

الاستعداد لعالم

ما بعد الأزمة

جون ليبسكي
John Lipsky

تقييم دور
صندوق النقد
الدولي في البنيان
المالي الدولي في
المستقبل

وضمن تقاسم هذه المنافع على نطاق واسع والحد من خطر الأزمات مستقبلا. وقد أسفرت قمتا الزعماء التزامات رئيسية بدعم تنظيم القطاع المالي، بما في ذلك توسيع محيط التنظيم وتعزيز التعاون عبر الحدود - والامتناع عن النزعة الحمائية في كل من السياحة التجارية والمالية الكلي المالية.

وفي هذا السياق، يتطلع المجتمع العالمي للصندوق للقيام بدور القيادة. لكن ما الذي سيكون عليه دوره في الهيكل المالي الدولي لما بعد الأزمة، وما هي التغيرات المطلوبة لضمان نجاحه في دوره الجديد والمتوسع؟

أدوات النجاح

لقد تطور صندوق النقد الدولي منذ إنشائه مع تطور الاقتصاد العالمي. وثمة لحظات كبرى من الشدة الاقتصادية الكلية الدولية على وجه الخصوص، منها على سبيل المثال نهاية نظام أسعار الصرف الذي أنشأته اتفاقية بريتون وودز، وانهيار الكوميون (مجلس المساعدات الاقتصادية المتبادلة للاتحاد السوفيتي السابق)، دفعت بصندوق النقد الدولي إلى ارتياد ساحة جديدة. ورغم هذا التطوير، فقد بات من الواضح بصورة متزايدة أن صندوق النقد الدولي يفتقر إلى بعض الأدوات الكفيلة بجعله فعالا بصورة كاملة، لاسيما في الحيلولة دون الأزمات. فقد تم صياغة طقم أدوات الصندوق في فترة سيطرت البنوك فيها على

الأمر المرجح أن يتسم عالم ما بعد الأزمة بتعزيز العمل متعدد الأطراف، وبمزيد من التنسيق بين السياسات، وبنظام مالي أكثر فاعلية في تنظيمه عقب قمة مجموعة العشرين في نيسان، أبريل الماضي، صار صندوق النقد الدولي مهيا للعب دور رئيسي في هذه البيئة العالمية الجديدة، وأخذ يعمل على ضمان أن تتوافر له الأدوات والموارد الكفيلة بمواجهة التحديات التي ينطوي عليها هذا الدور الجديد بصورة كاملة.

الأزمة المالية العالمية تحديا غير مسبق يتطلب استجابة غير مسبوقة،

تطرح

وقد حققت ذلك بالفعل. فقد عملت البلدان معا بطرق كانت مبتكرة وفعالة. وهذا العمل المشترك هو ما شددت عليه عملية مجموعة العشرين الجديدة، وتجسد في قمتي الزعماء غير المسبوقتين في تشرين الثاني/ نوفمبر ٢٠٠٨، ونيسان/ أبريل ٢٠٠٩. وكان هذان الاجتماعان جوهرين - حيث أقرزا التزامات مهمة من مجموعة البلدان العشرين الصناعية وبلدان الأسواق الناشئة بتوثيق تعاونها في مجال سياسات الاقتصاد الكلي والقطاع المالي.

لقد وجد صندوق النقد الدولي نفسه في قلب جدول الأعمال الدولي الجديد هذا. وبصفة خاصة؛ جرى على نطاق واسع التسليم بأن الأمر يتطلب إجراء تغييرات واسعة إذا أردنا الحفاظ على مزايا اقتصاد عالمي مفتوح ومتكامل

تبين الصورة الصحفيين في قمة مجموعة العشرين في لندن.

الأسواق المالية، وكانت الديون السيادية تشكل معظم تدفقات الديون الدولية، وكان التمويل من خلال الأوراق المالية لا يزال في مهده. إلا أن التدفقات المالية الخاصة عبر الحدود كما نعلم كانت قد تضخمت بصورة متفجرة خلال الأعوام الأخيرة، بعد أن صارت الوساطة فيها تتم من خلال تقنية مالية متزايدة الاقنات. كما يعمق التكامل المالي أيضا عبر البلدان، مصحوباً بشبكة معقدة من الآثار الفيزية بين الاقتصاد العيني والقطاع المالي. وساعدت هذه التطورات في إنقاذ توسع عالمي تاريخي خلال الفترة من ٢٠٠٣ إلى ٢٠٠٧، لكنها بلغت أوجها في الأزمة المالية الأخيرة - وهي أزمة بدأت جذورها في شريحة ضيقة في سوق الإسكان الأمريكية، وامتدت بصورة مثيرة إلى كل ركن من أركان العالم.

الوقاية من الأزمات على نحو أكثر فاعلية

الأجد بالذکر أن غياب وسيلة احترازية كبيرة وجذابة بما يكفي - أي بوليصة تأمين من نوع ما للبلدان الأعضاء - كان من نقاط الضعف في طقم أدوات صندوق النقد الدولي، وفي البنين المالي العالمي. وفي غياب هذه الوسيلة، كانت البلدان عادة لا تلتزم التمويل من الصندوق إلا بعد أن تضربها الأزمة، الأمر الذي حد من دوره في توفير التمويل من أجل تيسير التصحيح المؤلم في بعض الأحيان. وبالإضافة إلى زيادة التكلفة النهائية لصدات الاقتصاد الكلي للبلدان الأعضاء، كان ذلك يعنى ربط صندوق النقد الدولي في غالب الأحيان ببرامج التقشف الشائكة سياسيا. وقد أثرت بلدان كثيرة، خاصة في لندن، بدلا من ذلك التأمين الذاتي عن طريق بناء أرصدة كبيرة من الاحتياطات الأجنبية. ورغم أن ذلك كان يبدو معقولا بالنسبة لبلدان فردى، إلا أنه ساهم في تراكم اختلالات عالمية على مدى العقد الماضى، والتي بدورها لعبت دورا في الأزمة الاقتصادية الراهنة.

لقد حدثت عدة بدايات متعجلة فاشلة على مدى السنين حيثما كان صندوق النقد الدولي يحاول تنفيذ وسيلة احترازية، إلا أن الأمر اقتضى نشوب الأزمة الراهنة توافق الرأى بين البلدان الأعضاء للتوصل لجدوى هذا المسعى. وفي آذار/ مارس من هذا العام أدخل صندوق النقد الدولي حد تسهيل ائتمان، يوفر فرص الحصول على مبالغ كبيرة جدا مرنا من التسهيلات الائتمانية - دون تطبيق شروط سياسات الصندوق بأثر رجعى - للبلدان التي لديها سياسات اقتصادية جد قوية، وسجل أداء قوى. ولعل ذلك هو أكبر تغيير في كيفية تفاعل الصندوق مع الأعضاء، منذ نهاية بريتون وودز. وقد أفادت كل من المكسيك، وبولندا، وكولومبيا بالفعل من الوسيلة الجديدة، وهي تعامل التمويل - الذى يبلغ مجموعه نحو ٧٨ مليار دولار للبلدان الثلاثة كتمويل احترازي. وقد استجابت الأسواق بصورة إيجابية لإعلان هذه العمليات - حيث أدى ذلك إلى تقوية أسعار الصرف، حتى مع استفادة بلدين منهما من فسحة لالتقاط الأنفاس التي وفرها لهما حد التسهيل الائتماني المرن في التخفيف من حدة السياسة النقدية (انظر الشكل البياني). وعلى ضوء هذه التجربة المبدئية الإيجابية، من المرجح أن يحذو مزيد من البلدان حذوها في المستقبل القريب.

وبرغم ذلك، فإن هذه الوسيلة ليست مناسبة لكل البلدان. فبالنسبة لبعضها، قد تساهم وسيلة احترازية ما في زيادة الثقة بالسوق، لكن السياسات وأخر السياسات قد لا تظل في حاجة إلى تدعيم. ولهذه البلدان، استحدث صندوق النقد الدولي الترتيبات الاحترازية سهلة المنال، التي تقدم مرة أخرى بوليصة تأمين، لكن مقابل التدابير اللازمة المتعلقة بالسياسات.

مشروعية أكثر تركيزا ومرونة

بالنسبة لهذه البرامج ومعظم برامج الصندوق الأخرى، سوف تبقى المشروعية أمرا حاسما لضمان إجراء التصحيحات اللازمة في السياسات، والحفاظ على الطبيعة

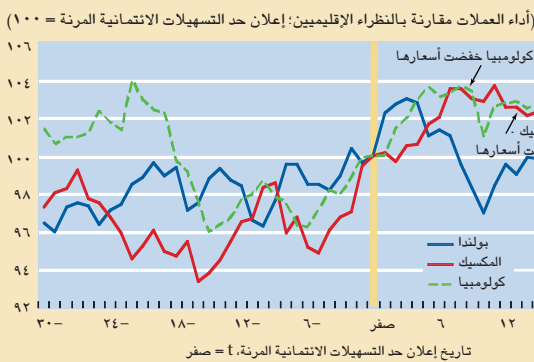
الدوارة للإئتمان الذى يقدمه صندوق النقد الدولي. إلا أن المشروعية صارت أكثر تركيزا وتبسيطا، لتشجيع البلدان على الالتجاء لصندوق النقد الدولي في وقت مبكر، قبل أن تشدد مدة مشكلاتها. وفي وقت ما، كانت المشروعية تعتبر أنها ثقيلة الوطء دون داع، ومثقلة بالشروط، التي لم تكن دائما حاسمة لنجاح البرنامج، رغم احتمال تحقيق فوائد منها، أو أنها تنفذ دون مرونة كافية فيما يتعلق بتوقيت إجراءات السياسات أو طبيعتها. وقد بذل صندوق النقد الدولي بالفعل جهودا من أجل تبسيط المشروعية في الأعوام الأخيرة، لكن هذه الجهود حققت قفزة واسعة إلى الأمام بالتغييرات الأخيرة التي تلغى معايير الأداء الهيكلي، وتحل محلها نهج لقياس الأداء أكثر مرونة يستند إلى استعراض أوسع لتقدم مسيرة العمل. ووفقا لهذا النهج، سوف تواصل البرامج المدعومة من صندوق النقد الدولي توفير الإطار القومى للسياسات التي غالبا ما تمنها السلطات القطرية، مع الابتعاد عن نهج قوائم المراجعة التفصيلية في تقييم السياسات.

