



# حالات رواج الأوراق المالية ما هي أفضل الطرق لإدارتها؟

جيوفاني ديلا أريكشيا Giovanni Dell'Araccia

عملية تطوير عمراني لم تكتمل في ايرلاند بالولايات المتحدة.

وكما عرفنا خلال الأشهر الأخيرة، فإن حالات التعثر تغدو أبهظ كلفة بكثير عندما تكون المصارف متورطة في حالة الرواج، وتكون الأسعار مدعومة من قبل مؤسسات عالية الاستدانة المالية لتحقيق الفاعلية. ذلك لأنه عندما تنكمش أسعار الأصول، تتدهور الميزانيات العمومية للمقترضين وبالتالي ميزانيات المصارف تدهورا حادا (خاصة عندما تشيع عمليات عدم توافق آجال الاستحقاق)، مما يسفر عن تجميد الائتمان، الذي قد يحدث تأثيرا شديدا على النشاط الاقتصادي. وخلال فترات الانتعاش الاقتصادي، يؤدي ارتفاع قيم الضمان إلى تخفيف القيود على الائتمان. وتسهم الزيادة الناجمة في الائتمان بدورها في إذكاء الارتفاع في أسعار الأصول. أما الاتجاه العكسي، فقد يؤدي إلى هبوط، حيث إن انخفاض قيم الضمان يمنع المقترضين من الحصول على ائتمان، مما يؤدي إلى زيادة خفض أسعار الأصول (كيوتاكي ومور، ١٩٩٧).

على النقيض من ذلك، تميل حالات الرواج المدعمة باستدانة محدودة ومشاركة محدودة من جانب البنوك إلى الانكماش دون إحداث تصدعات اقتصادية كبرى. فعلى سبيل المثال، فإنه عندما حدث تعثر عقب فقاعة شركات الإنترنت (دوت كوم) في ٢٠٠١ تلاه ركود خفيف نسبيا. وفي ذلك الرواج، لعبت المصارف دورا ضئيلا. وكان للهبوط الحاد في أسعار الأسهم أثره على الثروة، لكنه لم يسفر عن ذلك النوع من رفع الصدى السلبي بين الميزانيات العمومية المتدهورة للمقترضين والمقرضين، الذي ميز الأزمة الراهنة. ولهذا السبب، فإنه لم يسفر عن ضعف الجهاز المصرفي وإفساد عرض الائتمان اللذين نشهدهما الآن.

وبافتراض أن صناع السياسات قد قرروا أن رواجها خطيرا في سبيله إلى التشكل، ويريدون تكميشه قبل أن يعيث في الاقتصاد الحقيقي فسادا، فما هي الأدوات المتاحة تحت إمرتهم؟

ماريلاند بالولايات المتحدة حالات رواج أسعار الأوراق المالية شائعة الحدوث نوعا ما في اقتصادات السوق. كانت أول حالة يتم توثيقها هي «هوس زهرة التيوليب» في ١٩٣٧ في هولندا، عندما بلغت قيمة مبيعات العقود - في أوجها - أكثر عشر مرات من الدخل السنوي لحرفي ماهر وكان أحدث الحالات هي حالة الرواج الإسكاني في الولايات المتحدة خلال العقد الماضي، والتي أشعل تعثرها الأزمة الاقتصادية العالمية الراهنة. ليست كل حالات الرواج متماثلة. فبعضها يرتبط بأزمات ووقائع من الضوائق المالية. إلا أن بعضا منها أدى إلى النمو، وإنشاء حالات ملموسة طويلة الأجل، مثل «هوس السكك الحديدية» الذي حدث في الأربعينيات من القرن التاسع عشر في بريطانيا. لقد أعاد نطاق الأزمة الراهنة وشدها إشعال الجدل حول ما إذا كان ينبغي أن تعنى السياسة الاقتصادية بحالات رواج أسعار الأصول المالية والزيادات في الاستدانة لتحقيق الفعالية المالية؛ وإذا كان الأمر كذلك، فهل يندرج هذا تحت السياسة النقدية، أو ينبغي أن يلقي العبء على التدابير التنظيمية؟ ما هو الدور الذي يجب أن تلعبه سياسة المالية العامة إن وجد؟ إن هذا الجدل سوف يبقى شاغلا يشغل الاقتصاديين وصناع السياسات فترة من الزمن، لكن هناك بضع نتائج مبدئية يمكن استخدامها.

