



بائع في محل وضع بطاقات أسعار المواد البقولية في دلهي، الهند.

# آسيا تتعرض لاختبار الاضطرابات المالية العالمية

كينيث كانغ وجاك مينيان

Kenneth Kang and Jacques Miniane

إن كيفية صمود آسيا لصدمة كل من النمو العالمي المتباطئ وامتداد نطاق الأزمة المالية أمر حاسم، ليس للإقليم فحسب، وإنما للعالم ككل.

الأولى، تبدو آسيا، بالمقارنة مع أقاليم أخرى، في وضع أفضل لمواجهة العاصفة التي خلقتها الأزمة المالية

**كيف ستتمكن  
آسيا من الصمود  
للعاصفة مع اتساع  
نطاق الأزمة المالية  
العالمية؟**

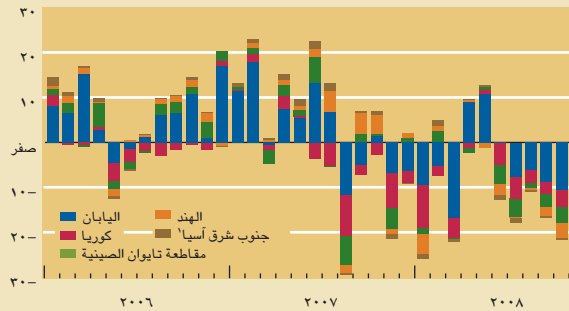
العالمية، وذلك بفضل احتياطياتها الرسمية الجمة الواقية، وأطر سياساتها المحسنة، والميزانيات العمومية القوية لقطاعي الشركات والمصارف.

بيد أنه بعد انهيار مصرف ليمان إخوان في منتصف أيلول/ سبتمبر وما أعقب ذلك من زيادة في النفور من المخاطر العالمية، امتدت الأزمة إلى آسيا وأثارت الاضطرابات في الكثير من أسواقها. ولقد تبخر في الوقت الحالي أي أمل في أن ينجو الإقليم من الأزمة دون أن يمسه سوء. ومع توقع أن يتباطأ النمو العالمي بشكل ملحوظ في السنة المقبلة وأن يستمر التخلي عن الاقتراض لتحقيق الفاعلية المالية، فمن المحتمل أن تواجه آسيا فترة صعبة في المستقبل.

## الشكل ١ رؤوس الأموال الأجنبية الهاربة

أخذ المستثمرون النافرون من المخاطر يخرجون أموالهم من أسواق الأسهم الآسيوية منذ بداية الأزمة الائتمانية العالمية.

(التدفقات الصافية من الأسهم، بمليارات الدولارات)



المصدر: Bloomberg LP  
١ إنديونيسيا واليابان وتايلاند وفيت نام.

## نظم آسيا المالية

صعوبة (انظر الرسم البياني ٢). وشهدت البلدان التي لديها نظم مصرفية تعتمد بدرجة أكبر على تمويل الجملة وعلى ودائع التجزئة بدرجة أقل (أستراليا والهند وكوريا ونيوزيلندا) ارتفاعاً أكبر في تكاليف الاقتراض، وذلك إلى حد ما بسبب الخوف من أنها قد تواجه صعوبات في تمديد آجال ديونها. ونتيجة لهذه الشروط المتشددة، انخفض التمويل الخارجي الخاص للإقليم بشكل حاد.

كما وقعت أسواق المعاملات بين المصارف المحلية وأسواق النقد المحلية تحت ضغوط من جراء الاضطرابات العالمية. وفي المراكز المالية (إقليم هونغ كونغ الإداري الخاص التابع للصين، وسنغافورة وطوكيو) زادت فروق المعاملات بين المصارف على الإيرادات الحكومية المقارنة (ما يسمى بفروق TED)، بما يعكس الخوف من مخاطر الطرف المقابل مع المصارف الأجنبية، علاوة على الهروج إلى حيث توجد الجودة. واتسعت الفروق على مقايضات إعمار الائتمان في آسيا - تكلفة التأمين ضد العجز عن سداد سندات الشركات - بشكل جم (انظر الرسم البياني ٣). كما ظلت سوق التعامل النقدي في المنتجات الهيكلية المحلية مغلقة فعلياً حيث استمر المستثمرون في التحول إلى الصكوك المورقة. وكان أكثر ما يزعج إقليم يعتمد بشكل مرتفع على التجارة الخارجية هو تزايد الأدلة على أن تمويل التجارة أخذ ينضب. وأخيراً، طفق النقص العالمي في سيولة الدولار في الانتشار ليؤثر على أسواق العملة المحلية، مثل تلك الخاصة باتفاقات المقايضة وإعادة الشراء، مما أفضى إلى بعض الخلل السوقي وأسعار التمويل المحلي الأعلى.

