات بولاك، سمي الصندوق المؤتمر السنوي للبحوث باسمه.



جاك بولاك (واقفا، الثاني من اليسار) في اجتماع في دائرة البحوث في صندوق النقد الدولي في سنواته الأولى.

التجارة العالمية خلال فترة الكساد، كان نتيجة لانخفاض الطلب في الولايات المتحدة. وكان النموذج وتقنياته هما الأساس في عمليات النمذجة القياسية الاقتصادية المبكرة للاقتصاد العالمي التي قام بها العاملون في صندوق النقد الدولي، وبهذا المعنى، كان هو سلف النماذج الأكثر اتقانًا التي يستخدمها الصندوق حاليا.

يقول جون وليامسون من معهد بيترسون للاقتصاد الدولي وزميل بولاك في صندوق النقد الدولي في أواخر السبعينيات، إن «نموذج التجارة كان عملا رائدا، لكنه أساس استحقاقه للشهرة». ويضيف «لم يكن له أسلاف، لكن كان له خلفاء كثيرون، سرعان ما أصبحوا أكثر إتقانًا». بيد أن وليامسون يلاحظ أن القصة مختلفة بالنسبة إلى نظرية بولاك البسيطة بصورة غير عادية وإن كانت قوية عن العلاقة بين عرض النقود وميزان المدفوعات القطري. وقد صمد النموذج الذي نشر في ١٩٤٧ لاختبار الزمن.

نموذج بولاك

لم يستحدث بولاك فقط فهما جديدا لمصادر اختلال التوازن المالي القطري، بل إن نموذجه بين أيضا التدابير السياسية التي يستطيع الصندوق أن يوصي البلدان بها لكي تصحح اختلالات التوازن فيها. ويقول موشين خان، مدير دائرة الشرق الأوسط وآسيا الوسطى في الصندوق «ينبغي حرقيا أن تكون هناك مئات من البحوث التي تنطلق من نموذج بولاك ومئات من برامج الصندوق التي تستخدمها». وتمثل عبقريته في أنه «يشمل كلا من النظرية والعمل التنفيذي» كما يضيف خان الذي كتب رسالته للحصول على درجة الدكتوراه عن النهج النقدي لميزان المدفوعات في مدرسة الاقتصاد في لندن بإشراف البروفسور هاري ج. جونسون، الذي استحدث نظرية مماثلة.

ويقتضى ميلتون فريدمان، الذي رحل وقد حصل على جائزة نوبل، أن قوة النظرية تكمن في قدرتها على التنبؤ وبساطتها على حد سواء - حيث إنها تقوم بوظيفتها جيدا مثل النظريات المنافسة، أو أفضل منها، في حين تقتضي معلومات أقل كثيرا. إن نموذج بولاك الأساسي أنيق في بساطته - وفي متطلباته من البيانات. وهو يستخدم أربع معادلات فحسب. وفي مقال نشر في ١٩٤٧ احتفالا بالذكرى ٤٠ لمولد النموذج، قال بولاك إن الواقع كان إلى حد كبير هو الدافع لبساطته:

• فقد كانت البيانات ونماذج الاقتصاد القياسي نادرة في السنوات الأولى فيما بعد الحرب.

ولكن الأمر لم يكن كذا على الدوام، فقد دبر بولاك بعض الوقت للنزوات، ووجد جانباً مسلياً في ممارسة ما كان يوصف بأنه «العلم الكئيب». فقد جعل الأدوات الاقتصادية تعمل على لوحة لعبة الاسكرابل (بناء الكلمات بحروف) الشعبية لاستخلاص نهج يستند للقواعد لتعظيم ما يحققه المرء من درجات (انظر الإطار).

ليس تقاعدك العادي

كانت مهمة بولاك الأخيرة قبل تقاعده من هيئة العاملين بالصدوق، هي التي كانت تبشر بالكثير من أجل تحقيق استقرار نظام النقد الدولي. فقد أدى نقص عالمي متنام في الدولارات في الستينيات، إلى خلق حقوق السحب الخاصة في ١٩٦٩، وهي أصول احتياطية تستطيع البلدان استخدامها لإجراء عمليات تسوية فيما بينها لا تعتمد على اختلال موازين مدفوعات البلاد الرئيسية. فعلى سبيل المثال، كان عرض الاحتياطيات الدولار، يعتمد على عجز المدفوعات في الولايات المتحدة الذي قوض قيمة الدولار. واستطاع الصدوق خلق حقوق السحب الخاصة بنفس الطريقة التي يخلق بها بنك مركزي محلي مثل بنك الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي الدولارات. ولكن بالكاد كانت حقوق السحب الخاصة الأولى تصدر بأكثر مما يتبخر به النقص في السيولة العالمية – أساساً بسبب الاختلالات الأمريكية.

وبحلول أواخر السبعينيات من القرن الماضي، ربما كان نقص السيولة قد انتهى، لكن حقوق السحب الخاصة كانت لا تزال قادرة على القيام بدور مفيد في

اقتصادات الاسكرابل (بناء الكلمات بحروف)

كان جاك بولاك يمضي الساعات الطوال يلعب لعبة الاسكرابل (بناء الكلمات من حروف) الشعبية، خلال عملية تعافى طويلة من جراحة أجراها في ١٩٥٥. ولم يمض وقت طويل إلا وأخضع لعبة بناء الكلمات للتحليل الاقتصادي – مستخدماً مفاهيم شائعة مثل المضاعف الكينزي وتعظيم الربح لمارشال لاكتشاف وصفة لتعظيم إجمالي درجات اللاب.

وأكد بولاك في مقال له نشر في ١٩٥٥ في «أمريكان إيكونوميك ريفيو»: إن الخطأ الأساسي الذي يرتكبه اللاعبون غير المحنكين هو محاولة تعظيم درجاتهم في كل دور، وهي إستراتيجية تنطوي على تكلفة في لغة الاقتصاد: «التضحية بالدرجة التي كان يمكن الحصول عليها بنفس الحرف في كلمة أخرى».

وقد استحدث بولاك وصفه لتعظيم الربح عن كيف أن أفضل سبل بناء الكلمات ببلاطات الأحرف المائة في كل مباراة، تستخدم بلاطات الحروف التي لها قيم تتراوح بين واحد بالنسبة للحروف الشائعة مثل E و ١٠ بالنسبة للحروف التي يصعب استخدامها مثل Q و Z. وقد اقترح ثلاث قواعد:

- الحروف التي لها قيمة اسمية تبلغ ١ و ٢ ينبغي استخدامها في أي وقت، والتي لها قيمة اسمية تبلغ ٣ يمكن استخدامها في أي وقت.
- وينبغي ألا تستخدم الكلمات التي لها قيمة اسمية ٤ و ٥ إلا إن سجلت الضعف على الأقل، لكن يتعين على اللاعب ألا يحتفظ بها من أجل تسجيل ثلاثة أمثال.
- ينبغي دوماً تقريباً الاحتفاظ بالحروف التي لها قيمة اسمية ٨ و ١٠ للتسجيل الثلاثي.

قد يكون استخلاص القواعد معقداً، لكنه يخلص إلى أنه «يمكن بسهولة اتباعها في التطبيق حتى بواسطة المبتدئين». وقد أبرز بولاك هذا في تطبيقها بعد نشر المقال بمدة طويلة. وللأسف، فقد كانت زوجته تهزمه باستمرار، وهي لم تكن تهتم مطلقاً باقتصاديات الاسكرابل.

رأى بولاك، إذ كان أداء الاقتصاد الأمريكي ضعيفاً، وكان الدولار أخذاً في التخبط، وكان النظام المالي الدولي متجهاً نحو عدم الاستقرار. ويتذكر بولاك قائلاً كان الوضع في أيلول/سبتمبر ١٩٩٨ «مباغتاً لي باعتباره مثالياً» بسبب المدير العام الوافد أخيراً وهو جاك دي لاروزير واغتمته «لتقديم اقتراح رد عليه دي لاروزير بأكثر الطرق إيجابية». كان الاقتراح هو إنشاء حساب «إحلال» خاص تستطيع البلدان أن تودع فيه الدولارات غير المستقرة التي لم تعد تريدها وتحصل على حقوق سحب خاصة في مقابلها. وكان لابد أن يدعم هذا الحساب حقوق السحب الخاصة باعتبارها أصلاً أساسياً، ويسهم في رأى أنصاره مثل بولاك، في تحقيق الاستقرار المالي الدولي.

وقد «وجد» لاروزير «نائباً لوزير الخزانة مهتماً بالموضوع في شخص أنطوني سولومون... وعولج الموضوع كله سرا فيما بيننا زائداً [نائب المدير ويليام] ديل من جانب الصدوق طوال ١٩٧٩. وسائر مجلس الصدوق الفكرة، وبدت جاهزة للاعتماد في نيسان/أبريل ١٩٨٠ في اجتماع اللجنة المؤقتة لصنع السياسة في هامبورج. وبقي بولاك في العمل بعد تقاعده في نهاية ١٩٧٩ بعدة شهور ليساعد دي لاروزير في رعاية الحساب. لكن تبدد فجأة التأييد الذي حظى به الاقتراح، جزئياً بسبب اشتداد ساعد الدولار. وقد سايرت البلدان، الكارثة للتغيير، فكرة الحساب لأنها لم تر هناك حلاً آخر، وليس بسبب أنها تحبه، كما قال بولاك. وعندما اشتد ساعد الدولار «رأت أن هناك أملاً للاستمرار في العمل بالنظام القائم، وضاعت فرصة إجراء تغيير جذري في النظام».

وبعد أن ترك بولاك العمل في الصدوق، كان تقاعده قصير الأمد. ففي ١٩٨١، قبل عرضاً من الحكومة الهولندية كان قد رفضه قبل أربع سنوات: أن يصبح المدير التنفيذي الممثل لهولندا، وهو المنصب الذي شمل أيضاً يوغوسلافيا ورومانيا وقبرص وإسرائيل. ومن بين هذه البلدان، كانت قضايا يوغوسلافيا هي الأكثر استهلاكاً للوقت – وكان ذلك نذيراً بالصعوبات التي ستواجهها اقتصادات أوروبا الشرقية بعد تفكك الكتلة السوفيتية. وفيما وراء هذه القضايا، توصل باعتباره عضواً في المجلس، كما قال لمجلة التمويل والتنمية، إلى أن المدير التنفيذي من بلد صغير يستطيع «أن يلعب دوراً مهماً باعتباره جزءاً من ضمير المجلس».

وفي السنوات الأخيرة – والتي شملت تولى مهمة رئيس مؤسسة جاكوبسون التابعة للصدوق من ١٩٨٧ إلى ١٩٩٧ – دافع بولاك عن إعادة هيكلة الصدوق لتحويله إلى «مؤسسة مالية تقليدية ومفهومة بدرجة أكبر». وحسبما قال بوتون، فإن بولاك قام «بعمل رائد بشأن كيفية إعادة هيكلة ميزانية الصدوق. وكان هدفه هو القضاء على دور الحيازات من العملات الوطنية كلية وإعادة خلق الصدوق باعتباره مؤسسة مالية تقوم فقط على حقوق السحب الخاصة. ولم تقبل الفكرة (ولم تصبح كذلك بعد)، لكنها أدت إلى إعادة هيكلة الميزانية بطريقة أكثر شفافية وأكثر شبيهاً بميزانية البنك التقليدي».

جيمس ل. رو محرر أقدم في هيئة العاملين بمجلة التمويل والتنمية.

المراجع:

Polak, Jacques J., 1994, Economic Theory and Financial Policy, The Selected Essays of Jacques J. Polak, Vols. I and II (Brookfield, Vermont: Edward Elgar).

———, 2004, Economic Theory and Financial Policy, Selected Essays, 1994–2004, ed. by James M. Boughton (Armonk, N.Y.: M.E. Sharpe).

———, 2005, Oral History Interview by John LeGloahec, International Monetary Fund Archives, Washington.

أزمة



ثقة

... وأكثر من ذلك

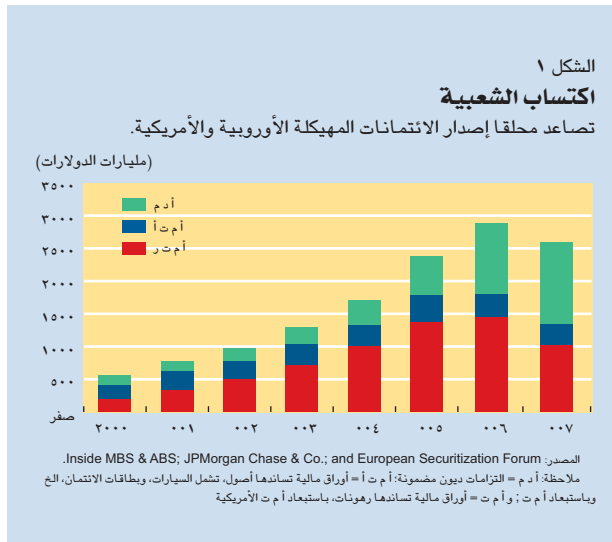
لورا كودرس
Laura Kodres

يكمن في الحوافز
الأفضل لكل
القوى الفاعلة في
السوق مفتاح زيادة
الاستقرار المالي

يتعين عليك أن تنهض وترقص» - كما أخبر تشارلس برنس الرئيس التنفيذي لسيتي جروب، أحد الصحافيين. ومثلما حدث في أزمات ائتمان كثيرة سابقة، كانت رخاوة معايير الائتمان خلال سَعار الإقراض هي السبب في المجموعة الأولية من الخسائر. ورغم أن هذا الحدث أطلق له العنان، تزايد تأخر سداد القروض العقارية في الولايات المتحدة - خاصة في سوق الرهونات دون الممتازة - فإن تأثير الصدمة كان شديدا بصفة خاصة. وقد أخفى إبهام وغموض الحشد المتنامي من منتجات الائتمان المهيكلية، موقع وحجم وفعالية المراكز المحفوظ بها - أحيانا حتى عن المؤسسات المالية نفسها. كما فاجأت الأزمة الآخذة في الاتساع، كثيرين من المستثمرين وأثارت أعصابهم. وحل المشاكل لن يكون سهلا لأن الحوافز التي استندت إليها الأزمة مترسخة عميقا في سلوك القطاع الخاص، بل وحتى تشجيعها التنظيمات أحيانا. لكن المشاكل تستحق اهتماما خاصا لأن تأثيرات الأزمة شرعت تصل إلى رقعة عريضة من المواطنين العاديين في كثير من البلدان.

الحالية هي أسوأ أزمة أصابت الأسواق المالية المتطورة خلال عقود، وهي لم تنته بعد. وفي التسابق نحو الأزمة، شجع انخفاض سعر الفائدة الأسمية، والسيولة الوفيرة، وقلة تقلب الأسواق المالية، والإحساس العام بالرضا، أنواعا كثيرة من المستثمرين على تحمل مزيد من المخاطر. فقد كان من المتوقع أن تستثمر الفترة الممتدة من الأحوال الحميدة في السوق المالية، وكان النمو العالمي قويا، ويدت التجاوزات السابقة في فقاغات شركات الشبكات العنكبوتية في البورصة ماضيا بعيدا. خلاصة القول، أن الكثيرين كانوا يعتقدون في ظهور أنموذج جديد للأسواق المالية. ومن ثم، أصبح الاستثمار في أصول واستراتيجيات أكثر خطورة هو القاعدة، عادة مع فهم قليل للمخاطر الأساسية وعدم كفاية رأس المال اللازم لدمعها.

وعلى الرغم من التحذيرات المتكررة من القطاع الرسمي بأن الاستقرار المالي يمكن أن يضار من جراء شدة «البحث» عن العائد، استمرت حوافز القطاع الخاص تشجع على تحمل مزيد من المخاطر. وبحلول ربيع ٢٠٠٧، بدأ حتى كبار المديرين في بعض من أكبر المؤسسات المالية يعربون عن قلق عام، خاصة فيما يتعلق بأوراق الائتمان المالية المهيكلية التي تساندها القروض والرهنونات دون الممتازة وتساهل عقود وشروط القروض التي ساندت أنشطة الشراء بأموال مقترضة. لكن نظرا لاستمرار انخفاض أسعار الفائدة ووفرة السيولة، استمر الطلب على منتجات الائتمان المهيكلية التي تحمل المرتبة الائتمانية أ ثلاثية وكسب عائد أعلى من الطبيعي، طليق العنان حتى منتصف ٢٠٠٧ (انظر الشكل ١). ولم تكن لدى المستثمرين معلومات وبصيرة كافيين لوقف انتشار الأوراق المالية التي يجري الإفراط في تسعيرها. وهكذا، كانت الضغوط التنافسية من أجل إصدار هذه الأنواع من المنتجات وبيعها شديدة لدرجة أن الإدارة العليا كانت تشعر بأنه «طالما أن الموسيقى تصدح، فإنه



حكاية حل اللغز

كيف أضحّت الأزمة بهذه الشدة؟ هذه هي المرة الأولى التي جرى فيها اختيار سوق منتجات الائتمان المهيكلة المركبة في ظل ركود في النشاط الاقتصادي. فقد دفع الطلب على الأوراق المالية عالية الإيراد من المرتبة الائتمانية أ ثلاثية، مصدرى منتجات الائتمان المهيكلة للحصول على قروض أساسية أقل نوعية بصورة متزايدة للوفاء بالطلب على منتجاتهم - مما جزأ وقت التدفقات النقدية الوافدة إلى عدة «شرائح» كثيرة، سماحا بدفع بعض الشرائح أولا للمستثمرين مما يبرر إعطائها المرتبة الائتمانية أ ثلاثية. وكان من السهل تسويق هذه الأوراق المالية عالية المرتبة والأعلى إيرادا لدى كثير من شركات التأمين، وصناديق المعاشات، والبنوك الصغرى الأخرى في شتى أنحاء الأرض. وبالنسبة للمستثمرين الآخرين، مثل صناديق التحوط وأولئك الراغبين في تحمل مخاطر أكبر، بدت أيضا عائدات الأجزاء الأقل مرتبة من هذه الأوراق المالية المهيكلة مغرية.

وفي المناخ المالي المستقر مع وفرة في السيولة، لا يشعر المستثمرون بأنهم مضطرون إلى أن يولوا كثيرا من الاهتمام لهذه المخاطر التي تنطوي عليها المنتجات المهيكلة المركبة التي اشتروها، مفترضين بدلا من ذلك أنهم يستطيعون أن يعيدوا أو يبيعوا هذه المنتجات لآخرين إن اقتضى الأمر. وقد وثقوا بوكالات تحديد المراتب الائتمانية لتقييم المخاطر بصورة سليمة. وباسترجاع الماضي، نجد أن وزنا أكبر من اللازم تم إيلاؤه للمراتب الائتمانية التي جرى تحديدها، وأن اهتماما أقل مما يجب جرى إيلاؤه إما لتوثيق المنتجات أو للتحري المستقل عن الصكوك المعنية.

وعانت هذه المنتجات المركبة من تدهور الضمانات المعنية - أساسا الرهن دون الممتاز الذي نشأ أخيرا إبان تصاعد النشاط - ومن الفهم غير الكافي لكيف ينبغي أن تعمل الهياكل خلال ركود النشاط الاقتصادي أو عندما تنتهي «الأسعار المزعجة في مسيرتها» التي طبقت أصلا على القروض. ولم يكن إجراء اختبارات أوقات الشدة على الارتباطات عبر القروض أو أنواع الأوراق المالية الأخرى،

كافيا بالنسبة لركود دورة الائتمان، عندما ترتفع الارتباطات بصورة طبيعية، أو بالنسبة للانخفاض الوطني في أسعار البيوت في الولايات المتحدة. وإضافة لذلك، فإنه على الرغم من أن وكالات تحديد المراتب، حاولت التأكيد بصورة بارزة على أنها لم تصنف سوى مخاطر الاعسار (أي مخاطر الائتمان)، فقد انطوت هذه المنتجات على مخاطر للسيولة والسوق - وهي مخاطر كثيرا ما يهمل المستثمرون أخذها في الاعتبار. ومخاطر السيولة هي مخاطر أن يعجز الحائز عن أن يبيع الصك بسرعة بالسعر الجارى، ومخاطر السوق هي مخاطر أن تؤثر ظروف السوق الأخرى، مثل مسار أسعار الفائدة على نحو أعم، على قيمة الورقة المالية.

وعلى الرغم من أن المستثمرين ربما لم يفهموا على نحو كامل مدى المخاطر التي يتحملونها - والتي يعدون مسؤولين عنها - فإن هيكل الحوافز لدى وكالات تحديد مراتب الائتمان لعب أيضا دورا في انتشار منتجات الائتمان المهيكلة. إذ كان يتعين على واضعى الهياكل أن يطالبوا بتصنيف لمختلف شرائح المخاطر داخل كل هيكل. فإذا بدت حجوم أو سمات مختلف الشرائح وكأنها غير كافية لتحقيق التصنيف المطلوب لإشباع الطلب المتوقع على الشرائح، كان يتعين على وكالات التصنيف أن تقترح تغيير الهياكل (مثلا، مزيدا من الإفراط في الضمان) لتحقيقها. وأقل ما يقال هو أن الكرّ والفَرّ بين واضعى الهياكل الذين يدفعون أجر التصنيف، وكالات التصنيف التي توفره، قد قوض استقلال عملية التصنيف.

جفاف السيولة

ثارت أخطر التوترات عندما تم اكتشاف أن أساليب التحويل التي تستخدمها البنوك للاحتفاظ بهذه المنتجات الائتمانية المهيكلة غير السائلة والتي يصعب تقييمها، كانت معيبة. إذ كان يتم الاحتفاظ بكثير من هذه المنتجات في كيبانات خارجة عن الميزانية العمومية للبنوك الكبرى. وهي أدوات وقنوات مهيكلة للاستثمار عادة - لاستغلال الرسوم المنخفضة على رأس المال هناك، مما يسمح بمزيد من الفاعلية المالية عن طريق الاقتراض في مواقع أخرى من

ما هو التمويل المهيكل

يقتضى التمويل المهيكل عادة تجميع مخاطر أساسية معنية متعددة (مثل مخاطر السوق والائتمان) عن طريق تجميع الصكوك المعرضة لتلك المخاطر (على سبيل المثال السندات والقروض والأوراق المالية التي يدعمها رهن) ثم تقسيم التدفقات النقدية الناجمة إلى «شرائح» أو أجزاء، تدفع لحائزين مختلفين. ويتم سداد المدفوعات من المجمع لحائزي هذه الشرائح بنظام محدد، يبدأ بالشرائح «الممتازة» (الأقل خطورة) ويتسلسل نازلا خلال مستويات مختلفة إلى شريحة أسهم رأس المال (الأكثر خطورة) (انظر الشكل).

وإذا لم يكن بعض من التدفقات النقدية المتوقع وفادتها إلى المجمع وشيك الحدوث (على سبيل المثال، بسبب التخلف عن سداد قروض)، فعندئذ يتعين على حائزي شريحة أسهم رأس المال أن يتحملوا هم أولا نقص المدفوعات، وذلك بعد استنفاد الاحتياطي من التدفقات النقدية. وإذا نقصت المدفوعات في المجمع بدرجة أكبر، لا تحصل المجموعة التالية من الحائزين (شريحة «الدور المسروق») على مدفوعات كاملة.

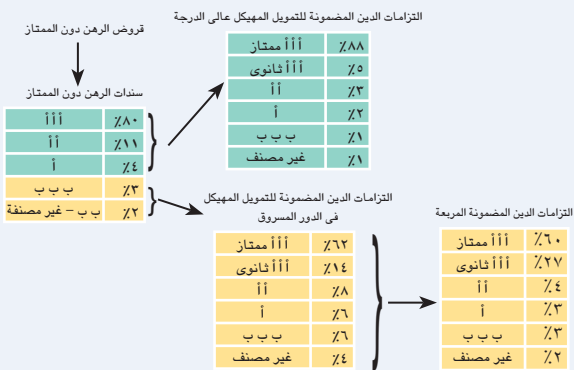
وعلى نحو نموذجي، يتم تشكيل الشرائح فوق الممتازة والشرائح الممتازة من هيكل رأس المال بحيث تتأهل للمرتبة الائتمانية أ ثلاثية، مما يعنى جعل احتمال عدم الحصول على المدفوعات الموعد بها جَد منخفض.

وحتى تموز / يوليو ٢٠٠٧، عندما حلت الأزمة المالية، كان النمو في منتجات التمويل الائتماني المهيكل نمواً أسيّاً. فعلى سبيل المثال، نما إصدار منتجات

ائتمانية مهيكلة مختارة في الولايات المتحدة وأوروبا من ٥٠٠ مليار دولار في ٢٠٠٠ إلى ٢,٦ تريليون دولار في ٢٠٠٧.

معقدة بدرجة عالية

يجرى تقسيم منتجات الائتمان المهيكلة لشرائح أو أجزاء رقيقة.



المصدر: تقديرات العاملين في الصندوق.
ملحوظة: تمثل النسب المئوية في حصة السندات في الشرائح المصنفة.

الأخرى من الرهونات الأمريكية، والعقارات التجارية، وقروض الشركات، عندما يصبح الافتقار للانضباط الائتماني في الماضي واضحا مع تدهور الأحوال الاقتصادية، ويقدر صندوق النقد الدولي إجمالاً، أنه بالنسبة لكل أنواع المؤسسات المالية، سواء في الولايات المتحدة أو خارجها، فإن الخسائر المرتبطة بالولايات المتحدة قد تبلغ ٩٤٥ مليار دولار (صندوق النقد الدولي، ٢٠٠٨). وفي حين أن مثل هذه التقديرات عرضة للخطأ بطبيعتها - بسبب عدم دقة المعلومات عن مدى التعرض للمخاطر واستخدام أسعار السوق التي قد تغالي في قيمة الأوراق المالية

«على الرغم من دعم البنوك المركزية للسيولة، وفي بعض الحالات أسعار الفائدة الأقل، فقد تعمقت الأزمة المالية واتسع نطاقها».

استناداً للأساسيات والتدفقات المالية - فإنها تشير إلى أنه لا يزال هناك مزيد من الخسائر يتعين الكشف عنه.

وهكذا تضررت ثقة الطرف المقابل، وتجد المؤسسات المالية ذات الميزانية العمومية الضعيفة التي تحتاج لجمع مزيد من رأس المال وضمنان توافر التمويل اللازم لها، أن القيام بذلك أكثر تكلفة. فقد ارتفعت تكلفة كل من التمويل برأس مال الأسهم والتمويل بالسندات. ويمكن تبين هذا بفحص تقييم السوق لخطر الإعسار. وحالياً تزيد هذه المخاطر مقيسة بعلاوات مقايضات إعسار الائتمان، بالنسبة للبنوك الكبرى في المتوسط، على ما كانت عليه في بداية ٢٠٠٧، مرتين ونصف المرة، رغم أنها قلت نوعاً ما بعد أن تقدم بنك الاحتياطي الفيدرالي لتيسير إدماج بنك جي بي مورجان تشيز لمؤسسة بير ستيرنز فيه (أنظر الشكل ٢). وإضافة لذلك، فإنه باستخدام تقنية تفحص فرص إعسار بنوك أخرى إذا أعسر بنك ما، زاد احتمال تعدد حالات الإعسار بصورة كبيرة أيضاً، مما يشير إلى أن ما يصل إلى خمسة بنوك ستعاني من الإعسار إذا ما أعسر بنك واحد. وهذا يعني أن المخاطر المعدية بين البنوك الرئيسية قد زادت أيضاً.

جعل الأمور أسوأ حتى من ذلك

زاد عدد من الاتجاهات الحديثة، الوضع القائم سوءاً، فأولاً، هناك اعتماد متزايد على القياس الكمي للمخاطر، خاصة بالنسبة لمخاطر الائتمان، دون تطبيق نهج شامل لإدارة المخاطر. ففي السنوات الأخيرة، زاد اتقان عملية التحديد الكمي لمختلف المخاطر - خاصة مخاطر الائتمان. ومن الصعب بصفة خاصة تقييم منتجات الائتمان المهيكل المركبة لأنها لا تحتوي فقط على مخاطر الائتمان، وإنما تتضمن أيضاً مخاطر السيولة ومخاطر السوق. ولم تعرف شركات كثيرة كيف تصنفها في إطار نظمها لإدارة المخاطر، لأن مخاطر الائتمان والسوق يتم فحصها بصورة مستقلة عادة. وحتى عندما جرى فهم تعقد هذه المخاطر وتربطها على مستوى التشغيل، فإن المعلومات لم يتم نقلها بصورة فعالة أو لم يجر قبولها في رئاسة المنظمة. ومن ثم فقد تسربت هذه المخاطر في الشقوق في بعض الحالات واختفت.

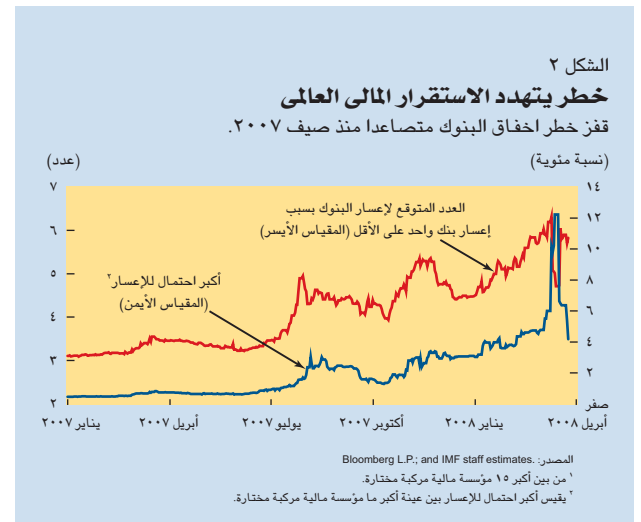
ثانياً، أدى تزايد تطبيق المؤسسات المالية (أساساً البنوك وصناديق التحوط) لقواعد اتخاذ القرارات استناداً إلى الأسعار التي تحددها السوق، إلى انخفاض أسعار في الأسعار من خلال عمليات البيع الجبري. ومثل هذا النوع من السلوك يمكن أن يحدث عندما تقل الأسعار المحددة من قبل سوق عن عتبة

الميزانية العمومية للبنك. وقد جرى تمويل هذه القنوت بأوراق تجارية تساندها أصول أقصر أجلاً، حيث شمل خصوم أدوات الاستثمار المهيكله نحو الثلث من الأوراق التجارية التي تساندها أصول والثلاثين من التمويل الأطول أجلاً. وكانت المشكلة أساساً هي مشكلة عدم وضوح - فالخيارات الدقيقة لهذه الكيانات ليست شفافة بالنسبة للمستثمرين في الأوراق التجارية التي تساندها أصول؛ كما لم تكن إستراتيجية التمويل معروفة بشكل عام. - سواء للجمهور المستثمر أو لبعض المشرفين على المصارف.

وعندما تدهورت الثقة، حول كثير من حائزي الأوراق التجارية التي تساندها أصول والتي تدعمها منتجات ائتمانية مهيكله غير سائلة، حيازاتهم إلى نقود، وقصروا أجل الاستحقاق الذي كانوا راغبين في قبوله، أو طالبوا بإيراد أكبر، خاصة عندما شكوا في أن منتجات الائتمان التي يحوزونها معرضة لمخاطر الرهن دون الممتاز. وكان لكثير من أدوات الاستثمار المهيكله وقنوته، حدود تسهيلات ائتمانية طارئة لدى البنوك الشريكة لها في حالة ما إذا قرر مشترو الأوراق التجارية التي تساندها أصول ألا يجدوا أجل أوراقهم التجارية. وقد أدى نزوب سوق الأوراق التجارية التي تساندها أصول في ٢٠٠٧ إلى عدم سيولة واسع النطاق في سوق ما بين البنوك، عندما جرى اللجوء لمثل هذه الحدود للتسهيلات الائتمانية الطارئة، أو عندما وضعت البنوك أصولاً لأدوات الاستثمار المهيكله أو قنوته في ميزانيتها العمومية لتفادي خطر تقوض سمعتها لدى المستثمرين. وإذا أصبحت البنوك غير واثقة من احتياجاتها من السيولة، فقد اكتنزت السيولة، مما زاد من تفاقم عدم السيولة في ما بين البنوك.

وفي البدء، وفرت البنوك المركزية السيولة في حالة الطوارئ للنظام المالي، لكن الحاجة للسيولة أصبحت مزمنة، مما فرض على البنوك المركزية استنباط طرق جديدة لتوفيرها. وغيّرت البنوك المركزية الكبرى عملياتها عادة - وفعل البعض ذلك على نطاق أكبر من غيره - لمواجهة انكماش السيولة الجارى. وفي بعض الحالات، كان على البنوك المركزية أن تقبل أنماطاً جديدة من الضمانات، أحياناً أقل نوعية، للإبقاء على مسيرة سوق ما بين البنوك.

وعلى الرغم من دعم البنوك المركزية للسيولة، وفي بعض الحالات أسعار الفائدة الأقل، فقد تعمقت الأزمة واتسع نطاقها. ولا تشمل الخسائر في المؤسسات المالية الكبرى حالياً، تلك المرتبطة بالرهونات الأمريكية دون الممتازة (على كل من القروض ومنتجاتها المهيكله المرتبطة بها على حد سواء) فحسب، بل تشمل أيضاً قروض تحقيق الفاعلية المالية ومنتجاتها المهيكله المرتبطة بها، والأنماط



ما محددة سلفا - تحدد عادة عند مستوى يكفل تفيدي وقوع مزيد من الخسائر، مثل آليات تفيدي الخسائر أو متطلبات الاقتراض بضمان أوراق مالية، أو تحديدها هيئة تنظيمية لحماية المستثمرين في صناديق المعاشات مثلا. وفي حين أن المحاسبة على أساس القيمة العادلة منهج مفيد في الأوقات العادية، فإنه قد يخلق تقلبا لا موجب له في التصور السائد عن القيمة إذا استخدمت أسعار السوق خلال فترات الشدة. ويمكن لهذا مقترنا بقواعد اتخاذ القرارات المتمتة، أن يزعزع الاستقرار. وعندما تصبح الأسواق غير سائلة وتنخفض الأسعار عند الافتقار إلى وجود مشتري نشطين، فإن المؤسسات المالية تقدر أو تقيم أوراقها المالية بالأسعار الجديدة الأدنى، الأمر الذي يجبرها بدوره على البيع إذا تم تخطى العتبة - مما يزيد الضغوط النزولية.

ثالثا، كشف الاستخدام المتزايد لتمويل الجملة والتمويل قصير الأجل لدعم نموذج الأعمال «بإبرام القروض ثم توزيعها» عن مصدر خطر جديد. وفي نموذج الأعمال الجديد هذا، وفيه تقسم القروض فوراً لحزم من المنتجات المورقة وتباع لمستثمرين آخرين، يعتمد نمو الائتمان (المورق) بدرجة أكبر على استعداد المستثمرين لحيازة أوراق تجارية ومالية تساندها أصول لتمويل الأصول المورقة حديثا، ويعتمد بدرجة أقل على المودعين المستقرين لأجل قصير وطويل في البنوك لتمويل القروض التقليدية. ويعنى هذا التغيير الهيكلي أن السيوالة يتم الاحتفاظ بها في شكل ودائع مستقرة طويلة الأجل، وبدلا من ذلك تعتمد البنوك على «عطف الغرياء». وقد فاقم نطاق هذا التعرض للخطر، الأزيمة، إذ نصبت أسواق التمويل التي تعمل جيدا عادة، وتباطأ بصورة مثيرة خلق الائتمان عن طريق المنتجات المورقة. لم تكن فكرة توزيع المخاطر عبر شتى أنحاء الأرض، كما قدر من قبل، تعنى أن مخاطر الائتمان المحلى يمكن توزيعها على من هم أكثر قدرة على حيازتها، بل كان يعنى أن تتحمل البنوك التي تشكل حزما من المنتجات المورقة هذه المخاطر في نهاية المطاف.

الحوافز، الحوافز، الحوافز

إذن ما الذي يمكن عمله لحل المشكلة؟ إن أى بائع للعقارات في سوق العقارات سوف يخبر المشتري المحتمل بأن هناك ثلاثة عناصر أساسية للاستثمار في الممتلكات هي «الموقع والموقع والموقع». وفي الأسواق المالية العالمية، فإن الإجابة هي «الحوافز، الحوافز، الحوافز». فهناك حوافز كثيرة تؤثر على سلوك السوق المالية - بعضها جزء من كيفية عمل الأسواق الطليقة، وبعضها تفرضه القواعد والتنظيمات وجميعها يصعب تغييرها.

مشاكل إدارة المخاطر. ما لم يتغير هيكل الحوكمة داخل المؤسسات المالية الكبرى بحيث يتوافر لكل من مديري المخاطر ومديري الأعمال التنفيذي على حد سواء، وزن متكافئ في أعين الإدارة العليا، فمن غير المرجح أن يولى كبار المديرين اهتماما كافيا للجانب المتعلق بالمخاطر في المفاضلة بين المخاطر والجوائز. وفي الوضع المثالي، يتعين أن يتم الدفع للسماسرة على أساس تحديده المخاطر، ويتم الدفع للإدارة على أساس تحديده الدورات الاقتصادية. ويقضى هذا على المشكلة المزدوجة المتعلقة بعدم إيلاء اهتمام كاف للمخاطر في أوقات الازدهار وأن السماسرة يتم دفع أجر لهم مقابل مراهنات تغل أرباحا عالية للشركة لكنها خطيرة جدا (وربما لا يكتشف ذلك إلى في الأجل الطويل بعد دفع المكافأة). ينبغى مكافأة مديري المخاطر على التحليل الجيد لإدارة المخاطر - حتى وإن لم تعمل الإدارة العليا بنصحتهم.

ولكى تحدث مثل هذه التغييرات، إما أنه يتعين على حملة الأسهم، أن يصروا عليها باعتبارها جزءا من الأداء طويل الأجل (ومن ثم يتعين أن تكون في ذاتها

موجهة للأجل الطويل)، وإما يتعين على جهات التنظيم أن تفرضها لعلاج المخاوف من عدم الاستقرار المالي، والتي لن تعالجها الشركات فرادى، بسبب طبيعتها «كسلعة عامة».

نموذج إصدار القروض لتوزيع عيبتها. في ذروة الدورة الاقتصادية، كان في مقدور مصدري القروض أن ينقلوها إلى آخرين دون أن يتعين عليهم الاحتفاظ بمخاطر القروض لأنفسهم. وحيث إنهم لا يحتفظون بأى مخاطر، فقد كان حافظهم قليلا على فحص قدرة المقترض على السداد. وكانت الحالات الصارخة أكثر من غيرها هي ما سمي قروض النينجا - وهي القروض التي لا تشترط دخلا أو وظيفة أو أصولا.

ويمكن توفير الحوافز على الالتزام بالانضباط المالي، إذا احتفظ مصدر القروض ببعض احتمالات مخاطر القروض في المستقبل - إما من خلال التنظيمات أو إصرار المستثمرين المحتملين في المنتجات المورقة عليها. وذلك في الحالتين، أمر يصعب تحقيقه. وهناك عدة طرق لتعويض مخاطر القروض، حتى عندما تظل مدرجة في الميزانية العمومية. فاستخدام المشتقات أمر شائع، وبعض الأساليب المعقدة يصعب ربطها بالقروض نفسها، مما يجعل التحقق عسيراً. وبدلا من ذلك، يمكن مطالبة مصدر القروض بضمان أنه يصدر قروضا «جيدة» (ربما بالاحتفاظ بنسبة محددة سلفا من القروض إلى القيم، أو من مستويات المدفوعات إلى الإيراد لدى المقترض)، محتفظا ببعض المخاطر في ميزانيته العمومية دون تكوين احتياطي للتحوط منها، ورصد القروض. وإنفاذ هذا يستغرق وقتا طويلا ويقتضى موارد إضافية للإشراف. وختاما، فإن جهات تنظيم البنوك في الولايات المتحدة أصدرت في الصيف الماضي، إرشادات جديدة أكثر حزما للبنوك بأن تكبح جماح أنفسها في إصدار الأنواع الأكثر خطورة من قروض الرهن، مع تبني عدة ولايات إرشادات لمصدري الرهونات غير المصرفية.

أدوات خارج نطاق الميزانية العمومية. هناك قضية مرتبطة بهذا هي الحافز القانوني المتعلق بتكلفة وضع الأصول وتمويلها خارج أدوات الميزانية العمومية، حيث تكون المخاطر أقل وضوحا بالنسبة للمستثمرين في المؤسسات المالية الأم، وكذلك بالنسبة لجهات الإشراف والتنظيم. وربما يساعد الانتقال لقواعد أفضل لكفاية رأس المال بالنسبة للبنوك القطرية في شتى أنحاء العالم - المعروفة باسم إطار بازل الثاني - في التقليل من الحافز على استخدام الأدوات الخارجة عن الميزانية العمومية، ولكن ذلك لن يحدث إلا إذا استخدمت جهات الإشراف على نحو كامل حريتها في التقدير للحكم على ما إذا كانت المخاطر يتم نقلها فعلا لمثل هذه الكيانات، وما إذا كانت البنوك مؤهلة بذلك لحصول إغاثة برأس المال. وحتى عندئذ، يقتضى الأمر مراجعة القواعد المتعلقة بما إذا كان هناك قدر كاف من رأس المال محتفظ به لمواجهة حدود التسهيلات الائتمانية الطارئة التي تدعم الكيان الخارج عن الميزانية العمومية، إلى جانب القواعد التي تحكم توحيد الديون عبر الشركات الفرعية التابعة.

وكالات التصنيف الائتماني: نظرا لأن وكالات التصنيف الائتماني تتلقى أجراها من مصدري القروض الذين يطلبون التصنيف، فقد يكون لديها حافز لتصنيف الأوراق المالية المعنية بأعلى كثيرا من قيمتها لتضمن قدرة مصدرها على جذب المشتريين، وتتفادى عندما تتدهور الظروف، أن تنزل بمرتبة التصنيف الائتماني سريعا ليبدو أن لديها نظاما للتصنيف مستقرا وموثوقا به. ويتم التخفيف من هذه الحوافز المعاكسة، بدرجة ما على الأقل، بفعل الحاجة إلى الاتسام بالدقة والواقعية في عملية تحليل مخاطر الائتمان وذلك لضمان المصداقية والطلب النهائي على الأوراق المالية المصنفة.

حسب البلدان، وربما حسب نوع المؤسسة المالية، لكن يجب أن يتجه صوب جعل المؤسسات المالية تتحمل قدرا أكبر من تكاليف توفير الضمانات ضد أحداث السيولة المعاكسة بأكثر مما حدث في الماضي.

ويتمثل منهج لذلك في مطالبة المؤسسات بأن تحتفظ بمزيد من الأصول السائلة قصيرة الأجل التي تستطيع أن تستخدمها كضمان للقروض المقدمة إما من المؤسسات الأخرى أو من البنوك المركزية. ونسب الأصول السائلة هذه شائعة في أجزاء كثيرة من العالم، لكن الأمر يقتضى تحديثها لتأخذ في الاعتبار الأنواع الجديدة من الصكوك السائلة أو نسباً أعلى. وهناك طريق آخر هو دفع المزيد مقابل التأمين أو مقابل تسهيلات السيولة الطارئة. وتشترى البنوك بالفعل مثل هذا التأمين، لكن هناك تساؤلات بشأن ما إذا كان يمكن الاعتماد على هذه العقود في حالة وقوع حدث نظامي. وهكذا، فإن مثل هذا التأمين يمكن أن يكون أكثر كفاءة، إذا تم توفيره علانية. ومن الناحية النظرية، فإن تجميع مخاطر السيولة داخل مؤسسة عامة، مثل البنك المركزي، قد يكون مفضلاً عن التأمين الذي يقدمه القطاع الخاص.

وقد أثارت الأحداث الأخيرة عددا من الأسئلة الصعبة بشأن كيف يمكن لمشكلة الرهونات دون الممتازة أن تتدهور إلى الحد الذي يهدد الاستقرار المالي العالمي. بل ويتمثل تحد أكبر في التوصل لطرق عملية قابلة للتطبيق لتصحيح الحوافز والهياكل المترسخة - سواء في السوق أو في أنظمة الإشراف والتنظيم - التي أحدثت اضطرابا عميقا في الوساطة المالية على حساب الرفاهية المالية لمواطني بلدان كثيرة، كثيرون منهم بعيدون عن المركز السطحي للأزمة. ■

لورا كودرس رئيسة شعبة في دائرة أسواق النقود ورأس المال في صندوق النقد الدولي.

المراجع:

International Monetary Fund (IMF), 2007, Global Financial Stability Report, October, World Economic and Financial Surveys (Washington).

—, 2008, Global Financial Stability Report, April, World Economic and Financial Surveys (Washington).

وعقب الأحداث الأخيرة، وافقت وكالات التصنيف حاليا على القيام بمحاولة لتطوير «جدران مانعة لانتشار الحرائق» بين مختلف أجزاء أعمالها حتى تكون هناك مراجعات مستقلة بين الأجزاء التي تقوم بالتصنيف الأولى وتلك المسؤولة عن تغيير التصنيف الائتماني على مر الزمن. وهذه خطوة في الاتجاه الصحيح، لكن الخبرة نادرة فيما يتعلق بهذه المنتجات المركبة، وتبين وفورات الحجم في جمع المعلومات عن المنتجات المركبة وتحليلها أن الإبقاء على مجالين مستقلين داخل الوكالة الواحدة أمر مكلف وغير كفء. وقد اقترح البعض أن تتولى الوكالات التنظيمية القيام بدور فحص تحاليل وكالات التصنيف ونمذجتها باعتبار ذلك مراجعة ثانية على الدقة، لكن مرة ثانية، فإن الأمر يقتضى مقارنة ندرة الخبرة والنفقات الإضافية بالمنافع المتحققة.