مطلوب مزيد من الموارد

لن يكون لهذه الإصلاحات سوى تأثير ضئيل، لو كان صندوق النقد الدولي يفتقر إلى الموارد الكافية؛ ففي عالم يعج بالتدفقات ذات الأحجام الضخمة من رؤوس الأموال، التي يمكنها تغيير المسار بسرعة، لا بد من أن تكون حزم التمويل كبيرة بما يكفي لإحداث التغيير. وقد توافر للصندوق حتى الآن من الموارد ما يكفي للقيام بهذه المهمة. فقد قام الصندوق بالفعل بزيادة إقراضه الكلي بصورة حادة أثناء الأزمة، ووسع حجم برامجه وفقا لحجم الصدمات العالمية التي ضربت هذه البلدان. فعلى سبيل المثال، هناك ثلاثة من بلدان الأسواق الناشئة - هي هنغاريا، ورومانيا، وأوكرانيا. صارت مهيأة لتلقى تمويل من صندوق النقد الدولي يربو على ١٥ مليار دولار. وقد تمت مضاعفة حدود فرص الحصول على الأموال، بما فيها تلك المخصصة للبلدان منخفضة الدخل بما يضمن لتلك البلدان إمكانية تلبية احتياجاتها. ويعتزم الصندوق أيضا تقديم موارد ميسرة بملبغ ٦ مليارات دولار للبلدان منخفضة الدخل على مدى العامين إلى الأعوام الثلاثة القادمة: حيث شهدت هذه البلدان، لاسيما بلدان أفريقيا جنوب الصحراء، سنوات عديدة من النمو القوى، ومن الضروري ألا نسمح للأزمة بتقويض هذا التقدم.

فسحة لالتقاط الأنفاس

حققت عملات البلدان التي أفادت من حد التسهيلات الائتمانية المرنة أداء أفضل مقارنة بنظرائها الإقليميين.



• كما تم تكليف الصندوق برصد تنفيذًا إصلاحات التنظيم والإشراف المتفق

عليها بموجب مجلس الاستقرار العالمي والهيئات الأخرى التي تضع المعايير. من المهم التأكيد على أن المراقبة الفعالة هي طريق يسير في اتجاهين، مع انفتاح البلدان على رأى صندوق النقد الدولي وتوصياته المتعلقة بالسياسات. وفى هذا الصدد، قد يكون للأزمة تأثير صحى: فقد تعهدت بلدان مجموعة العشرين مثلًا بالالتزام بالصرامة والإنصاف بموجب إشراف صندوق النقد الدولي.

إصلاح الحوكمة

متى تتوافر لصندوق النقد الدولي الفعالية التامة فى قيامه بدوره الجديد، ينبغي أن ينظر إليه كممثل للبلدان على نحو منصف. وإذ يضع الصندوق ذلك نصب عينيه، فإنه يجعل حاليًا بإصلاح الحوكمة، ضمانًا لإيجاد هيكل لصنع القرار يعكس الحقائق الدولية الراهنة. ومن المقرر استكمال الجولة الثانية من إصلاح الحصص فى موعد أقصاه كانون الثانى/يناير ٢٠١١، وسوف يمنح للبلدان الناشئة والمنخفضة الدخل قولًا فصلًا أكبر فى هذا الإصلاح. وذلك يعد تطورًا مهمًا، إلا أنه لا ينبغي المبالغة فى قيمة الحصص؛ فبلدان الأسواق الناشئة الدينامية صارت بالفعل أطرافًا عالمية فاعلة وجادة، وصار صوتها فى الجدل الدائر حول السياسات يلفت الانتباه بصورة متزايدة. وسوف تعكس الزيادة فى الحصص - إلى هذا الحد - ببساطة الحقيقة المماثلة بالفعل.

ماذا بعد؟

تركزت الجهود الدولية إلى حد كبير على الأزمة الماثلة، لكن الإصلاحات الجارية موجهة بالتساوى إلى عالم ما بعد الأزمة. والمؤكد أنه من قبيل المبالغة المطالبة بأن تلغى أية مجموعة التغييرات المؤسسية دورات أو فترات الأعمال لضغوط القطاع المالى. وعلاوة على ذلك، فإن سياسات القطاع الاقتصادى والمالى سوف تبقى حتمًا شأنًا من شئون الحكومات الوطنية. ورغم ذلك، فليس من غير المعقول أن نأمل فى أن تقلل التغييرات الجارية فى البنيان المالى العالمى - بما فى ذلك صندوق النقد الدولي - من تواتر الأزمات وعمقها مستقبلاً. ولو أمكن إنجاز ذلك، نكون قد قطعنا شوطًا طيبًا فى اتجاه ضمان الحفاظ على المنافع الناتجة عن اقتصادنا العالمى الذى يتزايد انفتاحه واندماجه وتوسيعها.

ما هى التغييرات الإضافية التى يمكن توقعها؟ يتمثل أحدها فى أنه رغم حدوث تغييرات كبرى فى الحوكمة العالمية خلال الشهور المنصرمة، ظل الوضع إلى حد كبير فى حالة تقلب متواصل. ويمثل الدور المعزز لمجموعة العشرين توسعًا رئيسيًا فى عملية صنع القرارات الدولية، إلا أنه يتضمن على الأقل نقطتى ضعف محتملتين. أولاهما أن أغلبية ساحقة من بلدان العالم مستعدة من مجموعة العشرين: إذ أن ١٦٥ عضوًا فى صندوق النقد الدولي غير ممثلين تمثيلاً مباشرًا فى العملية. وثانيتهما أن مجموعة العشرين تفتقر إلى هيكل للتصويت يسمح بالتوصل إلى قرارات صعبة دون توافق كاسح وهذه العيوب تحتاج إلى علاج. قد يسمح بنيان مجال أكبر لصنع القرارات بصورة مشتركة بشأن مجموعة أوسع من القضايا الاقتصادية والمالية الدولية، مع وجود صندوق النقد فى دوره الموسع حديثًا كلابع مركزى. ■

جون ليبسكى: هو النائب الأول لعضو مجلس الإدارة المنتدب لصندوق النقد الدولي.

لقد تعهد زعماء العالم بضمن المحافظة على كفاية موارد صندوق النقد الدولي، حتى لو انتهت الأزمة إلى ما هو أعمق وأطول مما كان متوقعًا. واتفق زعماء مجموعة العشرين على زيادة الطاقة الافتراضية للصندوق بمقدار ثلاثة أمثال بحيث تصل إلى مبلغ غير مسبوق وهو ٧٥٠ مليار دولار، وعلى الأقل مضاعفة قدرته على منح قروض ميسرة للبلدان منخفضة الدخل.

كما خولت مجموعة العشرين صندوق النقد الدولي بالموافقة على تخصيص عام جديد لحقوق السحب الخاصة، يوفر سيولة عالية بمبلغ ٢٥٠ مليار دولار. ورغم ضآلة هذا المبلغ تمامًا بالنسبة للسيولة العالمية الإجمالية، إلا أنه قد يحدث تأثيرًا بالغًا على الاحتياطات الدولية لبلدان الأسواق الناشئة ومنخفضة الدخل، مما يحتمل أن يمنح فسحة إضافية للتقاط الأنفاس بالنسبة للسياسات الاقتصادية الكلية لمواجهة التقلبات الدورية.

إشراف أفضل وأكثر توسعًا

برغم أن إصلاح تسهيلات الإقراض لدى صندوق النقد الدولي يعتبر أمرًا حاسمًا، إلا أن النجاح فى الإسهام فى الحيلولة دون الأزمات يتوقف فى النهاية على الإشراف القوي. وكان الصندوق يسير بالفعل فى عملية إجراء تغييرات مهمة فى الإشراف الذى يقوم به قبل أن تنشب الأزمة، بزيادة تركيزه على المخاطر المالية وارتباطاتها بالنتائج الاقتصادية الكلية وبالتأكيد على الآثار الفيزية عبر الحدود: بيد أن الأزمة أوضحت بالفعل الحاجة لمزيد من الجهود فى هذا المجال. وكان الصندوق من بين أول من حذروا من الأخطار التى تجابه القطاع المالى وكان سابقًا فى تنبؤاته ودعوته لوضع حوافز مالية عالمية وتطهير ميزانيات البنوك العامة. بيد أن الصندوق لم يتوقع على نحو كامل عمق الأزمة وبخس تقدير قوة الروابط المحلية والدولية. وإضافة لذلك، لم تكن التحذيرات صارخة على نحو كاف، وتجاهلها صناع السياسة عادة. والصندوق يتعلم من التجربة ويتخذ عدداً من الخطوات لزيادة فاعلية ونطاق إشرافه الثنائى ومتعدد الأطراف.

• هناك مبادرة رئيسية، استجابة لطلب من كل من اللجنة النقدية والمالية الدولية، ومجموعة العشرين هى وضع ممارسة للإنذار المبكر، بالتعاون مع مجلس الاستقرار المالى. وهذه المبادرة - التى يتصور أن تكون على هيئة ممارسة تتم مرتين فى العام. تمثل جهدًا لإلقاء نظرة أكثر منهجية على المخاطر التابعة، والروابط العالمية، التى من شأنها أن تفضى فى نهاية المطاف إلى استجابات أسبق زمنًا وأفضل من جانب السياسات لتلك المخاطر. وسوف يجرى أول عرض كامل لهذه الممارسة على الأعضاء فى اجتماعات صندوق النقد الدولي والبنك الدولي السنوية فى اسطنبول فى شهر تشرين الأول/أكتوبر من هذا العام.

• يدعم صندوق النقد الدولي أيضًا برامجه لتقييم القطاع المالى، مع التركيز بشكل أوثق على القضايا العابرة للحدود والمنهجية، والتكامل بصورة أوثق مع الإشراف الثنائى.

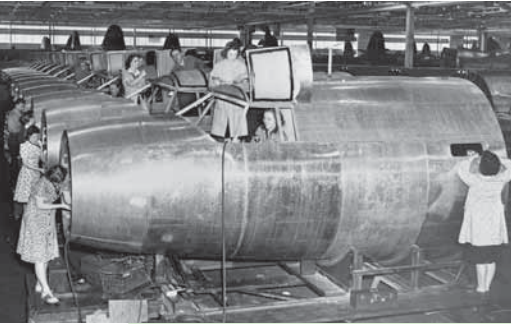
• طلب زعماء مجموعة العشرين أيضًا إلى صندوق النقد الدولي إجراء تقييم منظم للإجراءات المطلوبة والمتخذة من جانب البلدان فى تعاملها مع الأزمة. وفى هذا السياق، بدأ الصندوق فى نشر راصد مالى لمجموعة العشرين، لتتبع تنفيذ ما تقدمه البلدان من حوافز مالية، ورصد تنفيذ الالتزامات التى تعهد بها زعماء مجموعة العشرين بشأن الإشراف المالى، وذلك بالاشتراك مع مجلس الاستقرار المالى وغيره من الهيئات الدولية.