## حالات الرواج المستندة للاستدانة أكثر خطرا

قد لا يتمثل الأمر المهم إلى هذه الدرجة الكبيرة رواج أسعار الأصول في حد ذاته، ولكن فيمن يملك الأصول والمخاطرة، وكيف يتم تمويل الرواج، وكيف يمكن أن يؤثر أي تعثر نهائي في المؤسسات المالية. إن درجة الروافع أو الاستدانة المالية لتحقيق الفاعلية المرتبطة بتمويل حالة ما من الرواج، ودرجة انخراط البنوك وغيرها من جهات الوساطة المالية هي التي تحدد مدى ضخامة تأثيرات الميزانية العمومية، والأخطار التي تهدد كمية وسائل الائتمان في حالة التعثر.

**ليست كل حالات  
الرواج متماثلة -  
وتوجيه الدعوة  
الصحيحة للسياسات  
التي يتعين اتباعها  
يتوقف على كيفية  
حياسة الأصول ومن  
هم المعرضون لتعثر  
محتمل**

## تركيز أقوى على الاستقرار المالي الكلي

كان النهج الأول المتعارف عليه تقليدياً هو السياسة النقدية لكن رجال المصارف المركزية أناس يتسمون بالحد، ومعظمهم لا يزال على حذره في استخدام أسعار الفائدة في تكميش رواج أسعار الأصول. ويحاج أولئك الذين يجذبون التغافل الحميد بأن المصارف المركزية ينبغي أن تركز على التضخم (وعلى النمو، إن فوض لها بذلك). ويمكن مراقبة أسعار الأصول بغرض استخلاص معلومات مفيدة عن حالة الاقتصاد (فالارتفاع السريع في أسعار الأصول، مثلاً، قد يعطى مؤشراً على وجود ضغوط تضخمية أعم)، لكن لا ينبغي استهدافها في حد ذاتها.

وهذا الرأي يستند إلى أربع حجج رئيسية:

- إن دور السياسة النقدية هو السيطرة على التضخم.
- إنه من الصعب تحديد الرواج في أسعار الأصول.
- إن السياسة النقدية قد تكون أداة ثلثة أكثر من اللازم.
- إن تدخل السياسات قد يضر أكثر مما ينفع. ولهذه الأسباب، كما يذهب الجدل، فإن السياسة النقدية تكون مهياًة لنتشال الأشلاء بعد وقوع الكساد بصورة أفضل من تهيئتها للحيلولة دون نشوء الرواج في المقام الأول.

لكن دورات الرواج والتعثر كما أظهرت الأزمة الراهنة، يمكن أن تكون باهظة التكلفة. وقد أثبتت لنا أن روافع السياسات التقليدية - وهي تخفيض أسعار الفائدة، وضخ السيولة في الاقتصاد - لا تفلح عندما يصاب النظام المالي بضرر بالغ. علاوة على ذلك، فبرغم أنه قد يكون من الصعب حقاً التعرف - على وجه اليقين - على حالات الرواج القائمة على المضاربة، إلا أنه من الممكن تيسير هذه المهمة بتضييق بؤرة التركيز لتنصب على الوقائع التي تتضمن الائتمان والنظام المصرفي. وإضافة إلى ذلك، فإنه حتى لو كان من الصعب فرز حالات الرواج «السيئ» فقد يكون من الأفضل اتخاذ إجراءات وفقاً للسياسات على أساس الحاجة لإصدار حكم تقديري (كما هو الحال في التضخم) لو كانت هناك مخاطرة حقيقية من أن يترتب على عدم التحرك سيناريو كارثي. وإلى الحد الذي قد ينذر فيه تراكم المخاطرة الشاملة على النظام بتدهور اقتصادي حاد - وإلى الحد الذي لا يستطيع فيه التنظيم الحيلولة تماماً دون هذا التراكم، يترتب على ذلك أن المصارف المركزية لا يمكنها إتباع نهج الإغفال الحميد تجاه حالات الرواج في أسعار الأصول وفي الائتمان. وينبغي أن يكون استقرار الأسعار هدفاً ضمن تفويض أعرض لتحقيق الاستقرار المالي الكلي.