تمويل الجملة. وأخيرا، هناك حافظ لدى المؤسسات المالية على حماية أنفسها بصورة غير كافية في مواجهة أحداث السيولة النظامية. فقد حرك الاتجاه نحو استخدام تمويل الجملة، وجود مناخ لسعر الفائدة المنخفض والمستقر والانتقال صوب الأصول الأكثر قابلية للتداول في الميزانيات العمومية للبنوك. ويعنى هذا أن تمويل الجملة أرخص وأكثر كفاءة - ولكن فقط في «الأوقات الطيبة»، عندما يسهل الحصول عليه وعندما تتحول الأمور للأسوأ، يفر المستثمرون الذين كانوا يقدمون هذه الأموال نحو الأصول الأعلى نوعية، مما يجعل حصول البنوك على تمويل راسخ أكثر صعوبة. وعندما تسوء الأمور بقدر كاف، يفترض كثير من المؤسسات المالية الكبرى أن البنوك المركزية ستسد الفراغ.

بالطبع، إن مشاكل التمويل في مؤسسة بمفرها ليست أمرا مرضيا مطلقا، ولكن إذا واجه معظم المؤسسات نفس الصعوبات، فإن مسؤولية المؤسسة عن حماية نفسها تكون أقل إلحاحا. وحيث إن المؤسسات لا تستطيع مطلقا التيقن من أن مشاكل التمويل التي تعانيتها ستثير رد فعل على نطاق نظام البنوك المركزية كله، فإن لديها بعض الحافز لتحسين نظم إدارة مخاطر السيولة الخاصة بها، لكن ذلك لن يحدث إلا بقدر إدراكها أن البنوك المركزية يحتمل أن تهب للإنقاذ - مثلما فعلت.

وهكذا، فإنه إذا كان الاستقرار على نطاق النظام مهما، وكانت الشركات تفتقر للحافز على أن توفر لنفسها حماية كافية للسيولة، فإن شكلا ما من الإشراف أو الرقابة التنظيمية سيكون أمرا مطلوبا. ويمكن لهذا الشكل أن يتباين

IMF Survey
مسح صندوق النقد الدولي

يرجى زيارة موقع مجلة المسح لصندوق
النقد الدولي على الإنترنت وهو

www.imf.org/imfsurvey



تفشى المرض:

راندال دود وپول ميلز
Randall Dodd and Paul Mills

للدهشة - مثل الأسواق التي تقدم فيها البنوك قروضا إلى بعضها البعض، والأوراق التجارية قصيرة الأجل، بل وسندات البلديات.

فيروس قروض الولايات المتحدة دون الممتازة

ليس هناك شيء خاطئ أو متهور بطبيعته في تقديم القروض للمقترضين الأدنى دخلا أو ذوي السجل الائتماني الضعيف. لكن الحذر يفرض على المقترضين عند تقديم القروض دون الممتازة، أن يسيطروا على المخاطر بإجراء تقييم محكم بدرجة أكبر للمقترضين، وأن يحددوا معايير أعلى للضمان، وأن يتقاضوا أسعارا للفائدة تزيد مع تزايد المخاطر.

بيد أنه كثيرا جدا ما تراخت المعايير في القروض دون الممتازة وقروض "Alt - A" (ومخاطرها بين مخاطر القروض الممتازة ودون الممتازة). وبدلا من ذلك، كان كثير من الرهونات دون الممتازة هو «قروض النينجا» - وهو ما يشير لعدم وجود دخل أو وظيفة أو أصول. ومما يجعل الأمور أسوأ، أن كثيرا من هذه الرهونات تم إصداره في البدء بأسعار فائدة منخفضة على نحو من «المزيج مسابرة» أو بشروط أخرى تصعب محاكاتها، مثل خيارات تقاضى الفائدة فقط

أصبحت أسباب الأزمة في سوق الرهونات دون الممتازة واضحة. فقد بدأت بممارسات سيئة في التأمين، أصبحت غفيرة. لكن الدمار والضرر تكاثرا في كل مرحلة من العملية المعقدة التي نشأت فيها ديون المساكن الخطيرة، ثم أصبحت أوراقا مالية تساندها أصول شكلت عندئذ جزءا من التزام الديون المضمونة التي جرى تصنيفها وبيعها للمستثمرين. ومع ذلك، فإن ما هو غير واضح هو كيف استطاعت هذه الخسائر أن تمتد لأجزاء أخرى من النظام المالي العالمي. ومثل وباء يصيب فيه فيروس خفي أناسا كثيرين ومجتمعات متعددة، فقد انتشرت الأزمة المالية عندما أثارَت خسائر الوسطاء في سوق واحدة غير شفافة المخاوف بشأن السيولة والملاءة في أماكن أخرى. ومثلما ينتقل المرض بالمخالطة الوثيقة بين البشر، وعن طريق الآفات والأغذية الملوثة، كذلك انتقلت هذه الأزمة المالية من خلال الأسواق والمؤسسات المترابطة في حين تركت البعض الآخر دون أن تمسه.

وسنبحث أصول أزمة الرهونات دون الممتازة والأماكن المختلفة التي وجدت فيها آثار هذه الأزمة، وبعضها يدعو

كان يمكن احتواء
أى مشكلة من ذلك
الحشد الهائل من
المشكلات في سوق
الرهونات الأمريكية
وحدها، لكنها سببت
معا أزمة امتدت
لسائر أنحاء الأرض



عدوى الرهونات دون الممتازة الأمريكية

تحديات إضافية لعملية التصنيف الائتماني. وثبت أن النماذج التي استخدمتها وكالات التصنيف الائتماني، مثلها مثل المستثمرين الآخرين، غير كافية للتنبؤ ليس فقط بمستوى حالات الإعسار الفردية بل أيضا بكيف سيحدث الإعسار في نفس الوقت عبر أسواق الإسكان في الولايات المتحدة. وتجعل أوجه القصور هذه من الصعب تحديد مخاطر الائتمان كميا والتميز بينها بصورة دقيقة شريحة إثر أخرى. وقد افترض أن الارتباط قليل بين الشرائح الممتازة المصنفة في مراتب عالية، والشرائح الأكثر خطورة الأدنى مرتبة. بيد أنه عندما أصبحت النوعية الضعيفة للقروض أكثر وضوحا وتدهورت قيمة الأوراق المالية، سرعان ما بدأت قيمة الشرائح تهبط هي أيضا.

«كان مبرر هذا الإقراض الخطير هو أن أسعار المنازل طفقت ترتفع سريعا ولم تنخفض على النطاق القومي في الولايات المتحدة منذ الثلاثينيات من القرن الماضي».

وحدث مزيد من المشاكل عند توزيع الأوراق المالية وتداولها. وتبدى للعيان انكشاف المراكز الاستثمارية المستندة للاقتراض أو المرسلة بصورة ضعيفة للمخاطر، وظهر عدم سيولة كثير من أسواق الائتمان المهيكل، عندما اضطرب التداول في حشد من الأسواق الأخرى - الأوراق المالية التي تساندها الرهونات دون الممتازة والتزامات الديون المضمونة، والأوراق التجارية التي تساندها أصول ومشتقات الائتمان (دود، ٢٠٠٧). وجعلت الدرجة العالية من تحقيق الفاعلية عن طريق الاقتراض، وفيه يقترض المستثمرون بصورة باهظة أو يستخدمون المشتقات لزيادة العائد على رأس المال، استراتيجيات الاستثمار معرضة للمخاطر بسبب تقلبات الأسعار الكبيرة في السوق. واستند مصدرو الرهونات، والسامسة والمتداولون، وصناديق التحوط، وأدوات الاستثمار المهيكلة التي تحتفظ بها البنوك خارج الميزانية، إلى الاقتراض المفرط. وكانت استراتيجية إدارة المخاطر الأساسية هي التخطيط للخروج سريعا من الوضع الذي يسبب خسائر. لكن مثل هذه الاستراتيجية، التي تعتمد على بقاء الأسواق سائلة، فشلت عندما أصبحت الأسواق غير سائلة بصورة سريعة.

وعندما يصبح التداول أحادي الجانب يعد ذلك تحديا لأي سوق - مع محاولة كل شخص البيع أو الشراء. لكن بعض الأسواق أثبت أنه سائل على نحو يعول عليه أكثر من غيره. وقد ظلت البورصات في الولايات المتحدة تتمتع بالسيولة حتى خلال انهيار ١٩٨٧ الاقتصادى والسوق الهابطة التي أعقبت ازدهار شركات الشبكة العنكبوتية في البورصة في أوائل العقد. وثبت أن هذا ليس هو الحال بالنسبة لأسواق الأوراق المالية المرتبطة بالرهونات ومشتقات الائتمان التي تعمل خارج البورصة. ولم تضم هذه الأسواق سماسرة يتعهدون أو يلتزمون، في غير ذلك، بدعم سيولة السوق بالحفاظ على العروض الملزمة وطلب العطاءات طوال يوم التداول. إذ يستطيعون خلال فترات الشدة، أن ينسحبوا من عملية صنع السوق، ويلغى غياب التداول، طريقة مستقلة في تحديد مراكز المحافظ بأسعار

أو مدفوعات الاستهلاك السلبي، لجعلها تبدو أكثر يسرا بالنسبة للمقترضين. وقد أتاح هذا للمقترضين الحصول على رهونات أكبر، لكنه فرض مدفوعات أكبر مستقبلا على الأسر المعيشية عند انتهاء الأسعار التي من المزعج مسايرتها أو بدء سداد الأصل.

وكان مبرر هذا الإقراض الخطر هو أن أسعار المساكن كانت قد طفقت ترتفع سريعا ولم تنخفض على النطاق القومي في الولايات المتحدة منذ الثلاثينيات. ومن ثم، كان يمكن تخفيف أى مشاكل محتملة في السداد بصورة كبيرة أو القضاء عليها، بزيادة أسعار السوق الخاصة بالضمانات المعنية. وإذا فشل المقترض في السداد حسب الجدول الزمني المحدد، فإن زيادة قيمة البيت تيسر إعادة التمويل، أو تغطي القرض والفائدة المستحقة والغرامات، في حالة حبس الرهن. وفي ظل افتراض أن أسعار المنازل ستواصل الزيادة وأن نسبة القرض إلى القيمة ستهبط دوما، فليس هناك مجال كبير للخطأ.

وأضافت عملية تحويل قروض البيوت إلى أوراق مالية (والتي يتم فيها نقل مدفوعات الإيراد والأصل إلى المستثمرين من خلال ائتمان) مشاكل أخرى. وفي حين كان لجميع الأوراق المالية التي تساندها رهونات والتي تحول أعباءها فورا لطرف آخر والتي أصدرتها مؤسسات تشرف عليها الحكومة الأمريكية - فاني ماي وفريدي ماك - معايير مشتركة للضمان، فإن الأوراق المالية التي تساندها رهونات التي أصدرتها شركات وول ستريت الرئيسة كانت لها معايير قروض مغايرة. وجعل هذا تكلفة فهم المعلومات المفصّل عنها، وعلاوة الإبقاء على الثقة، أعلى كثيرا. ولم يزد الاجتهاد والتدقيق الواجب من قبل المستثمرين بما يكفي لتعويض عبء المعلومات الأكبر هذا.

وبدلا من ذلك، زاد المستثمرون من اعتمادهم على التقييم الذي تجريه وكالات التصنيف الائتماني. وعلى الرغم من أن لهذه الوكالات سجلا طويلا ومعروفا، فقد كان تصنيف السندات والأوراق المالية السكنية التي تساندها رهونات والتزامات الديون المضمونة، أمرا جديدا ومعقدا. والتزامات الديون المضمونة هي أوراق مالية ائتمانية مهيكلة تساندها مجمعات من الأوراق المالية والقروض ومشتقات الائتمان التي يتم تقسيم تدفقاتها النقدية لأقسام، تسمى شرائح، لها سمات سداد وعائد مختلفة.

ونظرا لأن الرهونات دون الممتازة كانت جديدة، فقد كانت المعلومات محدودة عن أدائها في الماضي، وذلك قصور مهم بصفة خاصة عند محاولة تحديد كيف ستؤدي هذه الرهونات - فرادى وكمجموعة - خلال أوقات الشدة الاقتصادية. وأدى التفاؤل بشأن كيفية أداء الرهونات دون الممتازة إلى تحويل ما يربو على ٩٠ في المائة من القروض دون الممتازة المورقة إلى أوراق مالية لها أعلى تصنيف، وهو: أ ثلاثية (صندوق النقد الدولي، ٢٠٠٨).

ولم تشجع الحوافز التي توفرها السوق لمصدرى القروض والمورقين بل ووكالات التصنيف الائتماني، على التشكك في هذه الأوراق المالية التي يصعب فهمها. بل لقد زادت الحوافز من حجم المعاملات وشجعت على إهمال قضايا مثل نوعية الائتمان والحدز لأن كل القوى الفاعلة كانت تتلقى مقابلا لإتمام الصفقات ونظرا لأن شخصا آخر - المستثمر النهائي - سيتحمل الخطر في النهاية.

وطرح تعقد هذه الاستثمارات المهيكلة - التي تقسم الأوراق المالية إلى شرائح متعددة، لكل منها مستوى مختلف من المخاطر ويتم بيعها منفصلة -

السوق (انظر «الأسواق التي تعمل خارج البورصة ما هي؟» ص ٣٤). ومع زيادة التقلب في أسواق الأوراق المالية التي تساندها رهونات وأسواق الائتمان، ترتفع أيضا مخاطر صنع السوق والاحتفاظ بمخزون من الأوراق المالية. وقد قلل هذا استعداد السماسرة لتوفير السيولة السوقية لمن يسعون إلى المتاجرة.

تضخى الفيروس

إن أيا من هذه المشكلات وحده لا بد أن يشكل وزعا صعبا وإن كان المحتمل أنه يمكن أن يصحح نفسه بنفسه. وقد اقتضت على أسواق الرهونات دون الممتازة. وكانت الخسائر المباشرة من الرهونات دون الممتازة. وقد كانت الخسائر المباشرة من الرهونات دون الممتازة نفسها صغيرة نسبيا، تعادل انخفاضا قدره ٢-٣ في المائة في أسعار الأوراق المالية في الولايات المتحدة. لكن المشاكل تلاحمت معا وامتدت لكثير من القطاعات الأساسية الأخرى من النظام المالي والاقتصاد. وإجمالا، قدر الصندوق في تقريره عن الاستقرار المالي العالمي لعام ٢٠٠٨، أن الخسائر العالمية قد تصل إلى ٩٤٥ مليار دولار بمجرد إدراج خسائر أخرى، مثل العقارات التجارية. وكانت سرعة واتساع نطاق التفشى مدعاة للدهشة، وقد نهل المحللون من جراء التطورات العشرة التالية التي فاضت عن أزمة الرهونات دون الممتازة.

النوعية الباعثة على الكآبة لمعايير الإقراض دون الممتاز والإقراض Alt-A في ٢٠٠٦-٢٠٠٧. مع استمرار تصاعد التخلف عن السداد وحبس الرهن، ظل ضعف نوعية القروض المقدمة في ٢٠٠٦ - ٢٠٠٧، يصيب المحللين بالصدمة. نادرا ما انخفضت الأوراق المالية للشركات من المرتبة أ ثلاثية بأكثر من مرتبة واحدة في وقت واحد... وفي ظل غياب كساد يجعل يمثل هذه الخسائر، أصبح أمران واضحين. الأول، إن مقترضين كثيرين لم يستطيعوا تحمل تكاليف رهنهم إلا عندما وصلت أسعار المنازل الارتفاع، مما سمح لهم بإعادة التمويل

بعد انتهاء أسعار الإغراء التي تصعب مسايرتها. ومع هبوط أسعار المنازل حاليا في كثير من المناطق، ارتفع التخلف عن السداد وحبس الرهن بصورة حادة لأن المقترضين يعجزون عن إعادة التمويل. ثانيا، إن عددا كبيرا من المقترضين والسماسرة والقائمين بالتقييم ضخموا أسعار المنازل ودخول المقترضين في طلبات القروض. وعلى أية حال، فإنه مع استمرار ارتفاع أسعار الأسهم، أصبح كثير من هذه الرهونات بعيد المنال على أي حال. وعلى الرغم من أن إعادة تحديد الأسعار على الرهونات المقدمة بأسعار قابلة للتصحيح تفاقم مشكلة التخلف عن السداد، فإن هذا لم يكن هو السبب الأولي.

مدى وسرعة تدهور التصنيف الائتماني للأوراق المالية التي تساندها أصول. أدرك المستثمرون بتكلفة عالية تحملوها، أن احتمال تعرض الأوراق المالية الائتمانية المهيكلة لتدهور سريع وحاد أكبر من احتمال حدوث ذلك لسندات الشركات (انظر الشكل). ولا يحدث التدهور بصورة أكثر تكرارا في الأوراق المالية دون الممتازة فحسب، بل إنه يقلل عدة درجات من تصنيفها مرة واحدة في العادة، بسبب حساسية التصنيف الائتماني لهذه الأوراق المالية للزيادات في الخسائر الائتمانية المتكيدة. ونتيجة لذلك، اهتز إيمان المستثمرين بآراء وكالات التصنيف الائتماني - فقد تم تسعير علاوات الائتمان على الأوراق المالية التي تساندها رهونات من المرتبة أ ثلاثية بنفس مستوى سندات الشركات من المرتبة ب ثلاثية منذ آب/أغسطس ٢٠٠٧.

وكان هذا يشكل مشكلة بصفة خاصة للبنوك التي احتفظت بالشرائح «الممتازة الأسمى» المصنفة أ ثلاثية من التزامات الديون المضمونة التي تكفلها. ولم تتوافر لعدد من البنوك الخبرة اللازمة لتحليل التعرض إلى مخاطر هذه الأوراق التي تساندها أصول، واعتمدت بصورة فعالة على وكالات التصنيف الائتماني في ضمان الدقة الواجبة. وبالتالي، فعندما بدأ تدهور مرتبة هذه الأوراق المالية من المرتبة أ ثلاثية في تموز/ يوليو ٢٠٠٧، تكبدت هذه البنوك خسائر كبيرة يسعر السوق.

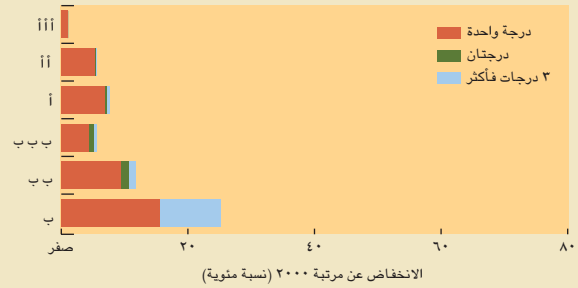
الذعر في صناديق سوق النقود في آب/أغسطس ٢٠٠٧. حدثت الراجعة الأولى في الأسواق الأوسع نطاقا في تموز/ يوليو، عندما ثارت جولة كبيرة من انخفاض مراتب الأوراق المالية التي تساندها رهونات دون الممتازة (بسبب تزايد التأخر عن السداد) وحاول صندوقان للتحوط ترعاهما مؤسسة بير ستيرنز في وول ستريت تسهيل مراكز كبيرة في هذه الأوراق المالية. ولكن لم يبدأ اضطراب أوسع نطاقا في السوق القائمة فيما بين البنوك إلا عندما أعلن البنك الفرنسي بي إن بي باربياس في آب / أغسطس أنه أوقف المسحوبات من بعض صناديق سوق النقود. وخوفا من نشوء طلب قوى من الزبائن على المسحوبات النقدية، حولت صناديق سوق النقود بصورة دفاعية محافظها من الودائع المصرفية متوسطة وطويلة الأجل ومن الأوراق التجارية (أساسا الديون المستحقة للشركات) لأوراق آجال استحقاقها ليلة واحدة وأجال مغالية في القصر. وأثار هذا طلبا قويا على السيولة قصيرة الأجل وتسبب في انهيار سوق الأوراق التجارية التي تساندها أصول، وهي الأوراق قصيرة الأجل التي استخدمت لتحويل الاستثمارات الخارجة عن الميزانية العمومية في الأصول طويلة الأجل. وجعل هذا من الصعب على البنوك في أوروبا وأمريكا الشمالية أن تقترض لأجل أطول من ليلة واحدة. وحتى على الرغم من أنه كان هناك بضع مخاوف بشأن ملاءة البنوك في هذه المرحلة، فلم تكن جوائز الإقراض لآجال أطول أمدا كافية لتعويض خطر الإقراض لطرف مقابل قد يعاني من مشاكل.

النظام المصرفي «الخفي». ألقى الانهيار في الطلب على الأوراق التجارية التي تساندها أصول، الضوء على أدوات الاستثمار المهيكلة التي كفلها عدد من البنوك بصورة مباشرة أو التي قدم لها التزامات كبيرة للمساعدة بالقروض. وفي الأساس، انكبت هذه الكيانات الخارجة عن الميزانية العمومية على تحويل السيولة

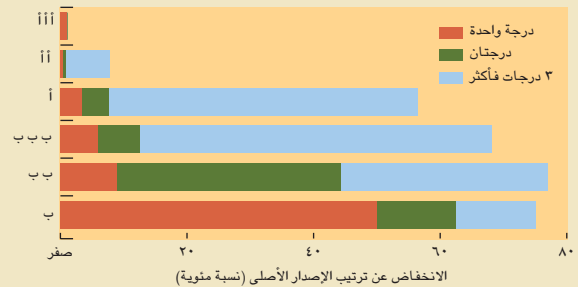
الهبوط المتسارع

نادرا ما انخفضت الأوراق المالية للشركات من المرتبة أ ثلاثية بأكثر من مرتبة واحدة في وقت واحد...

(الأوراق المالية للشركات، انخفاض المرتبة الائتمانية و٢٠٠١)



... ولكن كثيرا من الأوراق المالية دون الممتازة حقق انخفاضاً مثيراً في مرتبته الائتمانية.



المصدر: Standard & Poor's.

- بأن تتلقى الحويلة قصيرة الأجل لمبيعات الأوراق التجارية التي تسندها أصول لتشتري بها أصولاً أطول أجلاً، وهو ما يماثل ما فعله البنوك تقليدياً في الميزانية العمومية عندما تتلقى الودائع وتقدم القروض. ولكن نظراً لأنها كانت خارج الميزانية العمومية، فلم تكن تحتاج لقدركبير من الأموال للوفاء بالمتطلبات القانونية للبنك. ومع انهيار سوق الأوراق التجارية التي تساندها أصول، كان على البنوك أن تقرض هذه الكيانات، وسرعان ما أصبح عليها أن تقرر ما إذا كانت تدمجها رسمياً في ميزانيتها العمومية أم لا. وقد فعل بعض البنوك ذلك، ووسع نطاق ميزانيته العمومية ومقدار رأس المال الذي تقتضيه، ولم يفعل البعض الآخر ذلك، مما أطلق العنان لبيع الأصول وإجبار المستثمرين على تكبد الخسائر. وعلى الرغم من معرفة وكالات التصنيف الائتماني وهيئات التنظيم بهذه الكيانات، فلم يتم تقدير حجمها (أكثر من تريليون دولار من الأصول) وإسهامها في الطلب على الأصول الخطيرة، بصورة واسعة قبل آب/أغسطس ٢٠٠٧.



نطاق التزامات البنوك بالسببولة. عندما تعرضت قدرة البنوك على تمويل أنفسها في أسواق الجملة للإجهاد، بدأت في اختزان السيولة بحيازة المزيد من الأصول المماثلة للنفد وتقليل الفترات التي تقرض فيها البنوك الأخرى. وغدت البنوك أكثر قلقاً بشأن عدد التزامات الإقراض التي تبرمها مع بعضها البعض، والتي تقدمها لصناديق

التغطية، وللكيانات من الشركات. وفي الوقت نفسه، فإنه عندما وجدت البنوك أن جمع الأموال عن طريق بيع القروض في أسواق الأوراق المالية أصبح أكثر صعوبة، كان عليها أن تحتفظ بمزيد من القروض في دفاتها. وقد جابهت البنوك ضغوطاً متعلقة بالسببولة عند طرفي خط إنتاج القروض: إذ كان عليها أن تحتفظ بالقروض التي خططت لبيعها وكان عليها أن تفي بالتزاماتها بالقروض التي لن تتحقق بغير هذا. وقد تراكب هذا مع عزوف البنوك المتزايد عن إقراض بعضها البعض. وكانت النتيجة هي عدم سيولة غير مسبوق في الأسواق القائمة فيما بين البنوك.

سرعة نزوب سيولة البنوك. عندما ترتفع مخاوف الطرف المقابل الائتمانية ويجري اختزان الأصول السائلة، فقد تجد حتى البنوك القادرة على الوفاء بالتزاماتها أنه من الصعب الاستمرار في تلقي التمويل. فقد طلب بنك نورثرن روك في المملكة المتحدة تمويلًا طارئاً من بنك إنجلترا لأنه لم يستطع أن يورق الرهونات الموجودة في دفاتره أو أن يبيعهما في غير ذلك، ولم يستطع جمع النقدية اللازمة من البنوك الأخرى، وكانت لديه أصول سائلة غير كافية للبقاء سوى لعدة أسابيع قليلة. وبالمثل، عانت مؤسسة بير ستيرنز من «نضوب» سوق الجملة رغم تطمينات جهات الإشراف بأن لدى الشركة ما يزيد على المتطلبات القانونية من رأس المال. وقد استنفدت بير ستيرنز احتياطياتها من السيولة البالغ ١٧ مليار دولار في ثلاثة أيام، حتى مع تفاوض بنك نيويورك الفيدرالي وبي مورجان للتقدم لندجتها. وليس بنك نورثرن روك وبيير ستيرنز سوى مثالين لهشاشة الثقة في أسواق الجملة ومدى السرعة التي يمكن أن تستهلك بها الشركة النقدية عندما تتلطح سمعتها وتكون الأسواق غير سائلة.

ويساعد الخوف من تشويه السمعة في تفسير السبب في عزوف البنوك عن استخدام حدود التسهيلات الائتمانية المساندة التي كانت تحتفظ بها مع بعضها البعض. إذ كانت تخشى من انتشار الشائعات بأنها أصبحت غير سائلة. ولأسباب مماثلة، عزفت البنوك عن استخدام دعم الطوارئ للسيولة المقدم من البنوك المركزية. ونتيجة لذلك، طور بنك الاحتياطي صيغة من تسهيل نافذة الخصم به ليتيح لطائفة واسعة من البنوك التقدم لطلب السيولة دون ذكر اسمها. وتسعى بنوك مركزية أخرى إلى ضمان ألا يثير استخدام تسهيلات إشاعات في السوق.

تركز مخاطر الائتمان دون الممتاز لدى مصدرى السندات. بدأ بعض مصدرى السندات، الذين كانوا قد تخصصوا من قبل في توفير الحماية الائتمانية للسندات البلدية وسندات البنية الأساسية، في ٢٠٠٣ في التأمين على الأوراق المالية التي تساندها أصول والتزامات الديون المضمونة لتعزيز التصنيف الائتماني أ ثلاثية للشرائح الأكثر أماناً. وجعل ارتفاع التأخر عن سداد الرهن وحبس الرهونات هذه الأوراق المالية تتهاوى وزاد التزامات مصدرها، وأدى لتخفيض مرتبتهم الائتمانية أو وضعهم تحت الرقابة المتعلقة بالتصنيف الائتماني من قبل وكالات التصنيف. ويقدر أن أكبر جهتين للإصدار وهما: Ambac و MBIA فقدتا ٢٣ مليار دولار واحتاجتا إلى جمع رأسمال إضافي.

انهيار أسواق سندات البلديات قروض الطلاب. أثارَت المشاكل الحادة في شركات التأمين المتخصصة في مجال واحد صدمة في أوصل أسواق سندات البلدية والأوراق المالية التي تساندها قروض الطلاب. وأكثر من نصف سندات البلدية القائمة في الولايات المتحدة والتي تبلغ قيمتها ٢,٦ تريليون دولار، تضمنه جهات التأمين المتخصصة في مجال واحد حتى تستطيع السندات أن تحصل على تصنيف ائتماني يبلغ أ ثلاثية. وكان تأثير الضمانات هو تحقيق التجانس في كثير من إصدارات السندات المختلفة والتي تربو على المليونين والقائمة في أوراق مالية تصنيفها الائتماني مماثل وهو: أ ثلاثية.

وفي السنوات الأخيرة، تباعدت السوق عن سندات القسائم الثابتة التقليدية متجهة نحو صكوك مبتكرة أخرى، مثل الأوراق المالية بسعر صرف المناقصة. وعلى الرغم من أن للأوراق المالية بسعر صرف المناقصة آجال استحقاق طويلة الأجل عادة من وجهة نظر المقرض، فإن المقرضين يعتبرونها أوراقاً مالية قصيرة الأجل لأن سعر فائدتها يعاد تحديده كثيراً في ترتيب المناقصة الهولندي، حيث يتوافر للحائزين خيار بيع الأوراق المالية. وفي ظل الظروف الطبيعية، فإن تكاليف الفائدة أقل بالنسبة للمصدر، والاستثمار أكثر سيولة بالنسبة لمديري المؤسسات وشركات الأموال. لكن المشاكل مع المصدرين تثير الشكوك بشأن المرتبة الائتمانية للأوراق المالية بسعر صرف المناقصة. وفي حين أن السماسرة والقائمين بالتداول قدموا بصورة تقليدية التزامات واضحة بضمان سوق منتظمة، فقد توقفوا عن تقديم مثل هذه الالتزامات عندما وجدوا أنفسهم وقد حازوا أوراقاً مالية أكثر من اللازم. ونتيجة لذلك، فشل المزاد تلو المزاد، وكان على كثير من البلديات أن تدفع أسعار فائدة أعلى كثيراً.

واستخدمت شركات كثيرة متخصصة في قروض الطلاب تقنية الأوراق المالية بسعر صرف المناقصة، واضطرت بعد فشل المناقصات إلى غلق مشروعاتها أو الحد من تقديم قروض جديدة.

اعتماد سوق الرهن في الولايات المتحدة على الكيانات التي تكفلها في الأزمات. كانت السلطات الأمريكية نشيطة عادة في استخدام الوكالات الاتحادية والمشروعات التي تكفلها الحكومة لدعم سوق الرهن. وقد اتخذ هذا شكل إعادة تمويل الرهونات (إدارة الإسكان الاتحادية)، مما زاد بصورة مثيرة الإقراض المقدم لبنوك الرهن المحتاجة للسيولة وشراء مزيد من الأوراق المالية التي تساندها رهونات (البنوك الاتحادية لقروض المساكن)، ولشراء مزيد من الرهونات وإصدار وشراء مزيد من الأوراق المالية التي تساندها رهونات (المشروعات التي ترعاها الحكومة)، وتوفير السيولة لتقاء طائفة أوسع من الضمانات المتعلقة بالرهونات من طائفة أوسع من الأطراف المقابلة (الاحتياطي الاتحادي). خلاصة القول، إن

السلطات الأمريكية استخدمت كل وسيلة في متناولها للإبقاء على إقراض الرهن ماضيا في طريقه.

نطاق إجبار البنوك على إلغاء الاقتراض لتحقيق الفاعلية المالية. عانت البنوك من الخسائر، واستوعبت الأصول الناتجة عن فشل أدوات الاستثمار المهيكلة وصناديق التغطية في ميزانياتها العمومية، واضطرت للوفاء بالتزاماتها بتقديم القروض. ونتيجة لذلك، كان عليها أن تقفن رأس المال بصورة أكثر حزما. ومع تدهور رأس المال وصعوبة الحصول عليه خارجيا أو زيادة تكلفة ذلك كثيرا، سعت البنوك لتقليل القروض الطوعية وتشدت في شروط الائتمان الذي تقدمه بالفعل - سواء على قروض المساكن المقدمة للمستهلكين أو القروض المقدمة لصناديق التغطية. والبنوك التجارية تقترض في الوضع الطبيعي لتحقيق الفاعلية المالية - وتحفظ برأسمال يشكل جزءا صغيرا من إجمالي الأصول - ومن ثم، فإن انخفاضاً قليلاً نسبياً في رأس المال يمكن أن يسفر عن انخفاض أكبر كثيرا في إجمالي الإقراض المقدم. ويقدر أن ٤٠٠ مليار دولار من خسائر النظام المصرفي الأمريكي من جراء الأزمة الراهنة سيسفر عن انخفاض يبلغ تريليوني دولار في إجمالي الإقراض ونقص يبلغ ١,٢ في المائة في الناتج المحلي الإجمالي للولايات المتحدة (جرينلو وآخرون، ٢٠٠٨، صندوق النقد الدولي، ٢٠٠٨).

المقاومة: ليست كل المفاجآت سيئة

على الرغم من كثير من التطورات المعاكسة خلال انتشار الأزمة المالية للرهنونات دون الممتازة، هناك بعض مفاجآت تستحق الترحيب.

أولا، كان امتداد المشاكل للأسواق الناشئة محدودا حتى الآن، وظل النمو العالمي والطلب على السلع الأساسية على حد سواء قويين. لم تكن الأسواق الناشئة منيعة كلية. فقد تعرض بعض البلدان، مثل كازاخستان وأيسلندا لتوترات في القطاع المصرفي، وارتفعت علاوات السندات السوقية، وانخفضت بعض أسواق أسهم رأس المال في الأسواق الناشئة بصورة حادة (بعد أن ارتفعت سريعا في بضع السنوات السابقة). ولكن لم تنشأ حتى الآن أزمة كبرى، كما لم يحدث هروب حاشد لرأس المال على نحو يزعزع الاستقرار.

ثانيا، كان استعداد صناديق الثروة السيادية لتقديم رأس المال إلى بنوك الاستثمار والبنوك التجارية التي تعاني من ضائقة، علامة على الدور الإيجابي الذي يمكن أن تلعبه مؤسسات الاستثمار طويل الأجل هذه في الإسهام في تحقيق الاستقرار المالي العالمي. وحتى آذار/مارس ٢٠٠٨، كانت هذه الصناديق قد أسهمت بمبلغ ٤٥ مليار دولار في توفير رأس المال للبنوك ومصدرى الأوراق المالية، على الرغم من أن استمرار خسائر السوق جعل ضغ مزيد من رأس المال أقل احتمالا في الأجل القريب.

بعض العلاجات الممكنة

رغم أنه لا يزال يجري تشكيل التدابير السياسية، فإن الأمر يقتضى أن توضع في الاعتبار أهداف أساسية عدة، لتصحيح المشكلات القائمة وللحيلولة دون تكرارها على حد سواء:

• جعل الاقتراض لتحقيق الفاعلية المالية معتدلا. تتضمن أجزاء أساسية من الأسواق المالية الحديثة قدرا كبيرا من الاقتراض لتحقيق الفاعلية المالية مما يجعلها معرضة لمخاطر التقلبات الكبيرة في الأسعار وعدم سيولة السوق. وكما نرى، فإن التوسع في هذا الاقتراض لتحقيق الفاعلية المالية يقاوم من تقييد الائتمان، وتولد التجارة الكاسدة تغييرات مفرطة في الأسعار، وينبغي لصانعي السياسة أن يشددوا قيود التحوط على الاقتراض لتحقيق الفاعلية المالية، ربما من خلال فرض اشتراطات أكبر لرأس المال أو الضمانات.

• تحسين إدارة السيولة. أثبت بعض المؤسسات الكبرى أنه أقل مرونة من المتوقع في مجال التمويل. ويقتضى الأمر أن يتحوط المشاركون الرئيسيون في السوق لضمان السيولة اللازمة لعملياتهم.

• دعم سيولة السوق. أثبتت السيولة، ومن ثم عملية اكتشاف السعر، في الأسواق التي تعمل خارج البورصة أنها هشة. ويقتضى الأمر اتخاذ خطوات لدعم الاعتماد المتبادل على السيولة في هذه الأسواق - على سبيل المثال، من خلال صياغة التزامات بالعروض من قبل السماسرة (مثلما هو الحال في سوق الخزنة الأمريكية).

• النهوض بالاجتهاد الواجب. كشف المستثمرون عن نقص في الاجتهاد الواجب وإفراط في الاعتماد على التصنيف الائتماني في الاستثمار في الأوراق المالية المهيكلة. وتحتاج مؤسسات الاستثمار بصفة خاصة إلى تبنى مبادئ توجيهية للاستثمار تقتضى اجتهادا واجبا أكبر مع تحول مديري أموالها إلى فئات جديدة من الأصول. ولتحسين عملية التدقيق، يقتضى الأمر أن تصبح عملية تقييم منتجات الائتمان المهيكلة بصورة مستقلة أكثر بساطة وأسهل بالنسبة للمستثمرين.

• زيادة الشفافية. فاقم الافتقار للشفافية في أسعار السوق في صكوك الائتمان المهيكلة، التحديات المتعلقة بالمحاسبة والتقييم التي طرحتها هذه الأزمة، وأسهم فيها. ويساعد تحسين التوافر العام للمعلومات الخاصة بالأسعار والتداول في اكتشاف الأسعار وتقييم سعر السوق. وإضافة لذلك، يقتضى الأمر توفير حوافز تنظيمية ملائمة للبنوك لتدعيم الكيانات الخارجة عن الميزانية العمومية عندما يحتمل أن تقف وراءها، في التطبيق العملي.

إجهاد مستعص

ما الذي نتعلمه من هذه العدوى؟ أولا، أن الأوراق المالية نقلت بعض مخاطر الائتمان بعيدا عن النظام المصرفي، ولكن ليس بالقدر المتوقع وكان ذلك على حساب الشفافية. ويستغرق الأمر أمدا طويلا لاكتشاف أين تراكمت الخسائر. ثانيا، لا تكون الأسواق التي تعمل خارج البورصة سائلة بالضرورة عندما تتعرض للإجهاد. وقد كان الاضطراب الذي أصاب الأسواق القائمة فيما بين البنوك عميقا وطويلا بأكثر مما توقعه أي شخص قبل آب/أغسطس ٢٠٠٧، مما يعني أنه يتعين أن تكون المؤسسات قادرة على البقاء فترات طويلة معتمدة على مواردها الخاصة. ثالثا، ركزت إدارة المخاطر في البنوك فرادى على حماية المؤسسة في حين تجاهلت لحد كبير المخاطر النظامية. ونتيجة لذلك، أصبح حل الأزمة أمرا معقدا لأقصى حد في عالم من المخاطر والمستقات المتناثرة. وكانت البنوك المركزية مطالبة بأن يتكسر سريعا طرقا لاحتواء تفشي المرض، ومع ذلك فقد استمرت الأزمة. وقد ثبت أن محاربة هذا الوباء أكثر صعوبة مما تخيله الأطباء. ■

راندال دود مستشار وبول ميلز خبير اقتصادي أقدم في دائرة أسواق النقد ورأس المال في صندوق النقد الدولي.

المراجع:

Dodd, Randall, 2007, "Subprime: Tentacles of a Crisis," Finance & Development, Vol. 44 (December), pp. 15-19.

Greenlaw, David, Jan Hatzius, Anil K. Kashyap, and Hyun Song Shin, 2008, "Leveraged Losses: Lessons from the Mortgage Market Meltdown," paper presented at the U.S. Monetary Policy Forum Conference, February 29.

International Monetary Fund (IMF), 2008, Global Financial Stability Report, April (Washington).

آسيا: منظور عن أزمة الرهونات دون الممتازة

(قد تختلف الشعارات، لكن هناك أوجه تشابه كثيرة بين الأزمة المالية الآسيوية في ١٩٩٧ والأزمة الحالية).

خور هوى إي، وكى روى زيونج
Khor Hoe Ee and Kee Rui Xiong

الذكرى السنوية للأزمات هي عادة فرصة لاستخلاص الدروس من الماضي - والذكرى العاشرة للأزمة المالية الآسيوية لم تختلف عن ذلك. وقد حلت عدة مؤتمرات الأحداث التي وقعت في عقد أسبق وبحث طرق الحلول دون نشوب أزمات مماثلة. ولكن المؤتمرات لم تكتمل إلا وقد تفجرت أزمة جديدة. وتغير مركز الأزمة - من آسيا إلى أوروبا والولايات المتحدة. وتغيرت أيضا العبارات الطنانة. وتبدو عملية التوريق، والرهونات دون الممتازة، والتزامات الديون المضمونة مختلفة جذريا عن قضايا ربط العملات واقتراض الشركات والديون الأجنبية التي هيمنت على الأزمة الآسيوية. لكن الأسباب الرئيسية الكامنة وراء الواقعتين متماثلة. فقد أطلق العنان لكل منهما، زعر المستثمرين في مواجهة عدم اليقين بشأن أمان الأصول وتقييمها، وكشف كل منهما عن نزوب للسيولة وارتفاع في حالات الإعسار في النظام المصرفي.

كيف يستطيع صناع السياسة أن يحددوا على نحو أفضل، إشارات التحذير السابقة للأزمة؟ وكيف يستطيعون أن يعينوا المشاكل المتكررة التي يمكن إذا عولجت في أوقات الهدوء، أن تخفف من الخطر وتقلل من تأثير الأزمات في المستقبل؟ يتقصى هذا المقال أزمة الرهونات دون الممتازة والأزمة الآسيوية لبيان أي الدروس يمكن تعلمها ومناقشة العوامل الكامنة وراء مرونة آسيا، حتى الآن، تجاه الأزمة الراهنة.

إشارات الإنذار المبكر

كانت السيولة الوفيرة والتوسع المفرط غير الحريص في الائتمان هما الخلفية المشتركة لكلتا الأزمات. فقبل الأزمة الآسيوية، تصاعد تدفق رؤوس الأموال للمنطقة (انظر الشكل ١)، مما أدى لارتفاع حاد في الإقراض المصرفي واقتراض

الشركات. واشترى المستثمرون الأجانب الأوراق المالية الآسيوية مرتفعة العائد أو صكوك الديون الأمريكية المقومة بالدولار مفترضين أن الاقتصادات الآسيوية ستواصل نموها السريع وأن ربط العملات سيستمر لما لا نهاية. وبالمثل، سبقت الأزمة الحالية تدفقات حاشدة من رأس المال إلى الولايات المتحدة لتمويل عجز حسابها الجاري. وقد توسطت المؤسسات المالية في تحويل السيولة الوفيرة إلى ائتمان للمستهلكين وrehونات، تحولت إلى أوراق مالية تساندها رهونات والتزامات ديون مضمونة. وأشعل البحث

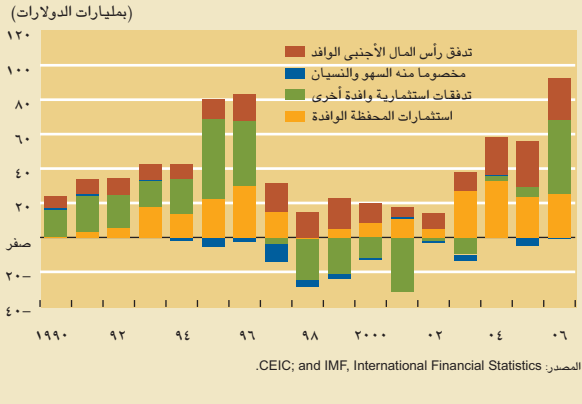
تم نقل ورقة نقدية قيمتها دولاران لمبنى المقر الرئيسي لمؤسسة بير ستيرنز في نيويورك بعد أن عرض بنك جي بي مورجان شراء المؤسسة المنهارة مقابل سهم قيمته دولارين.



الشكل ١

تدفق رأس المال

قبل وقوع الأزمة المالية الآسيوية بعامين، زاد تدفق رأس المال للمنطقة بصورة مثيرة.



عن العائد أوراق الطلب على هذه المنتجات المهيكلة من قبل المستثمرين، الذين استندت قرارات كثيرين منهم فقط على قوة التصنيف الائتماني أ ثلاثية الذي قدمته وكالات التصنيف الائتماني.

كذلك، كان هناك بحث من قبل المقرضين عن العائد، ونزعت وفرة السيولة إلى أن تسبب في ظهور معايير ائتمان متراخية. ففي الأزمة الآسيوية، ظهر عدم الحرص في تقديم الائتمان في شكل إقراض مترابط مقدم لكيانات كبيرة من الشركات أو لمشروعات عملاقة أو لمشروعات التطوير العقاري العمراني التي كانت قدرتها على البقاء موضع شك. وفي أزمة الرهونات دون الممتازة، أدى هذا المسعى إلى تكاثر قروض الرهن من الفئة دون الممتازة، فيما يسمى قروض النينجا (لا دخل ولا إيراد ولا أصول).