مجالات لم يتم ارتيادها

عندما تكافح السياسة النقدية الجسور أزمة ما

لعل الهبوط الاقتصادي العالمي الراهن لن يكون بقدر شدة الكساد العظيم، ويرجع ذلك في بعض أسبابه إلى التصدى القوي له من جانب صناع السياسات في العالم. فمنذ ثمانين عاما مضت، لم يكن صناع السياسات في البداية مقتنعين حتى بضرورة تخفيف الشروط النقدية، وهم يتحملون جزءا لا بأس به من اللوم عما نجم عن ذلك من كساد. وهذا الرسم البياني يصور كيف تغير فكر السياسات تغيرا جذريا منذ ذلك الوقت.

عندما بدأت الأزمة في منتصف ٢٠٠٧، رد البنك الاحتياطي الاتحادي الأمريكي بإجراء خفض جسور فيما يستهدفه من سياسة أسعار الصرف- وهو السعر الخاص بأموال البنك الاحتياطي الاتحادي، الذي تقوم البنوك على أساسه بإقراض بعضها البعض لليلة واحدة- كما قام باستحداث تسهيلات خاصة لضمان توفير الفرصة لجميع أجزاء الجهاز المصرفي للحصول على السيولة. وفي الوقت ذاته، كان توافر كم مفرط من الأموال لدى الجهاز من شأنه أن يؤدي إلى إنزال سعر أموال البنك الاحتياطي الاتحادي دون المستهدف، واحتمال إنكفاء نيران التضخم، لذلك قام البنك الاحتياطي الاتحادي ببيع أوراق مالية صادرة عن الخزينة الأمريكية لامتناس السيولة. وعقب انهيار بنك ليمان براندرز في أيلول/ سبتمبر ٢٠٠٨، ازدادت الأحوال المالية والاقتصادية سوءا على نحو مثير. فقام البنك الاحتياطي الاتحادي بإجراء تخفيض آخر في السعر المقرر وفقا للسياسة، وطرح مزيدا من التسهيلات، وسمح عندئذ بزيادة ميزانيته العمومية بما يزيد على الضعف على مدى بضعة أشهر فقط، مع تضخيم الاحتياطات المصرفية، وبالتالي القاعدة النقدية. ومع ذلك، لم تزد الإجماليات النقدية الأوسع إلا بصورة متواضعة، بالنظر إلى سلوك البنوك الحذر. وقد جعل توسيع الميزانية العمومية للصندوق من الصعب الإبقاء على سعر أموال الاحتياطي قريبا مما تستهدفه السياسة، وفي كانون الأول/ ديسمبر ٢٠٠٨ نزل الاحتياطي الاتحادي بالمستهدف إلى ما بين صفر و ٢٥ نقطة أساس. ورغم عدم وجود مجال آخر لأية تخفيضات في أسعار الفائدة، مازال الاحتياطي الاتحادي يحتفظ بقدرته على إدارة السياسة النقدية من خلال التغييرات في تكوين ميزانيته العمومية وحجمها. وهذه القدرة تعتبر حاسمة، بالنظر إلى خطر الانكماش.



التمويل يشن حربا عالمية

قام البنك الاحتياطي الاتحادي بشراء ديون الخزينة في أثناء الحرب العالمية الثانية، في الوقت الذي كان يتعين فيه

على الحكومة الاقتراض على نطاق واسع لتمويل ميزانيتها الخاصة بالدفاع التي شهدت توسعا كبيرا. ومع مساعدة البنك الاحتياطي الاتحادي في تمويل العجوزات في الموازنة التي سجلت أرقاما قياسية في الارتفاع، تعرضت القاعدة النقدية إلى بعض التآرجحات الحادة خلال الأربعينيات من القرن الماضي ولكنها لم تبلغ أبعادا، ما بلغته الزيادة في أثناء خريف ٢٠٠٨.

حجم
النقود

كساد عظيم ومراجعة فكرية عظيمة

في ١٩٣٠، قام البنك الاحتياطي الاتحادي بتشديد سياسته، مما ساعد على إشعال الكساد العظيم، وفي ١٩٣٧، ضغط على المكابح في وقت سابق لأوانه، الأمر الذي هدر فرصة استرداد العافية، وزج بالاقتصاد في خضم الركود. وخلال هذه الفترة البيئية، توسع في (كمية وسائل الدفع)، لكن بطريقة أقل جسارة بكثير عما ارتأى «احتياطي اليوم» القيام به



إعداد كوشى ماثى وسيمون/ ويلسون، صندوق النقد الدولي.

خارج الخارطة

بعد أن ضاعف بنك الاحتياطي الاتحادي. بالفعل ميزانيته العمومية. صار الآن مهيباً لزيادتها حتى أكثر من ذلك، وبذلك ينقل القاعدة النقدية (الخط الأزرق) حقا إلى صفحة أخرى فوق هذه الصفحة. وفي آذار/ مارس ٢٠٠٩، أعلن بنك الاحتياطي الاتحادي أنه سوف يجرى زيادة ضخمة في مشترياته من الأوراق المالية المضمونة برهونات عقارية ومن الديون التي أصدرتها وكالتا الإسكان الأمريكية فاني ماي وفريدي ماك، وأنه سيبدأ في شراء سندات الخزنة الأمريكية طويلة الأجل. وقد بدأت هذه المشتريات بالفعل، ولكنها قد تقطع شوطاً أبعد.

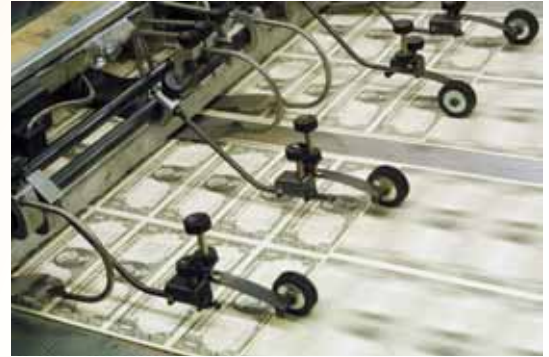


المخرج من هذا الطريق

ما من أدنى شك في أن ما قام به بنك الاحتياطي الاتحادي من توسع مثير في القاعدة النقدية كان له ما يبرره، بالنظر إلى الهبوط الاقتصادي الحاد ومخاطر الانكماش. لكن استراتيجية الخروج قد تكون صعبة.

فبمجرد أن يبدأ الاقتصاد في التعافي، ولا تعود البنوك تشعر بالعزوف إلى هذه الدرجة عن إقراض احتياطياتها، سوف يضطر بنك الاحتياطي الاتحادي إلى تقليص القاعدة النقدية بسرعة من أجل إحباط التضخم. فمعرفة الوقت المناسب لإجراء ذلك يعتبر بطبيعة الحال أمراً يتطلب براعة وحذراً.

لكن حتى لو كان توقيت البدء في تقليص كمية وسائل الدفع واضحاً فقد تكون طريقة إجراء ذلك أقل وضوحاً حيث إن لدى بنك الاحتياطي الاتحادي الآن في ميزانيته العمومية بعض الأصول طويلة الأجل وغير السائلة نسبياً، وبالتالي ليس من السهل التخلص منها بالبيع بسرعة. ويدرس البنك حالياً طائفة من خيارات السياسات - بعضها سوف يتطلب صلاحية قانونية جديدة - لمعالجة هذه القضية.



مسألة نقد بالأساس

يبين الخط الأزرق السميكة في الرسم البياني النمو السنوي في القاعدة النقدية الأمريكية المصححة - أي كمية النقد الموجودة في الاقتصاد، واحتياطيات البنوك التي يمكن إقراضها وأيضاً إنفاقها. وبصرف النظر عن الذروة التي بلغها العام ٢٠٠٠، عندما خشي الناس من تعطل نظم الحاسوب، وكنزوا النقد، كان النمو في القاعدة النقدية الأمريكية مطرداً إلى حد ما منذ الحرب العالمية الثانية حتى أواخر ٢٠٠٨.

ويبين الخط الأحمر الأخف في الرسم البياني لماذا لا يوجد تهديد وشيك من التضخم برغم انفجار القاعدة النقدية. ذلك أن كل تلك الأموال التي تم ضخها في احتياطيات البنوك ظلت تابعة هناك: في قباء البنوك. أما الخط الأحمر الخفيف فيبين الاتجاه في حجم النقود بمعناها الواسع، وهو عبارة عن القاعدة النقدية المبينة في الخط الأزرق زائداً إيداعات الحسابات الجارية والادخارية للأفراد والشركات. ولم يزد هذا القياس الأعرض للنقود إلا بصورة متواضعة.



٢٠

صفر



المصدر: بنك الاحتياطي الاتحادي في سانت لويس.

قاعدة نقدية

حاذر من هبوط الأسعار

فقرهم، وأنهم ينفقون أقل، مما يؤدي بدوره إلى التشجيع على زيادة انهيار الأسعار. وأخيراً لأن الانكماش قد يدفع المستهلكين إلى تأجيل مشترياتهم، أملاً في أن يدفعوا فيها أقل في وقت لاحق. لكن لو بقي كل المشتريين في صفوف المتفرجين، فإن الأسعار سوف تتدهور أكثر وأكثر، وقد يدخل الاقتصاد في حلقة مفرغة. ومن الأهمية بمكان تجنب هذه النتيجة، كما أنه يفسر لماذا قام بنك الاحتياطي الاتحادي بتدعيم القاعدة النقدية على النحو الذي بينه الرسم البياني. وهذا أيضاً سبب رئيسي لقيام الحكومات عبر العالم بسن حزم كبيرة من الحوافز المالية العامة.