## نطاق استجابات السياسات

استجاب صناع السياسات بنطاق من التدابير الرامية لتحقيق الاستقرار في الأحوال المالية. فعلى سبيل المثال، فإنه إضافة إلى توفير سيولة قصيرة الأجل غير عادية، اتخذت السلطات النقدية في هونغ كونغ خطوات لتوسيع أنواع الضمانات التي تقبلها وزيادة جاذبية أوجه دعم السيولة التي تقدمها وأجال استحقاقها. وفي الهند قلل مصرف الاحتياطي من اشتراطات الاحتياطي النقدي

عملت بعض السمات المهمة لنظم آسيا المالية على حمايتها فيما سبق من أسوأ الأزمات. وتميل هذه النظم للخضوع للهيمنة المصرفية وعدم الانخراط بصفة عامة في الأنشطة الخارجة عن الموازنات العمومية أو الاستثمار في الأصول المورقة غير السائلة التي تشكل لبّ الأزمة الراهنة في الاقتصادات المتقدمة. وتعرض المؤسسات المالية الآسيوية لمخاطر للرهونات دون الممتازة في الولايات المتحدة ومنتجات الائتمان الهيكلية من خارج البلاد محدود، وهو ما يعزى إلى حد ما إلى الإدارة الأشد حذراً للمخاطر وتدعيم الهيكل التنظيمي الذي نتج عن الأزمة المصرفية لليابان في أواخر التسعينيات والأزمة المالية في آسيا الناشئة في عام ١٩٩٧. وعلاوة على ذلك، لا تزال المنتجات المشتقة والمنتجات الهيكلية في الإقليم في مرحلة أولية نسبياً من نموها في معظم الأحوال.

غير أنه بالنظر إلى تكامل الإقليم الكبير مع بقية العالم تجارياً ومالياً، فإن آراء المستثمرين عن آسيا ساءت مع احتدام الاضطرابات العالمية وتزايد التصورات بأن الاقتصاد العالمي دخل في مرحلة تباطؤ كبير. ودفع خروج كميات كبيرة من الأسهم الصافية أسعار السندات إلى الهبوط بحدة (الرسم البياني ١). وكانت صناديق التحوط المركزة على آسيا من بين أسوأ الصناديق أداءً على نطاق العالم، مع انخفاض عوائدها بشكل مستمر إلى ما هو أدنى من صناديق الأسواق الناشئة الأخرى. كما أضعفت تدفقات رؤوس الأموال إلى الخارج من العملات في بعض البلدان بشكل له شأنه، وبخاصة الهند وكوريا ونيوزيلندا وفيت نام. واستجابت بلدان عديدة لذلك بالتدخل لدعم عملاتها، في تناقض صارخ مع ما كان يجري في العديد من السنوات السابقة، عندما كان معظم البلدان الآسيوية مشغول البال بشأن الارتفاع السريع في قيمة عملاتها. ومع زيادة النفور العالمي من المخاطر، وجدت الحكومات والشركات والمؤسسات المالية الآسيوية أن الوصول إلى الأسواق المالية العالمية أصبح أكثر

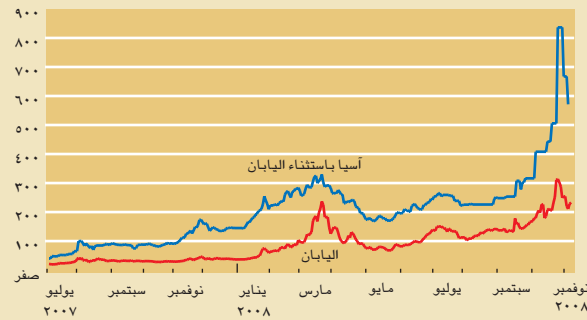


الشكل ٣

## ارتفاع مخاطر الائتمان

ارتفعت الفروق على مقايضات العجز عن سداد الائتمانات في آسيا، وأساساً تكلفة التأمين على العجز عن سداد الائتمانات، ارتفاعاً مشهوداً منذ منتصف عام ٢٠٠٨.