ومع ذلك، قد تكون السياسة النقدية وحدها أداة ثلثة أكثر مما يلزم للتعامل مع حالات الرواج القائمة على المضاربة. هل تريدون أن تطردوا مليوناً من الناس من وظائفهم لأن مصارفكم استدانتم كثيراً لتحقيق الفاعلية المالية؟ وإضافة إلى ذلك، فإن العائد المتوقع على الأصول، في أثناء حالات الرواج، يكون أعلى بكثير من أن يؤثر فيه تغير هامشي في سعر الفائدة. كما أن انفتاح حسابات رأس المال يحد أكثر من فعالية أسعار الفائدة - حيث يستطيع الأفراد والشركات الذين يسعون للحصول على قروض - مثلاً - أن ينقلوا أعمالهم ببساطة إلى فرع مصرف دولي. ويصدق ذلك على وجه الخصوص على الاقتصادات المفتوحة الصغيرة، وعلى البلدان التي لديها قطاعات مالية أكثر تطوراً، حيث تتوافر للمصارف فرصة سهلة للحصول على الائتمان الخارجي. ومن المحتمل أيضاً أن تجتذب الشروط النقدية الأكثر إحكاماً رأس المال الأجنبي، وبذلك تزيد من تغذية الطلب على الأصول المستهتة.

وهكذا، فإنه نظراً لأن المشكلة الرئيسية في حالات الرواج تتمثل في احتمال انتشار حالات انهيار المصارف، فقد تطرح التدابير التحفظية والإدارية حلاً أكثر استهدافاً. ولذلك ينبغي أن تكون عنصرها محورياً من أي تصدٍ متكامل من جانب السياسات.

## تحسين التنظيم قد يفيد

ثمة مشكلة كبرى هي أن الأدوات التنظيمية القائمة لا تخفف من نزعة مسابرة

للاتجاهات الدورية التي تتسم بها الأسواق المالية وتراكم الاستدانة المالية لتحقيق الفاعلية. والحقيقة هي العكس تماماً.

لقد عجز التنظيم التحفظي إلى حد بعيد عن الحيلولة دون تراكم المخاطر الشاملة لكل للنظام في أوقات الرخاء ونزع إلى زيادة تفاقم الهبوط الاقتصادي. وتفرض التنظيمات القائمة على المصارف أن تحتفظ بمزيد من رأس المال في أثناء فترات الهبوط الاقتصادي، مع زيادة مقاييس المخاطر، عندما يكون رأس المال قد استنفد بالفعل. ويسهم النهج القائم على التقديرات الداخلية وفقاً لاتفاقية بازل الثانية في هذه المشكلة، لأن احتمالات التعثر يرجح أن تتصدى للتقلبات الدورية (ريبولو، وسورينا، وتروشارت، ٢٠٠٩). ويجبر هذه المصارف على تقليص إقراضها، وبذلك يسهم في تفاقم الهبوط.

وينبغي للتنظيمات، حتى تصبح فعالة، أن تقوم حوافز للشركات للتخفيف من وقع صدمات الاقتصاد الكلي. لكن مسألة كيفية تصميم سياسات تحفظية فعالة لمواجهة التقلبات الدورية لم يبدأ الاقتصاديون وصناع السياسات في معالجتها إلا منذ عهد قريب فقط.

وعند تصميم السلطات مثل هذه السياسات (صندوق النقد الدولي، ٢٠٠٩) عليها أن تنظر فيما يلي:

• استحداث أدوات لامتناس الصدمات؟ قد يلعب تنظيم رأس المال من أجل مواجهة الاتجاهات الدورية، واشتراطات تجنب مخصصات للفاقد من القروض، دوراً مهماً في مكافحة حالات الرواج.

• الحد من الاستدانة لتحقيق الفاعلية المالية. لمنع الاستدانة المفرطة لتحقيق الفاعلية المالية في أثناء فترات الانتعاش، يمكن أن تقترن اشتراطات رأس المال المرجح بالمخاطر بقيود بسيطة نسبياً، لكن مريحة على هذه الاستدانة لتحقيق الفاعلية المالية.

• الحد من تقلب الإقراض العقاري. يمكن التقليل من تقلب الإقراض العقاري من خلال العقود على النسبة بين القرض والقيمة لمواجهة التقلبات الدورية. وقد تستند هذه القيود، مثلاً، على نمو الناتج، وديناميات تسعير المساكن، أو الإقراض الكلي المرتبط بالمساكن. ومن شأن تشديد اشتراطات القروض أن يلج النمو السريع في الائتمان المقدم بعملة أجنبية، وغير المغطى.