يجب المستهلكون دفع أسعار أقل لما يشترونه من أشياء، لكن لو انخفضت الأسعار على المستوى العام، واستمرت في الهبوط - وهو اتجاه يعرف بالانكماش - لتعرض الاقتصاد لخطر تنازل حلزوني خطير. لماذا؟ لأن الانكماش يجعل الاقتراض يبدو باهظ التكلفة حتى لو كان بأسعار فائدة غاية في التدنى، الأمر الذي يؤدي إلى تقلص الاستثمار، وتدنى النمو، بل وحتى تزايد ضعف الأسعار. نظراً لأن الانكماش يجعل تسديد ديون المستهلكين يبدو أنها كلفة، مما يجعل الناس يشعرون بزيادة



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 الطزوني المعاكس، 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 وشدتها 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 فعالية 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 نزوع الوساطة المالية لمسيرة التقلبات الدورية. ■

جيوفاني ديلا 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

تعالوا إلى

الأسطنبول، تركيا

لحضور ندوات برنامج ٢٠٠٩

إثارة للفكر ←

وضع لجدول أعمال ← الإهام 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
Website: www.worldbank.org/pos

العاصفة التامة

وجهة نظر أو ليفييه بلا نشار في الأسباب الرئيسية الكامنة خلف الأزمة
Olivier Blanchard's view of the underlying causes of the crisis

وقد حدد بلانشارد أليتين مرتبطتين لكن متميزتين: الأولى هي بيع الأصول للوفاء بالسيولة التي يتهافت عليها المستثمرون، والثانية هي بيع الأصول لإعادة نسب رأس المال إلى أصولها. وقد أسهمت هاتان الأليتان، إلى جانب الظروف المبدئية - في خلق أسوأ كساد منذ ثلاثينيات القرن العشرين.

أربعة ظروف مبدئية

كانت بداية شرارة الأزمة هي انهيار أسعار المساكن في الولايات المتحدة. لكن الخسائر المبدئية الناتجة عن أزمة الرهن العقاري دون الممتاز لم تكن ضخمة بالمقارنة مع تدبير مثل رسملة سوق الأوراق المالية الأمريكية، لكن التدهور اللاحق في أسواق الأوراق المالية (انظر الرسم البياني) ألقى عليها بظلال كثيفة. وعلى أية حال، فإن المسرح كان يجري إعداده - على مدى السنين لأزمة أكبر بكثير. وذكر بلانشارد أربعة شروط مسبقة: التهوين من قدر المخاطرة المتضمنة في الأصول المصدرة حديثًا؛ وعدم شفافية الأوراق المالية المشتقة الواردة في الميزانيات العمومية للمؤسسات المالية، والترابط بين المؤسسات المالية، سواء داخل البلدان أو عبرها؛ والدرجة العالية من الاستدانة لتحقيق الفاعلية المالية للنظام المصرفي ككل.

في محاضرة له في تشرين الثاني / نوفمبر ٢٠٠٨، شرح كبير الخبراء الاقتصاديين في صندوق النقد الدولي كيف تحولت أزمة بدأت في الأوراق المالية المضمونة برهونات عقارية إلى أسوأ كساد منذ الثلاثينيات من القرن الماضي

بدء الأزمة المالية بفترة من الزمن بدت آثارها على النشاط الحقيقي محدود: لكن ذلك لم يدم طويلا. وبدأ تدنى أسعار المساكن، وتدنى أسعار الأوراق المالية - الذي أطلق في البداية انخفاض القيمة السوقية للأوراق المالية للمؤسسات المالية - وارتفاع أقساط التأمين على المخاطر، وتقنين الائتمان، يقتضى ثمنه الباهظ في النصف الثاني من ٢٠٠٧. بيد أن التأثير أصبح فجأة أكثر وضوحا في خريف ٢٠٠٨. وأدى القلق إزاء تفاقم الأزمة المالية واحتمال أن تفضى إلى كساد عظيم آخر إلى انخفاض حاد في أسعار الأوراق المالية وإلى هبوط مثير في ثقة المستهلكين والشركات في جميع أنحاء العالم.

وقد حدث ذلك نتيجة لتراكم الظروف الكامنة التي أسهمت في تشكيل الأزمة خلال أوقات الرخاء الخوالي، زائدا إطلاق العنان لآليات التضخيم التي زادت من تأثيرها بصورة مثيرة.

خلص كثيرون (منهم بلانشار) إلى حقيقة، أن اقتصاد الولايات المتحدة سوف يصمد أمام الزيادة في أسعار المساكن على نحو أفضل من معظم الاقتصادات: ذلك أن الصدمة سيتم امتصاصها من قبل مجموعة كبيرة من المستثمرين. وليس فقط من جانب بضع مؤسسات مالية، وبالتالي سوف يتم امتصاصها بصورة أيسر بكثير. وهذه الحجة أغفلت جانبيين تبينت أهميتهما فيما بعد. أولهما أنه مع التعقد جاء انعدام الشفافية. وبرغم إمكان تقدير قيمة مجمعات الرهونات العقارية البسيطة، فإن تقدير قيمة شرائح الأوراق المالية المشتقة: أكثر صعوبة، بل والأكثر صعوبة هو تقييم الأوراق شرائح المالية المشتقة. وهكذا تُرجمت دواعي القلق إزاء الرهونات العقارية الأصلية إلى درجة كبيرة من عدم اليقين إزاء قيمة الأوراق المالية المشتقة. وفي ذلك المناخ، كانت حقيقة أن الأوراق المالية مملوكة لمجموعة كبيرة من المؤسسات تعنى ضمناً أن هذا القدر الكبير من انعدام اليقين قد أصاب عددا كبيرا من الميزانيات العمومية في الاقتصاد.

أدى التوريق والعولمة إلى زيادة الترابط بين المؤسسات المالية سواء داخل البلدان أو عبرها. كانت إحدى الروايات المبكرة عن الأزمة هي الانكشاف الكبير بصورة مدهشة لبعض المصارف الألمانية الإقليمية لمخاطر قروض عقارية أمريكية. ولكن الحقيقة تتجاوز كثيرا هذا النموذج الوحيد. فقد ازدادت الاستحقاقات الخارجية للمصارف من الاقتصادات الخمسة المتقدمة الكبرى من ٦,٣ تريليون دولار في ٢٠٠٠ إلى ٢٢ تريليون دولار قبل صكوك حيزران/ يونيو ٢٠٠٨. وفي منتصف ٢٠٠٨، تجاوزت استحقاقات هذه المصارف من بلدان الأسواق الناشئة وحدها ٤ تريليونات دولار. فكر فيما ينطوي عليه هذا ضمنا، لو قررت تلك المصارف لأي سبب كان أن تخفض من انكشافها للمخاطر الخارجية، كما يحدث الآن.

زيادة الاستدانة لتحقيق الفاعلية المالية داخل النظام المصرفي. كان الظرف المبدئي الرئيسي الأخير هو زيادة الاستدانة لتحقيق الفاعلية المالية. فقد قامت المؤسسات المالية بتمويل حوافظها المالية برأسمال أقل وأقل، وبذلك زادت من العائد على هذا الرأسمال.

ما هي الأسباب التي كانت تكمن وراء ذلك؟ من المؤكد أن التفاؤل والتهوين من شأن المخاطرة كانا يفعلان فعلهما. وثمة عامل آخر مهم هو عدد الثغرات التنظيمية. فقد سمح للمصارف بتخفيض اشتراطات رأسمالها عن طريق استبعاد الأصول من ميزانياتها العمومية فيما يسمى بوسائل الاستثمار الهيكلي. ففي ٢٠٠٦ تجاوزت قيمة أصول مجموعة سيتي جروب خارج نطاق الميزانية العمومية البالغة ٢,١ تريليون دولار - قيمة أصولها الدرجة داخل الميزانية البالغة ١,٨ تريليون دولار. وقد امتدت الشبكة إلى ما هو أبعد من المصارف. ففي نهاية ٢٠٠٦ مثلا، بلغ رأس مال «شركات التأمين التي لها حقل نشاط واحد» - التي كانت تؤمن على نوع معين من المخاطر - مثل التعثر في سداد السندات البلدية - وكانت تعمل خارج إطار التنظيم، ما يعادل ٣٤ مليار دولار لضمان مطالبات التأمين مقابل أصول قدرت قيمتها بأكثر من ٣ تريليونات دولار.

كانت تداعيات الاستدانة العالية لتحقيق الفاعلية المالية على الأزمة، صريحة ومباشرة، فلو حدث، لأي سبب كان، وانخفضت قيمة الأوراق المالية، وازدادت درجة عدم اليقين إزاءها، فعندئذ يزيد احتمال القضاء على رأس المال تماما، وإعسار المؤسسات كلما زادت الاستدانة لتحقيق الفاعلية المالية. وهذا بالضبط ما حدث.

كانت الأوراق المالية المصدر، والمشتراه والمبيعة تبدو أقل مخاطرة بكثير مما كانت عليه حقيقية. ومع توقع ثبات أسعار المساكن أو ارتفاعها بدت معظم الرهونات العقارية خالية من المخاطر نسبيا: إذ أن قيمة الرهن العقاري قد تكون مرتفعة بالنسبة لسعر منزل ما، لكن هذا الاختلال قد يختفى ببطء على مر الزمن مع ارتفاع الأسعار. وباسترجاع الماضي، نجد أن الاستدلال الزائف لهذا الطرح كان يتمثل في مقدمته المنطقية القائلة بأنه: لو انخفضت أسعار المساكن فعلا، لتجاوزت رهونات عقارية كثيرة قيمة المسكن، مما يؤدي إلى حالات من التعثر وحبس الرهن. لماذا هون الناس الذين أبرموا هذه الرهونات العقارية، والمؤسسات التي احتفظت بها من قيمة المخاطرة الحقيقية؟ لقد طرحت لذلك تفسيرات كثيرة، وتمت تسمية كثير من المهتمين الممثلين. وكل من هذه التفسيرات يحتوى على ذرة من الحقيقة ولا شيء سوى ذرة.

قال بلانشار إنه يرى أن التفسير الأساسي أكثر عمومية. إذ يعلمنا التاريخ أن البيئات الاقتصادية الحميمة. تؤدي عادة إلى رواج الائتمان، وإلى خلق أصول حدية وإصدار أصول قروض حدية. وينتظر المقرضون والمقرضون إلى التوزيعات التاريخية الحديثة للعوائد ثم يراودهم التفاؤل، بل حقا التفاؤل المفرط، إزاء العوائد مستقبلا كان المناخ حميدا خلال السنوات الأولى من القرن الحادي والعشرين في معظم بلدان العالم، مع تواصل النمو، وانخفاض أسعار الفائدة. وعند النظر على وجه الخصوص إلى أسعار المساكن في الولايات المتحدة، كان يمكن لكل من المقرضين والمقرضين أن يشيروا إلى حقيقة أن أسعار المساكن قد ازدادت كل عام منذ ١٩٩١، وظلت تتزايد حتى في أثناء الركود في ٢٠٠١.