(نقاط الأساس)



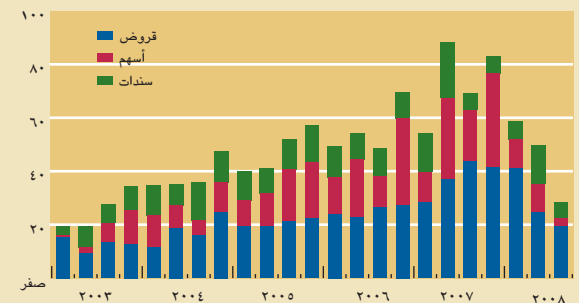
المصدر: حسابات بلومبرغ وموظفي صندوق النقد الدولي. ملحوظات: قيست بواسطة مؤشرات iTraxx الفروق في المبلغ السنوي الذي يتوجب أن يدفعه الكيان الذي يلتزم الحماية معرارة بنسبة مئوية من قيمة الدين التي تتم حمايتها. ونقطة الأساس هي ١٠٠٠/١ من نقطة مئوية.

الشكل ٢

## الاستيعاد التام

يجد المقترضون الآسيويون - السائدون من القطاع الخاص - أن الاستفادة من الأسواق المالية العالمية أكثر مشقة على الدوام.

(مليارات الدولارات)



المصدر: قاعدة صندوق النقد الدولي بشأن سندات الأسهم والقروض من خلال Dealogic.

التي يفرضها على المصارف بشدة لتخفيف الضغوط على سوق المعاملات ما بين المصارف. كما استخدمت المصارف المركزية في أستراليا والهند وكوريا احتياطاتها الرسمية لتوفير سيولة من دولارات الولايات المتحدة من خلال الأسواق المحلية لمقايضات النقد الأجنبي (صكوك تستخدمها المؤسسات للتأمين ضد مخاطر الصرف عندما تستخدم أموالاً بعملة ما لتلبية الطلب على عملة أخرى). وقد قدمت مساعدة إلى شتى المصارف المركزية في الإقليم فيما تبذله من جهود بواسطة ترتيبات مقايضة مع بنك الاحتياطي الاتحادي في الولايات المتحدة. وعلاوة على ذلك، أعلنت بلدان كثيرة عن ضمانات للودائع و/أو ضمانات للديون الأجنبية لمصارفها.

### ما الذي يواجهه الإقليم

مع ازدياد الظروف المالية العالمية سوءاً، فإن الكثير يعتمد على قدرة القطاع المصرفي المحلي على توفير ائتمان كاف وحسن التوقيت في بيئة من النمو المتباطئ والمخاطر السوقية الآخذة في الارتفاع. وحتى الآن، ورغم عن الصائفة المالية، صمد الإقراض المصرفي التقليدي بشكل معقول إلى حد جيد. وقد تناقص نمو الائتمان الخاص في كافة أنحاء الإقليم، ولكنه ظل قوياً - إلا في فييت نام، حيث تباطأ توسع الائتمان استجابة لتشدد السياسات. ورغم أن المصارف الآسيوية استفادت من وضع سليم نسبياً لرأس المال، فإن من المحتمل أن يرفع التباطؤ الاقتصادي من تكاليف الائتمان وقد يخفض أيضاً نمو الإقراض. لقد ارتفعت معدلات إعسار الشركات في البلدان التي ضعف الطلب المحلي فيها، مما يشير إلى ارتفاع محتمل منتظر في القروض المعدومة. كما يمكن أن تؤثر أسواق الإسكان الفاترة في بعض البلاد على نوعية الأصول المصرفية. وفي حين أنه لا يتوقع حدوث تدهور كبير في الظروف المصرفية الإقليمية، فإنه لا يمكن استبعاد ذلك في هذه المرحلة. وعلى وجه الخصوص، هناك خطر بأن يكون التباطؤ العالمي أعمق وأكثر تطاولاً مما هو متوقع، مما يسفر عن عدد كبير من إفلاس الشركات في الإقليم.

### التأهب لما هو أسوأ

ما الذي يمكن للجهات القائمة بالإشراف والتنظيم أن تفعله للحد من مخاطر العدوى من التباطؤ العالمي والاضطرابات الائتمانية؟ ثمة ميزة في اتباع نهج متعدد الشعب من أجل آسيا.

• إدارة التعرض لمؤسسات مثقلة بقروض كبيرة. أثار فشل العديد من المؤسسات الكبيرة المنكوبة في الاقتصادات المتقدمة القلق بشأن احتمال تعرض الفعاليات الأخرى المثقلة بقروض مرتفعة للمخاطر، بما في ذلك تلك الموجودة في آسيا. ويمكن أن يساعد الإفصاح المبكر عن التعرض للمخاطر في تلطيف الشواغل السوقية والسماح للمستثمرين بالمفاضلة ما بين المؤسسات والبلدان. (مثلاً، تنشر وكالة الخدمات المالية اليابانية ممتلكات المؤسسات التي تقبل ودائع من المنتجات دون الممتازة والمهيكل). ويمكن توقع حدوث المزيد من الإفلاسات، وينبغي لصناع السياسات أن يراجعوا خطط الطوارئ، بما في ذلك معالجة التداعيات المحتملة على سوق المعاملات فيما بين المصارف وكفالة كفاية التأمين (أو الضمانات) على الودائع وبرامج إعادة الرملة العامة. وبالإضافة إلى ذلك، فمن شأن القيام بدرجة أكبر من التعاون عبر الحدود فيما بين جهات الإشراف أن يساعد على تقوية رصد الكساد المالي من خارج البلاد، وأن ترسي، حيثما تكن النظم المالية مترابطة، الأساس لأعمال منسقة أكثر فعالية.