• الحد من تحمل المخاطر. يمكن أن تستهدف السياسات مصادر معينة من المخاطر، مثلاً يطلب اشتراطات أشد إحكاماً للأحقية والضمانات لأنواع معينة من القروض وفرض قيود على التعرض لمخاطر العملات الأجنبية.

• تثبيط الإقراض والاقتراض المفرط. يمكن أن يتم ذلك بإلغاء ضمانات النقد الأجنبي الضمنية أو الحوافز المالية العامة لأنواع معينة من القروض، ومن خلال الحملات العامة للتوعية بالمخاطر (اينوك، واوتكير - روبي، ٢٠٠٧).

مراقبة المصارف التي تكتنفها مشكلات، وأخيراً، ينبغي استحداث تدابير من شأنها تحسين قدرة الاقتصاد على الصمود أمام التعثرات. وتشمل مثل هذه التدابير تشديد الإشراف على المصارف التي يحتمل أن تكتنفها المشتكلات، وتسييد اشتراطات الإفصاح في سياسات إدارة المخاطر. ويجدر بنا أن نتذكر أن الاعتقاد السائد مثل الأزمة كان هو أن التوريق قد نقل المخاطرة إلى خارج الجهاز المصرفي.

إن تصميم هذه القواعد وتنفيذها لن يكون بالأمر السهل (انظر مقال: «أوروبا تحت الضغط» في هذا العدد)، خاصة في عالم يخضع للعلمة. إن التكامل المالي يحد من فاعلية التدابير الأحادية الجانب، لأن الأفراد والشركات يمكنهم أن يتحايلوا على القيود بتحويل أموالهم إلى مراكز خارجية، وإلى المصارف الأجنبية الأم.

والمطلوب بالطبع هو مزيد من التعاون الدولي. وسوف تزداد فاعلية التدابير لو عملت وكالات الإشراف معاً من أجل سد الثغرات، مثلاً منع الناس من التحول من الإقراض المحلي بالعملات الأجنبية إلى الائتمان الأجنبي المباشر. وسوف تزايد حيوية هذا النوع من التعاون مع زيادة تكامل النظم المالية.

## احتواء الرواج من خلال الضرائب

سياسة المالية العامة أو السياسة الضريبية هي آخر ما يتوافر لصناع السياسات من أدوات. فالتدابير الضريبية يمكن أن تساعد في احتواء الرواج. وتشديد السياسة الضريبية بتقليل الطلب الإجمالي، من شأنه أن يوقف تراكم نقاط الضعف. والضرائب، بوجه خاص يمكن أن تؤثر في أسعار الأصول، لكنها أدوات ثلثة غير حاسمة، وتظل مسألة ما إذا كان ينبغي استخدام الزيادات في الضرائب في احتواء حالات الرواج محل خلاف.

ومع ذلك، فإن الأزمة الراهنة لا بد أن تدفع صناع السياسات إلى إعادة فحص التدابير القائمة منذ فترة طويلة التي تحبذ الاستدانة لتحقيق الفاعلية المالية، مثل السماح بالخصومات من مدفوعات الفائدة على الرهن العقاري. ورغم أن معظم المراقبين يعتقدون أن السياسة الضريبية لعبت دوراً ضئيلاً في الأزمة الراهنة، إلا أن القواعد الضريبية في بلدان كثيرة أفضت بشكل واضح إلى مستويات عالية من ديون القطاع العائلي والشركات، وربما أدى ذلك إلى زيادة نقاط الضعف في الاقتصاد الكلي. وقد تكون مخصصات الضرائب قد أثرت أيضاً على مستوى أسعار الأصول الرئيسية، ونموها، وتقلبها، الأمر الذي أثار تساؤلات حول ما إذا كانت سياسة الضرائب الاستثنائية قد لعبت دوراً في تخفيف هذه الأسعار أو دعمها والدليل على ذلك هو تأثير التخفيف من ضريبة الرهن العقاري

## الطريق إلى الأمام

قد يكون من الصعب اكتشاف رواج صاعد، ومن الصعب الخروج برد فعال باستخدام السياسات، وهو ما يفسر سبب نزوع صناع السياسات إلى الإعراض عن الإجراءات الصارمة من خلال السياسات.