أدى التوريق إلى ظهور أصول مرتبة ويصعب تقييمها في الميزانيات العمومية للمؤسسات المالية. وقد بدأ التوريق في وقت أسبق بكثير؛ لكنه تصاعد في أثناء العقد الماضي. وفي منتصف ٢٠٠٨، كان ما يزيد على ٦٠ في المائة من الرهونات العقارية بالولايات المتحدة قد تم توريقها إذ تم تجميعها بحيث تشكل أوراقا مالية مدعومة برهونات عقارية - وتم فصل تدفقات الدخل الناتجة عن هذه الأوراق المالية (تقسيمها إلى شرائح) بحيث تطرح تدفقات أكثر مخاطرة لبعض المستثمرين وتدفقات أقل مخاطرة لغيرهم.

لماذا انطلق التوريق على هذا النمو؟ لأنه كان ولا يزال يمثل «تحسنا كبيرا في توزيع المخاطر، وتطورا صحيا بصورة أساسية. وبالنظر عبر البلدان قبل الأزمة

تضخم الأزمة

كانت الخسائر الناجمة عن قروض الرهن العقاري قليلة بالنسبة لما تلاها من انهيار في سوق الأوراق المالية.



المصدر: IMF, Global Financial Stability Report and World Economic Outlook (November update and estimates); and World Federation of Exchanges. Estimates as of November 2008

كيف تم تضخيم الأزمة؟

كانت الأزمة الأكبر محصلة آليتين ضخمتا الأزمة المبدئية هي: عجز بعض المصارف عن تحريك نفسها، وتأثيرات اشتراطات كفاية رأس مال المصارف.

والآلية التضخيم الأولى هي النسخة العصرية من التهافت على السحب من المصارف. فى أثناء موجات التهافت التقليدية على السحب من المصارف فى أثناء فترة الكساد العظيم، كان المودعون هم الذين سحبوا أموالهم من المصارف. ومنذ ذلك الوقت حدث تغييران. الأول هو أن المودعين فى معظم البلدان يتمتعون فى معظمهم بالتأمين، ولذلك يكون الحافز قليلا لديهم للتهافت على السحب من المصارف. كما أن المصارف وغيرها من المؤسسات المالية تمول نفسها إلى حد كبير من أسواق النقد من خلال «التمويل بالجملة» القصير الأجل.

أما موجات التهافت على السحب العاصرة، فلم تعد تهافتا على السحب بالمعنى الحرفى: فما

يحدث هو أن المؤسسات التى يتصور أنها معرضة للمخاطرة، لم تعد تستطيع تمويل نفسها فى أسواق النقد. وتكون النتيجة هى نفس ما كان يحدث فى حالات التهافت القديمة على السحب من المصارف: فعندما كانت المؤسسات تواجه بنقص فى قدرتها على الاقتراض كانت تضطر إلى بيع أوراق مالية. وإلى الحد الذى يعتبر فيه تلك ظاهرة اقتصادية كلية، قد يوجد مستثمرين ممن لديهم موارد مالية وفيرة، مستعدين لشراء الأصول. وبالإضافة إلى ذلك، فإنه إذا كان من الصعب خصوصا على المستثمرين الخارجيين أن يقدروا قيمة الأصول، فمن المحتمل أن تباع الأصول «بأسعار بيع محروقة» أى بأسعار أدنى من القيمة الحالية المتوقعة للمدفوعات على الأصول. وهذا بدوره يعنى ضمنا أن بيع أصول من جانب مؤسسة مالية ما يسهم بقدر أكبر فى تخفيض قيمة جميع الأصول المماثلة، ليس فقط فى ميزانية البائع، بل أيضا فى ميزانيات جميع المؤسسات التى تحتفظ بهذه الأصول. ونخفض هذا بدوره من رأسمالها، مما يدفعها إلى بيع الأصول وهلم جرا.

وتعمل آلية التضخيم عملها، ومن السهل أن نرى كيف تحد الظروف المبدئية حجم التضخيم: فبقدر ما تكون الأصول مغلقة بقدر أكبر من عدم الشفافية وبالتالي يصعب تمييزها، وتزايد احتمالات التهافت على السحب ولأسباب نفسها، يغدو العثور على مستثمرين أجانب لشراء هذه الأصول أكثر صعوبة، ويكون البيع بأسعار محروقة أكبر. ويقدر ما يؤدي التوريق إلى انكشاف مجموعة أكبر من المؤسسات للمخاطر، سوف يتعرض مزيد من المؤسسات لخطر التهافت على السحب منها. وأخيرا، بقدر ما تكون المؤسسات أكثر استنادة لتحقيق الفاعلية المالية، أى أنها تحتفظ برأس مال أقل بالنسبة للأصول بداية، يتزايد احتمال الإعسار، مما يؤدي مرة أخرى إلى زيادة احتمال حدوث حالات التهافت على السحب منها. وكما رأينا، كانت هذه العوامل جميعها ظاهرة للعيان بصورة كبيرة فى بداية الأزمة، ولهذا السبب، كانت هذه الآلية للتضخيم قوية بصفة خاصة.

أما آلية التضخيم الثانية فتأتى من حاجة المؤسسات المالية للمحافظة على نسب كافية من رأس المال. إن المؤسسات المالية، إذ تواجه نقصا فى قيمة أصولها، وبالتالي نقصا فى رأسمالها، فإنها تحتاج إلى تحسين نسب رأسمالها،

إما للوفاء بالاشتراطات التنظيمية أو لإرضاء المستثمرين الذين تتخذ تدابير للتقليل من مخاطر إعسارهم. ومن حيث المبدأ يكون أمامها عندئذ خيار من خيارين. إذ يمكنها أن تحصل على أموال إضافية من مستثمرين خارجيين، أو أن تلغى استناداتها لتحقيق الفاعلية المالية، مخفضة حجم ميزانياتها العمومية، عن طريق بيع بعض أصولها أو بتخفيض الإقراض الذى تقدمه. وفى ظل أزمة اقتصادية كلية، يرجح أن يكون من الصعب الحصول على رأس مال خاص إضافى وذلك للأسباب التى سبق ذكرها: فقد يوجد بضعة مستثمرين من ذوى الموارد المالية الوفيرة مستعدين لتقديم أموال. وبقدر ما يكون من الصعب تجميع الأصول التى تحوزها المؤسسات المالية، سيعزز المستثمرين عن وضع أموالهم فى مؤسسات تحوزها. وفى مثل ذلك الموقف، يكون الخيار الوحيد أمام هذه المؤسسات هو بيع بعض أصولها. ثم تدخل الآلية نفسها إلى حيز التنفيذ: حيث يؤدي بيع الأصول إلى أسعار البيع المحروقة، مما يؤثر فى ميزانيات جميع المؤسسات التى تحوزها، ويسفر عن مزيد من المبيعات، وهلم جرا. ومرة أخرى، سوف يعنى انعدام الشفافية، والترابط والاستنادة لتحقيق الفاعلية المالية ضمنا مزيدا من التضخيم.

وهاتان الآليتان متميزتان. فمن الناحية النظرية، قد تحدث حالات التهافت على السحب، حتى فى غياب أى انخفاض مبدئى فى قيمة الأصول. وهذا هو تعددية التوازنات المعروفة. أى أنه إذا توقف التمويل، وجب تسهيل الأصول بأسعار بيع محروقة، مما يبرر التوقف عن التمويل فى المقام الأول. لكن حالات التهافت على السحب تصبح أكثر ترجيحاً، كلما زادت الشكوك إزاء قيمة الأصول. ومن الناحية النظرية، قد ترغب الشركات فى اتخاذ تدابير لإعادة تحديد نسب رأسمالها، حتى لو لم تكن لديها مشكلة فى التمويل قصير الأجل، ولا تواجه حالات تهافت على السحب.

بيد أن الآليتين تتفاعلان بطرق كثيرة. فقد تلجأ مؤسسة مالية تتعرض للتهافت على السحب إلى تخفيض الائتمان المقدم إلى مؤسسة مالية أخرى، بدلا من بيع الأصول، الأمر الذى يضطر الأخيرة لبيع الأصول بدورها. ومن بين القنوات التى انتقلت من خلالها الأزمة من الاقتصادات النقدية إلى الاقتصادات الناشئة هو ما حدث من تخفيض فى حدود التسهيلات الائتمانية المقدمة من مؤسسات مالية فى اقتصادات متقدمة إلى فروعها الأجنبية، مما اضطرها بدورها إلى بيع أصول أو تخفيض الائتمان المقدم إلى المقرضين المحليين.

خلاصة القول أن التهوين من قدر المخاطر، وانعدام الشفافية، والترابط، والاستنادة تضافرت جميعها لكى تخلق العاصفة (المالية) التامة. وبعد أن ألقى بلائشار محاضرتة تضافرت آليات أخرى للتضخيم لتحويل الاضطراب المالى إلى عاصفة اقتصادية كلية ضخمة. ■

المراجع:

Blanchard, Olivier, 2008, *The Crisis: Basic Mechanisms and Appropriate Policies* (Munich: Center for Economic Studies).

اللعبة بالنار

شاركت شركات عبر كافة أطراف الأسواق الناشئة في عقود مشتقات دخيلة أدت إلى خسائر كبيرة

رانندال دود
Randall Dodd



موضوع محل نقاش

اشتبك واضعو السياسات في الكثير من الدول في نقاش مستعر حول كيفية التعامل مع المشتقات التي أطلقت عليها أسماء لطيفة «كيكو» و«تارن»، وغيرها من المشتقات غير الدخيلة (انظر إلى الإطار). وثمة سؤالان أساسيان يقعان في لب النقاش: هل كانت تسعى الشركات إلى التحوط - أي حماية نفسها من تحركات العملة - أم كانت تسعى إلى المضاربة؟ وهل كانت البنوك، بتصرفها كسماسرة في المشتقات، تلبى احتياجات عملاءها وحسب، أم شاركت في ممارسات التداول الخادعة؟

ويستحيل تقريبا التثبت من طبيعة تفكير العملاء أو السماسرة. ولذلك فإن الجدل أشعل نار أكبر مما أشعل ضوءا. ويحاول هذا المقال وصف هذه المشتقات وتحليل مدى موافقتها للتحوط والمضاربة، كما يقترح بعض إجراءات السياسات للمساعدة على منع سوء استخدامها.