• تعزيز إدارة مخاطر السيولة. يجب على جهات الإشراف أن تكفل اتباع المصارف للمعايير التنظيمية الصحيحة بشأن إدارة مخاطر السيولة - مثلاً، من خلال تجنب تفاوت آجال السداد. كما يجب عليها أن تكفل أداء المصارف لاختبارات الإجهاد وتخطيط الطوارئ الذي يشمل أحداثاً متطرفة مثل قطع التمويل الأجنبي. كما ينبغي للمصارف المركزية أن تنظر في استعراض نطاق أدوات السيولة المتاحة، بما في ذلك النقد الأجنبي، وإمكانية مد نطاق توفير مخصصات السيولة إلى مجموعة أوسع من المؤسسات مقابل نطاق أعرض من الضمانات.

• حماية سبل الحصول على التمويل عبر الحدود، بما في ذلك تمويل التجارة. تعتمد المصارف المحلية بشدة على فروع المصارف الأجنبية في الحصول على سيولة بدولارات الولايات المتحدة، علاوة على اعتمادها على أسواق مقايضة

## «يعتمد الكثير على قدرة القطاع المصرفي المحلي على توفير ائتمان كاف وحسن التوقيت في بيئة من النمو المتباطئ».

النقد الأجنبي، والتي تعرضت للإجهاد خلال فترات النفور من المخاطر المرتفعة، وأثرت بدورها على أسواق التمويل المحلية. وينبغي، لكفالة التمويل السلس عبر الحدود، أن يعمل القائمون على التنظيم على فحص مخاطر الطرف المقابل في تلك الأسواق وكفالة أن يكون لدى المصارف المحلية بدائل للتمويل الأجنبي إذا ما عزلت عن هذه الأسواق بشكل مؤقت. وينبغي أيضاً أن يؤخذ في الاعتبار مد نطاق الضمانات لتغطي تمويل التجارة في حالة قطع هذا التمويل.

• تقوية إدارة المخاطر. ويمكن، مع تباطؤ النمو، توقع ارتفاع معدلات إعسار الشركات والديون عديمة الأداء. وقد تكون المصارف الإقليمية المعرضة لمخاطر القطاعات المعرضة للتضرر بصفة خاصة من التباطؤ المحلي، مثل الإسكان والمنشآت الصغيرة والمتوسطة الحجم، مهددة بدرجة أكبر من المخاطر. وسيتعين على الجهات القائمة على الإشراف أن تكفل قيام المصارف المحلية بتصنيف القروض بشكل صحيح وأن تحتجز مخصصات وافية للقروض المسببة للمشاكل.

• التأهب لإعادة رملة النظم المصرفية عندما تمس الحاجة إلى ذلك. لا يمكن أن يستبعد في هذه المرحلة إمكانية حدوث موجة أكبر من المتوقع من إعسار الشركات مما يقضى إلى إخفاقات مصرفية. ومن ثم ينبغي للسلطات أن تنظر في خطط طوارئ، وأن تدعم القاعدة الرأسمالية للمؤسسات المالية إن كان ثمة احتياج إلى أموال عامة.

• تنفيذ إصلاحات مالية طويلة الأجل. رغم أن الأزمة لا تزال تتكشف وأنه لا يزال يجري تعلم الدروس، فقد ينتهز صناع السياسات هذه الفرصة لتنفيذ إصلاحات أطول أجلاً لتدعيم نظمهم المالية. وقد يشمل ذلك تدعيم المخصصات المستندة إلى المخاطر، ومعالجة المخاطر المسارية للاتجاهات الدورية الناجمة عن الاقتراض لزيادة الفاعلية المالية، ومواصلة تنمية أسواق السندات المحلية، وتعزيز رصد المؤسسات المهمة بصورة نظامية، بما في ذلك تلك الموجودة خارج النظام المصرفي. ■

كينيث كانغ نائب رئيس شعبة، وجاك مينيان خبير اقتصادي في دائرة آسيا والمحيط الهادى في صندوق النقد الدولي.