قد تؤدي حالات الرواج الممولة من المصارف إلى حالات التعثر التي تثير الاضطراب في كمية وسائل الائتمان المعروضة في الاقتصاد، كما تعلمنا بمشقة وعناء. ويمكن على نحو آمن ترك حالات الرواج الأخرى، مثل رواج أسواق الأوراق المالية، لترعى نفسها بنفسها. والدرس المستفاد من الأزمة الراهنة واضح: فإذا تم تضخيم الرواج من خلال زيادة الاستدانة لتحقيق الفاعلية المتوافرة من الجهاز

المصرفي، وجب على صناع السياسات أن يفكروا مرتين مثل أن يقرروا البقاء في صفوف المتفرجين. وتستند الحجة المؤيدة للتدخل بالسياسات إلى كيفية تمويل الرواج وكيفية تحمل المخاطرة. وتمثيل وقائع الرواج ذات الاستدانة المحدودة، التي تتضمن مشاركة وسطاء ماليين إلى الانكماش دون إحداث تصدعات اقتصادية كبرى. وتكون المخاطر بالنسبة للاقتصاد أكبر عندما يتم تغذية التصاعد في أسعار الأصول من خلال الاستدانة لتحقيق الفاعلية المالية، وتكمن المخاطر أساساً داخل الجهاز المصرفي.

ومن المرجح أن مزيجاً من أدوات السياسات هو الطريقة المثلى لتكميش الرواج. وسوف يتعين على السياسة النقدية في المستقبل أن تضع الرواج في أسعار الأصول، والاستقرار المالي في اعتبارها بصورة أكبر لكن الاستجابة من خلال السياسات ينبغي أن تتضمن اللجوء بشكل أكبر إلى تدابير تحفظية مرنة جديدة تهدف إلى الحد من نزاع الوساطة المالية لمسيرة التقلبات الدورية. ■

جيوفاني ديللا اريكشيا نائب رئيس شعبة بدائرة البحوث بصندوق النقد الدولي

المراجع:

Enoch Charles, and I. Ötger-Robe, 2007, Rapid Credit Growth in Central and Eastern Europe (Washington: International Monetary Fund).

IMF, 2009, "Lessons of the Financial Crisis for Future Regulation of Financial Institutions and Markets and for Liquidity Management," (Washington); see <http://www.imf.org/external/pp/longres.aspx?id=4316>

Kiyotaki, Nobuhiro, and John Moore, 1997, "Credit Cycles," Journal of Political Economy, Vol. 105, No. 2, pp. 211-248.

Repullo, Rafael, Jesús Saurina, and Carlos Trucharte, 2009, "Mitigating the Procyclicality of Basel II"; see [ftp://ftp.cemfi.es/pdf/papers/repullo/RST\\_G20\\_ebook.pdf](ftp://ftp.cemfi.es/pdf/papers/repullo/RST_G20_ebook.pdf)

## تعالوا إلى

### الأسطنبول، تركيا

### لحضور ندوات برنامج ٢٠٠٩

إثارة للفكر ←

وضع لجدول أعمال ← الإلهام بالعمل

ندوات البرنامج هي أول منتدى عالمي تستطيع فيه أن تنضم لمديري القطاع الخاص التنفيذيين من كل أنحاء العالم، وصناع السياسة من المستوى العالمي من ١٨٥ بلداً، وغيرهم من القادة في مبادئ التنمية والتمويل الدولية في حوار مفعم بالحيوية وبناء لدعم شبكة التعاون في الاقتصاد الدولي.

#### موضوعات أساسية لعام ٢٠٠٩

- ◆ الأزمة العالمية وانتخابات السياسة
- ◆ الأزمة المالية والفقراء
- ◆ الأزمة والانتعاش والإصلاح الهيكلي
- ◆ أوروبا الناهضة وآسيا الوسطى
- ◆ مستقبل النظام المالي الدولي
- ◆ اختفاء اللون الأخضر على الاستجابة اللازمة
- ◆ أدوار القطاعين العام والخاص بعد الأزمة

■ 2009 ■ ANNUAL MEETINGS ■



WORLD BANK GROUP ■ INTERNATIONAL MONETARY FUND

متى : ٢-٥ أكتوبر ٢٠٠٩

أين : أسطنبول، تركيا

للحصول على مزيد من المعلومات يرجى الاتصال:  
Annual Meetings Program of Seminars  
IMF—World Bank Group  
Washington, D.C. 20431 U.S.A.

Telephone: [1](202) 473-3394

Facsimile: [1](202) 623-4004

Email: [seminars@worldbank.org](mailto:seminars@worldbank.org)

Website: [www.worldbank.org/pos](http://www.worldbank.org/pos)