وكانت الزيادة السريعة في أسعار أصول الممتلكات علامة أخرى على الاضطراب فيما قبل نشوب الأزميتين. فقد ارتفعت أسعار الممتلكات في الولايات المتحدة مثلاً بنسبة ٥٠ في المائة بين ٢٠٠١ و ٢٠٠٦. والواقع أن فقاعات الأصول هذه ارتبطت في أزمنة الماضي بتوافر الائتمان السهل. وحسب فرضية منسكى الشهيرة عن عدم الاستقرار المالي (١٩٩٢)، شجعت فترة من النمو القوي على الاقتراض المتزايد لتحقيق الفاعلية المالية. وقد صنف منسكى المقرضين في ثلاثة أنواع في نظام تنازلي من حيث قدرتهم على دفع الفائدة والأصل: مقرضو التغطية، الذين يستطيعون دفع التزاماتهم من التدفقات النقدية؛ والمقرضون المضاربون والذين لا يستطيعون سوى سداد الفائدة لكنهم في حاجة لتجديد أجل الأصل؛ ومقرضو بونزى، الذين لا يستطيعون دفع الفائدة أو الأصل ويتعين عليهم أن يقرضوا، أو يبيعوا الأصول، لمجرد الوفاء بفاتورة الفائدة. ويؤدى نمو عدد المقرضين للمضاربة ومقرضى بونزى أولاً إلى ظهور فقاعة الأصول، ثم إلى إدراك واسع النطاق لأن الاقتراض المتزايد أمر لا يمكن استدامته. والنتيجة هي تراجع التمويل وحدوث انهيار اقتصادي.

وعدم الاستقرار المالي واضح في كلتا الأزميتين. وربما أوقع نمو الرهن دون الممتاز، والذي يمثل الاقتراض المضارب واقتراض بونزى، الولايات المتحدة في فخ دورة لأسعار المساكن، حميدة في ظاهرها وأثيمة في طويتها. وفي حين كانت أسعار المنازل قد طفت ترتفع، كان الدائنون يشعرون بالأمان في الاقتراض مقابل ضمان ترتفع قيمته، الأمر الذى أشعل بدوره الطلب على المساكن

وأسعارها. وبالمثل، فإن الإقراض المقدم للكيانات من الشركات في آسيا استفهه ازدهار الاقتصادات وسهولة الحصول على الائتمان، مع انتهاء كثير من القروض لمشروعات غير مربحة، لا تستمر إلا بمزيد من ضخ الديون. وكان قدراً محتوماً أن تنحل كلتا هاتين الدورتين غير القابلتين للاستدامة (انظر الشكل ٢).

ومن الصعب على نحو مشهور تحديد قطاعات سوق الأصول وهي آخذة في التشكل. كذلك من الصعب الحكم على النقطة التي يتغير فيها نمو الائتمان من أن يكون جيداً ليصبح مغالى فيه. ومع ذلك، يبدو أن الأزميتين توضحان أن الصعود المتداول في أسعار الأصول (خاصة الممتلكات) والنمو السريع للائتمان لا بد أن يطلقا العنان لجهود معززة للإشراف، وكذلك البحث عن تشوهات السوق المحتملة.

مشاكل متكررة

إلى جانب الأعراض العامة، كشفت أزمة الرهونات دون الممتازة والأزمة الآسيوية عن مشاكل مشتركة، يمكن النظر إليها باعتبارها عللاً أساسية وراء الأزمة.

وبداية، فإن عدم الحرص في تقديم الائتمان الذى أبداه المقرضون في كلتا الأزميتين، يعكس مشكلة الأصل والوكيل التقليدية. فخلال الأزمة المالية الآسيوية، تجاهل مديرو البنوك مصالح حملة الأسهم، وأقرضوا شركات ومشروعات معينة دون تمييز، إما بناء على طلب الحكومة أو لأن هذه المشروعات ترتبط بأصحاب النفوذ من حملة الأسهم. وفي أزمة الرهونات دون الممتازة، كان المستثمرون في التزامات الديون المضمونة والأوراق المالية التي تساندها رهونات، يتوقعون أن يحافظ مقرضو الرهونات على معايير الائتمانية. ولكن مع نموذج "إصدار القروض وتوزيعها"، كان لدى المقرضين حافز قليل للقلق بشأن معايير الائتمان لأنهم لم يكونوا يحتفظون بالقروض. وبدلاً من ذلك، قدم مقرضو الرهونات قروضاً باعواها فوراً للبنوك، التي قسمتها إلى حزم باعتبارها أوراقاً مالية. كان المقرضون يبحثون عن تعظيم إيراداتهم من الرسوم نتيجة للتوريق وليس نتيجة لإيرادات الفائدة من القروض. ومع الملكية القليلة للقروض المعنية أو انعدام هذه الملكية، تدهورت معايير الائتمان بصورة حادة، مما أدى إلى معدلات إفسار أعلى عندما كسدت سوق الممتلكات.

كذلك كانت هناك حالات تقليدية من المخاطر المعنوية، لأن المقرضين والمقرضين لم يواجهوا سوى القليل من المخاطر من جراء نشاطاتهم أو لم يواجهوا أيها. وبدأ أن بعضاً من النظم المصرفية والمشروعات العملاقة الآسيوية، كانت تحظى قبل الأزمة بضمانات كفالة بحكم الأمر الواقع من حكوماتها (كروجمان، ١٩٩٨)، مما شجع البنوك على أن تقرض دون اعتبار لقدرة المشروعات على البقاء تجارياً. وبالمثل، اقترض كثير من البنوك والكيانات من الشركات بالعملة الأجنبية بأسعار فائدة أقل، بافتراض أن أسعار الصرف المربوطة بأسعار عملة أخرى ستستمر لما لا نهاية. وفي الأزمة الحالية، استثمرت البنوك والمستثمرون في منتجات مالية طويلة الأجل معقدة ومهيكلية مثل الأوراق المالية التي تساندها رهونات والتزامات الديون المضمونة باستخدام أموال قصيرة الأجل، بافتراض أن الحصول على تمويل متجدد متاح دائماً في أسواق ما بين البنوك وأسواق النقد عالية السيولة لأن البنوك المركزية تستطيع ضخ السيولة عند الاقتضاء.

إن مشاكل الوكالة المتكررة والمخاطر المعنوية في كل الأزمات، يمكن أن تكون دليلاً على أنها مشاكل نظامية. ومع ذلك، فإن مسؤولية واضعي السياسة تفرض عليهم تصميم نظم وسياسات تقلل لأدنى حد مثل هذه المخاطر وتخفف تأثيرها.

استجابات سياسية مختلفة

رغم أن أزمة الرهونات دون الممتازة، أخذت تتكشف للعيان، فقد انتقلت إلى مرحلة الإدارة والحل. والمدمش هو مدى اختلاف استجابة السياسة حاليا عنها منذ عقد مضى. وفي أزمة الرهونات دون الممتازة، تدخلت البنوك المركزية الكبرى بإقدام لتوفير السيولة اللازمة لاحتواء الاضطرابات والعدوى في الأسواق المالية. وفي الوقت نفسه، خفض بنك الاحتياطي الاتحادي الأمريكي، أسعار الفائدة بصورة كبيرة لتيسير الأحوال النقدية، واعتمد الكونجرس الأمريكي حزمة من الحوافز المالية. وفي الأزمة الآسيوية، جرى التشدد أولا في السياسات النقدية والمالية لدعم أسعار الصرف بسبب التدفقات الحاشدة لرأس المال للخارج والتدافع على الاحتياطات الأجنبية، مما أسهم في هبوط حلزوني في الاقتصاد الحقيقي. ولم تعتمد الحكومات سياسات مالية توسعية لدعم الاقتصادات الحقيقية، إلا بعد استقرار أسعار الصرف عند مستوى أدنى

كذلك كان هناك خلاف أساسي بين الرسمة العامة والخاصة للبنوك، على الأقل في المرحلة الأولى من حل الأزمة. وخلال الأزمة الآسيوية، تحملت الحكومات القروض عديمة الأداء وضخت رأسمالا جديدا في البنوك؛ في حين ملأ صندوق النقد الدولي الاحتياطات الأجنبية المستنفدة للبنوك المركزية. ولم يحدث إلا أخيرا أن تم ضخ مقادير كبيرة من رأس المال الخاص في شكل شراء أجنبي للبنوك المحلية. وفي الأزمة الراهنة، تحققت عملية الرسمة الأساسية للبنوك من خلال توظيف أموال مباشر أو من خلال ضخ رأس المال من قبل صناديق الثروة الأجنبية. وكان هناك استثناءان مرموقان، هما نورثون روك، الذي أممته حكومة المملكة المتحدة، وعملية إنقاذ مؤسسة بير ستيرنز التي عرضت بنك الاحتياطي الاتحادي الأمريكي لخسائر محتملة من جراء تدهور قيمة أصول بير ستيرنز. بيد أنه، إذا زادت أزمة الرهونات دون الممتازة سوء، فمن المحتمل أن تضطر الحكومات للقيام بدور أكبر ومباشر بصورة أشد في تثبيت الاقتصاد والنظام المصرفي.

التعلم من آسيا

لكن هناك خطوتين أساسيتين يتعين على الاقتصادات الصناعية أن تحاكي بهما آسيا في تحقيق الانتعاش من أزمته المالية. الأولى هي خفض الاقتراض لتحقيق الفاعلية المالية بالنسبة للغة من المقرضين الذين فضحت الأزمة مشاكلهم بصورة مؤلمة. ففي الأزمة الآسيوية، كان هؤلاء المقرضون من الكيانات التي تتخذ شكل شركات ومن البنوك التي أفرطت في الاقتراض لتحقيق الفاعلية المالية وغالت في الاعتماد على الدين الأجنبي. ومكافئات ذلك في أزمة الرهونات دون الممتازة هي

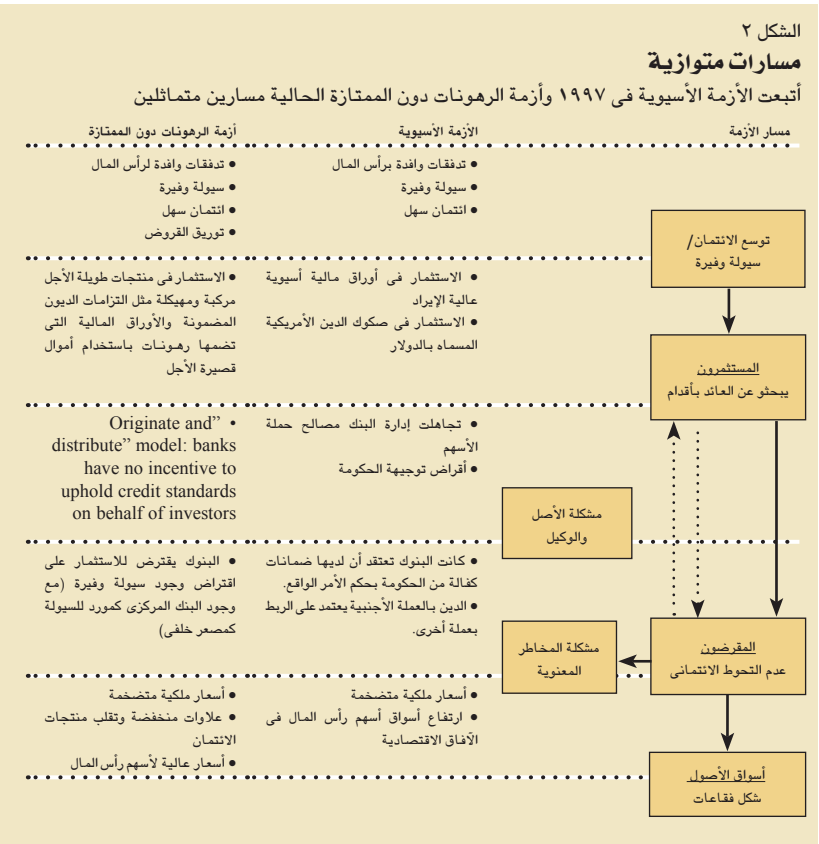
- قطاع الأسر المعيشية الأمريكية، الذي ارتفعت فيه نسبة الديون إلى الدخل المتاح للتصرف فيه من نحو ٨٠ في المائة في ١٩٩٠ إلى نحو ١٤٠ في المائة، والذي عقد فيه مقرضون كثيرون قروضا بأسعار فائدة منخفضة في البدء ثم أعيد تحديدها بأسعار مرتفعة؛
- البنوك التي انغمست في استثمارات خارج الميزانية واضطرت إلى وضع هذه الأدوات في ميزانياتها العمومية؛
- بنوك الاستثمار التي انغمست في صفقات السماسرة والقائمين على التداول ذوى الاقتراض المرتفع لتحقيق الفاعلية المالية، انطلاقا من أساس ضيق لرأس المال؛
- صناديق التحوط وغيرها من شركات الاستثمار التي استغلت توافر النقود السهلة لتقترض بإفراط.

وسيكون تخفيض الاقتراض لتحقيق الفاعلية المالية محفوفًا بالمخاطر بدرجة أكبر في هذه المرة لأن صناديق التغطية والبنوك مترابطة بصورة وثيقة. فطلى سبيل المثال، أصبحت السمسرة الأولية جزءا أكبر من إيرادات الاستثمار المصرفي، في حين تمتلك البنوك نفسها عدة صناديق كبيرة للتغطية. ومن الواضح، أن جهات الإشراف والتنظيم يجب أن تكون أكثر يقظة لاكتشاف الإفراط في تحمل المخاطر والحد منه، خاصة التكسب السريع والمستدام للاقتراض لتحقيق الفاعلية المالية من قبل الكيانات غير الخاضعة للتنظيم. وينبغي تحسين التسجيل والترخيص وجمع المعلومات ذات الصلة.

والعمل الرئيسي الثاني الجدير بالمحاكاة هو تصحيح الاختلالات الاقتصادية الكلية. ومن المرجح أن يؤدي تباطؤ النشاط الاقتصادي الحالي وانخفاض قيمة الدولار الأمريكي، إلى تباطؤ أو انخفاض في الاستثمار في الاستهلاك، وارتفاع معدل ادخار الأسر المعيشية، وتقليل عجز الحساب الجاري. وذلك مماثل لما حدث في كثير من البلدان الآسيوية، فيما عدا أن الإنفاق على الاستثمار في الممتلكات وغيرها هو الذي كان يتعين تخفيضه بصورة حادة.

حتى الآن، الأمور على ما يرام بالنسبة لآسيا...

لا ريب أن آسيا ليست منيعة إزاء تكرار الأزمة. فقد هبطت أسواق أسهم رأس المال الآسيوية عبر المنطقة، وزاد التقلب بصورة ملحوظة في حين اتسعت علاوات الائتمان. وإضافة لذلك، من المرجح أن يقلص النمو في الاقتصادات الآسيوية من جراء تباطؤ النشاط الاقتصادي الأمريكي.



كذلك أقلت قدرة آسيا النسبية على التكيف تجاه أزمة الرهونات دون الممتازة، الضوء على التقدم الذي حققته في إصلاح نظمها المصرفية. وأتاح التعرض المحدود للبنوك الآسيوية لمخاطر أزمة الأصول دون الممتازة والتزامات الديون المضمونة، مقترنا بميزانيات عمومية مرسلة جيدا، للأسواق القائمة بين البنوك في آسيا أن تظل هادئة في حين طفتت الفوضى تسود الأسواق القائمة بين البنوك في الولايات المتحدة وأوروبا. وبصفة عامة، ساعد انخفاض نسبة القروض إلى الودائع (انظر الشكل ٤)، إضافة لقلّة التمويل خارج الميزانية العمومية، البنوك على تفادي شدة السيولة والتمويل من جراء الاضطراب الائتماني الحالي.

وإضافة لذلك، دعم معظم البلدان الآسيوية مراكزه الخارجية؛ إذ تشهد فوائض في الحساب الجاري، وتحفظ باحتياطيات أجنبية كبيرة وصادرات متنوعة. وظلت الضغوط من أجل بيع العملات الأجنبية والتي تعكس مراكز خارجية قوية، هاجعة على الرغم من التدفقات الكبيرة الخارجة من الميزانية من الأسواق الآسيوية وانحلال مهن نقل الأموال الذي حدث إبان أزمة الرهونات دون الممتازة. وقد تدعم معظم العملات الآسيوية خلال ٢٠٠٧ وامتد ذلك إلى ٢٠٠٨، مما ساعد الاقتصادات على مقاومة الضغوط التضخمية، خاصة من جراء أسعار السلع الأساسية المرتفعة.

وتتمثل مصدر قوة أخير لمعظم الاقتصادات الآسيوية في الارتفاع المتواضع نسبيا في أسعار العقارات مقارنة بمثيله في الولايات المتحدة وبلدان أوروبية معينة، مثل المملكة المتحدة وأيرلندا وأسبانيا (انظر الشكل ٥). وقد اتخذت البلدان الآسيوية، بما في ذلك سنغافورة، تدابير لتهدئة أسواق العقارات في السنوات الأخيرة كلما هددت الأسعار بأن تصبح فقاعة. ونتيجة لذلك، كان انهيار أسعار العقارات عقب تباطؤ النمو الاقتصادي واضطراب السوق المالية، أقل خطرا.

... لكنها لا تزال تواجه مخاطر

ورغم ذلك، يتعين على صناع السياسة الآسيويين أن يراقبوا الأخطار المتبقية من أزمة الرهونات دون الممتازة التي يمكن أن تطرح مشاكل بالنسبة لآسيا. وتشمل هذه ما اسماه تقرير وكالة استاندر أند بورز «الحظ العاثر الخلافي» الذي يحتمل أن تواجهه البنوك: مزيدا من الخسائر المرتبطة بأزمة الرهونات دون الممتازة، والتأثير المعاكس على الأسواق المالية الآسيوية الذي يصيب البنوك، والتأثير

المعاكس على الاقتصادات الآسيوية والذي يمس البنوك.

ولكن حتى الآن، تبدو هذه التأثيرات هاجعة. وتنهمك البنوك الآسيوية في الإقراض المصرفي التقليدي ولا تتعرض بصورة باهظة لمخاطر الأنواع الأكثر إتقانا من المنتجات المالية التي أصابت القطاعات المالية في كثير من البلدان الصناعية. بيد أن انخفاضاً في الاقتصاد الحقيقي نتيجة لانخفاضات الاقتصادية في الولايات المتحدة، يمكن أن يسبب تدهورا كبيرا في نوعية القروض المصرفية. لذلك، فحتى الآن صمدت الاقتصادات الآسيوية جيدا في مواجهة التباطؤ الاقتصادي والاضطراب المالي في الولايات المتحدة. ويقدر معظم المحللين حدوث هبوط معتدل في نمو الناتج المحلي الإجمالي عبر المنطقة. بيد أنه يرجح أن تتأثر الاقتصادات الآسيوية بصورة معاكسة بدرجة أكبر من جراء الهبوط الحاد في النشاط في الاقتصاد الأمريكي، الذي يمكن أن يسفر عن انكماش القروض ويطلق العنان لدورة ائتمانية سلبية.

وفي الأفق الأطول أجلا، فإنه بمجرد عودة الثقة لأسواق رأس المال، يمكن أن تعود تدفقات رأس المال الوافدة حتى بأحجام أكبر من قبل، خاصة إذا اعتبرت آسيا «ملاذنا آمنا». ويمكن لتدفقات رأس المال الوافدة أن تحقق إسهاما إيجابيا في الاقتصاد والأسواق المالية، لكنها يمكن أن تكون متقلبة ويتعين إدارتها بحرص لتخفيف تأثيرها المعاكس على الاقتصادات الحقيقية.

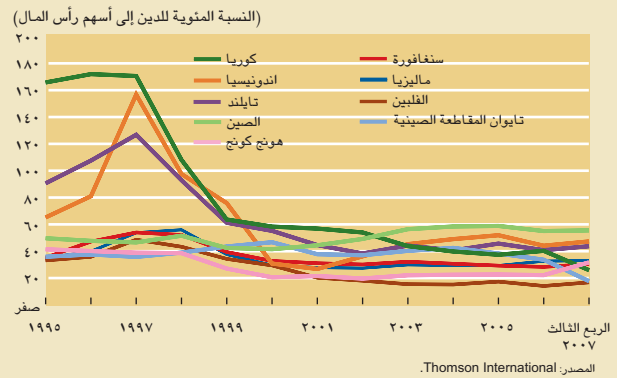
ومع ذلك، فقد صمد النمو الاقتصادي في آسيا جيدا رغم اضطراب السوق المالية وضعف الصادرات. وهناك سبب لذلك هو أن الأسس الاقتصادية الكلية أكثر صحة مما كانت عليه من ١٠ سنوات خلت - كما يتراءى في تحسين مراتب الائتمان السيادي للبلدان. وقد خفضت البلدان الآسيوية الإنفاق المحلي، وقللت العجز المالي، وأصلحت اقتصاداتها. ولم يعد الإنفاق على المشروعات العملاقة والتطوير العمراني مبالغا فيه، مما أسفر عن نشوء اقتصادات أكثر توازنا وأشد كفاءة. وساعد استحداث أدوات مالية بالعملية المحلية في تقليل عدم توافق العملات الذي كان كامنا وراء الأزمة الآسيوية. وكذلك حسنت البنوك المركزية إدارتها لتدفقات رأس المال، مما خفف خطر المغالاة في تقييم سعر الصرف، وتضخم الائتمان، وفضاعات القروض.

وهناك سبب آخر هو أن الميزانيات العمومية للشركات في آسيا تحسنت مع انخفاض نسبة الديون إلى رأس المال بصورة حادة ولأن الاقتراض بالعملية الأجنبية لم يعد مكونا كبيرا في موارد تمويل الشركات في معظم البلدان (انظر الشكل ٣).

الشكل ٣

تحسين الميزانيات العمومية

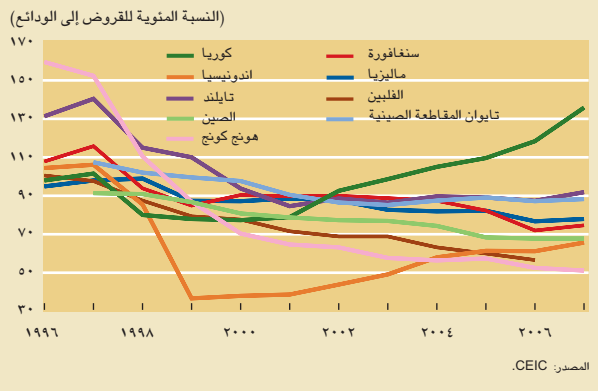
تحسنت نسبة الديون لأسهم رأس المال في الشركات بصورة مثيرة في كثير من البلدان الآسيوية منذ أزمة ١٩٩٧ المالية.



الشكل ٤

البنوك تغدو أكثر قوة

بصفة عامة، ساعد انخفاض نسبة القروض للودائع البنوك الآسيوية على تجنب شدة السيولة والتمويل خلال الاضطراب الحالي.



دروس أزمة الرهونات دون الممتازة بالنسبة لآسيا

نطاقا فيها. بيد أن، أزمة الرهونات دون الممتازة قد بينت أن الابتكارات المالية - سواء كانت منتجات جديدة، وهياكل جديدة، أو قوى فاعلة جديدة في الأسواق - لا تتحقق بدون مخاطر. ومع توسع الأسواق المالية الآسيوية لميادين جديدة، يتعين على صناع السياسة أن يطبقوا التدابير اللازمة للتصدى للمخاطر التي يطرحها الابتكار المالي.

وفي محاولة تحقيق التوازن بين الابتكار والحذر، يمكن لصناع السياسة الاسترشاد ببضعة مبادئ أساسية:

● **ينبغي الحفاظ على معايير الائتمان في كل الأوقات ولكن بصفة خاصة في أوقات وفرة السيولة والنمو الاقتصادي القوي.** والائتمان السهل يعكس عادة مشكلات كامنة تتعلق بمسألة الأصل والوكيل والمخاطر المعنوية ويشكل في نهاية المطاف سببا لعدم الاستقرار المالي.

● **الشفافية مسألة حاسمة لجعل الإشراف المالي وانضباط السوق فعالين.** وقد بينت أزمة الرهونات دون الممتازة أن القروض العادية يمكن أن تصبح مصدرا كبيرا للخطر وعدم التيقن عند توريقها إلى منتجات مالية غير شفافة ومركبة، وعندما يتم الاحتفاظ بها بتركيزات متباينة من قبل عدد من المستثمرين المحتملين، بما في ذلك أدوات الاستثمار الخارجة عن الميزانية العمومية للبنوك. وينبغي للجهات القائمة على التنظيم أن تضمن توافر معلومات شاملة عن المنتجات والكيانات الجديدة بسهولة بما يسمح لجهات الإشراف ومحللي السوق بفهم ورصد المخاطر المتزايدة على النظام المالي.

● **ينبغي فهم الروابط المالية.** توضح أزمة القروض دون الممتازة وفوضى الائتمان، التعقد والترابط المتزايد بين الأسواق المالية والمنتجات. ويتعين على صناع السياسة والجهات القائمة على التنظيم أن يكفلا تكريس موارد كافية للإشراف والرقابة الماليين وإدارة المخاطر للتخفيف من المخاطر الناجمة عن الابتكار والتطورات في الأسواق المالية.

وهناك درس ثالث هو أن الأسس الاقتصادية مهمة فقد أدت الأسس الاقتصادية الضعيفة، مثل الميزانية العمومية للشركات مرتفعة الاقتراض لتحقيق الفاعلية المالية والعجز الكبير في الحسابات الجارية، إلى ضياع الثقة في ١٩٩٧. ومكنت الأسس الاقتصادية القوية في ٢٠٠٧-٢٠٠٨ آسيا من أن تظل مرنة نسبيا خلال الاضطراب الحالي. ولابد أن يشجع هذا اقتصادات الأسواق الناشئة على الإبقاء على ميزانيات عمومية قوية، وموازن مستدامة للحسابات الجارية، واحتياطات أجنبية كافية لتعمل كمخفف للصدمات.

إن آفاق النمو الصحي طويل الأجل في آسيا لا بد أن تعني أن هذه المنطقة في وضع يؤهلها لركوب الموجه التالية للازدهار، بل وحتى تصدها. ويتمثل التحدي في ضمان ألا تخرج تنميتها عن مسارها بفعل الألغام البرية المالية المزروعة على امتداد الطريق. ينبغي للمنطقة أن تستغل رسوخ قدميها بثبات للبناء على الدروس المستفادة من أزمة ١٩٩٧ والأزمة الحالية. ■

خور هوى إى مساعد المدير العام (الاقتصاد) وكى روى زيونج خبير اقتصادى فى السلطة النقدية فى سنغافورة.

المراجع:

Krugman, Paul, ١٩٩٨, "What Happened to Asia?" (unpublished; Cambridge: Massachusetts Institute of Technology).

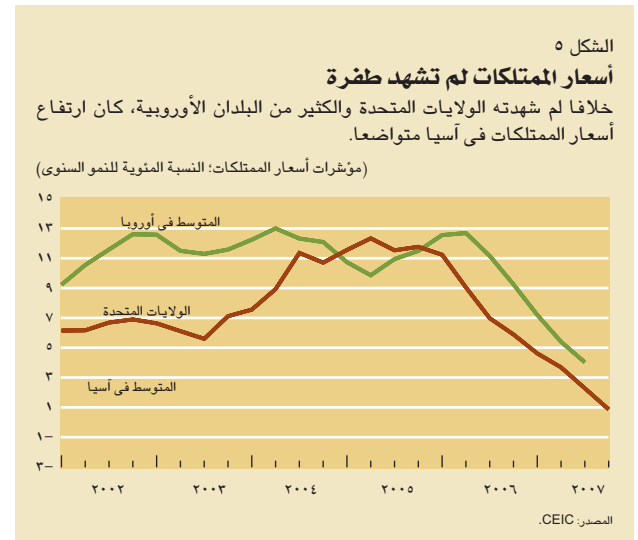
Minsky, Hyman, ١٩٩٢, "The Financial Instability Hypothesis," Levy Economics Institute Working Paper ٧٤ (New York).

يمكن لاقتصادات آسيا أن تتعلم دروسا من أزمة الرهون دون الممتازة. فأولا، فإنه في حين أن شكل الأزمة قد يتغير، فإن جوهرها يظل كما هو. ويتعين على آسيا أن تراقب علامات الإنذار المبكر المشتركة: وفرة السيولة، والنمو السريع للائتمان، وتضخم أسعار الأصول المستدام. ولهذا أهمية خاصة بالنسبة لآسيا الناهضة، حيث ضخمت تدفقات رأس المال التحديات المتعلقة بإدارة السيولة ونمو الائتمان والتقلب في أسواق الأصول. وينبغي أن يتنبه صانعو السياسة والقائمون على التنظيم أيضا للمشاكل السلوكية التقليدية الخاصة بالأصل والوكيل والمخاطر المعنوية والتي تعد في بعض الأحيان منتجات ثانوية غير متعمدة لسياسات أو تدابير اتخذت بحسن نية. كما يقتضى الأمر أن تعزز البنوك المركزية والجهات القائمة على التنظيم، طقم أدواتها الذى يضمن الحرص الكلى على فهم وعلاج المشاكل المتكررة للسيولة، والاقتراض لتحقيق الفاعلية المالية والعدوى فى النظام المالي المعولم الحالي. وعلى الرغم من أنه قد يكون من المستحيل التنبؤ بأين ومتى ستظهر الأزمة التالية على السطح، فإن من مسؤولية صانعي السياسة تخفيف الخطر.

ثانيا، تحتاج آسيا إلى التوصل للتوازن الصحيح بين التقدم والحرص، والابتكار والحذر. فالإفراط فى التركيز على تحقيق النمو على حساب الحرص ربما كان أحد العوامل المساهمة فى أزمة الرهونات دون الممتازة. وقد أشار بارى ايشنجرين فى مقال نشره فى مجلة البشير الكورية فى العام الماضى حول الحاجة إلى التعاون المالي فى آسيا، إلى أن السلطات الأمريكية خفضت العبء التنظيمى استجابة للمنافسة من جانب لندن كمركز مالى. والأخذ بموجة من إلغاء القيود بعد موجة منافسة منها، فح ينبغي لآسيا الناهضة أن تتفاداه.

وكان المثال على ذلك هو الانهيار السريع لمؤسسة بير ستيرنز وبنك نورثرن روك. فقد كانت الأولى فى صدارة عملية الابتكار فى مجال أسواق الأوراق المالية، وكان الأخير محل ثناء بسبب إستراتيجيته المبتكرة للتمويل. وينبغي أن تحرص آسيا على ضمان أن يصطحب أى تحرك بعيدا عن الممارسات المصرفية التقليدية نحو تقنيات أكثر ابتكارا، بإدارة معززة لمخاطر السيولة.

ولا ريب، أن آسيا يتعين عليها أن تواصل تطوير أسواق رأس المال بها وتشجع نمو مؤسساتها المالية، كجزء من التنمية الاقتصادية والمالية الأوسع



استخدام مزيد من الأموال في العم

خايم كاروانا وأديتيا نارين

Jaime Caruana and Aditya Narain

للائتمان. ورغم أن إطار بازل الأول كان مقصودا به التطبيق من قبل البنوك النشيطة على النطاق الدولي في البلدان التي كانت أعضاء في لجنة بازل، فإن معظم بلدان العالم سرعان ما اعتمدته كمعيار لرأس المال.

إن عيوب إطار بازل الأول معروفة - فعلى سبيل المثال افتقاره لإعطاء أوزان للمخاطر إلى الحساسية اللازمة للتمييز بين نوعيات الائتمان في نفس

كفاية رأس المال هي القواعد التي تساعد جهات الإشراف على البنوك على أن تحدد ما إذا كانت البنوك تحتفظ برأس مال كاف في كل الأوقات للوفاء بالخسائر غير المتوقعة. والإطار الجديد لكفاية رأس المال (والذي يسمى على نحو شائع إطار بازل الثاني) يتم اعتماده سريعا من قبل الجهات المنظمة للبنوك باعتباره معيارا دوليا لرأس المال الذي تحتاج البنوك إلى وضعه جانبا للتصدي للمخاطر المالية ومخاطر التشغيل الحالية والمحتملة. وترمي اشتراطاته الصارمة فيما يتعلق بإدارة المخاطر ورأس المال، إلى النهوض بالاستقرار المالي الدولي بضمان قدرة البنوك على تقييم مخاطرها وإدارتها بصورة فعالة.

إذن لماذا لم تخفف هذه المبادئ التوجيهية المفيدة والمناسبة بشأن كفاية رأس المال، والتي يمكن أن تحمي البنوك من لطمات السوق ولطمات التشغيل، من النتائج الثانوية المتساقطة من اضطراب الأسواق الحالي؟

تشير الإجابة في اتجاه التنفيذ غير المتكافئ وغير الكامل لإطار بازل الثاني عبر البلدان. لقد حدثت هذه الأزمة إبان إطار بازل الأول، لكن السؤال يثير قضيتين أساسيتين بدرجة أكبر: أولا، هل يعالج إطار بازل للإشراف - خاصة إطار بازل الثاني - القضايا الرئيسية المتعلقة بممارسات إدارة المخاطر في البنوك؟ ثانيا، هل يعد التنفيذ الكامل لإطار بازل الثاني علاجا فعالا للاضطرابات في الأسواق المالية حاليا ومستقبلا؟ يتقصى هذا المقال الإجابة عن هذين السؤالين، ويتوصل إلى أن التنفيذ السليم لإطار بازل الثاني سيدعم النظم المالية في البلدان فرادى، وكذلك النظام المالي الدولي بأسره.

تغطية المخاطر

كان هناك شكل مبكر لاشتراطات كفاية رأس المال هو نسبة الاقتراض لتحقيق الفاعلية المالية، والتي قصرت الأصول الواردة في الميزانية العمومية على مضاعف بسيط لرأس المال المتوافر. وحاليا، لا تزال هذه النسبة مقياسا تكميليا لقوة رأس المال في بعض البلدان.

وحقق إطار بازل الأول الذي طبق في ١٩٨٨، درجة أساسية تماما من تمييز المخاطر من خلال نظام بسيط لإعطاء أوزان للمخاطر (انظر الإطار ١). وتمثل ابتكار أساسي في إدراج التعرض للمخاطر خارج الميزانية العمومية في إطار تحديد أوزان المخاطر، بتحويل هذا التعرض للمخاطر إلى مكافئات



جعل أزمة القروض دون الممتازة تنفيذ إطار بازل الثاني أكثر أهمية - وأشد إثارة للتحدى

الفئة من الأصول، وأنه استخدم العضوية في منظمة التعاون والتنمية في الميدان الاقتصادي كمقياس للمخاطر السيادية. وهناك عيب آخر، كثيرا ما نوقش في سياق اضطراب السوق الحالي، هو أنه لا يستوعب جيدا المخاطر المرتبطة بتعرض البنوك لمخاطر التوريق، والتي زادت كثيرا منذ تطبيق إطار بازل الأول (انظر الشكل ١).

وكانت هناك أسباب أخرى لإحداث تغييرات في الإطار. فقد مضت الصناعة المصرفية قدما في تطبيق تقنيات تقييم المخاطر ونماذج رأس المال الاقتصادية، وهي تلمس حاليا إطارا تنظيميا له أساس أقوى يعكس أوجه التقدم هذه. ولا ريب، أن إطار بازل الثاني - الذي تم إصداره في حزيران / يونيو ٢٠٠٤، بقصد أن يصبح متاحا للتنفيذ بحلول نهاية ٢٠٠٦ - قد سارع بالخطى في هذا الاتجاه. لكن إطار بازل الثاني مضى إلى مدى أبعد بإدراج المخاطر التي استبعدت من قبل. فهو يتجاوز مجرد كونه قاعدة لتنظيم رأس المال بإدراج «دعامتين» إضافيتين (انظر الإطار ٢). وهكذا، فإن إطار بازل الثاني يمثل أربعة تحسينات متميزة على الإطار السابق. فهو أولا وقبل كل شيء يشكل مجموعة من الاشتراطات الخاصة برأس المال أكثر حساسية للمخاطر. وتشمل التحسينات الباقية حوافز أقوى للإدارة الأفضل للمخاطر، وإطارا أكثر سلامة للإشراف، واستخدام حوافز السوق لفرض انضباط إضافي على سلوك البنوك باشرط شفافية أكبر في عملياتها.

استيعاب أوجه التعقد

يعتزم أكثر من ١٠٠ بلد تطبيق إطار بازل الثاني في السنوات القليلة القادمة، حسب مسح أجراه معهد الاستقرار المالي في ٢٠٠٦. ويعكس هذا الاهتمام القوي، جاذبيته بالنسبة للبنوك وجهات الإشراف عليها على حد سواء.

وإذ يوفر إطار بازل الثاني طائفة من الخيارات والنهج بموجب الدعامة الأولى، فإنه يتيح تغطية البنوك التي تتباين درجة تعقد عملياتها بموجب نفس الإطار العريض. ويستخدم النهج المعياري، أوزان المخاطر استنادا للتصنيف الائتماني الذي تقوم به وكالات خارجية، في حين أن صيغته المبسطة، مثل إطار بازل الأول، تحركها أوزان المخاطر الموكولة لجهات الإشراف. ومن ناحية أخرى، فإن الأساس والنهج المتقدمة المستندة للتصنيف الائتماني الداخلي يستخدمان نماذج للمخاطر مستمدة من نماذج البنك الداخلية. ورغم أن معظم المناقشات حول إطار بازل الثاني تركز على النهج الأكثر تقدما، فإن البنوك في مزيد من البلدان ستتبني النهج المعيارية (والصالحة بصورة تامة بذاتها والملائمة لكثير من البنوك)، خاصة في السنوات الأولى (انظر الشكل ٢).

ولإدارة المخاطر في فترة الانتقال للإطار بازل الثاني، فإن النهج المتقدمة تقسم لمراحل عبر عام أو عامين، يستمر خلالهما تطبيق إطار بازل الأول. وفي العامين أو الأعوام الثلاثة الأولى من العمر، ينبغي تحديد «حد أدنى» لرأس المال بهدف ضمان ألا يحدث انخفاض مدو في رأس المال المطلوب. ويتم إلغاء الحد

الإطار ١

حساب متطلبات رأس المال

بموجب إطار بازل الأول، يتعين على البنوك أن تحتفظ برأس مال يعادل ٨ في المائة على الأقل من الأصول مرجحة بالمخاطر. ويشير إلى هذا الرقم عادة باعتباره نسبة كفاية رأس المال. وفي كثير من البلدان، تزيد هذه النسبة على ٨ في المائة لتعكس الظروف الوطنية. ولتحديد الأصول المرجحة بالمخاطر لحساب مخاطر الائتمان، يوكل وزن محدد للمخاطر يتراوح من صفر إلى ١٠٠ في المائة، لتعرض كل دولار في الميزانيات العمومية للبنوك للمخاطر. ويتم إدراج التعرض للمخاطر خارج الميزانية العمومية، أولا بتحويله لمكافئات للائتمان باستخدام معامل تحويل، وثانيا بتربحيه بالمخاطر.

وبموجب إطار بازل الثاني، فإن شرط الحد الأدنى لرأس المال الذي يبلغ ٨ في المائة من الأصول المرجحة بالمخاطر لا يتغير، لكن يتم توزيع أوزان المخاطر استنادا إما إلى التصنيف الائتماني الذي توفره وكالات خارجية مؤهلة، أو استنادا إلى نماذج البنوك الخاصة ونظم التصنيف الائتماني الداخلية. كذلك توسع بصورة كبيرة نطاق عوامل التخفيف (مثل الكفالات والضمانات) المتاحة لتقليل التعرض لمخاطر الائتمان. ولم يكن إطار بازل الأول يغطي مخاطر التشغيل (خطر الخسارة الناجمة عن ملاءمة العمليات والأشخاص والنظم في الداخل، والأحداث الخارجية)، ولكن بموجب إطار بازل الثاني، فإنه يمكن حساب نفقات رأس المال المتعلقة بذلك استنادا إما إلى إجمالي الإيراد السنوي أو نماذج البنك الخاصة لتقدير الخسائر. وبالنسبة لمخاطر السوق، لا تتغير أساليب حساب نفقات رأس المال، ويمكن أن تستند إما إلى صيغ الجهات القائمة بالإشراف أو نماذج البنوك الخاصة. وفي كل الأحوال التي تقبل فيها النماذج الداخلية، يبقى المقياس مرتفعا بصورة كبيرة من حيث البيانات والعمليات والنظم.

الإطار ٢

الدعامات الثلاث لإطار بازل الثاني

- **الدعامة الأولى** (اشتراطات حد أدنى لرأس المال) تشير إلى مجموعة من القواعد والمناهج المتوافرة لحساب الحد الأدنى من رأس المال الذي يتعين الاحتفاظ به في مواجهة مخاطر أساسية: الائتمان، السوق، التشغيل
- **الدعامة الثانية**، (عمليات الاستعراض في الجهات القائمة بالإشراف) تحدد أربعة مبادئ تعين التوقعات بشأن دور ومسؤوليات البنوك، ومجالسها، والجهات المشرفة عليها في تحديد وتقييم كل المخاطر التي تواجهها (ويشمل ذلك، بل ويتجاوز، المخاطر التي تغطيها الدعامة الأولى، مثل خطر تركيز الائتمان، وخطر سعر الصرف في دفاتر البنك، والمخاطر الاستراتيجية)، والاحتفاظ برأس مال كاف اتساقا مع صورة المخاطر فيها. وفي الجوهر، توفر الدعامة الثانية دافعا قويا لتدعيم إدارة المخاطر ونظم الإشراف المصرفي على حد سواء.
- **الدعامة الثالثة** (انضباط السوق) وتوسع لتنفيذ جهود الإشراف ببناء شراكة قوية مع المشاركين الآخرين في السوق. وتتطلب من البنوك أن تفصح عن معلومات كافية بشأن مخاطر الدعامة الأولى لتمكين أصحاب المصلحة الآخرين من رصد أحوال البنك.

الأدنى تدريجياً في نهاية فترة الانتقال، على الرغم من أن جهات الإشراف يمكنها المطالبة ببقائها بالنسبة لبنوك فرادى.

ولتشكيكة متنوعة من الأسباب، منها تأخير صدور التشريعات والجهود المطلوبة من البنوك وجهات الإشراف لتدريب العاملين والحصول على القدرة المطلوبة، تم تأخير مواعيد التنفيذ في كثير من البلدان. وقد طبقت البلدان الأعضاء في الاتحاد الأوروبي النهج المعياري في ٢٠٠٧، وشرعت في تطبيق النهج المتقدمة هذا العام، لكن أول تاريخ يمكن فيه للبنوك في الولايات المتحدة أن تطبق النهج المتقدمة يمتد إلى منتصف ٢٠٠٩. واليوم، فإن معظم النظم المصرفية التي طبقت إطار بازل الثاني، لا تزال في فترة انتقال، مع وجود منفذين مبكرين في الفترة الموازية أو ممن يستمرون في تطبيق الحد الأدنى (انظر الجدول). ويبين هذا أن الإطار لم يكن قد نفذ بعد في كثير من ولايات الاختصاص في صيف ٢٠٠٧، عندما بدأ الاضطراب يتكشف في الأسواق المالية.

الإضرار بالاضطراب أم تخفيفه؟

كشفت عدة تحليلات وتقارير عن أزمة السوق المالية، أن المشكلة في السوق تتجاوز نطاق إطار كفاية رأس المال. وقد أشعل البحث عن العائد في مناخ من أسعار الفائدة المنخفضة تاريخياً سلسلة من الحوادث التي أدت إلى الوضع الحالي، وزاده أواراً ضعف معايير التغطية، والمنتجات المالية المبهمة والمعقدة، وتراخي الاجتهاد الواجب لدى المستثمرين، وتشوهات الحوافز، وإدارة المخاطر غير الكافية، وضعف عملية التقييم والإفصاح. كما ألفت هذه الأزمة الضوء على أهمية التقييم السليم والدقيق لنوعية الأصول المعنية، لأنه بدون مثل هذا التقييم سرعان ما يصبح أي كيان يقوم بالتنظيم غير فعال.

ولا يعالج إطار بازل الثاني كل القضايا التنظيمية التي تتكشف في الدروس المستفادة من أحداث السوق الجارية. وهو لا يعد بصفة خاصة، معياراً للسيولة، رغم أنه يعترف بأن مراكز رأس المال في البنوك يمكن أن تؤثر في قدرتها على الحصول على السيولة، خاصة إبان الأزمة. وهو يطالب البنوك بأن تقيم كفاية رأسمالها في سياق كل من ملامح السيولة لديها وسيولة الأسواق التي تعمل فيها. لكنه من المتفق عليه على نطاق واسع، أن الأمر يقتضى القيام بمزيد من العمل في تطوير مبادئ توجيهية لتكوين احتياطي للسيولة - وتعمل لجنة بازل على هذه القضية.

ولكن لإطار بازل الثاني دور مهم يقوم به بطرق أخرى، وهذا هو السبب في أن صندوق النقد الدولي يؤيد تطبيقه بالكامل (انظر الإطار ٣). وفي ظل مناخ إطار بازل الثاني، فإن التوافق الأوثق بين المخاطر ورأس المال يقتضى الاحتفاظ بمزيد من رأس المال لمواجهة الائتمان الأكثر خطورة الناجم عن ضعف ممارسات التغطية. وتشجع الدعامة الثانية البنوك على تحسين تقنياتها لرصد المخاطر وإدارتها. وتعزز الدعامة الثالثة الإفصاح عن مدى ملائمة التعرض للمخاطر وعمليات تقييم المخاطر ورأس المال في البنوك فرادى.