وقد ثارت مخاوف الرأي العام التي تحيط بهذه المنتجات المالية غير الدخيلة لأن تأثيرها على اقتصادات الأسواق الناشئة ذات الصلة كان أكبر من التأثير المباشر للشركات ذات الصلة. وبمجرد أن بدأت قيمة العملة المحلية في الانخفاض بما يكفي لكي يتكبد مستثمرو «كيكو» و«تارن» خسائر كبيرة بعثت التقارير عن الخسائر الخوف داخل أسواق العملات المحلية وزادت من ضغوط البيع. وكان غياب الشفافية في سوق المشتقات الدخيلة هذه يعني أن أسواق

أنيقة ولكن قوية

يعطى بانعوا المشتقات في الأغلب أسماء أنيقة للمشتقات الدخيلة في إطار جهود التسويق التي يبذلونها. وترمز «كيكو» (KIKO) بالإنجليزية إلى خيار «الاستمرار والتوقف»، ويمثل خيار «التوقف» المرحلة التي تلغى فيها الأرباح الإضافية للمستثمر. ويرمز «تارن» (TARN) في الإنجليزية إلى «سند استرداد مستهدف» بما يعني أن الأرباح الإضافية سوف تنتهي بعد وصولها إلى مبلغ «استرداد مستهدف». وتستخدم تارن في الأغلب للإشارة إلى عقود آجلة أو مقايضة. وتتضمن المشتقات الشبيهة Snowball وAccumulator، والتي تشير أسماؤها إلى إمكان تراكم المزيد من الأرباح (أو الخسائر).

الأسماء كما لو كانت تطلق على دُمى أو قصص أطفال: «كيكو» تبدو في كوريا و«تارن» في البرازيل ودول أخرى. بيد أنها جزء من نموذج للأعمال يعتمد على استخدام - أو سوء استخدام - مشتقات دخيلة لها عواقب لا يمكن تخيلها. وقد أدت المعاملات المرتبطة بهذه المشتقات إلى خسائر فادحة نجم عنها حالات من الذعر في أسواق العملات وأسهمت في نقل الأزمة المالية إلى أسواق ناشئة. ودفعت العواقب الحقيقية للغاية لرئيس مائدة الأعمال المستديرة في بولندا إلى القول بأن هذه المشتقات «نتاج الجحيم».

وسجلت الخسائر الأولى داخل شركات خاصة في قطاع السلع التي يمكن تداولها. وكان معظم الشركات عبارة عن شركات تصدير إتضح أنها تستخدم المشتقات للحماية من الآثار الضارة التي يمكن أن تحدث إذا تم رفع قيمة العملة المحلية الخاصة بهم. ولكن عندما انخفضت قيم العملات بدلا من ذلك وتم الإفصاح عن الخسائر، اضطرت البورصات في الوقت الذي كان على الشركات أن تتدافع وتبيع العملات المحلية مقابل الدولار لتغطية خسائرها. وكانت الخسائر المباشرة كبيرة وواسعة النطاق. وتأثر ما يقدر بخمسين ألف شركة في الأسواق الناشئة. وتضمن ذلك ١٠ في المائة من المصدريين الإندونيسيين و٥٧١ من المصدريين الكوريين ما بين شركات صغيرة وأخرى متوسطة الحجم. وتقدر الخسائر في البرازيل بـ ٢٨ مليار دولار وفي إندونيسيا بـ ٣ مليارات دولار وفي المكسيك وبولندا بـ ٥ مليارات دولار لكل منهما. ولم تكن جميع الخسائر في القطاع الخاص. فقد خسرت شركة سيلان للبتروال السيرلانكية المملوكة للدولة ٦٠٠ مليون دولار، وتكدت شركة سيتيك باسيفيك الصينية خسائر بلغت ٢,٤ مليار دولار.

ويبدو أن هذه الظاهرة قد استشرت. ووردت أنباء عن خسائر أيضا في الشركات المصدرة وغيرها من الشركات في هونغ كونغ والهند وماليزيا. وعانت الشركات في البرازيل والمكسيك من خسائر كبيرة (انظر «تحوط وليس مراهنه»، في هذا الإصدار).

العملة لم تكن تستطيع معرفة كمية المعاملات القائمة أو من يحوزها أو حجم الخسائر المحتملة. وأدت الشكوك إلى حالة من الخوف تبعتها حالة من الذعر متنامية ذاتيا. وكان الخوف سببا في تراجع قيم العملات، وهو ما أدى إلى خسائر أكبر بالنسبة للمستثمرين.

كما تلقت ثقة المستثمر لطمة هي الأخرى، حيث تعثرت أسعار أسواق الأسهم الناشئة وتم إحباط علاوات الائتمان، وسحب المستثمرون الأجانب رأس المال، وباتت إمكانية إعادة تمويل ديون العملات الأجنبية مستحقة السداد محل شكوك. ووصلت الأزمة المالية العالمية التي بدأت في سوق الإسكان الأمريكية إلى اقتصادات الأسواق الناشئة.

الظهور الأول

ظهرت المشاكل إلى النور العام الماضي مع حدوث اضطرابات لحالات بدا أنها غير مترابطة من شركات غير مالية فيما يتعلق بتغطية حماية العملة الخاصة بها، وهي عبارة عن معاملات تستهدف تعويض الخسائر التي تحدث عندما تتراجع قيمة عوائد التصدير مقارنة بقيمة العملة المحلية الخاصة بهم (التي يجب أن تستخدمها لدفع تكاليف الإنتاج). وتعد تغطية حماية العملة أمرا له أهمية خاصة بالنسبة للشركات في قطاعات التصدير والاستيراد لأنها تحقق إيرادا وتقدم مدفوعات بعملات غير العملات المحلية الخاصة بها وتريد حماية دخلها بالعملات المحلية. وفي معظم الحالات، فإن هذه التغطية الدخيلة تتضمن مُصدراً اكتسب مركزا طويلا الأجل بعملة البلد الخاصة به - أي أنه يشتري عقدا مشتقا متوقعا زيادة قيمته بالعملة المحلية، عادة في مقابل الدولار.

ولكن، سرعان ما ظهر نمط جديد، ففي سبعة بلدان آسيوية على الأقل - وهي الصين والهند وإندونيسيا واليابان وكوريا وماليزيا وسريلانكا - بالإضافة إلى البرازيل والمكسيك وبولندا، نتجت الخسائر من عقود مشتقات دخيلة شبيهة للغاية تم تداولها بين سماسرة مشتقات محنكين وعملاء شركات غير مالية أقل حنكة عادة. وفي كوريا، اشتهرت هذه المشتقات باسم «كيكو»، (الاستمرار والتوقف) وفي دول أخرى كان يطلق عليها تارن «سند أو مقايضة أو عقد أجل لاسترداد مستهدف» أو عقد أجل تحت الطلب أو ودائع عملة مزدوجة. وكانت مقايضات قسائم العملة هي الوصف الذي استخدم في اليابان.

وما جعل الخسائر أمرا مثيرا للمخاوف هو حجمها، حيث كانت الخسائر التي تم الكشف عنها مفرطة مقارنة بالتقديرات المعقولة لإيرادات التصدير بالشركات، وسرعان ما اضطرت بعض الشركات إلى تقديم طلبات لحمايتها من الإفلاس. ولم يكن ذلك متساويا مع العوائد من أنشطة التغطية العادية. وبدلا من ذلك، ولدت الخسائر المتزايدة عواصف نارية لا تبقى ولا تذر - وأصبحت فضائح.

ماذا كانت؟

على الرغم من أن الأسماء تباينت من بلد لآخر، فإن الهيكل الاقتصادي الأساسي للمعاملات الشبيهة بـ«كيكو» و«تارن» كان متماثلا.

• فقد خلق المشتق مركزا طويلا، الأجل - أي مركزا يحقق فيه المستثمر مكاسب من زيادة قيمة العملة الأساسية. وعادة ما كان المركز بالعملة المحلية، على الرغم من أن المعاملات في سريلانكا كانت في نفض خام وفي اليابان كانت في دولارات استرالية.

• وأثمر المشتق مدفوعات شهرية استمرت لمدة عام وفي بعض الأحيان عامين. واستخدم هيكل «كيكو» عقود الاختيار الطويلة تحت الطلب الطويل (تعطى المشتري الحق في شراء العملة مقابل سعر معين خلال مدة معينة من

الزمن، وعقود اختيار البيع) (ضمان حق البيع). وقد أدى ذلك إلى ظهور المكافئ الاقتصادي للمعاملات الآجلة أو العقود الآجلة - وفيها يحقق المستثمر أرباحا من حركة التصاعد في السعر الأساسي وخسائر من حركة النزول فيه.

• وتم وضع سقف أو حدود على الأرباح المحتملة من المعاملات، وفي بعض الحالات كان حكم يطلق عليه حكم التوقف هو الذي يلغى المدفوعات الشهرية إذا تم رفع قيمة العملة المحلية لأكثر من سعر صرف محدد، في حين أنه في حالات أخرى كان يمكن للعقد أن ينتهي إذا وصل تراكم الأرباح إلى مقدار مستهدف.

• لم تكن هناك حدود للخسائر المحتملة، وفي الواقع تمت هيكلة المشتقات بطريقة تحدث فيها الخسائر بمعدل أسرع بمقدار الضعف مقارنة بالتراجع في سعر الصرف الأساسي أو السعر الاسترشادي.

• وكانت التكلفة المبدئية أو العلاوة للدخول في هذه المعاملات صفرا

نقاش لائق

من الصعب معرفة ما إذا كانت الشركات غير المالية تنوى، تغطية نفسها ضد زيادة قوة العملة المحلية أم كانت تنوى المضاربة، فحسب. ومن الصعب أيضا التعرف بصورة شاملة على ما إذا كانت تستوعب بدقة ملامح المخاطر المرتبطة بالعوائد الخاصة بهذه المعاملات. وبالمثل من الصعب التأكد مما إذا كان سماسرة المشتقات الذين يعرضون هذه المعاملات يلبون طلبات عملائهم أم يستغلونها.

وبغض النظر عن الدوافع، فقد كانت النتيجة واضحة جلية، مثلما كان الطابع الاقتصادي لهذه العقود. فلم تكن هذه المشتقات الدخيلة غير مناسبة بالنسبة للتغطية أو المضاربة ولم يكن من المحتمل أن يقوم أي مستثمر لبيب بالدخول في هذه العقود عن عمد. ويجب أن يتحول النقاش حول السياسة من محاولة التعرف على عقلية تجار المشتقات والمستثمرين فيها إلى مناقشة الطريقة الفضلى لضمان استخدام المشتقات المناسبة في الواقع من أجل التغطية، وأن من يقوم بالتغطية محمي من ممارسات التداول الضارة وأن التداول للمضاربة مقصور على أفراد وشركات «مؤهلين».