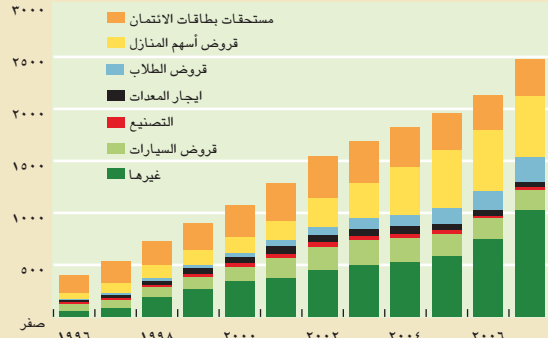
ويمكن لإطار بازل الثاني أيضاً أن يقوم بدور مهم في التصدي لتشوه أساسى في الحوافز ينجم عن معالجة التعرض لمخاطر التوريق (على سبيل المثال الأوراق المالية التي تساندها أصول، والأوراق المالية التي تساندها رهونات، ومقايضات سعر الصرف، ومشتقات الائتمان، وتسهيلات السيولة) في إطار بازل الأول. وقد وفر هذا الإطار حوافز قوية لاستبعاد حتى الأصول قليلة المخاطر من الميزانية

الشكل ١

تحويل المخاطر

تصاعد محققاً تعرض البنوك لمخاطر التوريق وغير بصورة مثيرة ملامح المخاطر في البنوك عبر العقد الماضي.

(الأوراق المالية التي تساندها الأصول القائمة على النطاق العالمي، مليارات الدولارات)



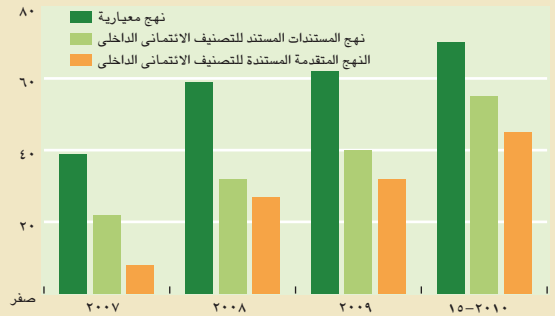
المصدر: Securities Industry and Financial Markets Association.

الشكل ٢

خيار يحظى بالشعبية

في السنوات القادمة، يحتمل أن يتبع مزيد من البلدان النهج المعيارية لإطار بازل الثاني في تحديد مؤشرات المخاطر.

(مجمع خطط تنفيذ إطار بازل الثاني، عدد البلدان)



المصدر: Financial Stability Institute, 2006.

لا تزال في مرحلة انتقال

لم يكن معظم البلدان قد طبق إطار بازل الثاني بالكامل عندما بدأ الاضطراب المالي يتكشف في آب/أغسطس ٢٠٠٧.

(الجدول الزمني لتنفيذ إطار بازل الثاني)

خطر الائتمان (المعيارية)	خطر الائتمان (المتقدم)
استراليا	كانون الثاني/يناير ٢٠٠٨
كندا	تشرين الثاني/نوفمبر ٢٠٠٧
الاتحاد الأوروبي	كانون الثاني/يناير ٢٠٠٨
هونغ كونغ	كانون الثاني/يناير ٢٠٠٨
اليابان	آذار/مارس ٢٠٠٨
كوريا	كانون الثاني/يناير ٢٠٠٨
سنغافورة	كانون الثاني/يناير ٢٠٠٨
جنوب إفريقيا	كانون الثاني/يناير ٢٠٠٨
الولايات المتحدة	غير معلن

المصدر: موقع وكالة الإشراف وإعلاناتها على الانترنت ويتم إلغاء الحد الأدنى تدريجياً في نهاية فترة الانتقال. على الرغم من أن جهات الإشراف يمكنها المطالبة ببقائها بالنسبة لبنوك فرادى.

العمومية، والمعالجة غير الملائمة لرأس المال من أجل توريق الأصول عالية المخاطر. ويحدث هذا التشوه تأثيره في الاضطراب الحالي.

ويدعم إطار بازل الثاني بقوة المعالجة الرأسمالية القانونية لتعرض البنك لمخاطر التوريق من خلال معالجة أكثر شمولاً تنسق بين مختلف النهج بموجب الدعامة الأولى لتقدير رأس المال الذي يتعين على البنك الاحتفاظ به لمواجهة تعرضه لمخاطر المنتجات المورقة في أدوارها المختلفة. كما يزيد رأس المال المطلوب لدعم توريق الأصول عالية المخاطر. وتورد الدعامة الثانية قائمة بالأعمال التي يمكن لجهات الإشراف أن تقوم بها إذا كانت البنوك تقدم دعماً ضمنياً أو غير تعاقدي. وأخيراً، يوفر إطار بازل الثاني بموجب الدعامة الثالثة صيغة منفصلة للإفصاح بشأن التعرض لمخاطر التوريق.

وقد أتاح الاضطراب الحالي الفرصة لفحص سلامة إطار بازل الثاني للتوريق. وتستعرض لجنة بازل حالياً الإطار لزيادة دعم معالجته لرأس المال في منتجات توريق مركبة معينة ومتطلبات اختبار الإجهاد من أجل المخاطر القانونية والمتعلقة بالسمة والسيولة الناجمة عن إعادة المنتجات الخارجة عن الميزانية العمومية إلى هذه الميزانية، والإفصاح عن مثل هذه البنود.

الجدول حول مساهمة الاتجاهات الدورية

قد يمثل تنفيذ إطار بازل الثاني تحدياً في أفضل الأوقات، والمؤكد أنه كذلك في المناخ الحالي الذي يعتبر بداية لكساد كبير في دورة الأعمال. وفي هذا السياق برزت مسألة مساهمة الاتجاهات الدورية باعتبارها شاغلاً محورياً يتعين رصده

الإطار ٣

ما موقف صندوق النقد الدولي من إطار بازل الثاني

أيد صندوق النقد الدولي منذ البداية التنفيذ الكامل لإطار بازل الثاني، نظراً لسلامته المتزايدة للمخاطر وتركيزه المعزز على إدارة المخاطر وانضباط السوق. بيد أن صندوق النقد الدولي، مثله مثل لجنة بازل، يعتقد أنه يتعين على البلدان أن تعتمد الإطار وفقاً لظروفها الوطنية الخاصة، بما في ذلك وجود إطار قوى للإشراف المصرفي.

وحذر الصندوق من التطبيق غير الكامل، أو الجزئي أو الانتقائي. فالأجزاء المختلفة من الإطار يكمل بعضها البعض ويتعين تنفيذها معاً، ذلك أن انتقاء أجزاء حسب الهوى أو تعديل الإطار على نحو غير سليم، يشوهان إطار الحوافز. كما يمكن أن يلحق الضرر بحساسية إطار بازل الثاني للمخاطر، بل قد يؤدي إلى إحساس زائف بالأمن ويلحق الضرر في نهاية المطاف بالاستقرار المالي – بدلاً من أن يدعمه.

وإن يعترف الصندوق بهذه الصلة القوية بين التنفيذ الفعال وتحقيق الاستقرار المالي، فإنه يتصدر مبادرة لاستحداث منهجية لتقييم فاعلية تنفيذ إطار بازل الثاني. ويجري ذلك بالتشاور مع عدة وكالات للإشراف من الاقتصادات الصناعية والناشئة على حد سواء تمثل مجموعة ارتباط دولية للجنة بازل. ويمكن استخدام هذه المنهجية كأداة تقييم وكاستعراض للتشخيص على حد سواء، ويجري حالياً اختبارها ميدانياً في دوائر اختصاص طوعية. وستدرج استعراضات التنفيذ المستندة لهذه المنهجية في أدوات الإشراف في صندوق النقد الدولي، خاصة في برامج تقييم القطاع المالي، لاستخدامها في البلدان التي تطبق الإطار الجديد.

بسبب تأثيره على الاستقرار المالي (انظر «هل سيساعد إطار بازل الثاني على الحيلولة دون وقوع الأزمات أو زيادتها سوءاً؟» في ص ٢٩)

وقد أثارت حساسية إطار بازل الثاني المتزايدة للمخاطر مخاوف بشأن مساهمة الاتجاهات الدورية. وهناك سبب للسلوك المسامر للدورة الاقتصادية هو انخفاض الرسملة وضعف إدارة المخاطر. إذ ستنزح البنوك ناقصة الرسملة إلى اتخاذ قرارات فظة لتخفيض الإقراض عندما تظهر دلائل على تباطؤ النشاط الاقتصادي، وقد تضطر البنوك التي لم تقيم المخاطر بصورة سليمة إلى اتخاذ ردود أفعال عنيفة مفاجئة. وقد تساعد الحساسية المتزايدة للمخاطر بموجب إطار بازل الثاني في تخفيف بعض هذه الآثار المسامرة للاتجاهات الدورية بزيادة الوعي بالمخاطر والاكتشاف المبكر للمشاكل الناشئة، لكن أي إطار لرأس المال حساس للمخاطر سيتسبب في جعل اشتراطات رأس المال تتقلب إذا قويت أو ضعفت الجدارة الائتمانية للمقرضين.

وفي نهج التصنيف الائتماني المستندة للداخل، فإن إمكانية مساهمة الاتجاهات الدورية أكثر قوة ويمكن تطبيقها من خلال مختلف مكونات نظام التصنيف – احتمال الإعسار، والخسارة الناجمة عن إعسار معين، والتعرض لخطر الإعسار. وعند هبوط النشاط الاقتصادي، قد يتدهور التصنيف الائتماني للمقرضين، مما يؤدي إلى طلب مزيد من رأس المال لدعم مخاطر الائتمان الأكبر أو تقليل التعرض لمخاطر الائتمان.

ويعالج إطار بازل الثاني النزوع المسامر للاتجاهات الدورية لمتطلبات رأس المال المستندة للمخاطر بالاعتراف بالعناصر اللازمة للتصدي لها وبنائها استباقياً. فتطالب الدعامة الأولى مثلاً بأن يمثل التصنيف الائتماني للمقرض رغبته في السداد وقدرته عليه رغم الظروف الاقتصادية المعاكسة – والتي تصاغ نماذجها بحيث تغطي دورة أعمال واحدة على الأقل في صناعة أو منطقة جغرافية ما. وبالمثل تطالب بأن تعكس تقديرات خسائر إعسار معين، الظروف القائمة في فترة هبوط اقتصادي ما وأن تغطي تقديرات احتمالات الإعسار دورة اقتصادية واحدة على الأقل. وهناك متطلب محدد لإجراء اختبار لتقييم الإجهاد بشأن كفاية رأس المال، يرمي إلى تحديد التغييرات في الظروف الاقتصادية مستقبلاً، باستخدام سيناريوهات للهبوط الاقتصادي أو الصناعي، وأحداث مخاطر السوق، وظروف السيولة. وإلى جانب اختبارات الإجهاد العامة هذه، يدعو الإطار لاختبار محدد لإجهاد مخاطر الائتمان يضع في اعتباره كساداً معتدلاً، ويضع له نموذج باعتباره ربعين متتاليين من نمو صفري، لتقييم الآثار على مؤشرات المخاطر لدى البنوك. وستكفل كل هذه العناصر وعى مديري البنوك بكيفية يمكن لمحركات المخاطر أن تتغير خلال الدورة وفي أحوال الإجهاد، وضرورة أن يدمجوا هذه العناصر في عملية اتخاذهم القرارات ووضع استراتيجيات رأس المال.

كما تؤثر فلسفة البنك في التصنيف الائتماني في قدرته على التصدي لآثار دورة الأعمال على نظام التصنيف فيه. وقد يتصدى بعض البنوك لتنفيذ إطار بازل الثاني مفضلاً الأخذ بنظام البيان في الوقت المناسب في تقييم احتمال الإعسار، والذي يأخذ في اعتباره أحوال الحساب الجاري. وقد تتطلع بنوك أخرى إلى نهج تمتد طوال الدورة، تأخذ في الاعتبار الأحوال عبر الدولة. ولكلا النظامين مزاياهما، وفي بعض الأحيان يستخدم هجين منهما يجمع سماتهما كليهما. وهناك نتيجة مهمة هي أن ناتج نموذج البيان في الوقت المناسب يتقلب بدرجة أكبر عبر الدورة ومن ثم يحتمل أن يزيد تأثير مساهمة الدورة سوءاً، على خلاف النماذج التي تمتد طوال الدورة، التي تسهم بدرجة أقل في تفاقم الائتمان لأنها تسفر عن احتياطات لرأس المال قد تكون كافية عبر الدورة كلها.

إطار بازل الثاني لا يفرض صراحة استخدام نموذج البيان في الوقت المناسب أو نموذج الاستمرار طوال الدورة. بيد أنه يشترط ضرورة علاج البنوك للتقلب في تخصيص رأسمالها، وأن تضع خططاً إستراتيجية لجمع رأس المال تأخذ في اعتبارها احتياجاتها، خاصة في مناخ الشدة الاقتصادية. ومثلما بينت تجربة بعض من البنوك الدولية الكبرى في الاضطراب الحالي، فإن منافع القدرة على الحصول على رأس المال سريعاً في الأوقات السيئة قد ترجح تكاليف ضرورة حيازة احتياطات من رأس المال طوال الدورة. وإذا أردنا أن نقلل لأدنى حد من مسابرة الاتجاهات الدورية بموجب إطار بازل الثاني، من المهم أن تدرك البنوك أن نظم البيان في الوقت المناسب ستطلب مزيداً من رؤوس الأموال في الأوقات الطيبة لضمان أن تكون مستويات رأس المال عالية بما يكفي في ظل الظروف الأكثر صعوبة.

إن تنظيم رأس المال استناداً للمخاطر ليس هو المصدر الوحيد لمسايرة الاتجاهات الدورية - فالتنفيذ المتزامن للمحاسبة بسعر السوق يمكن أن يسهم أيضاً في إحداث هذا التأثير. وفي ظل خيار القيمة العادلة في معيار المحاسبة الدولية رقم ٣٩ على سبيل المثال، يتعين تقييم الأصول والخصوم المالية باستخدام أسعار السوق المحددة، أو في ظل غياب هذه الأسعار، باستخدام تقنيات التقييم (بسر النموذج). وفي أثناء الهبوط الاقتصادي، لا يمكن الركون إلى إمكانية الاعتماد على القيم العادلة والتحقق منها في ظل غياب أسواق نشيطة وتقنيات موحدة للتقييم، وذلك أمر يمكنه احتمالاً جعل أسعار أصول معينة تهبط بصورة حلزونية ويسبب التقلب في رأس المال. وقد شعر القائمون على التنظيم بالقلق بشأن الآثار غير المقصودة، وبينت الأزمة الحالية أن الأمر يتطلب مزيداً من التحليل بشأن هذا الموضوع.

وهناك قضية أخرى تؤثر في مسابرة الاتجاهات الدورية، هي التضارب الواضح بين المحاسبة بشأن الممتلكات التي ضعفت قيمتها في المعيار المحاسبي الدولي رقم ٣٩ وبين اشتراطات تكوين الاحتياطي القانوني. وينجم هذا التضارب عن القدرة المحدودة على تقدير الخسائر المتوقعة بموجب معيار المحاسبة (والذي يستند لمفهوم الخسارة المتكبدة). وهذا مجال يمكن للبلدان أن تستفيد فيه من زيادة تقاسم الخبرات حتى يمكن التصدي لكل من المخاوف المتعلقة بالمحاسبة والإشراف دون الإضرار بأهدافها فرادى. وذلك ميدان فيه مجال لإدخال تحسينات كبيرة على ممارسات المحاسبة لتقترب أكثر من ممارسات إدارة المخاطر والإشراف.

رأس المال الكافي

نشأت حاجة البنوك إلى النظم السليمة والقوية لرأس المال - والتي جعلتها تحتفظ برأس مال كاف للتصدي للمخاطر التي تواجهها، بما في ذلك مخاطر دورة الأعمال - عن الآثار الجانبية الناتجة عن الاضطراب الحالي. وكان على كثير من البنوك الدولية الكبيرة أن تتدافع بالمناكب لجمع رأس المال إبان هذا الهبوط الاقتصادي. فما هي إذن التداعيات بالنسبة إلى جهات الإشراف على البنوك؟ أولاً، من المهم إجراء دراسات دقيقة للآثار قبل الانتقال للإطار الجديد. وبالنسبة للبنوك التي تمر بمرحلة انتقال، يتعين على جهات الإشراف أن تستعد لتوسيع الحدود الدنيا إن اقتضى الأمر. ثانياً، إن التنفيذ الفعال للدعامة الثانية يكتسب أهمية أكبر من ذلك حتى في هذا المناخ. إذ تطالب الدعامة الثانية خاصة البنوك بأن تعكس في تقييمها الداخلي لكفاية رأس المال، حالة دورة الأعمال التي تعمل فيها، ويتطلب ذلك بدوره من جهات الإشراف أن تكفل مراعاة

آثار دورة الأعمال في استعراضها لهذه التقييمات. خلاصة القول، أنها تطالب بأن تكون البنوك مستعدة لتوفير رأس المال الأكبر المطلوب في أوقات الهبوط في النشاط الاقتصادي ببناء احتياطات في الأوقات الطيبة.

وبعد طرق، فإن الدعامة الثانية هي قلب وروح الإطار وتضيف طبقة متينة من حكم جهات الإشراف إلى النهج الأكثر استناداً للقواعد في الدعامة الأولى. وهي مؤسسة على مبادئ تحدد أدوار ومسؤوليات البنوك وجهات الإشراف عليها في تقييم كفاية رأس المال، والذي يشمل المخاطر التي تغطيها الدعامة الأولى ويذهب لما وراءها. وتمنح هذه المبادئ درجة كبيرة من المرونة لجهات الإشراف الوطنية في تصميم استعراض جهات الإشراف على كفاية رأس مال البنوك. كما تقدم طائفة من الإجراءات التي يتعين على جهات الإشراف اتخاذها «كاستجابة علاجية سريعة» إذ أشار استعراض جهة الإشراف لكفاية رأس المال، إلى أن رأس المال غير كاف للتصدي للمخاطر التي تواجهها. ويمكن لهذه الاستجابات أن تتخذ أشكالاً عديدة - بأن تطالب البنوك مثلاً، بدعم نظمها لإدارة المخاطر، والحد من التعرض للمخاطر، وبالطبع حيازة مزيد من احتياطات رأس المال.

عمل يطرد تقدماً

لا يزال إطار بازل الثاني في مرحلة النهوض في كثير من البلدان. وعندما يطبق بالكامل، فإنه سيقطع شوطاً طويلاً صوب علاج كثير من أوجه الضعف في إدارة المخاطر في البنوك والإشراف عليها، وهو ما يشكل أصل الاضطراب في الأسواق المالية الناضجة. وستتعزيز هذه الاندفاعات بدرجة أكبر عقب الاستعراض الحالي الذي تجريه لجنة بازل، والذي يتوقع أن يدعم معالجة رأس المال بالنسبة للمنتجات المالية المركبة.

وتتفاقم تحديات تطبيق إطار بازل الثاني في ظل اضطراب الأسواق المالية، وينبغي إدارة هذا الانتقال بحرص للتخفيف من أي تأثيرات غير مقصودة. ويتعين على البنوك وجهات الإشراف أن تستخدم الاحتياطات بصورة كاملة للتخفيف من مسابرة الاتجاهات الدورية، بإدراج اختبار الإجهاد في أحوال هبوط النشاط الاقتصادي؛ والاستعداد لزيادة الحدود الدنيا المصرفية في فترات الانتقال، إذا اقتضت ذلك الدراسات المتعلقة بالآثار؛ وتشجيع استخدام نظم التصنيف الائتماني الذي يأخذ في الاعتبار تأثيرات دورة الأعمال، واستحداث عملية قوية وتحظى بالمصداقية بموجب الدعامة الثانية لضمان ملائمة احتياطات رأس المال لملامح المخاطر لدى البنك؛ وتقاسم الخبرات بشأن إدارة تقلب رأس المال الذي ينجم عن تغير نظم المحاسبة.

لكن ينبغي أن نتذكر أن إطار بازل الثاني ليس دليلاً شاملاً يبين كيف يتعين على البنوك أن تدير أعمالها. إن اشتراطات رأس المال لا يمكن أن تمنع البنوك من ارتكاب أخطائها - أو تحل محل مسؤوليات البنك عن تقييم المخاطر وإدارتها بصورة سليمة. إن اشتراطات رأس المال يمكن - ويجب - أن تساعد في خلق حوافز لتحمل المخاطر ودعم الإدارة الجيدة لها بصفة عامة. كما يمكن لعناصر أخرى في مناخ تشغيل البنك، مثل قواعد المحاسبة وحواجز السوق، أن تضطلع بدور مهم في تشكيل المخاطر. وسيستمر السعي إلى تحقيق الاتساق بين هذه التأثيرات المتضاربة المختلفة - المحاسبة، وإدارة المخاطر، والتنظيم - يمثل تحدياً مفتوحاً أمام صناعات السياسة. ■

خايم كاروانا مستشار ومدير دائرة أسواق النقود ورأس المال في صندوق النقد الدولي، التي تعمل فيها أديتيا نارايين نائب رئيس شعبة.

هل سيساعد إطار بازل الثاني في منع الأزمات أم سيزيدها سوءاً؟

وجهتا نظر عما إذا كان إطار بازل الثاني - وهو مجموعة من القواعد التوجيهية بشأن القدر من رأس المال الذي يتعين على المصارف الاحتفاظ به للتحوط ضد المخاطر حالياً ومستقبلاً - يفاقم دورات الانتعاش والكساد



كشفت

اضطرابات السوق المالية الراهنة - التي بدأت في سوق الرهونات دون الممتازة في الولايات المتحدة في صيف عام ٢٠٠٧ وامتدت بسرعة إلى أوروبا - مواطن ضعف صارخة في الكيفية التي يتم بها رقابة المؤسسات المالية وتنظيمها. ونتيجة لذلك، صدق كبار القادة الماليين في اجتماعات ربيع ٢٠٠٨ لصندوق النقد الدولي - البنك الدولي، على سلسلة من التدابير للارتقاء بالهيكل الرقابي والتنظيمي العالمي، بما في ذلك اقتراح قدمه منتدى الاستقرار المالي يطالب بمزيد من الرقابة الحذرة لرؤوس الأموال والسيولة في المؤسسات المالية.

وفي الوقت الراهن، تطبق الجهات المنظمة للمصارف في مختلف أنحاء الكرة الأرضية ما يعرف بإطار بازل الثاني - وهو معيار دولي لكمية رؤوس الأموال التي يتعين على المصارف أن تجنبها لمعالجة المخاطر المالية والتشغيلية الراهنة والمحتملة. ويشترط إطار بازل الثاني، بصورته الحالية، على المصارف أن تجنب المزيد من رؤوس الأموال لمواجهة حالات التعرض للمخاطر الأعلى. ويمكن للاستعراض المستمر الذي تقوم به لجنة بازل أن يزيد من اشتراطات رؤوس الأموال بأكثر من ذلك بالنسبة إلى المنتجات المركبة المعقدة والأدوات الخارجة عن نطاق الميزانية العمومية، والتي كانت تمثل المصادر الرئيسية للضغوط في الأشهر الأخيرة. ويفيد مسح قام به منتدى الاستقرار المالي في عام ٢٠٠٦ بأن زهاء ١٠٠ بلد تخطط لتطبيق إطار بازل الثاني على مدى السنوات القليلة القادمة، رغم أنه من غير المتوقع أن يكون التنفيذ موحداً في كافة الأقاليم. وقد نفذ معظم أوروبا بالفعل المعيار الجديد، ومن المنتظر أن تفعل الولايات المتحدة ذلك في عام ٢٠٠٩.

غير أنه توجد الآن مطالبات بجعل القواعد أشد صرامة من ذلك. وعلى كل حال، لماذا قللت القواعد من حدة الآثار الجانبية للاضطرابات السوقية الراهنة؟ (للاطلاع على المزيد عن هذا السؤال، انظر «الأعمال المصرفية باستخدام المزيد من رؤوس الأموال» في صفحة ٢٤ من هذا العدد). ومرة ثانية يصبح الجدول المستمر منذ سنوات عديدة حول ما إن كانت القواعد تطرح حلاً ناجعاً للأزمات المالية أم أنها على العكس من ذلك تفاقمها، محل الاهتمام والصدارة في الوقت الحالي.

ويصبح السؤال الحاسم عندئذ: هل القواعد مساهمة لاتجاهات الدورية بأكثر من اللازم: أي هل هي متراخية بأكثر من اللازم بشأن اشتراطات رأس المال خلال «الأوقات الطيبة» ومتشددة بأكثر من اللازم في أثناء «الأوقات الصعبة» بما يفاقم من دورات الانتعاش والكساد في غضون ذلك؟ لجأت «التمويل والتنمية»، في محاولة لإلقاء المزيد من الأضواء على هذا السؤال، إلى التماس رأي خبيرين في هذا الشأن.

العمل المصرفي على الطريق الصحيح
جيزوس ساورينا
مدير دائرة الاستقرار المالي
بنك أسبانيا

مسايرة الاتجاهات الدورية الكامنة في النظام المصرفي – فإنه يتعين تتبع ثلاث وصلات سببية على الأقل.

أولاً، يقتضي الأمر أن تزداد اشتراطات رأس المال في حالات الانكماش الاقتصادي وأن تتناقص في حالات الانتعاش. غير أن إطار بازل الثاني يحتوى على عدد من الآليات التي توهم هذا الأثر فيما لا تظل تجعل اشتراطات رأس المال أكثر حساسية للمخاطر بأكثر من إطار بازل الأول. ورغم أن الأفق الزمني المستخدم لتقدير احتمالات الإعسار يبلغ سنة واحدة، فمن المتوقع أن تستخدم المصارف إطاراً زمنياً أطول لتقدير الجدارة الائتمانية. وحققة، فإن اشتراطات رأس المال المستمدة من احتمال الإعسار في وقت ما من الزمن (أفق زمني يزيد على سنة واحدة) تختلف كثيراً عن تلك المستمدة بواسطة متوسط احتمال الإعسار محسوباً على مدى دورة أعمال كاملة.

وتبين الشواهد التجريبية أنه بالنسبة لحواظ القروض العقارية (أو أي حواظ قروض)، فإن اشتراطات رأس المال تتقلب على مدى دورة أعمال ما

«والقول الفصل هنا أنه ليس من الواضح تماماً إن كان إطار بازل الثاني سيفاقم من انتعاش دورة الإقراض وكسادها.»

باستخدام متوسط لاحتمال الإعسار، على نحو أقل منه باستخدام احتمال الإعسار في وقت ما من الزمن (Saurina and Trucharte, 2007). ومن ثم، فإنه إذا ما كانت المصارف تستخدم أفقاً زمنياً أطول في تقديراتها، على نحو ما يشترطه إطار بازل الثاني، فإن اشتراطات رأس المال تتقلب (لأن رأس المال لا بد أن يكون متناسباً مع المخاطر، والمخاطر تتحرك مع الدورة)، وإن يكن بدرجة أقل إلى حد كبير: إذ يكون التغيير النسبي لاشتراطات رأس المال من القمة إلى القاع أصغر بمقدار خمسة أمثال تقريباً.

والخسارة الناجمة عن الإعسار (وهي مؤشر على حدة الخسارة) محرك آخر للمخاطر في اشتراطات رأس المال قد يدل على مسايرة الاتجاهات الدورية، أي أن الخسائر تزيد في الأوقات السيئة مع تهاوى معدلات استرداد القروض. بيد أن إطار بازل الثاني يأخذ هذه القضية في اعتباره بواسطة اشتراط عامل الخسارة الناجمة عن إعسار في حالات الانكماش في أي وقت من الدورة. ومن ثم فإن عامل الخسارة الناجمة عن إعسار، يؤثر بالفعل في دورة الأعمال إلى درجة أنها تصبح متماثلة في حالات الانتعاش والانكماش.

وعلاوة على ذلك، فإن اشتراطات رأس المال بالنسبة لمخاطر التشغيل (على الأقل في البديلين الأقل إتقاناً) ستصبح مضادة للاتجاهات الدورية لأن رأس المال يتناسب بشكل مباشر مع الدخل الإجمالي للمصرف. كما أن الدعامة رقم ١ من إطار بازل الثاني تنص على أنه يجب أن يمثل التصنيف الائتماني للمقترض، تقدير المصرف لقدرة المقترض على السداد حتى في الظروف الاقتصادية المعاكسة. والحققة، إنها تشترط صراحة على المصارف أن تختبر قدرة حواظها الائتمانية على تحمل الضغوط في حالة الانكماش المعتدل (فصلان زمنيان متعاقبان من النمو الصغرى). وتشترط الدعامة رقم ٢ أن يكون مدراء المصارف على وعى بمرحلة دورة الأعمال عندما يقومون بتقييم مدى كفاية رأس مال مصارفهم. وبذلك يتعين على جهات الرقابة المصرفية أن تأخذ في اعتبارها، من خلال عملية الاستعراض الواردة في الدعامة رقم ٢، مسايرة الاتجاهات الدورية المحتملة في اشتراطات الدعامة رقم ١ إذا ما قصرت المصارف في القيام بذلك. وإجمالاً، فبالنظر إلى كل من آليات الدعامة رقم ١ والدعامة رقم ٢، فليس من الواضح تماماً إن كانت اشتراطات رأس المال ستكون مسايرة للاتجاهات الدورية أم لا.

ليس ثمة ما هو أكثر مسايرة للاتجاهات الدورية من مصرف يدار بشكل سيئ. وحينما يكون الاقتصاد أخذاً في النمو، يمكن حتى للمصارف التي تدار بشكل سيئ ولديها مستويات غير وافية من رؤوس الأموال والاحتياطيات المرصودة، أن تتوسع في نشاط أعمالها. ولكن عندما يتحول الاقتصاد إلى الأسوأ، فإنه يتعين على المصارف التي تدار بشكل سيئ أن تغير على الفور من سياسة الإقراض لديها لكي تتجنب الوقوع في الإفلاس (Caruana, 2005).

ففي عام ١٩٨٨، اعتمد أول اتفاق دولي بشأن رؤوس الأموال المصرفية، المعروف باسم إطار بازل الأول – الصادر عن لجنة بازل للرقابة المصرفية. وكان الإطار يمثل في ذلك الوقت خطوة إلى الأمام لها شأنها. غير أن قواعده بشأن تحديد اشتراطات رأس المال كانت بسيطة جداً، واستطاعت المصارف النشيطة دولياً أن تتحايل عليه في نهاية الأمر. وكانت المشكلة الرئيسية مع اشتراطات رأس المال في إطار بازل الأول تتمثل في أنه، من الناحية العملية، لم يكن حساساً بالنسبة للمخاطر. فتقديم قرض لشركة غير مالية كان يتطلب ٨ بالمائة من رأس المال، بغض النظر عن مخاطر الشركة (أي فعاليتها المالية، وأرباحها، وملاءتها، وبيئتها الاقتصادية). وكان ذلك يتعارض مع الطريقة التي تدير بها المصارف حواظ قروضها ورؤوس أموالها الاقتصادية (والتي تراعى مقاييس أكثر إتقاناً للمخاطر).

وفي حزيران/يونيه ٢٠٠٤، نشرت اللجنة إطاراً جديداً لاشتراطات رأس المال للمؤسسات الائتمانية، يعرف باسم إطار بازل الثاني، الذي تم إصداره في النهاية في حزيران/يونيه ٢٠٠٦. وإبجازاً، يربط إطار بازل الثاني اشتراطات رأس المال بالمخاطر التي تتكبدتها المصارف بشكل أوثق ومن ثم يعتبر تحسيناً له شأنه وضرورياً على إطار بازل الأول.

هل تفاقمت مسايرة الاتجاهات الدورية؟

أعرب بعض المحللين في أثناء المناقشات التي دارت حول إطار بازل الثاني عن قلقهم بشأن احتمال مسايرة إطار رأس المال الجديد للاتجاهات الدورية (انظر Taylor and Goodhart, 2006). ففي الأوقات الطيبة، تكون المخاطر الائتمانية، التي تقاس باحتمال إعسار المقترض، منخفضة، وكذلك اشتراطات رأس المال (المرتبطة بصورة وثيقة بالمخاطر في الوقت الحالي). وعلى النقيض من ذلك، تواجه المصارف، في الأوقات السيئة، حاجات أعلى بكثير من رؤوس الأموال. ويمكن أن يكون لذلك أثر غير مرغوب فيه على الاقتصاد إجمالاً إذا ما كانت المصارف تواجه عجزاً في رؤوس الأموال في حالات الانكماش الاقتصادي ومن ثم تضطر إلى تخفيض الإقراض بينما تكون الحاجة إليه أشد.

وخلال حالات الانكماش والركود الاقتصادي، تجد المصارف أن من الأصعب عليها أن تزيد رؤوس أموالها لأن أرباحها، ومن ثم قدرتها على حشد الاحتياطيات، تتناقص. كما قد تجد صعوبة أكبر في زيادة رؤوس الأموال ومنح قروض ثانوية بسبب زيادة حدة عدم التيقن. ويمكن أن يفضي اجتماع اشتراطات رؤوس الأموال الأعلى (بسبب المخاطر المتزايدة)، مع صعوبة جمع رؤوس أموال جديدة، إلى قيام المؤسسات بتخفيض الائتمان المقدم للشركات والأسر المعيشية، وهو ما قد يفاقم من الركود أو يعوق الانتعاش الاقتصادي.

غير أنه لكي يفاقم إطار بازل الثاني، أو أي اشتراطات لكفاية رأس المال مستندة إلى المخاطر، دورات الانتعاش والانكماش بصورة لها شأنها – أي تفاقم

ومن أسف يبدو أن المضطلعين بوضع المعايير المحاسبية لا يأخذون الشواغل المتعلقة بالتحوط في الاعتبار. فالمعايير الدولية لإبلاغ البيانات المالية التي اعتمدها الاتحاد الأوروبي في عام ٢٠٠٥، والتي تمتد حاليا إلى ولايات سياسية أخرى، مسايرة للاتجاهات الدورية بشكل له شأنه. فالخسائر المتكبدة (سواء المحددة بوصفها قروضا فرادى أو متخفية داخل قروض مجموعة من القروض المتجانسة) لا تخص الخسائر المتوقعة – أى أنها لا تتيح المجال لعناصر التطلع للمستقبل. وهكذا فإن المعيار ٣٩ من تلك المعايير، وهو القاعدة التي تحكم مخصصات مواجهة خسائر القروض، لا يتماشى مع أدوات قياس وإدارة مخاطر الائتمان الأساسية التي تستخدمها المصارف والجهات الرقابية. وبالإضافة إلى ذلك، تبين التطورات التي حدثت منذ صيف ٢٠٠٧ الكيفية التي يمكن أن تصبح بها القيمة العادلة مسايرة للاتجاهات الدورية بشدة، ولا سيما إذا ما اختلفت السيولة.

«ومن المتيقن أن حدوث درجة معينة من مسايرة الاتجاهات الدورية حتمى ومناسب إذا ما كان لرؤوس أموال المصارف أن تكون متصلة بشكل أوثق بالمخاطر المتكبدة، وهو ما تدعو إليه الرقابة التحوطية.»

ومن المثير للدهشة تماما أن نرى ذلك القدر الكبير من المناقشات التي ولدتها مسايرة إطار بازل الثانى للاتجاهات الدورية (رغم أن الإطار يحتوى على آليات لمعالجتها) والمدى الذى يتم به تجاهل مسايرة القواعد المحاسبية للاتجاهات الدورية. لقد حان الوقت للقيام بمزيد من العمل وفتح باب المناقشة حول إمكانية تعزيز المعايير الدولية لإبلاغ البيانات المالية لانتعاش وكساد دورة الإقراض. ■

المراجع:

Banco de España, 2006, Financial Stability Report, 052006/ (Madrid), Box III.1.

Caruana, Jaime, 2005, Monetary Policy, Financial Stability and Asset Prices, Occasional Paper 0507 (Madrid: Banco de España).

Jiménez, Gabriel, and Jesús Saurina, 2006, "Credit Cycles, Credit Risk, and Prudential Regulation," International Journal of Central Banking, Vol. 2 (June), pp. 65–98.

Saurina, Jesús, and Carlos Trucharte, 2007, "An Assessment of Basel II Proccyclicity in Mortgage Portfolios," Journal of Financial Services Research, Vol. 32 (October), pp. 81–101.

Taylor, Ashley, and Charles Goodhart, 2006, "Proccyclicity and Volatility in the Financial System: The Implementation of Basel II and IAS 39," in Proccyclicity of Financial Systems in Asia, ed. by Stefán Gerlach and Paul Gruenwald (Houndsmill, Basingstoke: Palgrave Macmillan).

الآراء المعروضة هنا لا تعكس بالضرورة آراء بنك أسبانيا أو نظام الجور.

وثانيا، يتعين على رأس مال البنك الفعلى أن يتصرف بطريقة مسايرة للاتجاهات الدورية. وتحتفظ بضعة مصارف قليلة بمستويات من رؤوس أموال مساوية لاشتراطات الحد الأدنى التنظيمية. وفى الحقيقة، يحتفظ معظم المصارف باحتياطيات من رؤوس الأموال، بحيث يكون لديها مجال كاف لتوسيع ميزانيتها العمومية (من خلال نمو القروض، وفرص الأعمال الجديدة، وما إلى ذلك) بدون أن تضطر إلى إصدار رأس مال جديد أو تغيير سياساتها فى توزيع الأرباح. كما تغطى هذه الاحتياطيات من رأس المال تكاليف التأشير والإفلاس وتقلل تدخلات الجهات الرقابية لأدنى حد.

ويوجد إطار بازل الثانى، من خلال الدعامه رقم ٣، شفافية مخاطر المصارف أمام المستثمرين. ومن ثم فإن الدعامه رقم ٣ تجعل قيام مدراء المصارف بتقليل مستويات رؤوس الأموال، أمرا أكثر صعوبة. فإذا كان حملة الأسهم، والمستثمرون فى الأسهم الممتازة، والمستثمرون فى الدين الثانوية، علاوة على حملة السندات والمودعين، يبدون اهتماما بالآفاق المستقبلية المتوسطة الأجل للمصرف، فمن المحتمل أن يجبروا مدراء المصرف على أن يأخذوا فى اعتبارهم مستويات رؤوس الأموال على مدى دورة الأعمال بأكملها. وكذلك تقيد حقيقة أن جمع رؤوس الأموال، من الشريحة ١ والشريحة ٢ على حد سواء، مكلف فى حالات الانكماش، سلوك المدراء. ورغم أن احتياطي رؤوس أموال المصارف قد ينخفض خلال التوسع، فقد يكون الانخفاض صغيرا. ولذلك ليس من الواضح البتة أن المصارف ستقل بشكل له شأنه من مستويات رؤوس أموالها حتى ولو انخفض رأس المال الذى تشترطه اللوائح فى الأوقات الطيبة.

وثالثا، قد يعتمد سلوك الائتمان على عوامل الطلب غير المرتبطة برؤوس أموال المصارف أو قد يتحدد بفعل عوامل العرض غير المرتبطة بصورة مباشرة بمستوى احتياطي رؤوس أموال المصارف. لا تعتبر الشواهد التجريبية الدولية حاسمة. فبالنسبة لأسبانيا، تفيد عملية دراسة للبيانات قامت بها لجنة من الخبراء بأن احتياطيات رؤوس أموال المصارف لا تؤثر بشكل له شأنه على سلوك المصارف فى مجال الائتمان (Banco de España, 2006). وعلى النقيض من ذلك، يثبت أن كلا من عوامل العرض الأخرى، مثل الربحية وملامح الخطر، وعوامل الطلب لها شأنها. ويمكن للشركات غير المالية أن تعوض جزئيا انخفاض الائتمان المصرفى باللجوء إلى الائتمان التجارى، أو أسواق رؤوس الأموال القصيرة والطويلة الأجل، أو حتى طرح الأوراق المالية الخاصة.

والقول الفصل هنا أنه ليس من الواضح تماما إن كان إطار بازل الثانى سيفاقم من انتعاش الإقراض وانكماشه. ومن المتيقن أن حدوث درجة معينة من مسايرة الاتجاهات الدورية حتمى ومناسب، إذا ما كان لرؤوس أموال المصارف أن تكون متصلة بشكل أوثق بالمخاطر المتكبدة، وهو ما تدعو إليه الرقابة التحوطية.

أخذ القواعد المحاسبية فى الاعتبار

وبالنسبة للقراء الذين لم يقتنعوا بحججى، فإن هناك إجابة من السياسات التنظيمية، إما من داخل إطار بازل الثانى أو من خارجه. وبين خيمينز وسوارينا 2006 Jimenez and Saurina، الدعامه التجريبية للسياسات التنظيمية المصرفية المستندة إلى مخصصات مواجهة خسائر الإقراض المغايرة للاتجاهات الدورية، أو بدلا من ذلك، اشتراط رأس المال المغاير للاتجاهات الدورية (من خلال الدعامه رقم ٢). والفكرة بسيطة ولكنها قوية. فأخطاء الإقراض تحدث فى الأوقات الطيبة عندما يكون التفاؤل المفرط شائعا فيما بين المصارف والمقرضين. فحالات الانتعاش هى التى تتزايد فيها مخاطر الائتمان فى جميع الحوافز المصرفية.

ولذلك، ينبغى أن تسلم القواعد المحاسبية والرقابة المصرفية بتلك التطورات فى المخاطر، وأن تتشدد، بناء عليه، فى مخصصات مواجهة خسائر الإقراض و/ أو رؤوس الأموال. وبذلك ستساعد فى التوفيق على نحو أفضل بين حوافز مدراء المصارف وحوافز المستثمرين المصرفيين (ولا سيما المودعين). وفى نفس الوقت، فإنها ستنهض باستقرار الاقتصاد الكلى (أى قيام دورات أعمال أكثر سلاسة).

الدفع بالقطيع إلى حافة الهاوية.

أفيناش د. بيرساود

رئيس Intelligence Capital Limited

القيم على الرابطة العالمية للمهنيين المشتغلين بالمخاطر
Global Association of Risk Professionals

الحساسية للمخاطر بالانتقال إلى قطاعات مفضلة كانت تقدم فيما مضى مفاضلات أفضل لعوائد المخاطرة بالابتعاد عن تلك التي لم تكن تفعل ذلك. ولكن عندما كان نموذج المخاطر الحساسية الخاص بأحد المصارف يكتشف ارتفاعاً في تقلب الأسعار في الأجل القصير في الحافظة المفضلة ويحاول تقليل تعرضها للمخاطر، كان الكثير من المصارف الأخرى يحاول أن يفعل الشيء نفسه في الوقت نفسه، مما كان يزيد من التقلب والارتباط المتبادل، ويحضر على المزيد من البيع الذي يحركه النموذج. واختفت السيولة في ثقب أسود. وقد عمل اكتشاف نماذج المخاطر لقطاعات آمنة على تحويلها إلى قطاعات محفوفة بالمخاطر: مبالغ في قيمتها بشكل متزايد، ومرتبطة بغيرها بدرجة مرتفعة، ومعرضة للتقلب. كما كان عكس ذلك صحيحاً: فملاحظة الخطر تخلق أماناً. وهذا هو السبب في أن العدوى الناتجة عن إفسار الأرجنتين كانت محدودة جداً. إذ كان المستثمرون قد فروا فيما سبق من قطاع الأسواق الناشئة. وسيلاحظ علماء الفيزياء الكمية تماثلاً مع مبدأ عدم اليقين الخاص بهيسينبرغ. فالدرجة التي تخلق بها ملاحظة الأمان مخاطر، والعكس بالعكس، لا ترتبط بأدوات أو قطاعات، وإنما بتنوع المعلومات المستخدمة في نماذج المخاطر.

المخاطر والأزمة الآسيوية

كان الكثير من استجابات السياسات للأزمة المالية الآسيوية غريباً: فكان يبدو أن المستهدف بها تسجيل نقاط سياسية أو ثقافية. (من المؤكد أنه يبدو من الغريب، من موقع مشاركة الأزمة الراهنة، أن المسؤولين الأجانب كانوا يلقون محاضرات على الحكومات الآسيوية بأن ترفع معدلات الفائدة وأن تسمح للمصارف بالسقوط). كانت الاستجابة التنظيمية متماثلة في أنها تجاهلت ما كان يحدث «على أرض الواقع» ودعت إلى استخدام أكبر بكثير لنماذج المخاطر التي تحركها

«غير أن ما كان يثير الحيرة على وجه الخصوص أن ذات الآليات التي كانت المؤسسات المالية تستخدمها لتقليل المخاطر كانت تحول انخفاض الأسعار إلى انهيار للنظام.»

الأسعار والاعتماد بدرجة أكبر على مجموعات المعلومات الشائعة من خلال استخدام التصنيفات الائتمانية والأسعار المتاحة علناً.

لقد تعلمت وعلى نحو مباشر أنه فيما يمكن أن تساعد النظم الحساسية للمخاطر المصارف في إدارة مخاطرها في أثناء أوقات الهدوء، فإنها تشبه أحزمة الأمان التي لا تعمل عندما تقود سيارتك بسرعة. إنها ليست بتدابير لمنع الأزمات: إنها تجعل الأزمات أسوأ. وقد حفزني هذا الدرس على أن أكتب في عام ١٩٩٩ المقال الذي فاز بجائزة جاك دو لاروزير Jacques de Larosiere Prize «الدفع بالقطيع إلى حافة الهاوية: التفاعل المزعج بين سلوك القطيع وممارسات الإدارة الحساسة للمخاطر السوقية». ويجد مدراء المخاطر الناضجون منطقاً في هذه القصة، ولكن الجهات التنظيمية تصافت لرفض الانتقادات لنماذج المخاطر الحساسة للمخاطر السوقية باعتبارها نظرية أو متطرفة جداً.

ويظن أنصار إطار بازل الثاني أنه عمل جيد يتضمن، على خلاف إطار بازل الأول، مقاييس للمخاطر السوقية لكي تستخدمها المصارف. وأعتقد أن ذلك بمثابة تقصير في أداء الواجب التنظيمي. فإذا ما كان الغرض من التنظيم هو التوفيق بشكل وثيق بين الضوابط الداخلية للمصارف وبين القواعد التنظيمية،

لنعد بالذاكرة إلى عشر سنوات سابقة، إلى أيار/ مايو ١٩٩٨. حينذاك كانت أبعاد الأزمة المالية الآسيوية لا تزال تتفتح. كنت أجلس في صالة تداول بنك ج ب مورغان في سنغافورة. وكانت رحلتي إلى جاكرتا قد ألغيت بسبب اندلاع أعمال شغب في الشوارع. وكانت العملات الإقليمية في حالة هبوط ليس هناك ما يحد منه، وكانت أسواق الأسهم المحلية تتفجر من داخلها. وكانت وكالات التصنيف الائتماني تستجيب لذلك بشكل «مفيد» بواسطة شطب تصنيفاتها الائتمانية. وكان استقرار الإقليم السياسي والاقتصادي المتفاخر بنفسه يتهاوى أمام عيني. ولم يكن بوسعنا في صالة تداول مورغان أن ننتزع أنفسنا من أمام الشاشات الإلكترونية التي تنقل حمام الدم لحظة بلحظة. كنت أشعر بذلك الشعور الأزلي بالانجذاب والإثم الذي يراود مارا يحاول أن يحصل على نظرة وثيقة على حادث سيارة رهيب.

وكان الشيء المحير حقيقة بالنسبة لرجل اقتصاد مدرب مثلي أن الباعة المنهكين الذين تحدثت إليهم في ساعة متأخرة من الليل على كوب بيرة بارد من نوع تايجر على ظهر Boat Quay لم يغلب على مشاعرهم ذلك التخفيض المشهود في مرتبة القيمة الطويلة الأجل لأصولهم. إذ كانوا يبيعون لأن نماذج المخاطر الخاصة بهم كانت تومض باللون الأحمر، وكانت مستويات تفاديهم للخسائر قد تفتقت تصفى مراكزهم، أو لأن تخفيض المرتبة الائتمانية يعني أنه لم يعد بوسعهم أن يحتفظوا بأصولهم.

وعندما عدت إلى لندن، سمعت قصة مماثلة من مستثمرين: «لقد أردت أن أثبت على موقفي بعد أن انخفضت الأسعار إلى هذا الحد، ولكن نظام المخاطر الخاص بي دفعني للخارج وأبقاني فيه.» وباختصار، فحيث إن أسعار السوق كانت تحرك نظم المخاطر وأن التصنيفات الائتمانية كانت مرتبطة بالأسعار، فقد كان الانخفاض في الأسعار يدفع إلى الانخفاض في الأسعار. كانت السوق واقعة في دائرة جهنمية، ولا تزال كذلك. وفيما بعد، كان بإمكانني أن أطلق على هذا الشكل من سلوك السوق اسم «ثقب السيولة الأسود»، حيث لم يعمل انخفاض الأسعار على إطلاق العنان لاقتناص الفرص، كما يحدث في الأوقات العادية بدرجة أكبر، ولكن على مواصلة البيع. غير أن ما كان يثير الحيرة على وجه الخصوص أن ذات الآليات التي كانت المؤسسات المالية تستخدمها لتقليل المخاطر كانت تحول انخفاض الأسعار إلى انهيار منتظم.

إدخال العمل بالحساسية للمخاطر

كانت شركة ج ب مورغان رائدة في استحداث نماذج للمخاطر، حساسة للمخاطر لتستخدمها المصارف. وقد طبقنا، في الأساس، بيانات عن الأسعار القصيرة الأجل على نموذج ماركوفيتش للمتغير المتوسط، ووضعنا، بقلب النموذج، تقديرات عن كمية المخاطر السوقية التي قد يواجهها المصرف بدرجة كبيرة من الثقة. وقد ألقينا الضوء على هذه العملية في عملية التسويق التي نقوم بها. وأبرز هذا قدرات مورغان في مجال الحاسب الآلي والمعلومات والفكر، وأبهر الجهات التنظيمية. وبحلول نيسان/ أبريل ١٩٩٥، كانت تلك النماذج قد أصبحت ممارسة رسمية في المصارف في إدارة رؤوس أموال المخاطرة السوقية.

غير أن هذه النماذج افتترض وجود استقلال إحصائي؛ ولن تعمل إذا ما استخدمها الجميع، وقد استجابت المصارف والمؤسسات الأخرى لهذه النماذج

تشجيع الأعمال المصرفية السيئة

إذا لم يكن النهج العام إزاء المخاطر مساهرا للاتجاهات الدورية بشكل كاف، فإن النهج المخصص الذي تقوم عليه الدعامة رقم ١ يضيف مزيدا من مساهرة الاتجاهات الدورية ومن تركيز المخاطر، ويشجع العمل المصرفي السيئ أيضا. والمصرف الجيد هو المصرف الذي يقدم قروضا إلى مقترضين لم يكن غيره ليقترضهم لأن لديه معلومات أفضل عنهم. ولنفس السبب، لا يقدم هذا المصرف قروضا إلى مقترضين يقترضهم الآخرون. وليس لدى المصارف، بمقتضى إطار

«وباختصار، فإن إطار بازل الثاني يعتبر نهجا اقتصاديا سيئا. إنه يحاول استخدام الأسعار السوقية للتنبؤ بإخفاقات السوق ويدمر التنوع الطبيعي الذي تستحقه السيولة في تقييم المخاطر.»

بازل الثاني، حافظ لاتباع هذا النهج للعمل المصرفي. فبدلا من الاعتماد على موظفي مخاطر الائتمانات متمرسين لديهم معرفة طويلة بالائتمانات، يعتبر إطار بازل الثاني أن استخدام نماذج الحاسب الآلي التي تستخدم المعلومات المتاحة للعامة طريقة أكثر حذقا. غير أن هذا يعتبر مرة ثانية نهجا للعلم الزائف. فأى نظام يكون فيه للمشاركين في السوق نفس الأذواق (بشأن تقليل المخاطر ورؤوس الأموال اللائحة) ويستخدم نفس المعلومات (التصنيفات الائتمانية المتاحة للعامة، والأسعار، والنماذج التي تحركها الأسعار) من شأنه أن يسوق المصارف سوفا داخل الأسواق وخارجها ويتسبب في نهاية الأمر في انهيار منتظم.

وباختصار، فإن إطار بازل الثاني يعتبر نهجا اقتصاديا سيئا. إنه يحاول استخدام أسعار السوق للتنبؤ بإخفاقات السوق ويدمر التنوع الطبيعي الذي تستحقه السيولة في تقييم المخاطر. ويتمثل ما ينتهي إليه الأمر في القيام بما ينبغي للجهات التنظيمية أن تتجنبه بالضبط: العمل بشكل مساهر للاتجاهات الدورية. وقد حاج الفيلسوف السير كارل بوبر بأن العلم الجيد يدور حول القابلية للزيف والقابلية للتنبؤ. وقد تنبأ الذين ينتقدون الاتجاه صوب استخدام مقاييس المخاطر الحساسة للأسعار وقواعد بيانات الإفلاس المشتركة والتصنيفات الائتمانية، علاوة على الرأى الذى يفيد بأن المخاطر لا تتغير عندما تحول إلى آخرين، بأن هذا التجانس من شأنه أن يحول المخاطر إلى حيث لا يمكن رؤيتها بعد ذلك، ولن يفعل ما من شأنه إضعاف الانتعاش، ويفضى إلى انهيار منتظم عندما ينتهى ذلك الانتعاش. ولعلنا لا ننسى أن أنصار إطار بازل الثاني، وهو نظام يعزز تلك الاتجاهات، قد قالوا إن هذه الانتقادات بعيدة الاحتمال جدا وأن النظام أكثر أمانا الآن من أى وقت مضى. ■

المراجع:

Nugée, John, and Avinash D. Persaud, 2004, "The Dangers of Being Risk-Averse," Financial Times, September 16.

———, 2006, "Redesigning Regulation of Pensions and Other Financial Products," Oxford Review of Economic Policy, Vol. 22, pp. 66-77.

Persaud, Avinash D., 1999, "Sending the Herd off the Cliff Edge: The Disturbing Interaction of Herding Behavior and Market-Sensitive Risk-Management Practices"; available at <http://www.erisk.com/ResourceCentre/ERM/persaud.pdf>

فما الداعي إذن للانخراط في تنظيم مكلف للغاية في المقام الأول؟ فلنترك الأمر لضوابط المصارف الخاصة بالمخاطر. إن السبب في أننا ننظم الأسواق، بالإضافة إلى قانون الشركات المعتاد، أن الأسواق تخفق من وقت لآخر بما لذلك من عواقب منتظمة وخيمة. وإذا ما كان الغرض من التنظيم هو تجنب إخفاق السوق، فلا يمكن لنا حينئذ أن نستخدم نماذج المخاطر التي تعتمد على أسعار السوق كأدوات للتنظيم المالي. فلا يمكن لأسعار السوق أن تنقذنا من إخفاق السوق. فأسعار السوق لا تتنبأ بانهايار الأسواق المفاجئ؛ فلو أنه كان بمقدورها أن تفعل ذلك لما حدثت الانهيارات المفاجئة. ولا تبدو الحساسية للمخاطر كمبدأ تنظيمي معقولة إلا عندما تمنع التفكير فيها.

ويعلمنا التاريخ أن أكبر إخفاقات السوق تتعلق بتقديرات سوقية للمخاطر من خلال الدورة الاقتصادية. وتبخر المصارف والأسواق، لأسباب كثيرة، تقدير المخاطر في الدورة الصعودية وتفرط في تقديرها في الدورة النزولية. ووكالات تقدير الجدارة الائتمانية وتصنيفاتها الائتمانية جزء من هذه الدورة مثلها في ذلك مثل الباقيين، ومثلما تكشف عنه الأزمة الراهنة من جديد. وبالتالي، فإن الدورات الاقتصادية تزداد بفعل دورات انتعاش وانكماش الائتمان، والتي تتبع دورة من تصورات المخاطر والرغبة في تحملها. ولقد كان هذا هو واقع الحال طالما بقيت المصارف والأسواق قائمة. وفي الدورات الصعودية، دائما ما يرى المشاركون في الأسواق أنموذجا جديدا يخبرهم بأن الدورة ميتة أو أنها «مختلفة» هذه المرة. ولنتذكر أنه قبل ١٨ شهرا فحسب، كانت علاوات الائتمان منخفضة بدرجة قياسية تقريبا.

وضائقة الائتمان الراهنة من ذلك النوع من الإخفاق المنهجي الذى ينبغي أن تعمل التنظيمات على تجنبه. ويمكن لنا أن نتحاور في مرة أخرى عن الكيفية التى يمكن بها للجهات التنظيمية أن تفعل ذلك، غير أن من المفيد أن نلاحظ أنه كلما اشككت الجهات التنظيمية من أنه من المستحيل متابعة الدورة، فإننا نتوقع بالفعل من مصارفنا المركزية المستهدفة للتضخم أن تفعل ما هو أصعب من ذلك بكثير. ومن المتوقع حاليا أن تتصرف المصارف المركزية المستهدفة للتضخم على هدى من تنبؤ بارتفاع التضخم، بدلا من الانحناء لرياح الدورة الراهنة. ومن الواضح وضوح النهار الذى يعقب الليل إدراج مقاييس بشأن التضخم يعتمد على أسعار السوق في رأس المال اللائحة يعنى أن رأس المال اللائحة يتبع الدورة بدلا من أن يصطدم بها.

وفي ذروة فترة الانتعاش، فإن نماذج المخاطر الموصوفة في الدعامة رقم (١) من إطار بازل الثاني، سواء باستخدام أسعار السوق أو تقديرات المخاطر التى تضعها وكالات التصنيف الائتماني، ستخبر المصارف بأنها تواجه مخاطر أقل وأنها في حالة رسملة أفضل مما قد يتبين أنها عليه في حقيقة الأمر عندما تنقلب دورة الائتمان. وسيكون الحال كذلك حتى في إطار القواعد الجديدة التى تقضى بتجنب رأس مال حساس للمخاطر للصكوك المركبة والخارجة عن الميزانية العمومية. وكان لدى نفس المصارف التى تتدافع من أجل الحصول على رؤوس أموال وتدفع في مقابلها الكثير جدا، بحيث إنها تقوض من ربحيتها في المستقبل - مثلا ستى بانك و UBS وميريل لينش وغيرها - رؤوس أموال وفيرة قبل ١٢ شهرا فحسب، وفقا لنماذج مخاطرها الداخلية.

وسيعاقب انضباط السوق المتضمن في الدعامة رقم ٣ من إطار بازل الثاني المصارف التى تظل مفرطة في الرسملة لوقت طويل. ففي ذروة حالة انتعاش، تقع المصارف تحت ضغوط البحث عن مصادر جديدة للدخل بدلا من الاستفادة من الأوقات الطيبة لزيادة احتياطياتها. وقد امتدحت الأسواق المالية ممارسات إدارة المخاطر الخاصة بمصرف نورثرن روك Northern Rock في المملكة المتحدة قبل أن يتبين أنها معيبة بما يقل عن ستة أشهر. ووصف تشارلز برنس رئيس مجلس إدارة ستى جروب ورئيسها التنفيذي في كلمات خالدة في تموز/ يولييه ٢٠٠٧ آثار نماذج المخاطر السوقية والانضباط السوقية على سلوك المصارف بقوله: «طالما أن الموسيقى تصدح، فإنه يتعين عليك أن تنهض وترقص».

الأسواق التي تعمل

راندال دود
Randall Dodd



الاتجار خارج البورصة

وعلى خلاف البورصات، لم تكن الأسواق التي تعمل خارج البورصة «أماكن» البتة. إنها تتصف بطابع أقل رسمية، رغم أنها تكون عادة شبكات حسنة التنظيم من علاقات التداول التي تركز على وسيط أو أكثر. ويعمل الوسطاء كصناع للسوق عن طريق تحديد الأسعار التي يبيعون بها (طلب) أو يشترون بها (عطاء) إلى الوسطاء الآخرين وإلى عملائهم أو زبائنهم. ولا يعني ذلك أنهم يتقدمون بالضرورة للوسطاء الآخرين بنفس الأسعار التي يتقدمون بها للعملاء. وعلاوة على ذلك، يمكن للوسطاء في أوراق مالية خارج البورصة أن ينسحبوا من صنع سوق، مما يتسبب في نزوب السيولة - القدرة على شراء أو بيع ورقة مالية. وباختصار، فإن الأسواق التي تعمل خارج البورصة أقل شفافية وتعمل بقدر أقل من القواعد مما تعمل به البورصات. وكان يجري الاتجار في جميع الأوراق المالية والمشتقات التي انطوت عليها الأزمة المالية الراهنة في أسواق خارج البورصة.

يبلغ وسطاء الأسواق خارج البورصة عطاءاتهم ويطلبون عروض الأسعار المحددة ويتفاوضون حول أسعار التنفيذ على الهاتف، وبشكل متزايد من خلال المراسلات الفورية، رغم أن العملية كثيرا ما تتعزز من خلال استخدام لوحات الإعلانات الإلكترونية حيث يعرض الوسطاء أسعارهم المعلنة. وتعرف عملية التفاوض من خلال الهاتف، سواء كانت من زبون إلى وسيط أو وسيط إلى وسيط، باسم الاتجار الثنائي الأطراف لأن مشتركي اثنين في السوق فقط يلاحظان الأسعار المحددة أو التنفيذ. أما الآخرون في السوق فلا يكونون على علم بالمبادلة، رغم أن بعض الأسواق التي تقوم على السمسة تعلن عن أسعار التنفيذ وحجم المبادلة. غير أنه لا يتاح لكل امرئ سبيلا للاطلاع على شاشات السمسة، ولا يمكن لأي شخص في السوق أن يتاجر بذلك السعر. ورغم أن عملية المفاوضة الثنائية كثيرا ما تكون ذات طابع ألى مرتفع، فإن ترتيبات الاتجار لا تعتبر تبادلًا لأنها ليست مفتوحة أمام جميع المشتركين على قدم المساواة.

وهناك في الأساس بعدان للأسواق التي تعمل خارج البورصة. ففي سوق الزبون، يحدث الاتجار الثنائي بين الوسطاء وزبائنهم، مثل الأفراد أو صناديق لتغطية رأس المال المخاطر. وفي السوق المشتركة بين الوسطاء، يعرض الوسطاء الأسعار على بعضهم البعض ويمكنهم أن يحولوا بعض الأخطار التي يتكبدونها في الاتجار مع الزبائن إلى وسطاء آخرين بسرعة، مثل حيازة رصيد من ورقة مالية ما أكبر مما يريدون. ويمكن أن يملك الوسطاء خطوطا هاتفية مباشرة مع وسطاء آخرين ومع زبائنهم الرئيسيين، بحيث يمكن للمشارك في السوق أن يتصل بالمضارب لعرض سعر، ثم يغلق الخط ويتصل بوسيط آخر ثم بوسيط آخر، مستطلعًا موقف العديد من الوسطاء في دقائق قليلة. ويمكن للمستثمر أن يجري مكالمات متعددة للحصول على رؤية عن السوق من جانب الزبون. إلا أن الزبائن لا يمكن أن يخترقوا السوق المشتركة بين الوسطاء.

وبعض الأسواق التي تعمل خارج البورصة، وبخاصة الأسواق المشتركة بين الوسطاء، لديها سماسة أسعار يساعدون المشتركين في السوق في الحصول على

المالية منظمات معقدة لها هيكلها الاقتصادية والمؤسسية الخاصة بها والتي تقوم بدور حاسم في تقرير كيفية تحديد الأسعار، أو «اكتشافها». كما أن هذه العوامل تشكل استقرار الأسواق وترتيبها. وكما تبين لمالكي التزامات الديون دون الممتازة المعززة بضمانات وبعض المشتقات في الأشهر التالية لمستهل الاضطرابات الراهنة في شهر آب/ أغسطس ٢٠٠٧، فإن بعض أنواع الأسواق تصبح غير مستقرة أو مضطربة أو معيبة بسرعة كبيرة.

هناك طريقتان أساسيتان لتنظيم الأسواق المالية - التي تعمل داخل البورصة وخارج البورصة - وإن كان بعض التسهيلات الإلكترونية الحديثة العهد يطمس الفروق التقليدية.

الاتجار في بورصة

بدأت البورصات، سواء أسواق الأوراق المالية أو بورصات المشتقات، كأماكن يجري فيها الاتجار. وأشهر البورصات بورصة نيويورك للأوراق المالية. ومجلس شيكاغو للتجارة يتاجر في العقود الآجلة منذ عام ١٨٥١، وقد خلق اندماجه الحديث العهد مع منافسه القديم، بورصة شيكاغو التجارية، أكبر بورصة للمشتقات في العالم. وهناك أكثر من ١٠٠ بورصة للأوراق المالية وبورصة المشتقات في كافة أنحاء العالم المتقدم والنامي.

غير أن البورصات أكثر من مجرد مواقع مادية. إذ أنها تحدد القواعد المؤسسية التي تحكم الاتجار وتوفر مسارا للمعلومات ومرافق للمقاصة يحدث الاتجار من خلالها وتستكمل فيها الأنشطة التالية للاتجار. وتضفي البورصة طابعا مركزيا على إبلاغ أسعار العطاءات والعروض لجميع المشتركين في السوق الذين يمكن لهم الاستجابة لذلك بالبيع أو الشراء بأحد الأسعار المعلنة أو بالرد بسعر محدد مختلف. وتبعًا لنوع البورصة، يمكن أن تكون وسيلة الإبلاغ هي الصوت أو الإشارة باليد أو الرسالة الإلكترونية. وعندما يتوصل طرفان إلى اتفاق، يتم إبلاغ السعر الذي نفذت به المعاملة في كافة أنحاء السوق. ويسفر ذلك عن خلق مجال منافسة زهية يسمح لأي مشترك في السوق أن يشتري بأقل سعر، أو يبيع بأعلى سعر، مثله في ذلك مثل أي شخص آخر، طالما أن التاجر يتبع قواعد البورصة.

وكان مقدم التجارة الإلكترونية يعني أنه لا يتعين أن تكون البورصات مكانا ماديا. وفي الحقيقة، يجري إغلاق الكثير من صالات التداول التقليدية، ويجرى إبلاغ الأوامر وعمليات التنفيذ بصورة إلكترونية كلية. وبورصة لندن للأوراق المالية ونظام تحديد الأسعار الآلي التابع للرابطة الوطنية للمضاربيين في الأوراق المالية (NASDAQ) يعملان إلكترونيا بالكامل، مثلما تعمل Eurex، وهي ثاني أكبر بورصة للعمليات الآجلة في العالم. وفيما تعمل بورصات كثيرة أخرى على التخلص التدريجي من صالات التداول، فإنها توفر الاتجار في الصالة والاتجار الإلكتروني معا. وقد اشترت بورصة نيويورك منصة الاتجار الإلكتروني Archipelago، مع تحركها بشكل متزايد صوب الاتجار الإلكتروني. وتحتفظ بورصات المشتقات، مثل بورصة BM&F في البرازيل ومجموعة CME بكل من الاتجار في المقصورة والاتجار الإلكتروني.

خارج البورصة: ما هي؟

السوق وأصبحت عديمة السيولة وتعانى خلالا وظيفيا. وقد أفضى ذلك إلى علتين جسيمتين: العجز عن تقدير قيمة ممتلكات المرء والعجز عن الاتجار فيها. وبدون وجود أسواق سائلة ومنظمة، فإنه لا توجد عملية لاكتشاف السعر، وهو ما يعنى بدوره عدم وجود طريقة سهلة وحاسمة لتقييم الأوراق المالية أو المشتقات. ومن بين المشاكل المستمرة فى المؤسسات المالية، مثل المصارف التجارية وشركات الاستثمار، صعوبة الوفاء باشتراطات الإفصاح والإبلاغ عندما لا تكون هناك أسعار سوق تستخدم فى تقييم مراكز الأصول والمشتقات. ولا يقتصر الأمر فقط على عدم وجود أسعار سوق، وإنما لا يوجد فى كثير من الأحيان أسعار قياسية (ألا وهى أسعار أصول مماثلة لتلك التى جرى تقييمها). ونتيجة لذلك، فإن الأصول التى كانت تقيم فى يوم من الأيام بأسعار السوق (أو على الأقل بسعر قياسي مماثل) تحتسب قيمتها الآن من نماذج بدون بيانات واقية. ويزيد الاعتماد المتزايد على مثل هذا التقدير للقيمة من تآكل الثقة فى السوق لأن المشترين يكونون غير واثقين من قيمة حياتاتهم وحيازات الأطراف الأخرى.

ينسحب الوسطاء الذين يواجهون ضائقة فى تمويل ميزانياتهم العمومية من ناحية ويحوزون كمية زائدة على الحد من الأصول عديمة السيولة من ناحية أخرى، من الأسواق. إن القفزة فى التقلب تجعل مواصلة صنع الأسواق مسألة خطيرة ومكلفة بوجه خاص. ولم يكن هناك، بدون وجود وسطاء، أى اتجار، وبخاصة فى أوراق مالية مثل التزامات الديون المضمونة، وسندات البلديات، والمشتقات الائتمانية. ولم يكن المستثمرون يستطيعون، مع عدم وجود مشتريين، أن يقللوا من خسائرهم بالتخلص من المراكز الخاسرة، ولم يكن بمقدورهم بيع تلك المراكز لتلبية المطالبات بتخصيص المزيد من الضمانات للقروض التى تمول حياتات أخرى. وبهذه الطريقة، أسهم عدم السيولة فى أسواق تعمل خارج البورصة فى تعميق الأزمة المالية واتساع نطاقها.

لم يعد الكثير من تلك الأسواق إلى ظروف الاتجار العادية. وقد أضافت المصارف المركزية أموالا إلى السوق (تمويل السيولة)، ولكنها لا تستطيع أن تعيد بشكل مباشر استعداد المشترين والباعة للاتجار فى الأوراق المالية (سيولة الاتجار). وما لم يتخذ صناع السياسات خطوات لتحسين ممارسات صنع السوق التى يقوم بها الوسطاء فى الأسواق التى تعمل خارج البورصة، فقد يضى وقت طويل قبل أن تهبئ الظروف العودة إلى مستوى سيولة الاتجار الذى كان سائدا قبل صيف ٢٠٠٧. ■

راندال دود مستشار لدائرة أسواق النقد ورؤوس الأموال فى صندوق النقد الدولي.

رؤية أوسع عن السوق. فيرسل الوسيط بأسعاره المحددة إلى السمسار الذى يتولى فعليا إذاعة المعلومة بواسطة الهاتف. وكثيرا ما يوفر السماسرة لوحة إعلانات إلكترونية لتوفير القدرة لزبائنهم (الوسطاء) على أن يعلنوا على الفور أسعارهم على كل وسيط آخر فى شبكة السمسار. وتبين لوحة الإعلانات كلا من العطاءات والطلبات، وأحيانا أسعار التنفيذ. وشاشات السماسرة ليست متاحة عادة للزبائن النهائيين، الذين لا تتوافر لديهم نتيجة لذلك معلومات كاملة عن التغييرات فى الأسعار والفروق بين العطاء وطلب الأسعار فى السوق المشتركة بين الوسطاء. ويستطيع الوسطاء فى بعض الأحيان أن يتاجروا من خلال الشاشة. وفيما عدا ذلك فإن الشاشات تكون مجرد وسيلة لنشر المعلومات، ويجب على الوسيط أن يتاجر من خلال السمسار أو أن يتصل بوسيط آخر مباشرة لتنفيذ عملية اتجار. ويمكن للوسطاء أيضا أن يتصلوا بالسمسار وبوسطاء آخرين مباشرة لتقديم أسعار محددة والاستفسار عن الأسعار المحددة غير المدرجة فى شاشات لوحة الإعلانات الإلكترونية الخاصة بالسماسرة.

وقد غيرت أوجه التقدم التى حدثت فى منصات الاتجار الإلكتروني من عملية الاتجار فى الكثير من أسواق خارج البورصة، وقد عمل ذلك فى بعض الأحيان على طمس الفارق بين أسواق خارج البورصة التقليدية وبين البورصات. ففى بعض الأحيان، تسمح منصة سمسرة إلكترونية للوسطاء وللبيع من غير الوسطاء بتقديم عروض أسعار مباشرة، وتنفيذ عمليات اتجار مباشرة من خلال النظام الإلكتروني. ومن شأن ذلك أن يكرر نموذج الاتجار متعدد الأطراف الذى يعد سمة مميزة للبورصة - ولكن ذلك يتيسر فقط للمشاركين المباشرين. وعلى خلاف البورصة، التى يتاح فيها لكل مشترك فى المبادلات وسيلة للنفاذ، فإن هذه الترتيبات الإلكترونية يمكن أن تعامل المشترين بطرق مختلفة استنادا إلى، مثلا، حجمهم أو جدارتهم الائتمانية. وعلاوة على ذلك، تظل عملية إجراء مقاصة وتسوية للمبادلات متروكة للبائع والمشتري، على خلاف معاملات البورصة التى تتولى فيها البورصة توفيق عمليات الاتجار وضمائها.

أسواق خارج البورصة والأزمة المالية

يساعد بنیان أسواق خارج البورصة على تفسير السبب فى أن التزامات الديون المعززة بضمانات (التي تقسم مخاطر الأصول المعينة إلى شرائح عديدة يتم بيع كل منها بشكل منفصل) وغيرها من الأوراق المالية المهيكلة قد واجهت مشاكل أثناء الأزمة الراهنة. كما واجهت المشتقات الائتمانية، والأوراق التجارية، وسندات البلديات، وقروض الطلاب المورقة، مشاكل أيضا. ولقد تم الاتجار فيها جميعها فى أسواق تعمل خارج البورصة، كانت كلها أسواقا سائلة وتعمل بشكل طيب فى أثناء الأوقات الطبيعية. غير أنها عجزت عن إظهار المرونة فى مواجهة اضطرابات

ما مدى التباعد؟ وما مدى التقارب؟

م. أيهان كوزي، وكريستوفر أوتروك، وإيسوار براساد

M. Ayhan Kose, Christopher Otrok, and Eswar Prasad

قد تكون الدورات
الاقتصادية أخذة في
التقارب إلى حد كبير
فيما بين الاقتصادات
الصناعية واقتصادات
السوق الناشئة، غير
أنه يبدو أن المجموعتين
تتباعدان عن بعضهما
البعض

الناشئة تبوأَت المكانة التي تستحقها على مدى العقد الماضي. ويعزى إلى الأسواق الناشئة كمجموعة، استناداً إلى بيانات جديدة تراعى الاختلافات في القوة الشرائية للعملة الوطنية، زهاء ٤٠ بالمائة من مجموع الناتج العالمي، بعد أن كان ذلك يبلغ ٢٥ بالمائة قبل عقدين من الزمان. وقد أصبحت الاقتصادات الناشئة، بما لها من نفوذ اقتصادي متزايد ونمو أسرع منه في الاقتصادات الصناعية الرئيسية، مساهماً أساسياً في النمو العالمي. ولقد كان من الملحوظ في عام ٢٠٠٧ أن مساهمة الصين في نمو إجمالي الناتج المحلي على الصعيد العالمي، مقاساً بأسعار الصرف

تغير المشهد الاقتصادي العالمي بشكل لافت **لقد** للنظر في العقود الأخيرة. وكان من بين القوى المحركة في هذا الشأن ذلك التكامل الاقتصادي المتزايد مع تضاعف العلاقات التجارية والمالية العالمية. ففي العقدين الماضيين لا غير، زاد حجم التجارة الدولية بأكثر من ثلاثة أمثاله، وزاد حجم التدفقات المالية عبر الحدود بأكثر من تسعة أمثاله. وتتمثل القوة الرئيسية الثانية في البروز المتزايد لاقتصادات السوق الناشئة. فرغم أن الولايات المتحدة لا تزال أكبر اقتصاد في العالم وأكثره نفوذاً، فإن الأسواق



قياس الدورات الاقتصادية

يتمثل النهج التقليدي في قياس الدورات الاقتصادية في البحث في تقلبات الناتج القومي، أو الناتج المحلي الإجمالي، حول معدل اتجاه مطرد للنمو. وبطبيعة الحال، يمكن حتى لهذا المعدل للاتجاه العام لنمو اقتصاد ما أن يتغير بمرور الزمن، مما يجعل تحديد نقاط التحول في الدورات الاقتصادية أمرا صعبا. وعلاوة على ذلك، فالناتج ليس مؤشرا واحدا من مؤشرات النشاط الاقتصادي.

هناك تقليد طويل الأمد من استخدام مجموعة أكبر من المتغيرات الاقتصادية الكلية لتبين نقاط التحول في الدورات الاقتصادية الوطنية. وفي الحقيقة، فإن الحكم الرسمي للدورات الاقتصادية في الولايات المتحدة - لجنة تحديد تواريخ

السوقية، أكبر في حد ذاتها منها في الولايات المتحدة. ويعزى مجمل النمو العالمي على مدى الفترة ٢٠٠٠-٢٠٠٧ إلى الأسواق الناشئة مجتمعة (انظر الشكل ١).

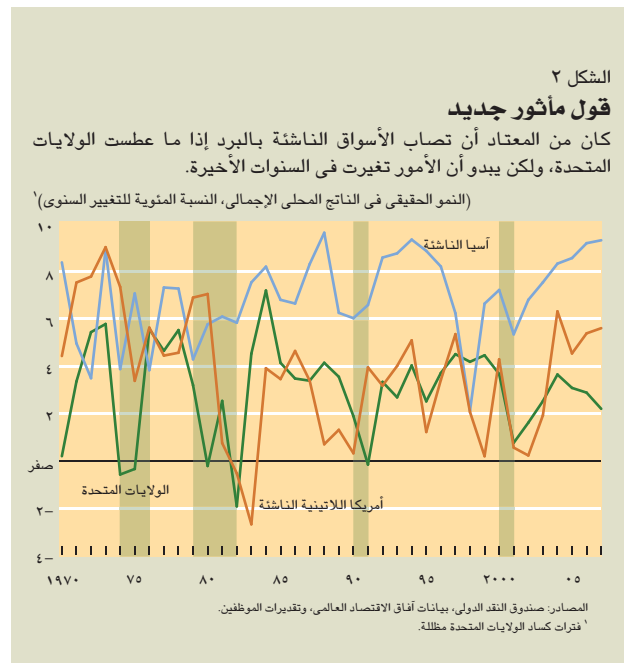
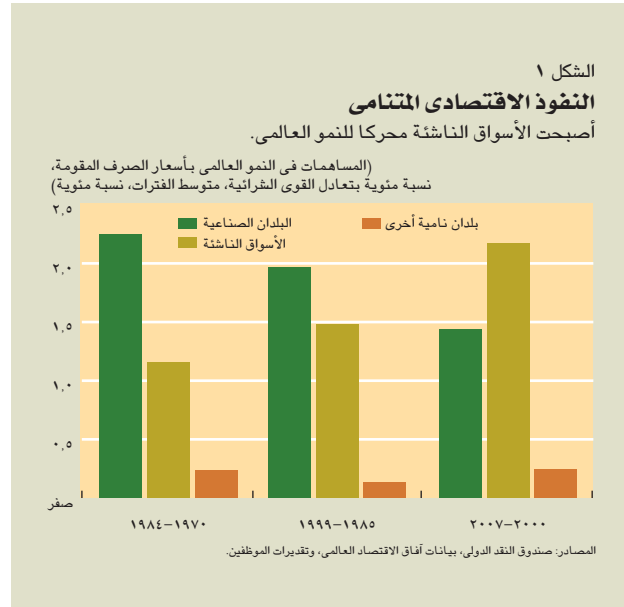
وقد أثار هذه التغييرات اللافتة للنظر في النظام الاقتصادي العالمي تساؤلات حول مدى ملاءمة القول المأثور بأنه عندما يعطس اقتصاد الولايات المتحدة فإن بقية العالم تصاب بالبرد. وحقيقة، يستعر جدل عنيف حول ما إن كانت دورات الأعمال العالمي تتقارب أو إن كانت الأسواق الناشئة قد أفلحت في التباعد عن التقلبات في الدورات الاقتصادية في الولايات المتحدة. لقد أصبح القول المأثور موضع شك لأن نمو الاقتصادات الناشئة استمر قويا على الرغم من النمو الفاتر نسبيا في الولايات المتحدة وعدد من البلدان الصناعية (انظر الشكل ٢). بل لقد حاج بعض المراقبين بأن الولايات المتحدة والبلدان الصناعية الأخرى أصبحت أكثر اعتمادا على الطلب القادم من الاقتصادات الناشئة السريعة النمو.

وما من شك في أن الأسواق المالية في مختلف أنحاء العالم مرتبطة ببعضها ارتباطا وثيقا، ومن الممكن أن يكون للصددمات التي تحدث في جزء من النظام المالي العالمي آثار فورية كبيرة على أجزاء النظام الأخرى، وكثيرا ما يحدث هذا. غير أن السؤال لا يزال مطروحا حول ما إذا كانت الآثار الفيزيائية الثانوية المتزايدة للصددمات في الأسواق المالية تترجم حقيقة إلى صلات أشد إحكاما - أي آثار ثانوية من حيث المتغيرات الاقتصادية الكلية الحقيقية، مثل إجمالي الناتج المحلي. فلا يزال المحكمون مختلفين بشأن ما إن كانت الأسواق المالية المترابطة بشكل أعمق وأكبر تقلل من إمكانيات التضمر على الجانب الحقيقي للاقتصاد العالمي أو أنها تعمل فحسب كآلية لتضخيم الصدمات وتكثيف آثارها. وهذا السؤال له أهمية بالغة من وجهة نظر الاقتصاد الكلي الدولي. كما أن له تداعياته بالنسبة لصناع السياسات في محاولتهم مضاهاة استجاباتهم بالسياسات مع الصدمات المنبثقة من بلدان أخرى.

فما الذي ينبغي لنا أن نتوقعه؟ من ناحية، ينبغي للصلات الاقتصادية الأوثق فيما بين الأسواق الناشئة والبلدان الصناعية أن تربط دورات الأعمال فيهما معا بشكل أوثق. ومن الناحية الأخرى، فإن حقيقة أن الأسواق الناشئة ذاتها أصبحت محركات للنمو العالمي تبين أنها ينبغي أن تكون للتنمية في الولايات المتحدة والبلدان الصناعية الأخرى تداعيات أصغر لأن النمو في الأسواق الناشئة يعزل الدورة الاقتصادية العالمية، إلى حد ما، عن عمليات الانكماش (والانتعاش) في البلدان الصناعية. وهما قصتان مقنعتان معا، بحيث إنه لا يمكن تسوية القضايا إلا بفحص البيانات.

ومع كون اقتصاد الولايات المتحدة على حافة مرحلة كساد (أو ربما يكون قد دخل فيها بالفعل)، فقد أخذ هذا الجدل منحني حادا. فقد أخذت الشواغل بشأن إمكانية حدوث آثار فيزيائية دولية غير مباشرة تتردد بصورة مدوية ويزيد من ارتفاعها ما للصددمات في كافة أنحاء الأسواق المالية العالمية من آثار فيزيائية، حسبا يرى في التداعيات العالمية للصعاب القائمة في أسواق الرهون في الولايات المتحدة.

وقد اتبعنا في هذا المقال نهجا مبتكرا لمعالجة مسألة ما إن كانت تقلبات دورة الأعمال الدولية قد شهدت درجة أكبر من التقارب أو من التباعد. وقد انتهينا إلى إجابة غير متوقعة وتدعو للدهشة. وفيما تستند دراستنا إلى بيانات تاريخية (١٩٦٠-٢٠٠٥)، فإن التحليل يكشف بعض الأنماط المخادعة في البيانات لها صلة وثيقة بالجدل الحالي.



الدورات الاقتصادية في المكتب الوطني للبحوث الاقتصادية - لا يبحث في الناتج المحلي الإجمالي فحسب وإنما في الإنتاج الصناعي والعمالة والدخل ومبيعات تجارة الجملة - تجارة التجزئة أيضا من أجل تحديد حالة الدورات الاقتصادية في الولايات المتحدة.

تتابع تقلبات الدورات الاقتصادية في مختلف البلدان بدون وضع أى افتراضات قوية بشأن حجم التتابع أو اتجاهها أو نمطها الزمني. ويمثل العامل العالمي تقلبات شائعة بالنسبة لجميع البلدان والمتغيرات الثلاثة في كل بلد. ويستنبط العامل المخصوص بمجموعة ما التقلبات الشائعة بالنسبة لمجموعة معينة من البلدان. ويعزى إلى العامل المخصوص ببلد ما التقلبات الشائعة في المتغيرات الثلاثة بأجمعها في بلد معين، ولكنها خاصة بذلك البلد وحده.

ونحن ننفذ هذه المنهجية على مجموعة بيانات أشمل من تلك المستخدمة في معظم الدراسات السابقة للدورات الاقتصادية الدولية. وتضم مجموعة بياناتنا ١٠٦ بلدان يعزى إليها مجتمعة أكثر من ٩٠ بالمائة من الناتج العالمي، وتغطي الفترة ١٩٦٠-٢٠٠٥. ونقسم عينتنا من البلدان إلى ثلاث مجموعات - ٢٣ اقتصادا صناعيا، و ٢٤ اقتصاد سوق ناشئا، و ٥٩ بلدا من الاقتصادات النامية الأخرى (منخفضة الدخل). والأسواق الناشئة هي تلك الأسواق المندرجة في مؤشر ستانلى مورغان للأسواق الناشئة، على الرغم من أننا لا ندرج فيها الاقتصادات التي تمر بمرحلة انتقال (والتي كان توافر البيانات فيها ضعيفا حتى التسعينيات) وتشمل إقليم هونج كونج الإدارى الخاص التابع للصين وسنغافورة وفنزويلا. وقد تبين أن التمييز بين مجموعتى البلدان غير الصناعية، وللتين كثيرا ما تجمعان معا، مهم لتحليلنا.

ما هي الأمور المهمة للدورات الاقتصادية؟

نستكشف أولا الأهمية النسبية للعوامل المختلفة لتقلبات الدورات الاقتصادية على مدى الفترة ١٩٦٠-٢٠٠٥. وبدلا من عرض النتائج بشكل منفصل بالنسبة لكل بلد، فإننا نعرض المتوسطات بالنسبة لكل مجموعة من البلدان، أو نعرض، عندما نبحث في متغير محدد، المتوسط في مختلف البلدان بالنسبة لهذا المتغير. ويعزى إلى العوامل المشتركة- العامل العالمي والعوامل المخصوصة بمجموعات معينة - حصة لها شأنها من تقلبات الدورة الاقتصادية العالمية (انظر الشكل ٣). إن يعزى إليها مجتمعة نحو ١٧ بالمائة من تقلبات الناتج في

« كانت أكثر النتائج إثارة للاهتمام أن الأهمية النسبية للعامل العالمى وهنت بمرور الزمن بالنسبة للتقلبات فى كل من البلدان الصناعية والأسواق الناشئة ».

ونحن نتبع نهجا مماثلا من حيث إن منهجيتنا تسمح لنا بأن نحلل في الوقت نفسه التقلبات في ثلاثة متغيرات اقتصادية كلية رئيسية بالنسبة لكل بلد: الناتج والاستهلاك والاستثمار. ومن شأن ذلك أن يساعدنا على الحصول على تقديرات أدق وأقوى للدورات الاقتصادية العالمية والقومية.

وحتى لو كان بمقدور المرء أن يحدد الدورات الاقتصادية بشكل حاسم، فإن هناك سؤالا إضافيا بشأن ما إن كانت تلك التقلبات تعزى إلى عوامل محلية (مثلا، سياسة نقدية أو مالية) أو إلى عوامل خارجية. ومن الممكن أن تكون العوامل الخارجية صدمات عالمية، مثل حدوث تغييرات كبيرة في أسعار النفط، أو يمكن أن تنبثق من بلد كبير، مثل الولايات المتحدة ثم تفيض إلى بلدان أخرى. فكيف يمكن للمرء أن يفرق بين هذه المصادر المختلفة لتقلبات الدورات الاقتصادية؟

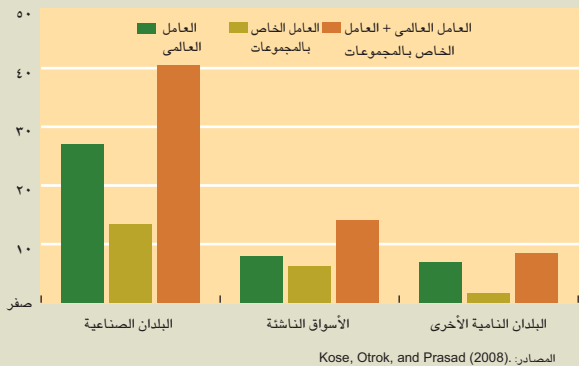
إننا ننفذ منهجية للاقتصاد القياسى جديدة نسبيا للفصل بين العوامل التى تحرك الدورات الاقتصادية القومية إلى عوامل عالمية وعوامل مخصوصة بمجموعة ما، وعوامل مخصوصة ببلد ما. وتستطيع هذه المنهجية أن تستنبط

الشكل ٤

التكامل له أهميته

العامل العالمى له أهميته بشكل أكبر بالنسبة لتفسير نمو الناتج فى البلدان الصناعية.

(متوسط حصة التقلبات فى نمو الناتج، بالنسبة المئوية)

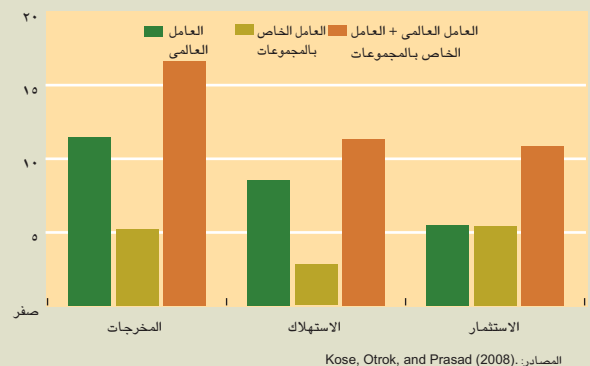


الشكل ٣

العوامل المشتركة المؤثرة

يعزى إلى العوامل المشتركة جزء ضخم من تقلبات الدورة الاقتصادية، مما يؤكد وجود دورة اقتصادية عالمية.

(متوسط حصة تقلبات الدورة الاقتصادية، بالنسبة المئوية)



بالنسبة للأسواق الناشئة. ومن ثم، حدث تقارب في الدورات الاقتصادية داخل مجموعتي البلدان الصناعية والأسواق الناشئة، ولكن حدث تباعد في الدورات الاقتصادية فيما بين المجموعتين.