وهذه المشتقات الدخيلة لا تناسب التغطية لأنها لا تتفق بصورة وثيقة مع تعرض الشركات القائم للمخاطر. وعلى الرغم من أن الشركات تحتاج إلى تغطية من الزيادة في قيمة العملة المحلية، فإن أدوات «كيكو» و«تارن» لا تعمل كتغطية إذا ارتفعت قيمة العملة بدرجة كافية «لوقف» المدفوعات أو استحدثت طلب الوفاء بالعقود. وعلامة على ذلك، فإن المكاسب المحتملة للمصدر من تراجع قيمة العملة - بسبب أن منتجها أصبح أكثر تنافسية - لا يماثلها تضاعف معدل الخسائر من تراجع قيمة النقود.

كما أن هذه المشتقات لا تناسب الشركات غير القادرة على امتصاص الضربة المحتملة الناجمة عن مضاعفة الخسائر المحتملة من تراجع قيمة العملة. وتشير عمليات الإفلاس الناتجة إلى أن ذلك هو ما حدث. وهناك مبدأ جوهري للملاءمة وهو أن المستثمر يجب أن يكون قادرا على امتصاص الخسائر المحتملة.

وعلاوة على ذلك، حتى لو كانت الشركات في قطاع السلع القابلة للتداول تسعى إلى المضاربة، فإن هذه المشتقات كانت بعيدة عن أن تمثل أفضل الأدوات. وكان عقد النقد الأجل أو العقد الآجل النمطي أو المقايضة ستقدم نفس الاحتمال الأعلى أو أفضل منه في الوقت الذي لن يعرضوا فيه المضارب إلى مخاطر الاحتمال الأدنى.

وإذا لم تكن «كيكو» و«تارن» مناسبين للتغطية ولا البديل الأمثل للمضاربة، فلماذا جرى التداول عليها بكميات كبيرة كهذه؟ هناك فرضية

تؤدي إلى هذه الخسائر التي جعلت من تعاملات المشتقات الدخيلة فضيحة مشينة داخل الأسواق الناشئة. وللترويج للمزيد من التغطية والمساعدة على تجنب تكرار وقوع خسائر أو اضطرابات في أسواق الصرف الأجنبي تتسبب فيها هذه الاستثمارات الدخيلة، هناك إجراءات يمكن اتباعها:

- على المستوى الوطني، يجب توضيح وتعزيز قوانين حماية المستثمر وأحكام مكافحة الاحتيال لإحباط استخدام المعاملات في المشتقات غير المناسبة.
- ويجب وضع اشتراطات للإبلاغ عن المعاملات المرتبطة بالمشتقات، فنشر تقارير عن الأسعار وبيانات المعاملات الأخرى للمشتقات سوف يجعل من السوق أكثر شفافية ويعطى سلطات الإشراف المتعددة الجنسيات والقومية قدرة أكبر على اكتشاف المشاكل المحتملة قبل أن تتفاقم.
- يجب إدخال مشتقات معقدة وجديدة أو على الأقل استخدامها من قبل الشركات إلى جوار المضاربين المؤهلين عن طريق استخدام قوائم «إيجابية» للأدوات المالية المقبولة وقوائم «سلبية» للأدوات المحظورة.
- وهناك حاجة ملحة إلى هيئة إشراف متعددة الأطراف لمراقبة الأسواق عالمياً، ومن بين الوظائف الأخرى لذلك، تحديد أنماط سوء التصرف داخل الأسواق والتجاوزات التجارية مثل التي حدثت مع «كيكو» و«تارن». ويجب أن تتمكن هذه السلطة، عن طريق علاقاتها القائمة مع سلطات المراقبة الوطنية. ■

راندال دود: خبير أقدم في القطاع المالي بدائرة النقد وأسواق المال التابع لصندوق النقد الدولي

مفادها أن المستثمرين كانوا إما غير محنكين أو لا يحيطون بها يعرفون المخاطر. وفي الواقع، فإن الأسواق المالية الدولية كانت حميدة لمدة طويلة لدرجة أن المستثمرين في أسواق عدة بدءوا ببخسون قيمة مخاطر معينة. وكانت الشركات المالية افتراضاً أقل حنكة من البنوك الكبرى التي تمتن هذه المهنة.

وثمة فرضية أخرى وهي أن بنوكا كانت تجبر المستثمرين في بعض الأحيان على إبرام العقود كشرط لتجديد آجال قروضهم. وفي مقابلات أجراها المؤلف مع بعض السلطات المالية بالأسواق الناشئة، أفادت بأن المستثمرين كانوا يشكون لها من ضغوط البنوك عندما يعيد المستثمرون تمويل القروض. بيد أن ثمة فرضية أخرى للقبول الذي حظيت به هذه المشتقات هو أن مشتقات «كيكو» و«تارن» كانت تُسعر بطريقة تجذب المستثمرين إلى المخاطر الأعلى لأن المشتقات الدخيلة عرضت أسعار صرف أفضل من السائدة في سوق الخيارات والعقود الآجلة النموذجية. وتعني هذه النقطة الأخيرة ضمناً أن المستثمرين كانوا على قدر من المعرفة بالمنتجات ومخاطرها. ولكن، لا يعني ذلك أن هذه الاستثمارات الدخيلة كانت الخيار الأفضل. فإذا كان المستثمرون يقبلون عن علم المفاضلة بين المخاطر – والعائد فإن هذا يعد عملية تجارية تعززها الكفاءة بدرجة خطيرة تقوم خلالها الشركات غير المالية ببيع التأمين ضد مقادير كبرى من المخاطر المفرطة مقارنة إلى الشركات المالية الأكثر حنكة.

ماذا يجب على جهات التنظيم القيام به؟

هناك حوافز كبيرة للشركات لكي تغطي نفسها ولا بد أن تكون هناك أنشطة تغطية فعلية أكبر إذا كانت الشركات لا تخشى من الاحتيال أو الاستغلال والتغطية لا

 COLUMBIA | SIPA
School of International and Public Affairs

PROGRAM IN ECONOMIC POLICY MANAGEMENT (PEPM)

Columbia University's School of International and Public Affairs' Program in Economic Policy Management offers an intensive 14-month program leading to a Master of Public Administration. The program provides rigorous graduate training in micro- and macroeconomics, management, finance and development policy, with a strong emphasis on the policy issues faced by developing countries. The program concludes with a three-month

internship at the World Bank, International Monetary Fund or other public or private sector institutions.

Students may also pursue a focus in International Energy Management and Policy, administered in cooperation with SIPA's Center for Energy, Marine Transportation and Public Policy, to prepare for work in the businesses, markets

and governance structures involved in producing, transporting and marketing energy products.

The program also features a tailored lecture and workshop series, ranging from effective inflation targeting to understanding financial crises.

The program begins annually in early July. Applications are due the preceding January.

pepm@columbia.edu | 212-854-6982; 212-854-5935 (fax) | www.sipa.columbia.edu/academics/degree_programs/pepm

To learn more about SIPA, please visit:

www.sipa.columbia.edu



مسارات جديدة للتمويل

عندما يكون التمويل نادراً، تحاول البلدان النامية أن
تتبني نهجاً مبتكرة لزيادة رأس المال

مطبخ أحد المطاعم في فيرمونت بالولايات المتحدة : وجموع من المهاجرين يشكلون مشتريين محتملين لسندات الشتات.

سوهاس كيتكار و ديليب راثا
Suhas Ketkar and Dilip Ratha

سندات الشتات

جمعت حكومتا الهند وإسرائيل نحو ٤٠ مليار دولار، عادة خلال أزمات السيولة عن طريق الاستفادة من ثروات جالياتهما في الشتات لدعم احتياجات ميزان المدفوعات وتمويل مشاريع البنية التحتية والإسكان والصحة والتعليم. وكان إصدار سندات الشتات من قبل مؤسسة التنمية من أجل إسرائيل سمة متكررة في البرنامج السنوي للتمويل الأجنبي في إسرائيل، الذي جمع ما يزيد على ٢٥ مليار دولار منذ عام ١٩٥١. أما بنك الدولة في الهند فقد أصدر سندات الشتات في ثلاث مناسبات فقط و ذلك عام ١٩٩١ عقب أزمة ميزان المدفوعات، و في عام ١٩٩٨ بعد التجارب النووية التي أجراها في البلد، و أيضاً في عام ٢٠٠٠. و جمع بنك الدولة ١١,٣ مليار دولار. وقد دفع المستثمرون اليهود في الشتات علاوة مرتفعة على السعر (ربما من الأفضل وصفها بأنها خصم وطني كبير من العائد) و ذلك عند شراء السندات. واشترى الهنود الذين يعيشون في الخارج سندات بنك الدولة حينما اختفت كل مصادر التمويل الاعتيادية في الهند.

إن الأساس المنطقي وراء سندات الشتات له شقان. فهذه السندات تمثل بالنسبة للدول مصدراً مستقراً و رخيصاً للتمويل الخارجي، خاصة في أوقات الشدة المالية. وبالنسبة للمستثمرين فهي تتيح الفرصة لإظهار وطنيتهم عن طريق مساعدة بلدهم الأصلي. وعلاوة على ذلك، فإن أسوأ سيناريو بالنسبة لسندات الشتات هو أن مدفوعات خدمة الديون من جانب المصدر تتم بالعملة المحلية بدلاً من العملة الصعبة. ولكن نظراً لأن المستثمرين المغتربين في كثير من الأحيان يكون لديهم التزامات في بلدهم الأصلي، فمن المرجح أن يستقبلوا خطر تلقى مدفوعات بالعملة المحلية بذعر أقل بكثير من دعر المستثمرين من غير أهل الشتات.

من بين البلدان التي بها جاليات كبيرة في الشتات، الولايات المتحدة الأمريكية (فهى لديها مجموعات كبيرة من الفلبين و الهند و الصين و فيتنام و كوريا من آسيا، والسلفادور، والجمهورية الدومينيكية وجامايكا وكولومبيا

على البلدان النامية ديون قصيرة الأجل تقرب من تريليون **تستحق** دولار. ووفقاً للبنك الدولي، فإنها تواجه فجوة في التمويل تبلغ ٣٧٠ - ٧٠٠ مليار دولار. ونظراً لأزمة الثقة الحادة في أسواق الديون، فإنه سيكون من الصعب للغاية بالنسبة للدول الحصول على تمويل خاص باستخدام الأدوات المالية التقليدية. لذا فإن النهج المبتكرة للتمويل مطلوبة، خاصة بالنسبة للمقترضين من القطاع الخاص في البلدان النامية والذين يواجهون صعوبة في ترشيد الائتمان أكثر من المقترضين من القطاع العام.