وهناك مقياس مفيد لمدى التزامن بين الدورات الاقتصادية في مختلف أنحاء العالم هو مجموع شتى حصص العوامل العالمية والعوامل الخاصة بمجموعات. وقد ظلت الأهمية العامة لهذين العاملين المشتركين مستقرة تماما بالنسبة لمجموعات البلدان الثلاث جميعها. بمعنى آخر، لم تتغير قابلية الدورات الاقتصادية الدولية للترزامن، ولكن المستوى الذي تتزامن الدورات عنده انتقل من المستوى العالمي إلى مستوى المجموعات الخاصة ببلدان معينة.

وقد حصلنا على نتائج مماثلة عندما بحثنا في تقلبات الاستهلاك والاستثمار. كما فحصنا حساسية نتائجنا لكي نكفل، على سبيل المثال، أن نتائجنا لا تحركها فقط وقائع أزمة ما أو مجموعة صغيرة من البلدان (مثل بلدان آسيا). كما عملنا على التأكد من أن النتائج ليست حساسة لما إن كنا قد بدلنا السنة التي قسمنا فيها مجموعتنا إلى فترتي ما قبل العولمة والعولمة.

المتوسط. وقد يبدو هذا الرقم منخفضا ولكنه لافت للنظر في ضوء مجموعة البلدان الكبيرة والمتنوعة في تحليلنا، وفي ضوء أننا نقيس تقلبات مشتركة في المتغيرات الاقتصادية الكلية الثلاثة. وتعنى أهمية العوامل المشتركة في تفسير الدورات الاقتصادية القومية ضمنا أن هناك فعلا «دورة اقتصادية عالمية».

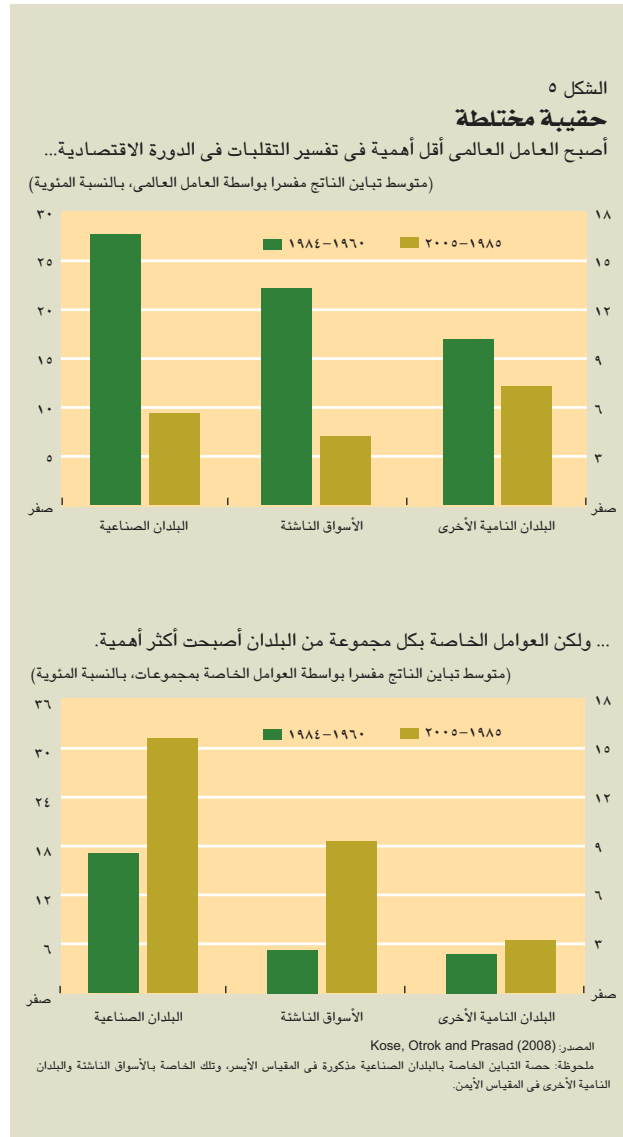
ومن المثير للاهتمام أن حصة تقلبات الناتج التي تفسر بعوامل مشتركة أكبر من الحصة المقابلة في تقلبات الاستهلاك. وتعتبر هذه نتيجة غير متوقعة لأن العولمة، وفقا لنظرية اقتصادية معيارية، ينبغي أن تسمح للبلدان بتنوع مصادر دخلها وتسمح لمعدلات نمو استهلاكها بأن ترتبط بشكل أوثق بمعدلات نمو ناتجها المحلي الإجمالي، أي أن تقلبات الاستهلاك لا بد أن تحركها عوامل مشتركة بأكثر من تقلبات الناتج. بيد أن نتيجتنا تتسق مع شواهد حديثة العهد أخرى بأن العولمة المالية لم تمكن الأسواق الناشئة والبلدان النامية الأخرى بعد من تحقيق نتائج أفضل لتقاسم المخاطر.

ومتوسط حصة التقلبات في نمو الناتج الذي يفسره العامل العالمي أكبر بالنسبة للبلدان الصناعية (انظر الشكل ٤). وهذا هو المتوقع لأن مجموعة البلدان الصناعية هي الأكثر تكاملا مع التجارة والتمويل العالميين. والعوامل العالمية أقل أهمية، في المتوسط، بالنسبة للدورات الاقتصادية في الأسواق الناشئة وليس لها أهمية تذكر بالنسبة للتقلبات في البلدان النامية الأخرى.

الأنماط المتغيرة

هل تبدلت الأهمية النسبية لمختلف العوامل استجابة للتكامل العالمي المتزايد على مدى العقدين الماضيين؟ لكي نفحص هذه القضية، قسمنا العينة إلى فترتين: ١٩٦٠-١٩٨٤ و ١٩٨٥-٢٠٠٥. لقد انطلق التكامل العالمي حقيقة، من حيث تدفقات التجارة والتدفقات المالية على حد سواء، في منتصف الثمانينيات، عندما كثف عدد من البلدان من جهوده لتحرير تدفقات السلع ورؤوس الأموال عبر الحدود. فمثلا، زادت حصة البلدان التي رفعت القيود على التجارة (مثل التعريفات والحصص) على مدى العقدين الماضيين في عينتنا من ٢٠ بالمائة إلى زهاء ٧٠ بالمائة. وقرزت حصة البلدان التي رفعت الضوابط على تدفقات رؤوس الأموال عبر الحدود من ٣٠ بالمائة إلى ٨٠ بالمائة. وأفضت هذه التطورات إلى زيادة لافتة للنظر في التدفقات التجارية والمالية العالمية، من حيث القيمة المطلقة وبالنسبة إلى الدخل العالمي، منذ منتصف الثمانينيات، مما يجعل هذه الفترة نقطة فاصلة معقولة تقسم العينة إلى فترتين: ما قبل العولمة والعولمة.

ولنتذكر أن فرضية التقارب تفيد بأنه ينبغي أن ترتفع أهمية العامل العالمي مع مرور الزمن، في حين تقتنبا فرضية التباعد بأن هذه الأهمية لا بد أن تتناقص. فما الذي وجدناه؟ كانت أكثر النتائج مدعاة للدهشة أن الأهمية النسبية للعامل العالمي وهنت بمرور الزمن بالنسبة للتقلبات في كل من البلدان الصناعية والأسواق الناشئة (انظر الشكل ٥). فبالنسبة للبلدان الصناعية، انخفض متوسط مساهمة العامل العالمي بشكل لافت للنظر من ٢٨ بالمائة إلى ٩ بالمائة. كما أن الانخفاض كبير بالنسبة لاقتصادات الأسواق الناشئة: من ١٣ بالمائة إلى ٤ بالمائة. وعلى النقيض من ذلك، أصبحت العوامل الخاصة بمجموعة ما أكثر أهمية في كلتا المجموعتين، فعوضت بالضبط تقريبا الانخفاض في أهمية العامل العالمي. وارتفعت المساهمات النسبية للعامل الخاص بمجموعة ما من ١٧ بالمائة إلى ٢١ بالمائة بالنسبة للبلدان الصناعية ومن ٣ بالمائة إلى ٩ بالمائة



الربط مع الأزمة المالية الراهنة

ما هي تداعيات هذه النتائج بالنسبة للجدل الدائر حول ما إن كان قد حدث تقارب أو تباعد بين الدورات الاقتصادية القومية على الصعيد العالمي؟ تفيد النتائج التي توصلنا إليها بأن ثمة حاجة إلى نهج دقيق التدرج إزاء هذا الجدل. فعلى النقيض من فرضية التقارب، فإن التكامل التجارى والمالى المتزايد لا يرتبط بالضرورة بالتقارب العالمى للدورات الاقتصادية، كما يشهد عليه الانخفاض فى أهمية العامل العالمى. غير أن هناك حقا بعض الشواهد على تقارب يتم على مستوى مختلف. لقد كان التكامل الاقتصادى الأكبر فيما بين البلدان الصناعية وفيما بين الاقتصادات الناشئة مصحوبا بظهور دورات اقتصادية خاصة بمجموعات معينة. باختصار، لقد حدث تقارب فى الدورات الاقتصادية فيما بين الاقتصادات الصناعية وفيما بين اقتصادات السوق الناشئة بمرور الزمن، ولكن حدث أيضا تباعد أو فك تقارن مصاحب للدورات الاقتصادية بين هاتين المجموعتين من البلدان.

ولا ينبغي تأويل نتائجنا على أنها تصديق شامل على فرضية التباعد فى سياق المناقشات الحديثة العهد بشأن الآثار غير المباشرة المحتملة للكساد فى الولايات المتحدة. فأولا، تستند النتائج التي توصلنا إليها إلى مجموعة كبيرة من البلدان الصناعية، وليس إلى الولايات المتحدة فحسب. وثانيا، تفيد وقائع الدورات الاقتصادية فى الماضى بأن من الممكن أن يكون للكساد العميق والممتد فى الولايات المتحدة آثار فيضية غير مباشرة أكبر بكثير مما يكون للكساد المعتدل والقصير. ورغم أن التغييرات الدنيوية التي نوثقها هنا تبين أن الأسواق الناشئة كمجموعة أخذت تصبح محركا مستقلا للنمو العالمى، فإن إمكانيات تباعدها ستظل تعتمد على مدة الانكماش فى الولايات المتحدة وحدته.

وعلاوة على ذلك، يشتمل تحليلنا على صلات من خلال إجماليات اقتصادية كلية حقيقية، ولكنه لا يفسر الإجماليات المالية. وبعبارة أخرى، لا تتكلم هذه النتائج عن إمكانية التباعد المالى (أو الافتقار إليه). لقد بينت الاضطرابات التي حدثت فى الأسواق المالية العالمية فى السنة الماضية بوضوح أنه من غير المحتمل فى عصر الأسواق المالية الوثيقة الارتباط، أن تحدث فترة متطاولة من التباعد المالى. ■

م. أيهان كوزى خبير اقتصادى فى شعبة الدراسات المالية فى دائرة البحوث فى صندوق النقد الدولى. وكريستوفر أوتروك أستاذ مساعد فى جامعة فيرجينيا. وإيسوار براساد أستاذ أقدم لسياسات التجارة فى جامعة كورنويل.

يستند هذا المقال إلى ورقة عمل وشبكة الصدور فى صندوق النقد الدولى أعدها المؤلفون بعنوان: «الدورات الاقتصادية العالمية: تتقارب أم تتباعد؟»

وأخيرا، فقد بحثنا فى نتائج البلدان فرادى بدلا من الاقتصار على بحث متوسطات مجموعات من البلدان. والنتائج التي نوقشت أنفا أكثر إقناعا على المستوى القطرى - فالأهمية النسبية للعامل العالمى تتناقص وتزيد أهمية العامل المتعلق بمجموعات مخصصة بالنسبة لغالبية الاقتصادات الصناعية والناشئة. فعلى سبيل المثال، فإنه فيما بين البلدان الصناعية، تنخفض مساهمة التباين الخاصة بالعامل العالمى من الفترة الأولى إلى الفترة الثانية بالنسبة إلى ١٦ بلدا، وتظل بدون تغيير بالنسبة إلى ٦ بلدان أخرى، ولا تزيد إلا بالنسبة لبلد واحد. وتقلب الصورة بالنسبة للأهمية النسبية للعامل خاص بمجموعات معينة، والتي ترتفع بالنسبة إلى ١٣ بلدا وتنخفض بالنسبة لبلدين. وهذه الأنماط متماثلة تماما لما نجده عندما ننظر إلى الأسواق الناشئة أيضا، حيث تنخفض الأهمية النسبية للعامل العالمى بالنسبة إلى ١٢ بلدا، ولا ترتفع إلا بالنسبة لبلدين منها. وعلى النقيض ترتفع الأهمية النسبية للعامل الخاص بمجموعات بالنسبة إلى ١٤ اقتصادا ناشئا ولا تنخفض بالنسبة لأى منها.

إلقاء الضوء على النتائج

ما الذى يمكن أن يفسر النتائج التي توصلنا إليها؟ من المتيقن أنه حدث عدد من الصدمات العالمية الكبيرة خلال الفترة ١٩٦٠-١٩٨٤: الصدمات النفطية والوقائع المترامنة للحد من التضخم التي حدثت فى الثمانينيات. ولكن اعتبارا من منتصف الثمانينيات فصاعدا (فترة العولمة) حدث القليل من الصدمات المشتركة الكبيرة، وتناقص دورها فى تفسير تقلبات الدورات الاقتصادية العالمية. وبالإضافة إلى ذلك، قويت الصلات ما بين المجموعات. فأولا، تجاوز التكامل فيما بين البلدان الصناعية والأسواق الناشئة ما جرى من تكامل أوسع نطاقا. وعلى وجه الخصوص، تضاعفت حصة التجارة فيما بين المجموعات تقريبا فى مجموع تجارة الأسواق الناشئة على مدى العقدين الماضيين. وحدث انخفاض مصاحب فى حصة تجارة الأسواق الناشئة التي تعزى إلى تجارتها مع البلدان الصناعية. وفى الحقيقة، انخفضت تجارة الأسواق الناشئة مع مجموعة البلدان الصناعية كحصة من مجموع تجارة الأسواق الناشئة من ٧٠ إلى ٥٠ بالمائة. وثانيا، أخذت الصلات المالية فيما بين البلدان تتقوى أيضا على مدى الزمن. وعلاوة على ذلك، تطورت أنماط تنوع الإنتاج والتجارة بطريقة أسفرت عن درجة أكبر من تماثل الهياكل القطاعية للنتائج عبر البلدان فى كل مجموعة. ومع هذه التغييرات، أصبحت الصدمات الخاصة بمجموعات معينة أكثر أهمية فى تفسير الدورات الاقتصادية القومية فى الأسواق الناشئة والبلدان الصناعية. وليس من المدهش أن أهمية العوامل العالمية والخاصة بمجموعات معينة فى تفسير الدورات الاقتصادية فى البلدان النامية الأخرى، وهى المجموعة الأقل تعرضا لقوى العولمة، لم تتغير إلا بالكاد بمرور الزمن.

إعادة العملات لوضعها الطبيعي

المتاجرون في خيارات اليورو - الدولار في مقصورة المتاجرة في بورصة شيكاغو التجارية.

**يتعين على المصارف
المركزية، لكي تنجح
تدخلاتها في مجال
النقد الأجنبي، أن
تعمل بشكل جماعي**

بقلم: أتيش غوش
Atish Ghosh

أسعار الفائدة. وتتمثل المشكلة في العالم الحقيقي في أن لهذه الإجراءات تكلفتها: إذ أنها تتطلب أن يخضع المصرف المركزي سياساته النقدية لإنجاز هدف سعر الصرف وليس للغايات المحلية العادية بدرجة أكبر المتمثلة في التحكم في التضخم، أو دعم النشاط الاقتصادي، أو توفير السيولة في الأوقات التي يواجه فيها القطاع المالي ضائقة.

وللتغلب على هذه المشكلة، استحدثت المصارف المركزية أسلوباً يسمى التعقيم لفصل آثار السياسة النقدية على سعر الصرف عن آثارها على الأهداف المحلية. وتتمثل الفكرة في معارضة مشتريات أو مبيعات المصارف المركزية من النقد الأجنبي بعمليات السوق المفتوحة (مبيعات أو مشتريات السندات الحكومية) التي تدع المعروض النقدي أو سعر الفائدة المحدد كسياسات عامة دونما تغيير. وعلى سبيل المثال، إذا ما تدخلت حكومة الولايات المتحدة لدعم الدولار (باستخدام حيازاتها من العملات الأجنبية لشراء الدولار)، فإن العملية ستخرج الدولار من التداول وتقلص المعروض النقدي، وهو ما يعادل رفع أسعار الفائدة - وهي أخبار لا يمكن أن تكون طيبة إذا ما كان الاقتصاد على حافة حالة انكماش. وبغية «تعقيم» تلك العملية، يتعين على صندوق الاحتياطي الاتحادي في الولايات المتحدة أن يقوم بشراء الأوراق المالية لخزانة الولايات المتحدة في السوق المفتوحة لضخ دولارات، مما يعيد المعروض النقدي وسعر الفائدة إلى مستوياتها الأصلية.

تنأى الحكومات في البلدان المتقدمة بنفسها في أغلب الأحيان عن أسواق النقد الأجنبي، تاركة تحديد قيمة عملاتها لقوى السوق. وهي تفعل ذلك لأسباب عقيدية إلى حد ما، بمظنة أن السوق تفعل ذلك عموماً على النحو الصحيح. غير أن جزءاً من ممانعتها في التدخل ينبثق عن النتائج المختلطة التي أسفرت عنها بلا جدال محاولات سابقة - وعلى الأخص في أواخر الثمانينيات - لتعزيز العملات الرئيسية أو منعها من الارتفاع بشكل سريع جداً.

وقد أعادت الشواغل الحديثة العهد بشأن التقلبات الحادة في سعر الدولار والعملات الرئيسية الأخرى، على نحو ما ينعكس في بيان مجموعة السبعة، البلدان الصناعية الرئيسية، في اجتماعات الربيع لصندوق النقد الدولي - البنك الدولي في شهر نيسان/ أبريل الماضي، على إمكانية التدخل في سوق النقد إلى صدارة الاهتمامات. غير أنه إذا ما قرر صناع السياسات البدء في التدخل ثانية في أسواق النقد الأجنبي، فهل سينجح ذلك؟

وتقول الكتب المرجعية إن التأثير على سعر الصرف سهل. فليس على المصرف المركزي، كي يدعم سعر الصرف، سوى أن يرفع سعر الفائدة التي يحددها كسياسة عامة. ومع قيام المستثمرين الذين يبحثون عن عوائد أعلى بزيادة طلبهم على العملة، فإن قيمة سعر النقد ترتفع. ويستطيع المصرف المركزي أن يوهن سعر الصرف بواسطة تخفيض

ولكن إذا ما كان التدخل بغرض التعقيم يعنى عدم تغيير سعر الفائدة، فما الذى يجعله إذن يؤثر على سعر الصرف؟ إنه لن يفعل ذلك، فى حقيقة الأمر، فى عالم لديه قدرة كاملة على إحلال الأصول، ومعلومات تامة، وأسواق سائلة بالكامل.

هذا المقال يفحص الكيفية التى قد يؤثر بها التدخل بغرض التعقيم على سعر الصرف ويستعرض الشواهد التجريبية بشأن ما قد يفلح وما لا يفلح. وينصب التركيز هنا على العملات الرئيسية - الدولار والين واليورو - لأن مجرد حجم سوق تلك العملات يعنى أن من المرجح أن تكون فعالية التدخل فى هذه الحالة مختلفة عن تدخل المصارف المركزية فى البلدان النامية وبلدان السوق الناشئة.

أنواع القنوات

حدد رجال الاقتصاد ثلاث قنوات رئيسية يمكن أن يؤثر بها التدخل بغرض التعقيم على سعر الصرف: رصيد الحافطة، والتأشير، والهيكل الجزئى.

فمن خلال قناة رصيد الحافطة، تؤثر المعروضات النسبية من الأصول على علاوة المخاطر، ومن ثم على سعر الصرف. فلنفترض أن مصرفاً مركزياً يحاول تخفيض قيمة عملته مقابل دولار الولايات المتحدة؛ فإنه يعمد أولاً إلى شراء الدولارات مقابل عملته. وحيث إن ذلك يزيد المعروض النقدي فإنه يعقم هذا التدخل بواسطة بيع السندات الحكومية المقومة بعملته لقاء الحصول على مال، ومن ثم يعيد المعروض النقدي إلى مستواه الأصلي. وتكون النتيجة الصافية أن المعروض من السندات المقومة بتلك العملة قد زاد. وإذا لم تكن الأصول بديلاً كاملاً فإن الزيادة فى المعروض النسبى من الأصول تزيد من علاوة مخاطرها، مما يودى بدوره إلى تخفيض قيمة سعر الصرف.

ورغم أن ثمة شواهد على أن الأصول ليست بالبديل الكامل، فإن مجرد وصف الطريقة التى يفترض أن تعمل بها قناة رصيد الحافطة يوضح أن من المحتمل، من الناحية العملية، أن تكون صلتها محدودة بالنسبة للعملات الرئيسية. إن رصيد الأصول القائمة كبير لدرجة أن تدخلات على نطاق واسع تكون مطلوبة لكي تحدث تأثيراً كبيراً على علاوة المخاطر، ومن ثم على سعر الصرف.

ومن خلال قناة التأشير، يبلغ المصرف المركزى للأسواق بمقاصد سياساته أو بالمعلومات الخاصة التى قد تكون لديه بخصوص العرض أو الطلب فى المستقبل بشأن العملات (أو بشكل مرادف، مسار سعر الفائدة). ومن الممكن أن تنشأ دورة توقع إيجابية؛ مثلاً، إذا ما قام المصرف المركزى، بشكل له مصداقية، بإبلاغ اعتقاده بأن سعر الصرف قوى جداً - وأنه مستعد لتغيير سياساته بشأن سعر الفائدة إذا ما اقتضت الضرورة - وعندئذ تفضى توقعات السوق إلى مبيعات للعملة، وإلى إضعافها كما هو مستهدف.

ولكن، لماذا لا يستطيع مصرف مركزى أن يعلن ببساطة عن نيته أو معلوماته؟ لماذا تمس الحاجة إلى التدخل لإخفاء مصداقية على مثل هذه الإعلانات؟ قد يكون أحد أسباب ذلك أن التدخلات تجعل المصرف المركزى «يتبع القول بالعمل». خذ عندك مصرفاً مركزياً يشتري عملة أجنبية لتخفيض قيمة عملته. فإذا ما ارتفعت قيمة عملته بعد ذلك، فإنه يتكبد خسارة محاسبية على مشترياته من العملة الأجنبية. ومن الممكن أن تكون هذه الخسائر، حتى بالنسبة للمصارف المركزية الكبرى، مرجحة سياسياً - وهو ما يقنع السوق بأن المصرف المركزى يواصل هذا العمل إلى آخر مدى (إذا ما اقتضت الضرورة بواسطة تدخلات غير معقمة) مدفوعاً بنيات سياسية تكشف عنها التدخلات معقمة.

يبين بعض من أحدث البحوث أن الهيكل الجزئى للسوق - تدفق أوامر الشراء والبيع دقيقة بدقيقة - يمكن أن يؤثر على أسعار الأصول، لأن هذه التدفقات تنقل ضمناً معلومات إلى السوق. ومن الممكن أن تؤثر تدخلات المصرف المركزى، بواسطة تغيير تدفق الأوامر، على سعر الصرف.

وبالمثل، إذا ما نجحت التدخلات فى تحريك سعر الصرف، فإن قوى مشاركة معينة فى السوق قد «تنجرف مع التيار»، وتضاعف من تأثير التدخل، وتطلق عنان الخروج على المستويات التقنية الرئيسية، أو «نقاط المقاومة» الخاصة بسعر الصرف. وإذا ما كان هناك عدد كبير من التجار التقنيين (أى المشترين فى السوق الذين يتجرون على أساس التحليل التقني)، فإن التدخل الأصلي يمكن أن يكون له تأثير كبير غير تناسبى، وبخاصة إذا ما كان ينظر إلى سعر الصرف على أنه أبعد ما يكون عن توازنه.

وأخيراً، فحتى لو كان للتدخل بغرض التعقيم تأثير قليل، أو تأثير مؤقت فقط على مستوى سعر الصرف، فمن الممكن أن يكون للتدخلات المتكررة تأثير دائم على تقلب سعر الصرف. وفى الحقيقة، كثيراً ما تتدخل المصارف المركزية عندما تكون ظروف السوق مضطربة ويكون التقلب مفرطاً.

بعض خيارات التدخل

أحد الخيارات التى يواجهها المصرف المركزى ما إن كان يتدخل صراحة أو سرا (رغم أنه لا يمكن لأى تدخل أن يكون سرياً بشكل كامل بسبب آثاره على تدفقات الأوامر، على نحو ما سبق بيانه). وقناة التأشير تكون بطبيعة الحال أكثر فعالية عندما يكون التدخل معلناً. ولكن قد يريد المصرف المركزى أن يختبر موقع قدمه أولاً - أن يقيس عمق تقلب السوق وتقلباتها الأساسية - من خلال تدخلات سرية. وهذا له أيضاً ميزة المحافظة على متانة مصداقية المصرف المركزى إذا ما لم ينجح التدخل فى تحريك سعر الصرف فى الاتجاه المطلوب.

والتدخلات السرية مفضلة فى بعض الظروف الاقتصادية. ولنفترض أن مصرفاً مركزياً لديه بعض المعلومات الخاصة التى قد تتسبب إذا ما كشفت للسوق فى تحرك مبالغت وبعثت على الاضطراب لسعر الصرف (مثلاً، إذا كان لدى المصرف المركزى إخطار مسبق عن أرقام «سيئة» عن الميزان التجارى). فى مثل تلك الحالات، قد يكشف التدخل العلنى هذه المعلومات، مما يسفر عن حركة مبالغتة على نحو غير مستصوب فى سعر السوق. ويكشف المصرف المركزى بالتدخل سرا جانباً من معلوماته ومن ثم يجعل سعر الصرف يتحرك فى الاتجاه الصحيح - متجنباً حركة مبالغتة عندما تعلن المعلومات (مثلاً، أرقام التجارة). وهناك قرار آخر هو ما إن كان يتعين القيام بالتدخلات من جانب واحد أو بالتنسيق مع مصرف مركزى آخر أو أكثر. والأرجح بالطبع أن تكون التدخلات المنسقة فعالة. وما يهم فى قناة رصيد الحافطة هو المعروض النسبى من الأصول: إذا زاد رصيد الأصول القائمة المملوكة لبلد ما وتناقص رصيد بلد آخر، فمن الجلى أن ذلك سيكون له تأثير مناظر على المعروض النسبى من الأصول، أكبر مما قد يحدث إذا ما تغير رصيد أصول بلد واحد فقط. وبالمثل، فى إطار قناة التأشير، فإن ما يهم هو المعروض النسبى من النقود (أو فروق أسعار الفائدة - الفرق بين سعر الفائدة فى بلد وسعر الفائدة فى بلد آخر). وإذا ما أشارت التدخلات المنسقة إلى تغييرات متوقعة فى أسعار الفائدة فى البلدين فى اتجاهات متضاربة، فإن التأثير على الفروق المتوقعة، ومن ثم سعر الصرف، سيكون أكبر بشكل مناظر. وقد يكون من الصعب إنجاز التدخلات المنسقة، على

منها «ناجحة» من حيث أنها مثلت نقاط تحول متقاربة (في الاتجاه المستصوب) للعملة (انظر الشكل ٢) - رغم أن من الصعب تحديد ما كان سيحدث إذا لم تتم هذه التدخلات (مثلا، وصل الدولار بحلول عام ١٩٨٥ إلى ارتفاعات مذهلة وكان من الممكن تماما أن تبدأ قيمته في الانخفاض على أي حال من الأحوال).

ومما يتسق مع قناة التأثير الخاصة بالتدخل بغرض التعقيم، كان أحد العناصر الرئيسية في نجاح تلك الوقائع أن فروق سعر الفائدة تحركت بطرق داعمة بسرعة بعد التدخلات - أو على الأقل لم تتحرك في الاتجاه العكسي. كما أبرز أحد الإخفاقات الكبرى هذا التأثير: ألا وهو إخفاق اتفاق اللوفر في شباط/ فبراير ١٩٨٧ في دعم الدولار. ورغم أن فروق أسعار الفائدة في الولايات المتحدة وألمانيا زادت في البداية، فإن ألمانيا بدأت في صيف ذلك العام في زيادة أسعار فائدها بسبب القلق بشأن الضغوط التضخمية. وكانت النتيجة، التي اعتقدت بفعل أرقام التجارة السلبية للولايات المتحدة، تخفيضا حادا في قيمة الدولار، وانهياب سوق الأسهم في تشرين الأول/ أكتوبر ١٩٨٧ لأن الأسواق توقعت أن يقوم بنك الاحتياطي الاتحادي في الولايات المتحدة بتشديد السياسة النقدية (رفع أسعار الفائدة) استجابة للضغوط التضخمية الناجمة عن الدولار الضعيف.

ومن ثم فإن كلا من النظرية والتجربة تشيران إلى أن التدخل بغرض التعقيم يمكن أن يكون فعالا- ولكن ذلك لا يحدث إلا إذا ساندته توقعات بتوقعات لها مصداقيتها بشأن سياسات دعم طارئة بحسب الاقتضاء. ومن ثم فإن من المحتمل ألا يشكل التدخل بغرض التعقيم أداة سياسات مستقلة تماما. ومع ذلك، فإنه إذا ما تم القيام به بشكل له مصداقيته، وبخاصة إذا ما تم تنسيقه عبر المصارف المركزية، فقد يوفر بعض المرونة الإضافية من أجل إنجاز أهداف السياسات. وفيما تعمل المصارف المركزية جاهدة على الوفاء بشتى الأهداف المحلية والخارجية، وبخاصة في أوقات الشدة المالية، فإنه قد تجد نفسها تنقب في صندوق أدوات السياسات بحثا عن أي أداة تحقق نجاحا. ■

أتيش غوش رئيس قسم في دائرة البحوث في صندوق النقد الدولي.

مقترحات بشأن قراءات إضافية

Dominguez, Kathryn, and Jeffrey Frankel, 1993, "Does Foreign Exchange Intervention Matter? The Portfolio Effect," American Economic Review, Vol. 83 (December), pp. 1356-69.

Evans, Martin, and Richard Lyons, 2002, "Order Flow and Exchange Rate Dynamics," Journal of Political Economy, Vol. 110 (February), pp. 170-80.

Fatum, Rasmus, and Michael Hutchison, 2006, "Effectiveness of Official Daily Foreign Exchange Market Intervention Operations in Japan," Journal of International Money and Finance, Vol. 25 (March), pp. 199-219.

Ghosh, Atish, 1992, "Is It Signaling? Exchange Intervention and the Dollar-Deutschemark Rate," Journal of International Economics, Vol. 32, pp. 201-20.

—, 2002, "Central Bank Secrecy in the Foreign Exchange Market," European Economic Review, Vol. 46 (February), pp. 253-72.

Ishii, S., J. Canales-Kriljenko, R. Guimarães, and C. Karacadağ, 2006, "Official Foreign Exchange Intervention," IMF Occasional Paper No. 249 (Washington: International Monetary Fund).

Jurgensen, Philippe, 1983, "Report of the Working Group on Exchange Market Intervention [Jurgensen Report]" (Washington: U.S. Treasury Department).

Mohi-uddin, Mansoor, 2008, "Does Co-ordinated Intervention Work?" (unpublished; Union Bank of Switzerland).

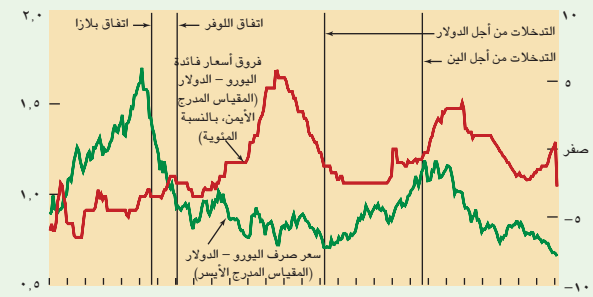
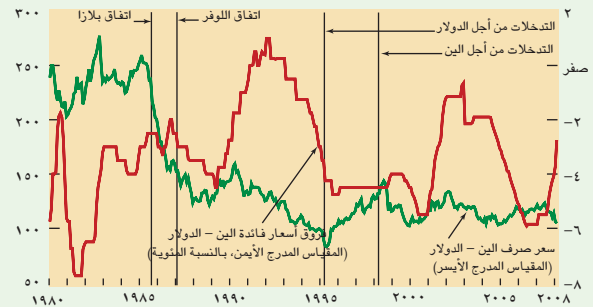
الرغم من أنها أكثر فعالية، إذ تتطلب اتفاقا فيما بين المصارف المركزية بشأن مستوى سعر الصرف ودينامياته المستصوبة، علاوة على التنسيق التشغيلي واللوجستي. ولكن، حتى ولو لم تكن التدخلات منسقة، فإن سياسات المصارف المركزية أو إعلاناتها يجب ألا تكون متناقضة مع سياسات وإعلانات المصارف المركزية الأخرى على الأقل إذا ما كان للتدخلات أن تنجح.

ما الذي تبينه السجلات؟

إذن، إلى أي مدى يعتبر التدخل بغرض التعقيم فعالا من الناحية العملية؟ الشواهد التجريبية مختلطة. ورغم أن عددا من الدراسات التي أجريت في الثمانينيات، مثل تقرير جورغنسن (١٩٨٣)، وجد أن له فعالية محدودة، فإن شواهد حديثة العهد - وبخاصة المستندة إلى دراسات الوقائع - أكثر دعما للتشجيع. لقد كان هناك خمس وقائع كبرى للتدخلات المنسقة منذ منتصف الثمانينيات: اتفاق بلازا لعام ١٩٨٥ لدعم عملات مجموعة الخمس من غير الولايات المتحدة؛ واتفاق اللوفر لعام ١٩٨٧ لدعم دولار الولايات المتحدة مقابل عملات مجموعة الست الأخرى؛ والجهود التي بذلها وزراء مالية مجموعة السبع في ١٩٩٥ لدعم دولار الولايات المتحدة؛ والتدخل المشترك الذي قامت به الولايات المتحدة واليابان في عام ١٩٩٨ لدعم الين؛ والتدخل الذي قام به في عام ٢٠٠٠ المصرف المركزي الأوروبي وبنك الاحتياطي الاتحادي للولايات المتحدة والمصارف المركزية للمملكة المتحدة واليابان وكندا لدعم اليورو. ومن بين هذه التدخلات، كان أربعة

نقاط تحول

منذ منتصف الثمانينيات، ساعدت أربعة من التدخلات المنسقة الرئيسية في تحريك العملة في الاتجاه المستصوب. وكانت فروق الأسعار الداعمة عنصرا أساسيا في هذا النجاح.



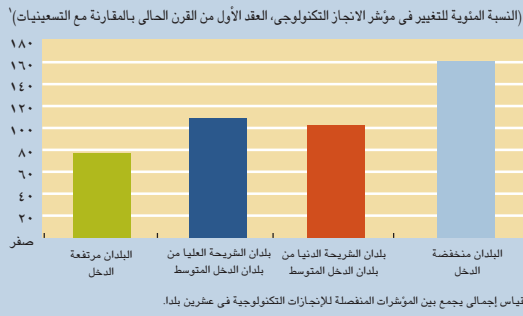
المصدر: صندوق النقد الدولي، الإحصاءات المالية الدولية. ملحوظة: تبين الخطوط الرأسية وقائع رئيسية من التدخلات المنسقة. سلاسل فروق سعر صرف وفروق سعر فائدة اليورو - الدولار متراكبة مع سلاسل المارك الألماني - الدولار لسنوات طويلة قبل طرح اليورو.

رأب الص

وقد تجاوز التقدم التكنولوجي في البلدان النامية (أى البلدان منخفضة الدخل، وبلدان الشريحة الأدنى من البلدان متوسطة الدخل، وبلدان الشريحة الأعلى من بلدان الدخل المتوسط) التقدم في البلدان مرتفعة الدخل فيما بين أوائل التسعينيات والعقد الأول من القرن الحالى. وبالطبع، كان المستوى الأولى للتكنولوجيا في بلدان الشريحة الأدنى من بلدان الدخل المتوسط أقل بكثير بداءة.

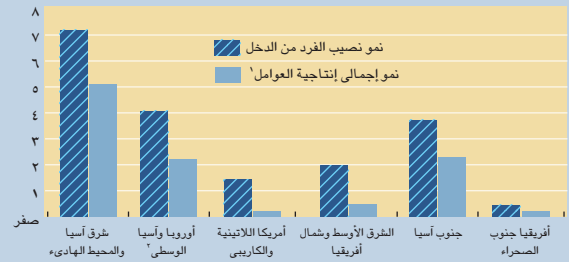
إن التقدم التكنولوجي- التحسينات فى الطرق التى تنتج بها السلع والخدمات وتسوق وتطرح فى الأسواق- هو لبّ التقدم والتطور البشرى. فلقد ساعد على تقليل نسبة الناس الذين يعيشون فى فقر مدقع فى البلدان النامية من ٢٩ بالمائة فى عام ١٩٩٠ إلى ١٨ بالمائة فى عام ٢٠٠٤.

كان التقدم التكنولوجي فى البلدان ذات الدخل المنخفض سريعا جدا...



ترافق التقدم التكنولوجي مع نمو الدخل فى الأقاليم النامية.

(متوسط النسبة المئوية للتغيير، ١٩٩٠ - ٢٠٠٥)

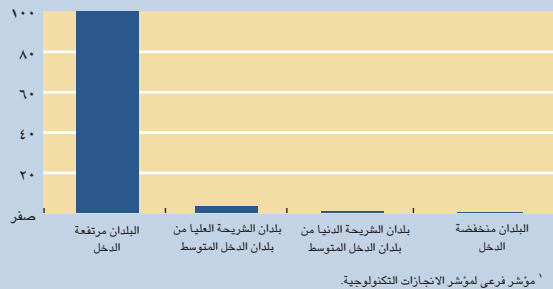


وقد تحقق التقدم التكنولوجي القوى جدا الذى تمتعت به البلدان النامية أساسا من تبنى التكنولوجيات القائمة واستيعابها فى المقام الأول. وقد قامت هذه البلدان، بالمقارنة مع حجم اقتصاداتها، بالقليل نسبيا من الابتكارات العالمية المستحدثة.

ونتيجة لذلك، ضاقت الفجوة التكنولوجية بين البلدان الغنية والفقيرة، على الرغم من أنها لا تزال واسعة. إذ تستخدم البلدان منخفضة الدخل ربع ما تستخدمه البلدان مرتفعة الدخل من التكنولوجيا.

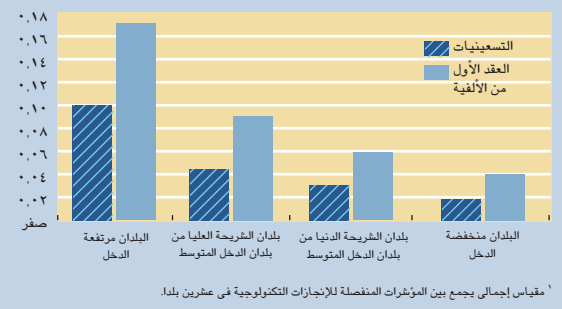
معظم البلدان منخفضة الدخل نشيطة بالكاد على جبهة التكنولوجيا العالمية.

(كثافة الابتكارات والاختراعات العلمية خلال الفترة ١٩٩٠ - ٢٠٠٥: مؤشر البلدان مرتفعة الدخل = ١٠٠)^١



... ولكن فجوة التكنولوجيا بين بلدان الدخل المرتفع والدخل المنخفض لا تزال واسعة.

(مؤشر الإنجاز التكنولوجي)^١



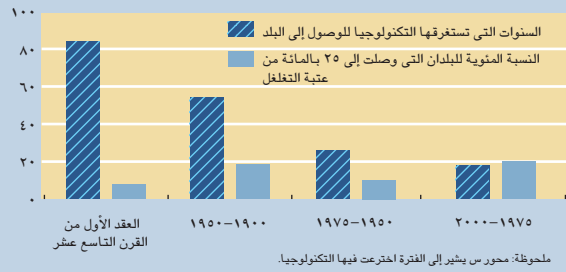
أعد الرسوم البيانية أندرو بيرنز (البنك الدولي). استنادا إلى التوقعات الاقتصادية العالمية، البنك الدولي، ٢٠٠٨.

سدع التكنولوجيا

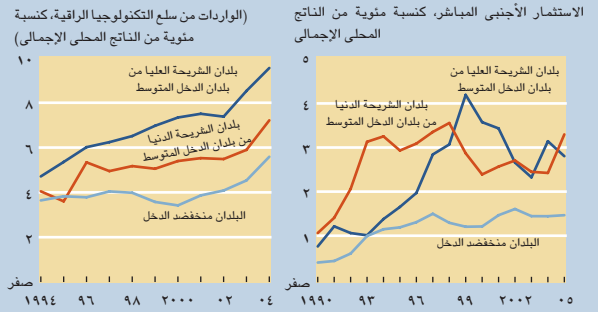
ونتيجة إلى حد ما لهذا التعرض المتزايد، تنتشر حاليا التكنولوجيا الأحدث- مثل الهواتف الخلوية والحواسيب والإنترنت- بسرعة أكبر بكثير. ففي أوائل القرن الماضي، استغرقت التكنولوجيا الجديدة أكثر من ٥٠ سنة للوصول إلى معظم البلدان؛ وهي تستغرق في الوقت الحالي نحو ١٦ سنة. غير أن التكنولوجيا تميل إلى الانتشار ببطء داخل البلدان لأن الكثير من البلدان النامية يفتقر إلى المهارات التقنية اللازمة للتصالح في التكنولوجيا الجديدة، أو حتى الأقدم.

وقد تيسر نشر التكنولوجيا عبر البلدان النامية بفعل تعرضها المتزايد للتكنولوجيات الأجنبية. فعلى مدى الـ ١٥ سنة الماضية، تضاعفت مستويات الاستثمار الأجنبي المباشر واستيراد التكنولوجيا الراقية والسلع الرأسمالية كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي- ويرجع ذلك إلى حد ما إلى الاتصال بالسكان المهاجرين ذوى التعليم الجيد الذين يعيشون في الخارج.

تزايدت سرعة نشر التكنولوجيا عبر البلدان ولكن تغلغلها داخل البلدان ضعيف.



انفتاح السوق يحفز نقل التكنولوجيا.



ورغم أن السياسات الاقتصادية الكلية والتعليمية الأفضل، علاوة على انتشار التكنولوجيات التمكينية الأقدم- مثل الشبكات الكهربائية والبنية الأساسية للطرق وخطوط الهواتف الأرضية وشبكات الصرف الصحي- قد ارتقت بانتشار التكنولوجيا في البلدان النامية، فقد كان التقدم بطيئا والقدرة على استيعاب الأفكار ولا تزال التقنيات الجديدة ضعيفة.

ويعنى ببطء الانتشار داخل البلدان أنه على الرغم من أن مدنا فرادى قد تكون رائدة في مجال التكنولوجيا، فإن استخدام التكنولوجيا في البلد ككل قد يكون منخفضا. وعلى سبيل المثال، ففيما تملك أسرة من كل أسرتين من الأسر الهندية الحضرية سبلا للحصول على الهواتف الخلوية، فإن أسرة واحدة من كل عشر أسر في القطاع الريفي هي التي يتاح لها ذلك.

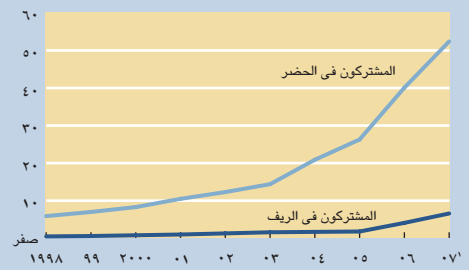
سد الفجوة

يتعين على البلدان النامية، كي توصل للحاق بالبلدان مرتفعة الدخل، أن:

- توصل التعرض للتكنولوجيات الأجنبية من خلال الانفتاح التجاري، والاستثمار الأجنبي المباشر ومشاركة السكان المهاجرين؛
- توصل تحسين مناخ الاستثمار للسماح للشركات المبدعة بأن تنمو؛
- تستثمر في التكنولوجيات التمكينية والبنية التحتية الأساسية، مثل الطرق والكهرباء والهواتف؛
- تحسن من نوعية التعليم وتزيد كميته في كافة أنحاء البلاد- وليس في المدن الرئيسية فقط؛
- تؤكد على نشر التكنولوجيا بواسطة توطيد نظم نشرها والتوجهات السوقية لبرامج البحث والتطوير.

يقيد الانتشار المنخفض في المناطق الريفية في كثير من البلدان، مثل الهند، الإجازات التكنولوجية.

(عدد المشتركين في الخدمات الهاتفية في الهند لكل مائة نسمة)





قصة نجاح

إن الزيادة الحادة في تدفقات الاستثمارات الخاصة إلى البلدان منخفضة الدخل تعتبر قصة نجاح في التنمية غير مسبوقه.

بقلم توماس دورسي
Thomas Dorsey

تم القيام بها بخاصة على البلدان منخفضة الدخل في هروب رؤوس الأموال من تلك البلدان وعلى التدفقات الرسمية، مع التأكيد بشدة على الدين الرسمي وإسقاط الديون الرسمية.

غير أن الأعمال الجديدة التي يقوم بها صندوق النقد الدولي تحاول علاج هذا الإغفال بواسطة تحليل الاتجاهات في تدفقات رؤوس الأموال وأشياء رؤوس الأموال إلى البلدان منخفضة الدخل (دورسي وآخرون، ٢٠٠٨، انظر الإطار). ويبحث هذا المقال في القصة وراء الأعداد المتصلة بهذا التغيير اللافت للنظر في تمويل أفقر بلدان العالم، ويدرس فيما إن كان هناك مواطن نقص في هذا الاتجاه.

تقييم التدفقات الجديدة

لأن البلدان منخفضة الدخل كانت مجرد اقتصادات فقيرة فحسب تتلقى تدفقات

النمو اللافت للنظر في تدفقات رؤوس الأموال الخاصة إلى البلدان ذات الدخل المنخفض في مختلف أنحاء العالم على مدى ربع القرن الماضي واحدة من قصص الأنباء الطيبة في مجال التنمية. فتدفقات رؤوس الأموال وتدفقات أشباه رؤوس الأموال، مثل منح المعونة والتحويلات المالية التي يمكن أن تحل محل تدفقات رؤوس الأموال، بلغت ذرى تاريخية، يتصدرها ارتفاع حاد في الاستثمارات الأجنبية المباشرة في اقتصادات البلدان منخفضة الدخل.

وفي حين لم تزد المنح المباشرة بين الحكومات والقروض المقدمة إلى هذه البلدان النامية إلا بما يتفق مع الارتفاع في الناتج المحلي الإجمالي للبلدان منخفضة الدخل، فإن التدفقات من المصادر الخاصة ارتفعت بأربعة أمثالها بالنسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي للبلدان منخفضة الدخل منذ الثمانينيات، وارتفعت الاستثمارات الأجنبية المباشرة بشكل لافت للنظر إلى حد كبير، مما ساعد على تحفيز التنمية. ويحدث الارتفاع في وقت لم تتحقق فيه حتى الآن الزيادات الكبيرة الموعودة في المعونة الرسمية إلى البلدان الفقيرة، ولا تزال الأهداف الإنمائية للألفية التي وضعتها الأمم المتحدة – والتي تشمل الحد من الفقر وتحسين مستويات المعيشة – بعيدة المنال بشكل مستعص.

البلدان منخفضة الدخل مجموعة متنوعة لا يجمع بينها سوى حصة الفرد المنخفضة من الدخل. والهند أكبر هذه البلدان وتضم أكثر من مليار نسمة وبلغ ناتجها المحلي الإجمالي في عام ٢٠٠٦، ٧٧٢ مليار دولار. والهند مصنفة مع البرازيل وروسيا والصين على أنها واحدة من مجموعات الأسواق الناشئة الرئيسية «البرازيل وروسيا والهند والصين». وأصغر البلدان منخفضة الدخل هي دومينيكا التي تضم زهاء ٧٠٠٠٠ نسمة ويبلغ ناتجها المحلي الإجمالي ٠,٢ مليار دولار. ويمكن العثور على هذه البلدان منخفضة الدخل في كافة أنحاء الكرة الأرضية: في أفريقيا وآسيا ومنطقة الكاريبي وأوروبا الشرقية وأمريكا اللاتينية وجنوب المحيط الهادئ.

وتدفقات رؤوس الأموال إلى البلدان منخفضة الدخل موضوع محل فهم ضعيف. وقد تركز معظم الاهتمام المنصب حتى الآن على تدفقات رؤوس الأموال الدولية إلى البلدان النامية على الأسواق الناشئة الكبيرة، ويرجع ذلك، إلى حد ما إلى أنه تعزى إلى البلدان منخفضة الدخل حصة صغيرة نسبياً (٥-٢٠ بالمائة) من تدفقات رؤوس الأموال إلى البلدان النامية، معظمها في فئتي الأصول والالتزامات. وقد تركزت الأعمال التي

شرح المصطلحات الرئيسية

- تدفقات رؤوس الأموال الوافدة: هي التغييرات الصافية في الالتزامات للبلدان الأخرى (مثلاً، الاستثمار الأجنبي المباشر، وتدفقات الحافظة مثل السندات أو أذون الخزانة، والقروض).
- تدفقات أشباه رؤوس الأموال الوافدة: يستخدم المصطلح الجامع «تدفقات أشباه رؤوس الأموال» في هذا المقال لتغطية التحويلات الجارية (الرسمية والخاصة)، وإسقاط الديون، وتحويلات رؤوس الأموال الأخرى في حساب رأس المال.
- ويمكن أن تكون تدفقات ميزان المدفوعات الأخرى بدائل لتدفقات رؤوس الأموال الوافدة، حتى ولو لم تسفر عن تغيير في ملكية أصل ما. والمعونة الأجنبية (المنح أو التحويلات الرسمية) وإسقاط الديون، يمكن أن تحل محل القروض الرسمية (من حكومة إلى حكومة): واستخدام احتياطات النقد الأجنبي يمكن أن يحل محل الاقتراض الجديد؛ والتحويلات الخاصة، مثل التحويلات المالية، يمكن أن يحل محل المساعدة الإنمائية الرسمية في بعض الأحوال.
- تدفقات الأصول الخارجة: يعتمد تقييم منافع تدفقات رؤوس الأموال وأشياء رؤوس الأموال الداخلة وأثارها الأخرى إلى حد ما على الكيفية التي تستخدم بها هذه التدفقات الوافدة. إن يمكن إنفاق التدفقات الداخلة على الصادرات أو على احتياز أصول أجنبية. وتركز هذه الدراسة على التغييرات في الاحتياطات الدولية وتراكم الأصول المالية الأخرى. كما يدرج أي خطأ أو سهو، وهو ما يعتبر في بعض الأحيان بديلاً عن تدفقات رؤوس أموال مستترة أو غير مسجلة، أيضاً باعتباره تدفقات أصول خارجة.



مجموعة من العمال تقوم بتجميع محرك في مصنع سيارات فينتنامي، مولته جزئيا استثمارات أجنبية.

مثل الاستثمارات الأجنبية المباشرة والتحويلات المالية، من نحو نصف إجمالي التدفقات الوافدة في التسعينيات إلى أن أصبحت المصدر المهيمن للتدفقات الوافدة بحلول العقد الراهن.

وما يجذب التدفقات المتزايدة، هو السياسات الاقتصادية المحسنة والتجارة المحررة وبيئة الاستثمار، والأداء الاقتصادي الأكثر استقرارا في الكثير من البلدان. وقد مُنح عدد من البلدان الفقيرة، ولا سيما في أفريقيا، تشجيعا محدودا من جراء تخفيف عبء الديون من قبل الدائنين الرسميين، بما في ذلك صندوق النقد الدولي والبنك الدولي. ورغم تباين الظروف في البلدان فرادى، فإن التدفقات الجديدة الوافدة تصطبغ بصفة عامة بتحسين موازين الحساب الجاري ولا تعمل على تراكم ديون جديدة غير قابلة للاستدامة.

وفيما يخص التدفقات الرسمية، لم تزد المنح والقروض المقدمة من الحكومات إلى الحكومات إلا بنفس سرعة نمو الناتج المحلي الإجمالي للبلدان منخفضة الدخل فقط، وانخفضت حصتها من إجمالي التدفقات الوافدة باطراد. غير أن هناك اتجاها ظاهرا للعيان في إطار التدفقات الرسمية صوب الاستعاضة عن المنح بالقروض (انظر الشكل ٢). واتساقا مع سياسات الجهات المانحة المعلنة، زادت التحويلات الرسمية الراهنة (المنح) بمقدار ثلاثة أمثال من زهاء ٠.٥ بالمائة من إجمالي الناتج المحلي للبلدان منخفضة الدخل في أوائل الثمانينيات إلى ١,٣ بالمائة منه في عام ٢٠٠٦.

وانعكاسا لذلك، انخفض الإقراض الرسمي إلى البلدان منخفضة الدخل المنخفض (صافي إسقاط الديون) من تدفق وافد يبلغ نحو ١,٥ بالمائة من الناتج المحلي الإجمالي للبلدان منخفضة الدخل طوال الثمانينيات والتسعينيات إلى تدفق خارج يبلغ نحو ٠,٢ بالمائة منه بحلول عام ٢٠٠٦. وإذا لم يخصم إسقاط الديون من التغييرات في الإقراض الرسمي (أي إذا حسب إسقاط الديون كتدفق خارج من رؤوس الأموال)، لأصبح الإقراض الرسمي (مقاسا كتغيير في الالتزامات إزاء الدائنين الرسميين) سالبا في عام ٢٠٠٦.

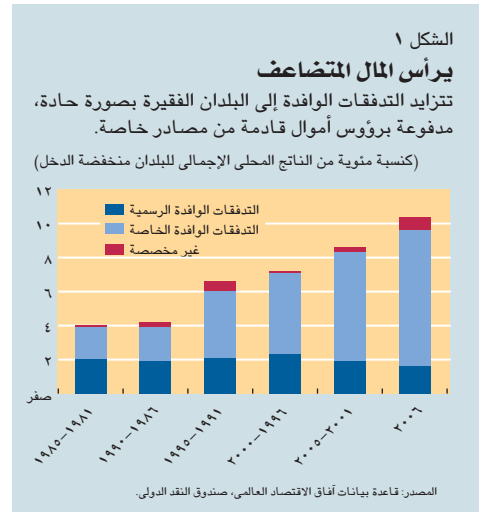
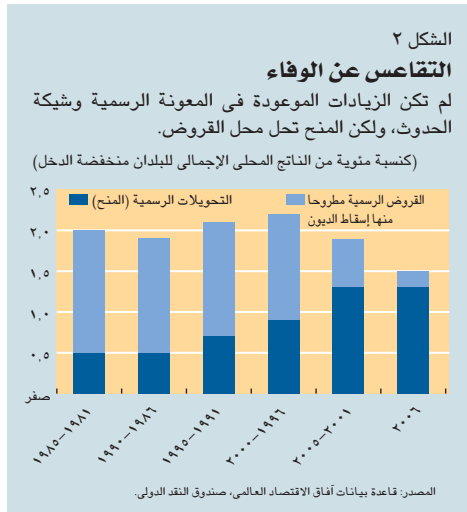
وأما فيما يخص التدفقات الخاصة، فإن الدراسة تبين أنها نمت بأكثر من أربعة أمثاله منذ الثمانينيات (انظر الشكل ٣). وكانت السمة الأكثر استرخاء للنظر في هذا التبدل في تدفقات رؤوس الأموال إلى البلدان منخفضة الدخل هي الزيادة بأكثر من عشرة أمثال في الاستثمارات الأجنبية المباشرة كحصة من الناتج المحلي الإجمالي للبلدان منخفضة الدخل فيما بين الثمانينيات وعام ٢٠٠٦. وبلغ متوسط التدفقات الوافدة من الاستثمار الأجنبي المباشر ٠,٢ بالمائة فقط من الناتج المحلي الإجمالي للبلدان منخفضة الدخل في أوائل الثمانينيات، ولكنه ارتفع باطراد إلى أكثر من ٣ بالمائة بحلول عام ٢٠٠٦.

ومما يلفت الأنظار بدرجة أقل شيئا ما، ذلك الارتقاع في التحويلات الخاصة الجارية، والتي تشمل تحويلات العمال المالية وغيرها من التحويلات الخاصة. وإن زادت هذه الفئة بأكثر من ثلاثة أمثاله كحصة من الناتج المحلي الإجمالي للبلدان منخفضة الدخل منذ الثمانينيات، فارتفعت من ١,١ بالمائة من الناتج المحلي الإجمالي في أوائل الثمانينيات إلى ٣,٦ بالمائة منه في عام ٢٠٠٦. ووصل متوسط التدفقات الوافدة الخاصة بخلاف الاستثمارات الأجنبية المباشرة وتحويلات الأموال الخاصة إلى نحو نصف في المائة فقط من الناتج المحلي الإجمالي للبلدان منخفضة الدخل في الثمانينيات والتسعينيات ولكنه ارتفع إلى أكثر من واحد بالمائة فقط من الناتج المحلي الإجمالي فيما بين ٢٠٠٣ و ٢٠٠٦.

أقل بشكل تناسبي من البلدان النامية الأخرى، لما كان لعدم التركيز بوجه خاص على البلدان منخفضة الدخل في أدبيات تدفقات رؤوس الأموال أهمية تذكر. بيد أن حقيقة الأمر أن تكوين رؤوس الأموال المتدفقة على البلدان منخفضة الدخل مختلف جدا عن تلك التي تذهب إلى البلدان مرتفعة الدخل. والقروض المقدمة من الحكومات ومنح المعونة الأجنبية أهم بكثير في البلدان منخفضة الدخل منها في البلدان مرتفعة الدخل، في حين أن القروض المقدمة من المصارف ومبيعات الأسهم والسندات وغيرها من الأوراق المالية أقل أهمية في البلدان منخفضة الدخل منها في الأسواق الناشئة.

وقد حددنا، من أجل أغراض هذه الدراسة، البلدان منخفضة الدخل على أنها الـ ٧٨ بلدا المؤهلة للحصول على قروض من تسهيل الإقراض الميسر التابع لصندوق النقد، الذي يسمى تسهيل النمو والحد من الفقر.

ويمثل ما وجدناه في أن تدفقات رؤوس الأموال وأشبه رؤوس الأموال الوافدة إلى تلك المجموعة من البلدان زادت من نحو ٤ بالمائة من الناتج المحلي الإجمالي للبلدان منخفضة الدخل في الثمانينيات إلى أكثر من ١٠ بالمائة منه بحلول عام ٢٠٠٦ (انظر الشكل ١) - مع كون النمو مدفوعا بتدفقات وافدة من مصادر خاصة بالكامل تقريبا. وفي الحقيقة، ارتفعت التدفقات الخاصة، الوافدة،



وتقاربت التدفقات الخاصة في البلدان الأفريقية منخفضة الدخل مع نظيراتها في البلدان الآسيوية ذات الدخل المنخفض في السنوات الأخيرة، بما يلمح إلى أن مثبطات الاستثمار في أفريقيا في العقود السابقة أخذت تنقشع.

وتستند الزيادة في التدفقات الخاصة إلى أبعد مدى في كافة الأبعاد الأخرى لتنوع البلدان منخفضة الدخل أيضا. فمثلا، يحدث التصاعد في التدفقات الخاصة الوافدة عبر البلدان الغنية بالركاز والنفط والبلدان غير ذات الركاز بنسب متماثلة تقريبا. فالبلدان منخفضة الدخل الغنية بالركاز والنفط لديها مستويات أعلى من الاستثمارات الأجنبية المباشرة، في حين أن البلدان منخفضة الدخل غير ذات الركاز لديها مستويات أعلى من التحويلات المالية والتحويلات الخاصة الأخرى (Dorsey and others, 2008). وتتنطبق الزيادة في التدفقات الخاصة الوافدة والاتجاهات الموازية بشكل عريض في الأبعاد الأخرى من قنصتنا عبر البلدان منخفضة الدخل التي لديها توارخ مختلفة في مجال الاستدانة وتخفيف عبء الديون.

قصة وراء القصة

إن أسباب التبدل اللافت للنظر متنوعة. فالخصخصة أو فتح الاقتصاد أمام الاستثمار الأجنبي على الشركات القائمة قد يخلق فرصا لا تتكرر للاستثمار الأجنبي المباشر. وبالإضافة إلى ذلك، فبعض البلدان منخفضة الدخل التي قيدت حتى الاستثمارات الخضراء التي تقوم بها الشركات الأجنبية قد تكون أكثر انفتاحا في الوقت الحالي. ومن الصعب وضع تقدير كمي لهذه السياسات، ولكن يبدو أن هناك اتجاها نحو التحرير في السنوات الأخيرة (Reddy, 2007).

كما أن التحسينات في مناخ الاستثمار بصفة عامة، بما في ذلك سياسات التجارة والسياسات التي تؤثر على سهولة وتكلفة إنشاء مشروعات الأعمال وتشغيلها، تساعد في هذا الصدد (Benassy-Busse and Groizard, 2006؛ Quere, Coupet and Mayer, 2007؛ Naude and Krugell, 2007). وكما حدث مع القواعد التنظيمية المباشرة للاستثمار الأجنبي المباشر، فقد كان هناك اتجاه نحو تحرير التجارة ومناخ مشروعات الأعمال في البلدان منخفضة الدخل تزامنت مع زيادة الاستثمار الأجنبي المباشر.

كما أن اعتبارات السياسات الأوسع مدى قد تشجع الاستثمار في البلدان منخفضة الدخل. إذ تحسن التضخم والموازن المالية والخارجية في البلدان منخفضة الدخل في العقد المنصرم (Selassie and others, 2006)، وقد دعم ذلك من مناخ الاستثمار. والقياس الكمي لعوامل أخرى مثل الاستقرار السياسي، ولكنها نهضت دون شك بقدر أكبر من الاستثمار الأجنبي المباشر حيثما تحسنت الظروف أكثر صعوبة.

ربما عززت التطورات الاقتصادية في أرجاء أخرى من العالم الاستثمار الأجنبي المباشر المتزايد. وقد أفضى تناقص العائد على الاستثمارات في الاقتصادات المتقدمة واقتصادات السوق الناشئة إلى البحث عن استثمارات أعلى عائدا، بما في ذلك أسواق البلدان منخفضة الدخل «التي على الحافة». كما أن الزيادة السريعة في الأصول في أموال الثروة السيادية أضافت قوة دفع إلى البحث عن فرص استثمار جديدة في مسارات لم تستكشف بعد مثل البلدان منخفضة الدخل.

وترتبط التحويلات المالية والهجرة إلى الخارج بشكل وثيق، ولكن للأمور السياسية أهميتها أيضا.

وجنبا إلى جنب مع الزيادة في التدفقات الوافدة، أخذت البلدان منخفضة الدخل تراكم أيضا الاحتياطيات الرسمية (انظر الشكل ٤). فقد ارتفع رصيد الاحتياطيات في البلدان منخفضة الدخل مما يعادل ٣,١ شهر من الواردات من السلع والخدمات في عام ١٩٩٥ إلى ٦,٥ شهر بحلول عام ٢٠٠٦. وربما يكون هذا التأمين الذاتي عاملا مساهما في الحد من الاقتراض لأن مستويات الاحتياطي الأكثر ارتفاعا تسمح للبلدان منخفضة الدخل بأن تمتنع عن الاقتراض في حالة حدوث صدمات، وأن تعتمد على الاحتياطيات بدلا من ذلك.

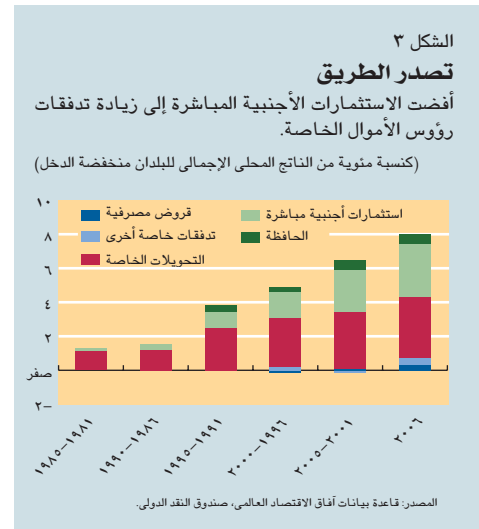
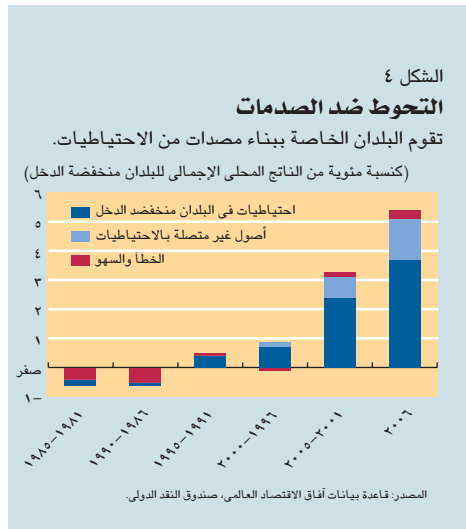
وقصة أفريقيا أيضا

هل تستأثر الهند والبلدان الآسيوية الأخرى منخفضة الدخل بهذه النتائج؟ بمعنى آخر، هل تنطبق هذه النتائج على أفريقيا أيضا؟ هذا سؤال مشروع بالنظر إلى الاختلافات الهائلة فيما بين البلدان منخفضة الدخل وأن الاختلافات في الإقليم والحجم والعوامل الأخرى قد يكون لها تداعياتها بالنسبة للتحليل والأداء الاقتصاديين. إذ يعزى إلى الهند زهاء نصف الناتج المحلي الإجمالي للبلدان منخفضة الدخل، ويعزى إلى كل من البلدان منخفضة الدخل الأفريقية والبلدان منخفضة الدخل في جنوب وشرق آسيا خمس الناتج المحلي الإجمالي للبلدان منخفضة الدخل تقريبا. ويعزى إلى البلدان ذات الدخل المنخفض في جميع الأقاليم الأخرى (منطقة الكاريبي، ومنطقة القوقاز وجنوب شرق أوروبا وآسيا الوسطى وأمريكا اللاتينية والشرق الأوسط وجزر المحيط الهادئ) نسبة الـ ٧ بالمائة المتبقية.

وكما يتضح، تظهر تدفقات رؤوس الأموال عبر الأقاليم الثلاثة الأكبر ارتفاعا في التدفقات الخاصة الوافدة واستقرارا نسبيا في التدفقات الرسمية الوافدة. لقد تصاعدت التدفقات الخاصة في أفريقيا والهند والبلدان الأخرى منخفضة الدخل في جنوب وشرق آسيا بنسب متماثلة تقريبا، فارتفعت من واحد بالمائة إلى ٣ بالمائة من الناتج المحلي الإجمالي في الثمانينيات إلى ٦ بالمائة على الأقل وإلى ما يصل إلى ١٠ بالمائة منه بحلول عام ٢٠٠٦.

هناك بعض الاختلافات في تكوين التدخلات الخاصة الوافدة فيما بين الأقاليم. فالاستثمارات الأجنبية المباشرة هي أهم مصدر للتدخلات الوافدة إلى البلدان الأفريقية منخفضة الدخل، ولكن التحويلات الخاصة أهم بكثير في البلدان منخفضة الدخل في جنوب وشرق آسيا، بما في ذلك الهند. بيد أن كلا المكونين يتزايدان بقوة في جميع الأقاليم الثلاثة.

وقد بدأت التدفقات الرسمية من مستويات مختلفة جدا في الأقاليم الثلاثة - وكانت أعلى بشكل ثابت في البلدان الأفريقية منخفضة الدخل عنها في البلدان الآسيوية منخفضة الدخل في جنوب وشرق آسيا، ومنخفضة جدا في الهند.



والقول الفصل هنا أنه لا يبدو أن الاتجاهات في تدفقات رؤوس الأموال وأشياء رؤوس الأموال للبلدان منخفضة الدخل تحمل مخاطر كبيرة ولكنها تمثل عدة تحديات جديدة لصناع السياسات. فأولاً، ينطوي التبدل من التمويل الرسمي إلى الخاص على دور أقل مباشرة لحكومات البلدان منخفضة الدخل في تحديد استخدامات التمويل الخارجي. وتشير درجة الاستقرار الأكبر لهذه التدفقات الخاصة وحقيقة أن التبدل من القطاع الخاص إلى القطاع الخاص قد يمكن القطاعات الخاصة غير المتطورة حتى ذلك الحين في البلدان منخفضة من أسباب القوة، الدخل على إلى أن هذا الاتجاه يعتبر تطوراً إيجابياً، ومع هيمنة التدفقات الخاصة، فإن الخيارات بين الإدخار والاستثمار وغيرها من خيارات استخدامات التدفقات الوافدة تقوم بها أطراف خاصة، ويتناقص نفوذ الحكومات على تلك التدفقات.

وثانياً، تعنى التدفقات الخاصة الوافدة الأعلى ضمناً تمويلاً أكثر استقراراً وتنوعاً للبلدان منخفضة الدخل. بيد أن التدفقات الخاصة الوافدة قد تصبح بشكل متزايد مصدراً رئيسياً للمخاطر الخارجة في البلدان منخفضة الدخل لأنه يمكن عكس اتجاهها بطريقة تخرج عن سيطرة صناع السياسات في تلك البلدان. وقد تتطلب هذه التدفقات الوافدة الجديدة أن تعيد السلطات النظر في السياسات لكي تعالج الشواغل المثارة بشأن القابلية للاستدامة، والآثار على الأسعار النسبية والقدرة التنافسية، والإصلاحات المصاحبة في السياسات والمؤسسات.

بيد أن من الصعب على صناع السياسات في البلدان منخفضة الدخل أن يدرجوا استجاباتهم حسب التبدل في التدفقات الخاصة إلى درجة أنهم لا يستطيعون أن يردوها. فمواطن الضعف في بيانات ميزان المدفوعات الوطني قد تقوض أساس صنع القرارات الاقتصادية في البلدان منخفضة الدخل. ويقدر ما أن تكون البيانات التي تتوافر في وقت الحاجة إليها غير متاحة لصناع السياسات في البلدان منخفضة الدخل، فإن صنع السياسات قد يسير بلا هدًى. ومن ثم فإن من صالح سلطات البلدان منخفضة الدخل أن تحسن بيانات موازين مدفوعاتها مع إيلاء الأولوية إلى المصادر المتزايدة بسرعة للتدفقات الوافدة الخاصة.

وثالثاً، فبغض النظر عن عدم التيقن من البيانات، يتعين على سياسات القطاع الخارجي في البلدان منخفضة الدخل أن تركز على السياسات الوثيقة الصلة بالتدفقات الوافدة الجديدة، والإدارة القوية للديون والعلاقات الجيدة مع الجهات المانحة لهما أهميتهما على وجه الخصوص لتشجيع الإقراض الرسمي وإدارته. بيد أن من المحتمل أن تكون المحافظة على مناخ اقتصادى كلى مستقر، ومناخ موات لنشاط الأعمال، وآليات كفنة للتحويلات الدولية للأسر المعيشية أهمية أكثر بالنسبة للتدفقات الداخلة الخاصة الوافدة. ■

فتكاليف المعاملات الأكثر انخفاضاً (Suro, 2007; Fajnzylber and Lopez, 2002 and others) وعدم وجود قيود على المبادلات، وعلو سعر الصرف في السوق السوداء، والمناخات الاقتصادية الكلية غير المستقرة (صندوق النقد الدولي، ٢٠٠٥) كانت مصحوبة بتحويلات مالية أعلى. بيد أن الدراسات انبنت في الأغلب على تجارب المهاجرين من البلدان متوسطة الدخل، وثمة حاجة إلى مزيد من العمل لتقييم مدى انطباق هذه الأدبيات على البلدان منخفضة الدخل. وعلى أى حال، هناك توافق عريض في الآراء على أن التحويلات المالية أقل تقلباً من تدفقات رؤوس الأموال الخاصة والرسمية الأخرى (Buch and Kuckulenz, 2004) وأن التحويلات المالية تميل إلى التحرك بشكل مضاد للاتجاهات الدورية لدخل البلدان المستفيدة.

تداعيات السياسات

هل ينبغي لصناع السياسات أن يقلقوا بشأن حجم هذه التدفقات؟ على كل حال، عادة ما تفضي التدفقات الوافدة الكبيرة أو المتزايدة إلى إثارة القلق بشأن أن التدفقات تمول أوجه العجز غير القابلة للاستدامة في الحساب الجارى، أو تزيد من إمكانية تضرر البلاد من أزمات حساب رأس المال. ومن بين الاعتبارات الرئيسية في تقييم التدفقات الوافدة من رأس المال:

- ما إذا كانت التدفقات الداخلة تمول عجزاً كبيراً أو متسعاً في الحساب الجارى،
- وما إن كانت تخلق تراكمات ديون يحتمل أن تكون غير قابلة للاستدامة،
- ومدى ما تدخر به البلدان بعض التدفقات الوافدة في شكل احتياطات دولية. وتبدو التدفقات الوافدة من رؤوس الأموال وأشياء رؤوس الأموال إلى البلدان منخفضة الدخل، بمقتضى كل معيار من هذه المعايير، تدفقات حميدة. إذ تقلص العجز الإجمالى في الحساب الجارى للبلدان منخفضة الدخل من نحو ٣ بالمائة من الناتج المحلى الإجمالى لهذه البلدان في منتصف التسعينيات إلى ما يقرب من التوازن في عام ٢٠٠٦. وتحرك تراكم الاحتياطات من نحو الصفر في أواخر التسعينيات إلى تدفقات متزايدة باطراد وصلت إلى قرابة ٤ بالمائة من الناتج المحلى الإجمالى سنوياً بحلول عام ٢٠٠٦- مما وفر بعض التأمين ضد الصدمات الخارجية أو التباطؤ في التدفقات الوافدة. وهناك إشارة صغيرة على معاوضة التدفقات الخارجة غير المرتبطة بالاحتياطات (مثلاً، هروب رؤوس الأموال). بيد أنه ينبغي الحرص في تفسير الاتجاهات وتداعياتها بالنسبة للسياسات في ضوء المشاكل الحادة في بيانات البلدان منخفضة الدخل. وقد تعين أن تسد تقديرات موظفى صندوق النقد الدولي النقص حيثما تكن البيانات الوطنية غير متاحة بسبب طول فترات التأخير والفجوات الكبيرة.

المراجع

International Monetary Fund (IMF), 2005, World Economic Outlook, April (Washington).

Naudé, W.A., and W.F. Krugell, 2007, "Investigating Geography and Institutions as Determinants of Foreign Direct Investment in Africa Using Panel Data," Applied Economics, Vol. 39, pp. 1223-33.

Reddy, Yaga Venugopal, 2007, "Point of View: Converting a Tiger," Finance & Development, Vol. 44 (March), pp. 20-23.

Selassie, Abebe Aemro, Benedict Clements, Shamsuddin Tareq, Jan Kees Martijn, and Gabriel di Bella, 2006, Designing Monetary and Fiscal Policy in Low-Income Countries, IMF Occasional Paper 250 (Washington: International Monetary Fund).

Suro, Roberto, Sergio Bendixen, B. Lindsay Lowell, and Dulce C. Benavides, 2002, Billions in Motion: Latino Immigrants, Remittances, and Banking (Washington: Pew Hispanic Center and Multilateral Investment Fund).

United Nations Conference on Trade and Development (UNCTAD), 2005, Economic Development in Africa: Rethinking the Role of Foreign Direct Investment (Geneva).

Bénassy-Quéré, Agnes, Maylis Coupet, and Thierry Mayer, 2007, "Institutional Determinants of Foreign Direct Investment," World Economy, Vol. 30, Issue 5, pp. 764-82.

Buch, Claudia, and Anja Kuckulenz, 2004, Worker Remittances and Capital Flows to Developing Countries, Discussion Paper 04-31 (Mannheim: Center for European Economic Research).

Busse, Matthias, and José Luis Groizard, 2006, "Foreign Direct Investment, Regulations, and Growth," World Bank Policy Research Working Paper 3882 (Washington).

Chami, Ralph, Connell Fullenkamp, and Samir Jahjah, 2005, "Are Immigrant Remittance Flows a Source of Capital for Development?" IMF Staff Papers, International Monetary Fund, Vol. 52 (April), pp. 55-81.

Dorsey, Thomas, Helaway Tadesse, Sukhwinder Singh, and Zuzana Brixiova, 2008, "The Landscape of Capital Flows to Low-Income Countries," IMF Working Paper 08/51 (Washington: International Monetary Fund).

Fajnzylber, Pablo, and J. Humberto Lopez, eds., 2007, Closer to Home (Washington: World Bank).



على مرهق، ولكن ليس في المتناول بعد

طبيب يعالج صبيا بغانا

يتصاعد القلق، وقد بلغنا منتصف الطريق إلى بلوغ الهدف، من أن الكثير من الأهداف الإنمائية للألفية قد لا يتحقق

بقلم: ضياء قرشي
Zia Qureshi

الاقتصادي أو التوسع في شبكات البنى الأساسية (الافتقار إلى الدخل والحصول على المياه النقية) مما هي عليه في مجالات التنمية البشرية (إتمام التعليم الابتدائي، ووفيات الأطفال، صحة الأمهات) أو المساواة بين الجنسين (تقدم طيب بشأن المساواة بين الجنسين في التعليم الابتدائي والثانوي ولكن تقدم أقل بالنسبة للتعليم العالي وتمكين المرأة من أسباب القوة بشكل أوسع) (انظر الشكل ١). ويختلف التقدم بدرجة لها شأنها فيما بين البلدان والأقاليم ومجموعات الدخل والحالة المؤسسية- مع تخلف الدول الهشة أو المتأثرة بالنزاعات خلف الجميع في كافة الأمور. وإذا ما استمرت الاتجاهات الراهنة، فإن العالم بأكمله سيقف بهدف الحد من الفقر ولكنه قد يخطئ معظم الأهداف الإنمائية للألفية الأخرى، إن لم يكن كلها.

وعلى الصعيد الإقليمي، تتخلف أفريقيا جنوب الصحراء بشكل خطير فيما يتعلق بجميع الأهداف الإنمائية للألفية. ومن المحتمل أن تفي جنوب آسيا بهدف

زعماء العالم في عام ٢٠٠٠ بتعزيز مستويات المعيشة بواسطة **تعهد** إنجاز ثمانية أهداف إنمائية للألفية وضعتها الأمم المتحدة- تغطي الفقر والصحة والتعليم ونوع الجنس والبيئة (انظر الإطار ١)- قبل عام ٢٠١٥. ورغم تحقيق الكثير من التقدم على بعض الجبهات، فلا يزال الكثير من الأهداف بعيد المنال بالنسبة لمعظم الأقاليم والبلدان.

فهل تأخر الوقت جدا للاتجاه بالأحوال وجهة أخرى؟ ليس بعد. فلا تزال معظم الأهداف الإنمائية للألفية قابلة للإنجاز بالنسبة لمعظم البلدان إذا ما بذلت هي وشركاؤها الإنمائيون جهودا أقوى. ووضعنا لذلك في الاعتبار، فقد تم التخطيط لعقد سلسلة من الاجتماعات الدولية الرفيعة المستوى في النصف الثاني من عام ٢٠٠٨- انطلاقا من بطاقة تقرير نصف المدة- لمحاولة إعادة بث الحيوية في الجهود المبذولة لإنجاز الأهداف الإنمائية للألفية. ويفحص هذا المقال المجالات التي تحقق فيها تقدم والتي لم يتحقق فيها التقدم، والسبب في ذلك كله. كما أنه يبحث في الأولويات الست لإحداث التغيير التي اختيرت دون غيرها في تقرير الرصد العالمي الذي يشترك في إصداره صندوق النقد الدولي والبنك الدولي. ويشدد جدول الأعمال المقترح على موضوعي الشمول والاستدامة. ويدعو إلى بذل جهود لتعزيز النمو في البلدان المملوكة وكفالة وصول منافع التقدم الاقتصادي إلى الفقراء. كما يؤكد الحاجة إلى تكامل التنمية الاقتصادية مع الاستدامة البيئية.

هل نصف الكوب ممتلئ أم نصفه فارغ؟

الصورة مختلطة أمامنا ونحن في منتصف الطريق إلى تاريخ بلوغ الهدف. إذ كان المكتسبات أكثر متانة بشأن الأهداف التي تتأثر بشكل مباشر أكبر بالنمو

الإطار ١

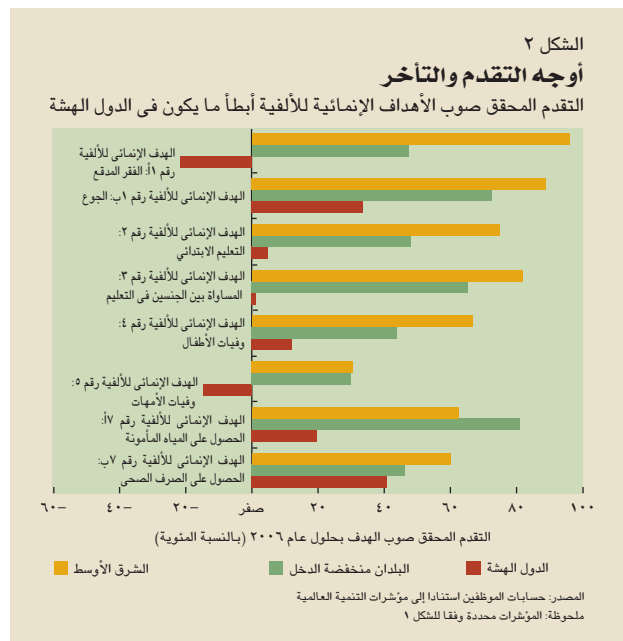
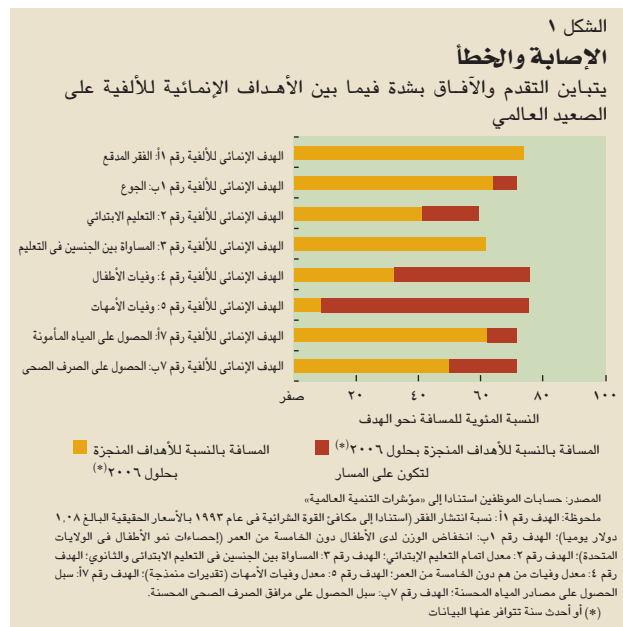
الأهداف الإنمائية للألفية

- ١ - القضاء على الفقر المدقع والجوع
- ٢ - تحقيق التعليم الابتدائي الشامل
- ٣ - تعزيز المساواة بين الجنسين وتمكين المرأة من أسباب القوة
- ٤ - تخفيض معدل وفيات الأطفال
- ٥ - تحسين صحة الأمهات
- ٦ - مكافحة فيروس نقص المناعة البشرية/ الإيدز، والملاريا، وغيرها من الأمراض
- ٧ - كفالة الاستدامة البيئية
- ٨ - إقامة شراكة عالمية من أجل التنمية

الأطفال والأمهات وفي زيادة سبل الحصول على الصرف الصحي الأساسي على الصعيد العالمي وفي العديد من الأقاليم. لقد تناقص معدل انتشار فيروس نقص المناعة البشرية شيئا ما في أفريقيا، ولكنه ازداد في بعض الأقاليم الأخرى. والآفاق العامة أفضل في التعليم. والمرجح أن يفشل العالم في الوصول إلى هدف إتمام مرحلة التعليم الابتدائي الشامل ولكنه سيدنو منه.

العودة إلى المسار الصحيح

سيتركز السعى إلى بلوغ الأهداف الإنمائية للألفية بشكل متزايد في البلدان منخفضة الدخل، وبخاصة الدول الهشة. كما سيواجه الكثير من البلدان متوسطة الدخل، ولا سيما تلك التي لديها تركيزات كبيرة من الفقر، تحديات جمة في الوفاء ببعض الأهداف. فما الذي يمكن عمله في هذا الصدد؟ يقترح تقرير الرصد العالمي جدول أعمال من ست نقاط.



الحد من الفقر ولكنها ستختلف بشكل له شأنه فيما يتعلق بمعظم أهداف التنمية البشرية. والأقاليم الأخرى في وضع أفضل، ولكن ليس من المحتمل أن يفي أي إقليم بالاتجاهات الراهنة بجميع الأهداف الإنمائية للألفية الأخرى.

وعلى الصعيد القطري، بوسع الكثير من البلدان أن تشير إلى إنجازات لها شأنها وإلى معالم بارزة في جهودها لتحقيق الأهداف الإنمائية للألفية. بيد أن معظمها خرجت في الوقت الراهن عن المسار الصحيح بما لا يسمح لها بالوفاء بالأهداف.

الفقر والجوع. العالم في سبيله إلى إنجاز الغاية الأولى بموجب الهدف الإنمائي للألفية رقم ١ - تخفيض نسبة السكان الذين يعيشون في فقر مدقع إلى النصف (الذين يقل دخلهم اليومي عن دولار واحد) بحلول عام ٢٠١٥. وينشأ هذا النجاح عن صعود في النمو الاقتصادي بلغ متوسطه أكثر من ٧ بالمائة في البلدان النامية على مدى السنوات الخمس الماضية. وقد تسارع النمو، بفضل الإصلاحات الداخلية وقيام بيئة عالمية أكثر تيسيرا - من أجل التجارة والمالية والتكنولوجيا والهجرة- في معظم البلدان منخفضة ومتوسطة الدخل في العقد الماضي، مما مهد الطريق أمام الحد من الفقر بشكل جم. وعموما، من المتوقع أن تنخفض نسبة السكان الذين يعيشون في فقر مدقع في البلدان النامية من ٢٩ بالمائة في عام ١٩٩٠ إلى ١٠ بالمائة في عام ٢٠١٥ (باستخدام أرقام الفقر الخاضعة للتخفيف استنادا إلى تقديرات مكافئ القوة الشرائية المعلنة في كانون الأول/ ديسمبر ٢٠٠٧).

وقد تناقص عدد الذين يعيشون في فقر مدقع في العالم النامي بمقدار ٢٧٨ مليون نسمة فيما بين عامي ١٩٩٠ و ٢٠٠٤. وقد تحقق هذا التخفيض الضخم في أعداد الفقراء المطلقة بالرغم من الارتفاع البالغ زهاء مليار نسمة في سكان العالم النامي على مدى نفس الفترة. وكان الانخفاض في الفقر أكبر ما يكون في الأقاليم التي تشهد أقوى نمو. ولكن التقدم لم يكن متساويا، مع تركيز البلدان المتباطئة في أفريقيا. وفي حين أنه سيتم الوفاء بهدف الحد من الفقر على الصعيد العالمي، فمن المحتمل أن تقصر أفريقيا جنوب الصحراء عن تحقيق ذلك إلى حد كبير. لقد ازدهر النمو في الإقليم خلال السنوات العشر الماضية، ولكن لا يزال نحو ٢٠ بلدا أسير النمو المنخفض.

وفي أفريقيا وأقاليم أخرى، كان التقدم في الحد من الفقر أبطأ ما يكون في الدول الهشة- المبتلاة بالزلاعات والتي تعرقل خطاها نظم الحوكمة الضعيفة والقدرات المحدودة (انظر الشكل ٢). وفي الحقيقة، فمن الناحية الإجمالية، ارتفع تواتر الفقر المدقع في هذه المجموعة من البلدان. ويعزى إلى الدول الهشة، ومعظمها في أفريقيا، أقل من خمس السكان في البلدان منخفضة الدخل ولكن يعزى إليها أكثر من ثلث الفقراء في تلك البلدان.

ويدعو الهدف الإنمائي للألفية رقم ١ أيضا إلى تخفيض الجوع بمقدار النصف. وقد تحقق الكثير من التقدم في الحد من سوء تغذية الأطفال، ولكن من غير المحتمل أن ينخفض حدوثه إلى النصف، وخاصة في أفريقيا جنوب الصحراء وجنوب آسيا، حيث يؤثر التقزم الذي يتراوح بين الحاد والمعتدل على ما يقرب من ٣٥ بالمائة من الأطفال دون الخامسة من العمر. والافتقار إلى تحقيق تقدم بشأن هذا الهدف له أهمية كبيرة لأن تخفيض سوء تغذية الأطفال ينطوي على إمكانية كبيرة بالنسبة لتحسين صحة الأطفال ومحصلاتهم التعليمية على حد سواء، وتحسين رفاه الأفراد والأسر في نهاية الأمر. والارتفاع الحاد أخيرا في أسعار الأغذية إنما يزيد من إلحاح الحاجة إلى إجراءات أقوى لمكافحة سوء التغذية.

التنمية البشرية. ومن غير المحتمل، على أساس الاتجاهات الراهنة، أن يتم الوفاء بمعظم الأهداف الإنمائية للألفية المتعلقة بالتنمية البشرية على الصعيد العالمي. وستفي بعض الأقاليم ببعض هذه الأهداف، ولكن المرجح ألا تفي أفريقيا جنوب الصحراء وجنوب آسيا بذلك على نحو جد خطير. والتوقعات أقل موثوقة بالنسبة للصحة، مع احتمال حدوث قصور كبير في الحد من وفيات

مؤازرة قوة دفع النمو وتوسيع نطاقها. يجب أن يكون النمو القوى والجامع هو لب استراتيجيات إنجاز الأهداف الإنمائية للألفية، بما في ذلك القيام بجهود متضافرة لحفز النمو في البلدان المتوالية. ويتعين على البلدان الفقيرة أن تحقق نموا سنويا في الناتج المحلي الإجمالي بنسبة ٧ بالمائة أو أكثر لتحقيق تأثيرات جادة في الفقر. وعلى الرغم من تحسن النمو في أفريقيا، فإن نحو ثلث سكانها فقط يعيشون في بلدان حققت متوسطا نمو في الناتج المحلي الإجمالي في هذا النطاق في العقد الماضي. وتتباين أولويات سياسة تحقق النمو من بلد إلى بلد، ولكن ثمة ثلاثة مجالات ضرورية: سياسات اقتصادية كلية سليمة؛ ومناخا مميئا للاستثمار الخاص، بما في ذلك سبل الوصول إلى البنية التحتية الرئيسية، ونظم الحوكمة الجيدة (وأمّن أفضل أيضا في الدول الهشة). وفي الكثير من البلدان منخفضة الدخل، يعتبر وجود قطاع زراعي شديد الحيوية مسألة رئيسية في إنجاز نمو قوى وجامع - وسيساعد على تخفيف حدة الضغوط لزيادة أسعار الأغذية. وتحتاج المخاطر التي تواجه البلدان النامية والناجمة عن اضطرابات الأسواق المالية والتباطؤ المصاحب لذلك في الاقتصادات المتقدمة، إلى رصد حريص واستجابة ملائمة من السياسات.

تحقيق نتائج أفضل في التنمية البشرية. بالإضافة إلى التعهد بموارد أكبر، فإن نظم الحوكمة المحسنة، وآليات الخضوع إلى المساءلة الأقوى، والإدارة السليمة للإنفاق تعتبر ضرورية لتحسين الخدمات التعليمية والصحية وكفالة وصولها إلى الفقراء والسكان الذين يعانون نقصا في الخدمات. ويتعين إيلاء المزيد من

الإطار ٢

كيف يمكن للبيئة أن تتلاءم

الاستدامة البيئية ضرورية للنمو الاقتصادي المستمر والحد من الفقر. كما أنها تنهض بأهداف التنمية البشرية، مثل تحسين الصحة والتغذية والمحاصيل التعليمية. ويمكن للتنمية الاقتصادية في البلدان الفقيرة أن تسهم بدورها في تحقيق الاستدامة البيئية بواسطة تحسين سبل حصولها على مصادر الطاقة الحديثة (لا يملك ثلث سكان العالم النامي سبلا للحصول على الكهرباء) وعلى التكنولوجيات الأنظف والأكثر كفاءة، والحد من الاعتماد على أنشطة من قبيل اجتثاث الغابات، التي تلحق الضرر بالبيئة.

إدارة الموارد الطبيعية: يعتمد معظم البلدان النامية بشكل كبير على الموارد الطبيعية. وفي المتوسط، تشكل رؤوس الأموال الطبيعية أكثر من ٤٠ بالمائة من ثروتها الطبيعية، بالمقارنة مع ٥ بالمائة فقط في البلدان مرتفعة الدخل. وتتركز الخسائر الناجمة عن اجتثاث الغابات في أمريكا اللاتينية وأفريقيا جنوب الصحراء، حيث تفقد أراضي غابات تعادل في حجمها بنما أو سيراليون كل سنة. ومن الممكن أن تنخفض المياه النقية المتاحة إلى ما هو دون المستويات الحرجة عن قريب في الكثير من البلدان في الشرق الأوسط. وتركيزات تلوث الهواء الحضري الرئيسية في البلدان منخفضة الدخل أعلى، في المتوسط، بمقدار ثلاثة أمثال تقريبا عنها في البلدان مرتفعة الدخل. والإدارة السليمة للموارد الطبيعية - ما تحت التربة، والأرض، والمياه، ونوعية الهواء - ضرورية لاستدامة النمو في الأجل الطويل.

تأثير تغير المناخ: البلدان الفقيرة أكثر تعرضا للضرر، بسبب اعتمادها البالغ على الموارد الطبيعية ونقص التنمية، من تأثير تغير المناخ وأقل قدرة على التواء معه. وكان ٢٠٠ مليون نسمة، في المتوسط، يصابون كل سنة خلال التسعينيات من جراء الكوارث المتصلة بالمناخ، بالمقارنة مع نحو مليون نسمة في البلدان المتقدمة. وتبين التقديرات أن البلدان النامية في أفريقيا جنوب الصحراء وجنوب آسيا وأجزاء من أمريكا اللاتينية تواجه خسائر في الناتج الزراعي تصل إلى ٦٠ بالمائة من جراء الاحترار العالمي حتى عام ٢٠٨٠

الاهتمام بمكافحة سوء التغذية، وبخاصة فيما بين الأطفال، وإنشاء أساس أقوى لتحقيق نتائج أفضل في التنمية البشرية. ويجب أن تبرز تدخلات السياسات في الصلات الأقوى بين النتائج الصحية والتعليمية، والتغذية والعوامل البيئية - المياه والصرف الصحي والتلوث وتغير المناخ. فمثلا، يمكن لسوء الصحة الناتج عن المخاطر البيئية أن يكلف البلدان ما يقرب من ١,٥ - ٤ بالمائة من الناتج المحلي الإجمالي سنويا.

تكامل التنمية والاستدامة البيئية. يجب إدماج الاستدامة البيئية في العمل الإنمائي الرئيسي، مما يعظم من التضافر بينهما (انظر الإطار ٢). فعلى مدى السنين، أدرجت البلدان بشكل متزايد سبل الحصول على الطاقة وكفاءة استخدامها، ومكافحة التلوث، وشبكات المياه والصرف الصحي الأفضل، وإدارة موارد الغابات واستخدام الأراضي، والمحافظة على مصائد الأسماك والتنوع البيولوجي في استراتيجياتها الإنمائية. ويستلزم خطر الاحترار العالمي في الوقت الحالي تأكيذا أقوى أيضا على إدماج منع تغير المناخ في تلك الاستراتيجيات. وستحتاج البلدان النامية إلى الدعم، من خلال التمويل ونقل التكنولوجيا، لإنجاز عملية انتقال إلى النمو المتسم بالمرونة إزاء المناخ والكربون الأقل.

مضاعفة المعونة وزيادة فعاليتها. تلوح أوجه عجز ضخمة في المعونة إذا ما استمرت الاتجاهات الراهنة في المساعدة الإنمائية الرسمية. ففي الوقت الذي أخذ فيه الكثير من البلدان يوسع من قدرته على استخدام موارد متزايدة بشكل مثمر، بفضل الإصلاحات الاقتصادية، فإن المعونة أخذت تتوانى، بل وطفقت تنهار في الحقيقة. فقد نقصت المساعدات الإنمائية الرسمية من البلدان الصناعية الكبرى بنسبة ٨,٤ بالمائة بالأسعار الحقيقية في عام ٢٠٠٧ بالإضافة إلى انخفاض حقيقي قدره ٥ بالمائة في عام ٢٠٠٦. ويجب قلب هذا الاتجاه رأسا على عقب. إن بنیان المعونة أخذ في التغير مع بروز مصادر وأنساق جديدة للمعونة، بما في ذلك جهات مانحة جديدة مثل الصين والهند، والصناديق الرأسية العالمية، وقيام الجهات المانحة الخاصة. بدور أكبر. ويعد هذا البنیان الجديد بموارد وابتكارات أكثر ولكنه يخلق أيضا تحديات جديدة لفعالية المعونة واتساقها.

تسخير التجارة من أجل نمو قوى وجامع ومستدام. يجب على المجتمع العالمي أن يحقق نتائج ناجحة لجولة مفاوضات الدوحة في عام ٢٠٠٨. إن أسعار الأغذية المرتفعة الراهنة تتيح الفرصة لإزالة المأزق أمام تحرير التجارة الزراعية. وينبغي زيادة المعونة المقدمة للتجارة للمساعدة في تدعيم ما تملكه البلدان الفقيرة من بنية تحتية وخدمات متصلة بالتجارة، وتمكينها من اغتنام فرص التجارة. وينبغي أن تهدف سياسات التجارة إلى المساعدة على نقل التكنولوجيات الصديقة للبيئة عن طريق إزالة الحواجز أمام التجارة في المنتجات والخدمات البيئية.

تعزيز الدعم المقدم من المؤسسات المالية الدولية من أجل التنمية الجامعة والمستدامة. المؤسسات المالية الدولية لها دور بالغ الأهمية في دعم جدول الأعمال هذا. إذ أن ما تقوم به هذه المؤسسات من دور في التنسيق والتعزيز، في إطار بنیان التنمية والتمويل الدوليين الأكثر تعقيدا، سيصبح مهما بدرجة متزايدة، حتى مع تناقص دورها المباشر في التمويل.

السنة الحاسمة

يجب تسريع التقدم المحقق بشأن الأهداف الإنمائية للألفية وتوسيع نطاقه إذا ما أريد تجنب أوجه العجز الكبيرة. والاهتمام الدولي المصاحب لمنتصف فترة تلك الأهداف يجعل من عام ٢٠٠٨ سنة حاسمة لتوليد قوة الدفع الضرورية نحو تحقيق تلك الأهداف. وتوفر الاجتماعات الدولية رفيعة المستوى المعززة عقدها خلال السنة فرصة يجب اغتنامها للاتفاق على أولويات العمل ومعالمة المميزة من أجل مواصلة تحقيق التقدم. ■

ضياء قرشي مستشار أول في مكتب نائب الرئيس الأول للبنك الدولي لاقتصاديات التنمية، وخبير اقتصادي كبير.

خيار الضريبة الأقل



Richard M. Bird and Pierre-Pascal Gendron

The VAT in Developing and Transitional Countries

Cambridge University Press, Cambridge, United Kingdom, and New York, 2007, 278 pp., \$70 (cloth).

يقدم

كتاب «ضريبة القيمة المضافة في البلدان النامية والبلدان التي تمر اقتصاداتها بمرحلة انتقال» بقلم ريتشارد م. بيرد وبيير باسكال غندرون موجزا ممتعا في قراءته وشاملا وحافلا بالأفكار عن القضايا الحاسمة المتصلة باعتماد ضريبة القيمة المضافة وتنفيذها في البلدان النامية والبلدان التي تمر اقتصاداتها بمرحلة انتقال.

والمؤلفان في وضع جيد على وجه الخصوص يتيح لهما أن يقدموا هذا التحليل. فبيرد، وهو واحد من أشهر علماء اقتصاديات المالية العامة في كندا، وخبير لا يبارى في أمور ضريبة القيمة المضافة، عمل لصالح كل من صندوق النقد الدولي والبنك الدولي ولصالح نفسه في أكثر من ٥٠ بلدا. وعمل غندرون، وهو أيضا عالم في اقتصاديات المالية العامة، في الحكومة الكندية وقدم استشارات مستفيضة في الأمور المالية والضريبية.

ويعطى الكتاب إحساسا بتباين وتعقد مسائل ضريبة القيمة المضافة الحالية والمشاكل العديدة التي تحيط بها. غير أن المؤلفين لا يزالان يعتقدان أن ضريبة القيمة المضافة أداة مالية مناسبة للبلدان النامية والبلدان التي تمر اقتصاداتها بمرحلة انتقال. ويتساءل المؤلفان في المستهل عما إن كان ينبغي أن يكون لدى البلدان النامية والبلدان التي تمر اقتصاداتها بمرحلة انتقال ضريبة قيمة مضافة أصلا، ويجيبان عن السؤال بكلمة «نعم» بشكل حاسم.

استعراضات

كتاب

ويحاجان بأن من الأفضل بكثير بالنسبة للبلدان منخفضة القدرات الإدارية أن تركز على إرساء الأساسيات بالشكل الصحيح وأن تترك تنفيذ أحدث صيحة من المخططات - لمكافحة التدليس المزاوغ من النوع المنتشر في الاتحاد الأوروبي، ومعالجة المبيعات الرقمية، وفرض الضرائب على الخدمات المالية - إلى البلدان التي تستطيع تحمل تكلفة تجربتها على نحو أفضل من غيرها (من الناحيتين المالية والإدارية على حد سواء). وبحسب ما يشير إلى عن صواب، ففي البلدان النامية «تهيمن القدرة الإدارية والضرورات السياسية على واقع الضرائب».

ويتمسك المؤلفان بصفة عامة، فيما يتعلق بسمات التصميم الخاصة بضريبة القيمة المضافة بالنسبة إلى البلدان النامية، بالأعراف المصطلح عليها (والتي تختلف في بعض الحالات عن تلك التي كانت سائدة قبل ٢٠ عاما، كما يقولان). ويشمل ذلك، مثلا، اعتماد عتبة مرتفعة لتسجيل ضريبة القيمة المضافة، ومن ثم يتم الحد من عدد دافعي الضرائب، وتقليل الإعفاءات لأدنى حد، وتجنب الأسعار المتعددة، واستخدام منهجيات تدقيق ملائمة بدلا من نظم المضاهات الحاسوبية المتقنة، وتجنب إسقاط الضرائب.

ويعالج الفصل الثامن - وهو من بين أكثر أقسام الكتاب إثارة للاهتمام - ذلك الاهتمام المتزايد بضرائب القيمة المضافة واستخدامها. على النطاق دون الوطني. ويقدم المؤلفان نظرة عامة وتحليلا بارعين في الإيجاز للأحوال الراهنة في التطبيق والنظرية، وينتهيان بملاحظات تحذيرية واقعية وملائمة «بتبقى أن نرى ما إن كانت (ضرائب القيمة المضافة دون الوطنية) تستطيع أن تعمل بشكل مرض في بلدان مثل الهند، التي تملك ولاياتها بعض الاستقلال الذاتي المالي الحقيقي ولكن تواجه كلا من الحكومة المركزية وحكومات الولايات فيها معوقات إدارية حادة».

إن كتاب «ضريبة القيمة المضافة في البلدان النامية والبلدان التي تمر اقتصاداتها بمرحلة انتقال» يعتبر إضافة قيمة لمكتبة أي شخص مهتم بتصميم الضرائب، أو الإدارة العامة، أو التنمية بصفة عامة.

فكتوريا بيرد

رئيسة شعبة

دائرة الشؤون المالية في صندوق النقد الدولي

أرشانا كومار محرر استعراض الكتب .

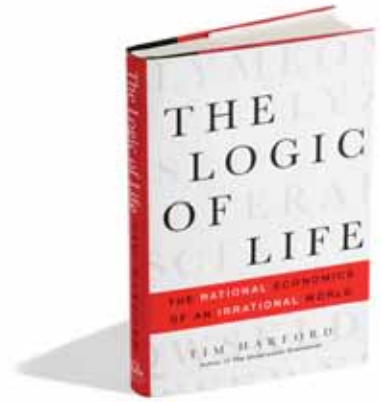
ورغم أن بقية الكتاب لا ترتاد فيه مجالات جديدة كثيرة، فإنه يقدم دعما لهذه الأطروحة ورؤية متدرجة للكيفية التي يمكن بها للبلدان النامية أن تنفذ ضريبة القيمة المضافة على أحسن وجه. ويشير الكتاب إلى الندرة العامة في التحليلات التجريبية بشأن العلاقة بين شتى سمات تصميم ضريبة القيمة المضافة وما تحقق على وجه الخصوص من نتائج في التطبيق، ويثير عددا من الأسئلة الحاسمة من أجل إجراء المزيد من الدراسة عنها. وتطرح استنتاجات الكتاب الرئيسية رؤية عملية منشطة للذاكرة عما هو ممكن عمليا، مقابل ما هو مثالي في أمور سياسة الضريبة وإدارتها، مما يعكس، دونما شك، خبرة المؤلفين المستفيضة في العمل في ٢٥ بالمائة على الأقل من بلدان العالم وتقديم المشورة لها على مدى سنوات كثيرة.

اختيار أفضل

ويطرح المؤلفان، في مجال إشاراتهما بالزيادة العالمية في ضريبة القيمة المضافة، نقطة مهمة في الفصل الأول من الكتاب، أحيانا ما يتم إغفالها، بأنه يجب زيادة إيرادات الحكومات شيئا ما، وأن ضريبة القيمة المضافة ربما تكون، في عالم يتسم بعدم الكمال، أقل الحلول اتصافا بعدم الكمال. ويشير المؤلفان إلى أنه في مواجهة الحراك المتزايد لرؤوس الأموال فإن احتمالات الإيرادات التي توفرها للبلدان النامية والبلدان التي تمر اقتصاداتها بمرحلة انتقال، ضريبة دخل الشركات وضريبة دخل الأفراد الشاملة محدودة جدا. ولذلك، فإن الاختيار الرئيسي الذي يمكن القيام به في تصميم الضريبة هو الاختيار ما بين ضريبة الدخل وضريبة القيمة المضافة. ومن رأى المؤلفين أن ضريبة القيمة المضافة ملائمة أكثر من ضريبة كسب العمل في الحصول على أموال من الاقتصاد غير الرسمي.

ويمضى المؤلفان، بعد هذا الإعراب عن الثقة في ضريبة القيمة المضافة، إلى مناقشة موضوعين آخرين يقوم عليهما التصميم الملائم للضريبة بالنسبة إلى البلدان النامية والبلدان التي تمر اقتصاداتها بمرحلة انتقال. أولا، من الخطأ، في تصميم الضريبة، بمثلما هو في الحياة، خلق تضاد بين ما هو أفضل وما هو جيد - إن محاولات حل جميع مشاكل ضريبة القيمة المضافة بواسطة تعقيدات قانونية وسياسية وإدارية متزايدة باستمرار مكتوب عليها الفشل. وثانيا - وهذه النقطة متصلة بالموضوع الأول - يحث المؤلفان البلدان النامية على عدم محاولة الذهاب إلى حيث لم يفلح أي بلد آخر من قبل.

المذهب العقلاني يفسر «الطبيعي»



Tim Harford

The Logic of Life

The Rational Economics of an Irrational World

Random House, New York, 2008, 272 pp., \$25 (cloth).

الاقتصادى، أشعر بالحيرة قد غمرتني من جراء ذلك الفيض الكبير في الوقت الراهن من الكتب عن «الاقتصاديات الجديدة لأي شيء». وحيث ابنتي قرأت كتاب تيم هارفورد السابق، «رجل الاقتصاد السري»، علاوة على «نقطة الإزاحة، والوميض، وحكمة الجموع، وبالطبع، اقتصاديات النزوة، فهل يُنصح لي أن أقرأ «منطق الحياة: الاقتصادات الرشيدة لعالم غير رشيد» أم يجب أن أنتمم بكتبي الدراسية في مجال الاقتصاد؟ وفي هذا الصدد، كيف لكم أن تفسروا السبب في تأليف مثل هذا العدد الكبير من هذا النوع من الكتب؟ توقيع: ضائع في عالم اقتصادات الفرقعة»

«عزيزي الضائع في عالم الاقتصادات الهشة نعم، كتاب منطق الحياة يستحق القراءة»، أولاً، في أي كتاب آخر يمكن افتراض اختيار رشيد من أجل مثل هذه الجولة المنطلقة وسط أمور الزواج والطلاق، والسمنة، والقمار، والإدمان، ورئيسك في العمل – نعم، كل الأمور التي لها أهمية حقيقية في الحياة؟ وما هي البحوث الاقتصادية الحديثة العهد الأخرى التي توفر تفسيراً مبهماً بشأن، من جملة أمور، ديناميات تحولات سكان الحضرة، ونشأة الثورة الصناعية، والكيفية التي قد يكون أسلافنا من البشر قد دفعوا بها بأنسان نياندرتال إلى الفناء؟

وثانياً، أين يمكن لك في غير هذا أن تجد تفسيرات رشيدة للسبب في أن الرؤساء التنفيذيين للشركات يحصلون على أجور باهظة (تلميح: لا يرجع ذلك إلى أنهم يستحقونها)، أو لماذا تندب كاري برادشو بطة مسلسل «الجنس والمدينة» الافتقار إلى الرجال في مانهاتن ورغم ذلك لا تنتقل إلى أنكوراج في الأسكا مثلاً. فإذا ما كان تفسير هارفورد بأنه «يبدو أن الكثير من النساء قررن أنه من الأفضل لهن أن يتنافسن على الرجال الأثرياء النادرين بدلا من الانتقال إلى حيث يعيش الرجال الفقراء وإن كانوا وفيرين» يبدو غير صائب جداً من الناحية السياسية، فحاول التفكير في بيولوجيا الارتقاء، والتي يمكن وفقاً لها أن يحمي الرجال الأقوياء الأسرة بشكل أفضل وتستطيع النساء الشاببات أن يلدن ذرية أكثر. وثالثاً، أين يمكن لك في غير هذا أن تتعرف على مثل هذا الفريق من الشخصيات المرموقة الذين يؤكدون أن الحقيقة يمكن أن تكون أغرب من الخيال، من كريس «جيسوس» فيرغوسون، مدمن الحاسوب الذي تحول إلى بطل لعبة البوكر والذي فاز في سلسلة مباريات البوكر العالمية في الفترة من ٢٠٠٠ إلى ٢٠٠٤ بأكثر من أي منافس له في عقد واحد مطبقاً نموذج جون فون نيومان في البوكر (تحذير: لا تحاول ذلك في لاس فيجاس)، إلى توماس شيلينغ الفائز بجائزة نوبل الذي استخدم نظرية المباراة لإنقاذ العالم من الحرب النووية وأقلع عن التدخين (وكان الانجاز الأخير أصعب بكثير من الإنجاز الأول كما يمكن لأي مدخن أن يقوله لك).

ومن ثم، فما هو تيم هارفورد، بعد كتاب «رجل الاقتصاد السري»، يتصدى لهذا الأمر مرة ثانية وبأخذنا في جولة من البحوث الحديثة من «جيل جديد من رجال الاقتصاد» لكي يؤكد فرضية بسيطة: أننا نستجيب للحوافز. ومن الواضح أن هارفورد متأثر بجاري بيكر وشيلينغ، اللذين يطبقان منظورات الاختيار الرشيد على أكثر مجالات الحياة استبعاداً. أضف إلى ذلك باقة من المفكرين الجدد المثيرين للاهتمام (دارون أسيموغلو، وإد غلايسر، ولينا إيدلوند، وميشيل كريم، ومارك غرانوفيتز، وجوستين ولفيرز، وكثيرون غيرهم)، فتحصل على مجموعة مذهلة من الحكايات المرتبطة ببعضها بافتراض رئيسي واحد: فالكثير من أمور الحياة والرومانسية والإدمان والحضرة، بل والفصل العنصري، يمكن تفسيره بواسطة فرضية مفادها أن الناس عقلانيون.

ولكنك قد تتساءل عما إن كانت الحوافز العقلانية هي كل القصة؟ أو ليس السلوك غير العقلاني أيضاً قواماً من مقومات الطبيعة البشرية؟ وحسبما يخلص إليه كتاب دان أريييلي: «غير عقلاني فيما يتصور: القوى الخفية التي تشكل قراراتنا» من أعمال حديثة العهد في الاقتصادات السلوكية، فإننا قد لا نحسب دائماً بشكل عقلاني قيمة مختلف الخيارات التي نواجهها. فكر، مثلاً، في الناس الأثماء وهم يسرقون كعك الدونات في الاحتفالات واللوازم المكتبية، ولكنهم لا يسرقون نقوداً، أو في المرضى الذين يحققون نتائج باستخدام الأدوية الغالية الثمن أفضل مما يحققونه بالأنواع السائبة الرخيصة. وبمعنى آخر، ألا يمكننا أن نضع «علم الحوافز» – نموذج السوق يعرف أفضل الذي وضعه هارفورد – في مقابل «علم العواطف»، حيث يمكن أن يتأثر السلوك الاقتصادي بقوى غير مفهومة، مثل العواطف، والنزوات، والأعراف الاجتماعية؟

في هذه النقطة يصيب «منطق الحياة» كبد الحقيقة: قد نحيد في بعض الأحيان عن الاختيار العقلاني، غير أن اقتراض عقلانية البشر المعيارى يحتفظ بنطاق مدهش للتفسير. فما قد يبدو غير قابل للتفسير للوهلة الأولى يصبح له معنى ما إن تسبر القوى الخفية ذات التأثير وكيفية استجابتنا لها. ويصدق ذلك بالنسبة لأهالي نيويورك ولندن الذين يدفعون الكثير للإقامة في مدن تكلفهم ما يزيد كثيراً عن علاوة أجورهم الأصلية، بل وبالنسبة لحاملي أسهم ديزني الذين وجدوا أن من الرشد أن يدفعوا لميشيل إيزنر راتباً يبلغ ٨٠٠ مليون دولار على مدى فترة شغله وظيفته التي تبلغ ١٣ سنة، حتى ولو كان قد أمضى وقته في مشاهدة «توم وجيري».

وأما فيما يتعلق بسؤالك الأخير، فإنك على حق في ملاحظة تكاثر أفضل الكتب مبيعا التي تفسر كل شيء من خلال عدسات الاقتصاد. وهذا يؤكد – إن كان ثمة حاجة لذلك – أن النجاح يجلب المقلدين وأن علماء الاقتصاد هم أول من يستجيب عقلانياً للحوافز. ومن حسن الحظ أن تناول «منطق الحياة» ينبغي ألا يكون عمل الذهن الخالي: إذا ما كنت مهتماً بالكيفية التي تتلاءم بها الطبيعة البشرية و«العلم المسبب للكآبة» معاً، فإن قراءة الكتاب هي المسار العقلاني للعمل.

ججلبس بوش

مستشار

دائرة العلاقات الخارجية في صندوق النقد الدولي

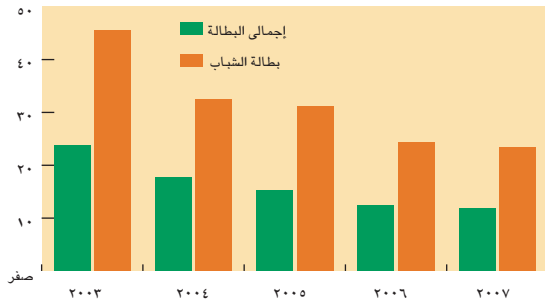


الجزائر

أدارت الجزائر ثروتها الهيدروكربونية بطريقة سليمة، محققة نموا قويا واستقرارا اقتصاديا كليا. ويتعين عليها أن تعمق الآن من إصلاحاتها المتوجهة نحو السوق، وبخاصة في القطاع المالي، لتنويع الاقتصاد ومواصلة الحد من البطالة.

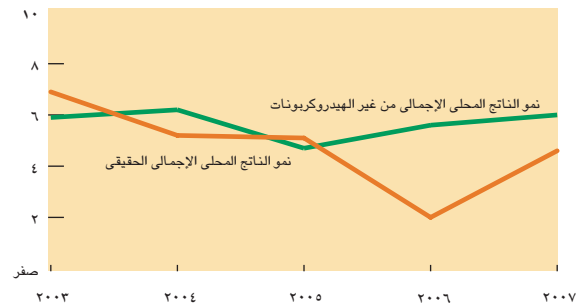
تم خفض البطالة إلى النصف مع زيادة خلق الوظائف في قطاع الهيدروكربونات، رغم أن البطالة لاتزال مرتفعة فيما بين الشباب.

(معدل البطالة كنسبة مئوية)



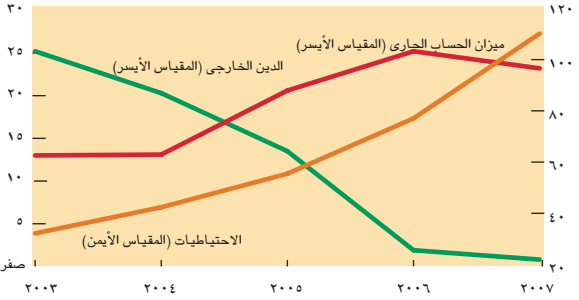
كان نمو الجزائر البالغ النشاط في السنوات الأخيرة مدفوعا بإنتاج عال من الهيدروكربونات والنشاط المتسارع في الخدمات والتشييد والأشغال العامة.

(نسبة مئوية)



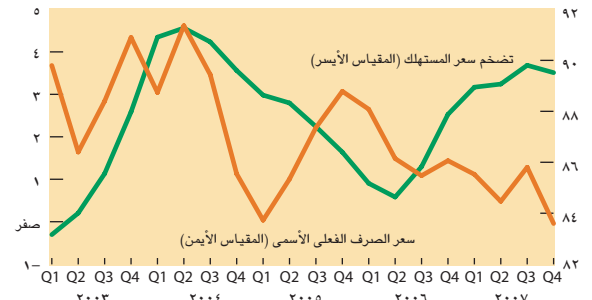
تمت ترجمة أسعار النفط المرتفعة بصورة قياسية إلى فائض ضخم في الحساب الجاري. مما زاد احتياجات أجنبية زيادة هائلة، وأدى إلى انخفاض له شأنه في الدين الأجنبي.

(بمليارات الدولارات)



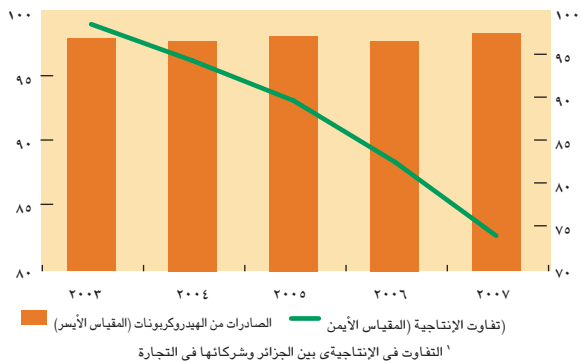
يدار سعر الصرف بطريقة مرنة، ورغم أن أسعار الأغذية أخذت في الارتفاع، فإن التضخم العام قيد السيطرة.

(مؤشر ٢٠٠٠ = ١٠٠)



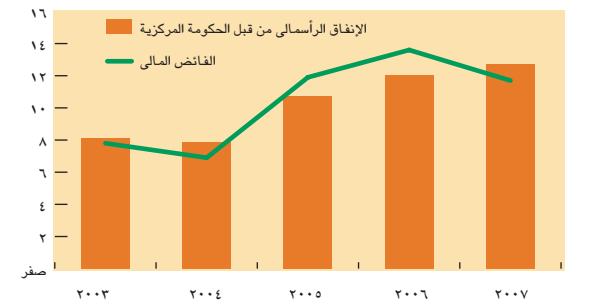
تشمل أولويات الجزائر العليا تعزيز الإنتاجية وتنويع الاقتصاد بعيدا عن الهيدروكربونات.

(نسبة مئوية من إجمالي الصادرات)



وتحقيق قوى في الميزانية - رغما عن برنامج استثمار عام طموح تم الاضطلاع به لمعالجة الحاجات الملحة عن البنية التحتية والحاجات الاجتماعية.

(نسبة مئوية من الناتج المحلي الإجمالي)



المصدر: السلطات الجزائرية وتقديرات موظفي صندوق النقد الدولي.

«عوامل زعزعة الاستقرار» الآلية

لماذا تحدث أسعار الأغذية والوقود المرتفعة تأثيراً مزعزعا للاستقرار على الاقتصاد العالمى المتباطئ؟!

بطبيعة الحال بالنسبة لمصدرى السلع الأساسية، ولكنه عامل مثبت للاستقرار بالنسبة لنمو الاقتصاد العالمى ككل.

إنها الأغذية والنفط

ولكن أسعار السلع الأساسية طفتت ترتفع فى الوقت الحالى بدلا من أن تنخفض. وتخلق الأسعار الأعلى ضغوطا تضخمية فى الكثير من الاقتصادات فى الوقت الذى ينبغي لها أن تنظر فى السياسات المضادة للاتجاهات الدورية. كما أن الأسعار الأعلى تضر بالفقراء مباشرة.

لقد أخذت أسعار النفط والفلزات والأغذية تتصاعد على مدى سنوات عديدة (انظر حديث صريح، فى مجلة التمويل والتنمية، كانون الأول/ ديسمبر ٢٠٠٧). ويعكس هذا الاتجاه، إلى حد ما، وجود طلب قوى من قبل الأسواق الناشئة، ولا سيما الإنجازات والأدواق المتغيرة لدى الطبقات المتوسطة الجديدة فى البلدان منخفضة الدخل فيما سبق. ومن المرجح أن تكون هذه الزيادة فى الطلب دائمة ويتعين أن يضاهاها استثمار أعلى فى إنتاج السلع الأساسية.

كما تعكس أسعار الطاقة والأغذية الأعلى على مدى السنوات القليلة الماضية سياسات فى الاقتصادات المتقدمة، ومن بينها الولايات المتحدة والاتحاد الأوروبى، تحاول تشجيع الوقود الحيوى من خلال الدعم ودرجة مشؤومة من الحماية. وتنشأ الصلة مع أسعار النفط لأن جهات الإنتاج الرئيسى والفرعى تشعر بأن الوقود الحيوى يجعل مستقبلها أكثر مدعاة للاستراتيجية ومن ثم يثبط الاستثمار. وتتمثل الصلة مع الأغذية ببساطة فى أن الأرض تستخدم بشكل متزايد فى إنتاج محاصيل تستخدم كوقود من أجل الآلات (بدائل للبنزين أو السولار) وليس من أجل الناس (سعر حرارية من أجل استهلاك البشر المباشر أو علف للحيوانات).

كما قام المناخ المعاكس، فى بعض الحالات، بدور فى هذا الشأن، وقد يكون ذلك مؤقتاً أو جزءاً من تحول أكبر فى الأنماط المناخية. ويجرى حوار أسر فى أستراليا، مثلاً، بشأن هذه القضية. ولا تزال سوق النفط مشدودة ومعرضة لقفزات كبيرة فى الأسعار بفعل شائعات عن اختلالات فى المعروض بسبب متغيرات تتراوح بين المناخ المعاكس إلى المخاطر السياسية فى شتى أنحاء العالم.

غير أن واقع الأمر يتمثل أيضاً فى أنه حدث خلال الأشهر الستة الماضية، مع تباطؤ الاقتصاد العالمى، تحرك فى أسعار معظم أنواع السلع الأساسية صعوداً بدلا من الهبوط - أى فعلت عكس ما نتوقعه فى العادة. فلماذا؟!

الاقتصاد مغرمون بمصطلح «عوامل تثبيت

علماء الاستقرار الآلية». ويشير هذا المصطلح

بصفة عامة إلى أى شيء يميل بشكل طبيعى

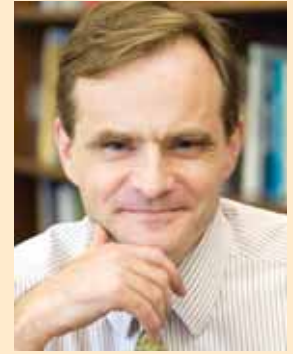
إلى التكيف، بحيث يعاوض تغييرات أخرى ويجعل النظام أكثر استقراراً. ومن النماذج الجلية لذلك إعانات البطالة. فمع تباطؤ اقتصاد ما وفقد الناس وظائفهم، فإن تأمين البطالة يزودهم بدخل بديل، وهو ما يساعد على إبقاء الاستهلاك أعلى مما كان ليكون عليه لولا ذلك. وتقوم ضريبة الدخل المتناقصة بدور مثيل عندما ينكمش الاقتصاد - مع حدوث أوجه عجز مالى أكبر نتيجة لذلك.

وتحدث هذه الأمور بدون أى تغيير فى القوانين: فهى مبيته فى النظام وتبدأ فى العمل ألياً. وهى أمور تبعث على الطمأنينة. إن يتم، إلى حد ما، معاوضة أى حركة صوب الانكماش ألياً بطريقة تؤدي إلى الانتعاش بطريقة طبيعية.

النسخة العالمية

ثمة عدد من عوامل تثبيت الاستقرار الآلية مبيته فى النظام الاقتصادى العالمى. ويتعلق أهم هذه العوامل بالكيفية التى يتفاعل بها هذا النظام عندما يتباطأ النمو فى اقتصاد رئيسى، مثل الولايات المتحدة. وينبغي أن يتمثل أحد الآثار فى انخفاض فى أسعار الفائدة طويلة الأجل. وقد انخفضت هذه الأسعار، إلى حد ما، منذ صيف عام ٢٠٠٧. وبمرور الزمن، ينبغي للأسعار الأقل أن تساند الاستثمارات وأن تساعد سوق الإسكان العالمية على العودة لطبيعتها على حد سواء.

غير أن عاملاً رئيسياً آخر لتحقيق الاستقرار تمثل تقليدياً فى أسعار السلع الأساسية. وعادة، فإنه مع تباطؤ الولايات المتحدة وغيرها من الاقتصادات، ينخفض الطلب على السلع الأساسية - مثل النفط - وأسعارها. وهذه حقيقة راسخة لا خلاف عليها. ومن شأن الانخفاض فى أسعار السلع الأساسية أن يساعد على الحفاظ على القوة الشرائية، ومن ثم الطلب، أعلى مما كانا ليكونا عليه لولا ذلك فى الولايات المتحدة وغيرها من الاقتصادات المتقدمة الأخرى. كما أن التضخم الأدنى يعنى توفير مجال أكبر لقيام بنك الاحتياطى الاتحادى فى الولايات المتحدة وغيره من المصارف المركزية بخفض أسعار الفائدة، ولقيام الحكومات، عند الاقتضاء، بزيادة إنفاقها المالى. وحدث انخفاض فى أسعار السلع الأساسية ليس بالخبر السعيد



سيمون جونسون
المستشار الاقتصادى ومدير دائرة
الأبحاث فى صندوق النقد الدولى

إن الاضطرابات المالية الراهنة تزيد من جاذبية السلع الأساسية كطبعة من الأصول. وعلى وجه الخصوص، فمع انخفاض الدولار في مناخ من انخفاض سعر الفائدة، فإن سنوى الفاعلية المالية تتوقع أن ترتفع أسعار السلع الأساسية (بما في ذلك النفط)، على الأقل بالأسعار المقومة بالدولار. وثمة خطر بأن تصبح هذه التوقعات، على الأقل لبعض الوقت، ذاتية التحقيق بطريقة تجعل الأسعار «تتجاوز كثيرا» المستويات التي تتسق مع الثوابت الاقتصادية.

«لا نستطيع الاستمرار في حالة يعمل فيها استحداث الوقود الحيوى على زيادة عدم التيقن بشأن أسعار الوقود الأحفورى فى المستقبل»

ولذلك، فرغما عن أن الزيادة الحديثة العهد فى أسعار الطاقة والأغذية قد تكون مؤقتة إلى حد كبير، فإنها تمثل أيضا ضربة حقيقية جدا وسلبية بشكل كبير لأفقر سكان العالم الذين ينفقون أكثر من ٥٠ بالمائة من دخلهم على الغذاء والوقود. ورد الفعل الطبيعى للحكومات فى الأسواق الناشئة والبلدان النامية هو أن «تحتج» الزيادة فى أسعار الطاقة والأغذية العالميين – أى لا تمر الزيادة بالكامل وفورا إلى المستهلكين – وذلك لتجنب التأثير الباعث على الاختلال إلى حد كبير، ولا سيما ذلك الذى قد يسبب تدهورا مستفحلا فى مستويات معيشة الفقراء، مما يسفر عن أعمال شغب أو ما هو أسوأ. وتحتج الحكومة الزيادة فى الأسعار من خلال طائفة من التدابير، مثل تحديد الأسعار وفرض القيود على صادرات الأغذية. ومن بين النتائج الطبيعية لنجاح السياسات الاقتصادية الكلية على مدى السنوات القليلة الماضية فى الكثير من البلدان أن توافرت له القدرة على حجز زيادات الأسعار بأكثر من الماضى.

قد يبدو ذلك كله حميدا جدا. ولكن إذا ما أخذناه فى جملته، فإن القوى التى نشهدها هنا أفرزت نحو ٥٠ بالمائة من الزيادة فى أسعار الأرز حتى الآن فى السنة الحالية. وهذه صدمة عالمية كبرى ويقع أكبر تأثير لها على كاهل الفقراء.

كل الأمور متصلة ببعضها

وعلاوة على ذلك، تغذى التحركات المبالغتة فى العملات الرئيسية ما يحدث من زيادات فى أسعار السلع الأساسية. وعلى وجه الخصوص، فأخيرا، ومع انخفاض قيمة الدولار، ارتفعت أسعار النفط. وفى هذا السياق، ينبغى أن تساعد الدعوة الحديثة العهد التى وجهتها مجموعة السبعة من البلدان الصناعية الكبرى بشأن إيجاد سوق للنقد الأجنبى لتجنب التجاوزات الباعثة على الاختلال. غير أن التضخم فى الولايات المتحدة طفق ينخفض مع تباطؤ الاقتصاد، فى حين لا يزال البنك المركزى الأوروبى قلقا بشأن التضخم مع تواصل ارتفاع أسعار السلع الأساسية. وهكذا فإن من غير المرجح أن يحل التدخل المنسق فى إطار السياسات النقدية المتباينة أى شيء، أو حتى أن يحدث أصلا.

فإذا ما طبقنا منطقا مماثلا، فهل يبدو نهج موحد إزاء التدخل فى أسواق سلع أساسية متجاوزة الهدف معقولا؟ من المتيقن أن القطاع العام له حق ومسؤولية إبلاغ القطاع الخاص بشفافية كلما شعر بأن السوق ذهبت إلى أبعد مما ينبغى وبسرعة أكبر مما يجب – ما يسمى «الإقناع للتأثير على السلوك». ولكن هل يستطيع القطاع العام أن يساند مثل هذا التحذير بإجراءات سياسية لها مصداقيتها؟

من الصعب رؤية ذلك يحدث. إن لا يوجد لسوق السلع الأساسية مكافئ للمصارف المركزية مستعد للتدخل فى سوق النقد الأجنبى – تذكر أن تلك المصارف تتحكم فى نهاية الأمر فى المعروض من النقود على جانبى السوق. والقطاع العام فى بعض البلدان لديه احتياطات استراتيجية من بعض السلع الأساسية، ولكن ليس لديه رصيد كبير بالنسبة لتدفقات التجارة العالمية.

وعلى أى حال، كانت الإجراءات الحديثة العهد التى اتخذتها الحكومات فى كافة أنحاء العالم مزعومة للاستقرار بأكثر من هذا – على وجه الخصوص فيما يتعلق بالقيود المفروضة على الصادرات من الأغذية الأساسية. وتميل تلك القيود إلى إيقاع الفوضى فى التجارة العالمية، ورفع الأسعار، وربما تقضى إلى البيع والاكتناز بدافع الذعر.

وسوق السلع الأساسية الوحيدة التى يتيسر فيها التدخل العام هى سوق النفط. فهذه السوق بها جهات منتجة قوية تملك قوى السوق، وقد يكون التدخل عند نقطة ما فعالا. وعلى كل حال، فإن أسعار النفط المرتفعة جدا تنزع إلى إثارة مشاكل اقتصادية عالمية كبيرة (التضخم، أو الانكماش أو الكابوس الكبير: الكساد المقترن بالتضخم)، وتميل المشاكل الكبيرة إلى أن تقضى إلى عمليات تباطؤ عالمية وأسعار منخفضة جدا للنفط. والمؤكد أن مثل هذا السيناريو الشديد التطرف ليس فى صالح منتجى النفط.

ثلاث قنوات

وعلى العموم، يمكننا أن نفكر فى التصدى لقضية أسعار السلع الأساسية من خلال ثلاث قنوات على الأقل – أو من منظور تغييرات فى السياسات يمكن القيام بها فى ثلاثة أنواع من البلدان على الأقل. فالبلدان الثرية تستطيع أن تحسن (أو تقلص) سياساتها بشأن الوقود الحيوى بواسطة تخفيض الدعم أو تقليل الحماية، ويستطيع منتجو النفط أن يلتزموا بإضافة قدرة إضافية، وتستطيع البلدان متوسطة الدخل أن تصحح آلياتها الداخلية للتسعير الداخلية، وأن تتحرك صوب الدعم الموجهة.

ولا نستطيع الاستمرار فى حالة يزيد فيها استحداث الوقود الحيوى عدم التيقن بشأن أسعار الوقود الأحفورى فى المستقبل، ومن ثم تثبيط الاستثمارات فى الطاقة فى كل من البلدان المنتجة والمستهلكة، وهو ما يمكن أن يؤدى بدوره إلى قفزات كبيرة فى الأسعار تتجنب البلدان النامية تمريرها إلى مستهلكيها. لقد بنينا نظاما عالميا للطاقة مزودا بعوامل آلية تزعزع الاستقرار وهذه ليست بالفكرة الطيبة.

عمل محفوف بالمخاطر

كما يتعين علينا أن نغير نهجنا تجاه تخفيف حدة المخاطر والتأمين ضدها على مستوى الزراعة والبلدان فرادى. ويجرى اتخاذ خطوات لها شأنها فى أرجاء العالم لتعزيز التأمين ضد الكوارث واستحداث أسواق قوية للمعاملات الآجلة. ومن الممكن أن تساعد هذه الخطوات إلى حد كبير فى طمأنة الزراع بأنهم إذا ما قاموا باستثمارات (تستند إلى أسعار اليوم) فيوسعهم المحافظة على أسعار السلع الأساسية على ما هى وحصد الجوائز.

وينبغى لنا أن ننظر فى تبني فلسفة مماثلة للتعامل مع الصدمات – بما فى ذلك إجراء تغييرات فى أسعار النفط والأغذية تؤثر على الواردات، علاوة على حجم الصادرات – على مستوى الاقتصاد الكلى. وينبغى أن تشعر البلدان بمزيد من الثقة بأن التمويل سيكون متاحا عندما تمس الحاجة إليه، وذلك على أساس ثوابتها السلمية المتوسطة الأجل فحسب، ووجود صدمات سلبية يمكن قياسها. إن التأمين له مغزى بالنسبة لسيارتك وبيتك، فلماذا لا يكون له ذلك بالنسبة لبلدك؟