وتهدد ندرة رأس المال بالحظره النمو على المدى الطويل وخلق فرص العمل في العديد من البلدان النامية التي لديها فرص محدودة للحصول على رأس المال حتى في أفضل الأوقات. ولن تكفى المساعدات الرسمية وحدها لسد فجوات التمويل قريبة أو طويلة الأجل. وبالنهاية، سيكون من الضروري استخدام التمويل الرسمي لتحفيز التدفقات الخاصة للبلدان النامية - اعتماد نهج مبتكرة للتمويل مثل استهداف مستثمرين محتملين لم يستفد منهم من قبل أو استخدام هياكل وتعريفات ائتمانية للاستفادة من المستثمرين الموجودين.

إن القول بتحفيز مثل هذا النهج أسهل من تنفيذه، وخصوصاً خلال تعمق الأزمات المالية. ولكن أزمة الديون خلال الثمانينيات تم حلها في نهاية المطاف من خلال الابتكار - إنشاء سندات «برادي» في عام ١٩٨٩. وقد ورقت هذه السندات التي سميت باسم وزير الخزانة الأمريكي آنذاك «نيكولاس برادي» قروض البنوك المستحقة على بلدان أمريكا اللاتينية بشكل رئيسي في شكل سندات متداولة يمكن شراؤها من قبل قاعدة واسعة من المستثمرين.

ويشمل بعض آليات التمويل المبتكرة القائمة على السوق التي يمكن أن تستخدمها البلدان النامية الاقتراض من جاليات المغتربين (أهل الشتات) وتوريق إيرادات مستقبلية وإصدار سندات مربوطة بالرقم القياسى للنمو. وتشير التقديرات الأولية إلى أن بلدان أفريقيا جنوب الصحراء يمكن أن تجمع ما يتراوح بين ٥ - ١٠ مليارات دولار من خلال إصدار سندات الشتات، ونحو ١٧ مليار دولار من خلال توريق تحويلات مستقبلية وغيرها من المستحقات الآجلة.

وجواتيمالا وهايتي من أمريكا اللاتينية ومنطقة البحر الكاريبي، وبولندا من أوروبا الشرقية)، واليابان (مع وجود كبير من المغتربين الصينيين والكوريين)، والمملكة المتحدة (مع جاليات كبيرة من الهنود والباكستانيين) وألمانيا (مع أناس من تركيا وكرواتيا وصربيا)، وفرنسا (مع جاليات مغتربين من الجزائر والمغرب)، وجنوب أفريقيا (التي تضم مهاجرين من دول مجاورة في جنوبي أفريقيا). يوجد تجمعات كبيرة من المهاجرين من الهند وباكستان والفلبين وبنجلاديش وإندونيسيا وأفريقيا في بلدان الخليج الغنية بالنفط، ويعد هؤلاء المهاجرون أيضا من المشتركين المحتملين لسندات الشتات.

وإذا أرادت المصارف وغيرها من الشركات المصدرة أن تستفيد من سوق التجزئة الأمريكية فإن عليها على الأرجح أن تسجل سندات الشتات الخاصة بها لدى لجنة الأوراق المالية والبورصة الأمريكية والتي قد يتضح أن شروط الإفصاح الخاصة بها شاققة بالنسبة للبلدان ذات المؤسسات المالية الضعيفة. ولكن البلدان التي لديها جاليات شتات كبيرة في أوروبا حيث تكون الاشتراطات التنظيمية أقل صرامة نسبيا قد تكون قادرة على جمع الأموال فيها. كما يمكن إصدار سندات الشتات في هونج كونج وماليزيا وروسيا وسنغافورة وجنوب أفريقيا.

التوريق ذات التدفق الأجل

التوريق هو مصطلح مكروه في الوقت الحاضر ذلك لأن جذور الأزمة العالمية تكمن في الديون التي تم توريقها في الولايات المتحدة. لكن التوريق لم يكن هو المشكلة الرئيسية، بل كانت المشكلة هي التقييم مفرط الجسارة للأصول الأساسية. وطالما لم يتكرر هذا الخطأ وطالما يتم توفير تغطية وافية للسماح بانخفاض قيمة الضمانات الأساسية، فإن الديون المضمونة من خلال المستحقات الأجلة بالعملة الصعبة ستكون خيارا قابلا للتطبيق بالنسبة للبلدان النامية الساعية إلى جمع الأموال في البيئة السائدة لانخفاض الميل العالمي لتحمل المخاطر.

منذ أن دشنت «تلمكس» في المكسيك أولى صفقات التوريق القائمة على تدفقات الإيرادات الأجلة بالدولار، قامت أهم وكالات التصنيف الائتماني بتقييم أكثر من ٤٠٠ من هذه المعاملات بقيمة تبلغ ٨٠ مليار دولار. وتم توريق مجموعة واسعة من المستحقات الأجلة - بما في ذلك الصادرات من النفط والمعادن والفلزات وتذاكر الطيران وقسائم بطاقات الائتمان والتحويلات المالية الإلكترونية والورقية والمكالمات الهاتفية الدولية وإتاوات النفط والغاز والإيرادات الضريبية. وتوريق حقوق السداد المتنوعة - التي تشمل جميع المستحقات بالعملة الصعبة التي تأتي من خلال منظومة المدفوعات الدولية - هو الابتكار الأحدث. وتعتبر حقوق السداد المتنوعة ضمانة جذابة حيث إن تنوع أصلهم يجعل تلك التدفقات مستقرة. وحينما واجهت البرازيل صعوبة في الوصول إلى أسواق رأس المال الدولية في الفترة ما بين ٢٠٠٢-٢٠٠٤، قام العديد من المصارف البرازيلية بتوريق حقوق سداد متنوعة بالعملة الصعبة لجمع ٤,٩ مليار دولار.

ومن خلال التعهد بمستحقات أجلة بالعملة الصعبة، تخضع معاملات التوريق مصالح الدائنين الحالية والمستقبلية. وفي عالم أسواق رأس المال الكاملة، قد يزيد ذلك تكلفة الاقتراض في المستقبل ويقضى على المنطق الرئيسي للتوريق (تشوك، ٢٠٠٢). ولكن العديد من البلدان النامية تواجه أسواقا لرأس المال أبعد ما تكون عن الكمال، وربما يواجه الدائنون صعوبة في التمييز بين الجيد والسيئ من المخاطر، مما يهدد الطريق للتوريق.

يتم هيكله المعاملات المدعومة بتدفقات من الإيرادات الأجلة بحيث لا تدخل المدفوعات البلد الأم للمصدر حتى يتم الوفاء بالتزامات تجاه المستثمرين في

السندات. ورغم أن هذا الهيكل يقلل مخاطر التحويل السيادي ومخاطر قابلة العملة للتحويل يظل عدد آخر من المخاطر قائما. وهذه المخاطر تشمل الآتي :

- مخاطر الأداء المرتبطة بقدرة الكيان المصدر على توليد المستحقات.
- مخاطر المنتج المرتبطة باستقرار تدفق المستحقات بسبب تقلبات الأسعار والأحجام.
- مخاطر تحويل المسار إذا ما فرضت حكومة المصدر المبيعات على عملاء لا يرغبون في توجيه مدفوعاتهم إلى الائتمان.

ويمكن التقليل من كثير من هذه المخاطر من خلال اختيار مستحقات تدفق آجلة وتأمين زائد. وهذه الأخيرة أصبحت الآن حاسمة نتيجة الأداء السيئ في الآونة الأخيرة للسندات المدعومة بالرهن العقاري. وخلافا لتوريق الأصول الموجودة مثل القروض العقارية بالعملة المحلية، فإن هياكل توريق ذو التدفق الأجل (الذي يشمل عائدات تصدير بالعملة الأجنبية أو حقوق سداد متنوعة) قد تماست بشكل جيد جدا خلال هذه الأزمة المالية.

ومع ذلك، فإن إصدار سندات موقرة يقل كثيرا عما هو ممكن. وتشمل القيود في ذلك عدم وجود مستحقات جيدة وكيانات محلية قوية (من درجة الاستثمار) وكذلك عدم وجود قوانين واضحة، خاصة القوانين الخاصة بالإفلاس. ومع ذلك، فإن هناك حواجز أقل اليوم مما كان عليه الوضع قبل عقد من الزمن.

السندات المربوطة بأرقام الأداء القياسية

قد تتعارض مدفوعات خدمة الديون على سندات القسائم الثابتة مع قدرة البلد على السداد. عندما تتسبب صدقة داخلية أو خارجية في خفض النمو تقل الإيرادات وترتفع نفقات شبكات الأمان الاجتماعي. ويمكن أن تجبر زيادة الضغط المالي الناجمة عن ذلك بلدا ما على أن يختار بين التقاعس عن سداد الديون الخارجية أو اعتماد سياسات من شأنها زيادة الأموال المتاحة لخدمة الدين، ولكنها تفاقم الانخفاض في الإنتاج. وتهدف سندات النمو المرتبطة بأرقام الأداء القياسية إلى تجاوز هذه المشكلة. وتتنوع القسائم الخاصة بهذه السندات وفقا لأداء نمو الناتج المحلي الإجمالي في بلد ما، وكذلك قدرة هذا البلد على الدفع. وتسمح هذه السمة للبلاد النامية بأن تتبع سياسة مالية لمواجهة التقلبات الدورية، وبذلك تدفع أقل خلال التباطؤ الاقتصادي وتدفع أكثر خلال التوسع الاقتصادي. ومن المعقول أن البلدان النامية ستكون على استعداد لدفع سعر على السندات المرتبطة بالأرقام القياسية أعلى مما ستدفعه على سندات القسائم الثابتة لتكون قادرة على تجنب احتمال التخلف عن دفع الديون.

كانت هذه الفكرة سائدة لفترة من الوقت، ولكن يبدو أنه على الرغم من وضوح جاذبية سندات النمو المرتبطة بالأرقام القياسية إلا أنها لم تروج. ولم يدرج سوى عدد قليل من البلدان النامية مثل الأرجنتين وبلغاريا والبوسنة والهرسك وكوستاريكا أحكاما أو ضمانات من شأنها زيادة المردود لحاملي هذه السندات إذا تجاوز نمو الناتج المحلي الإجمالي عتبة ما. وتمثل الضمانات المرتبطة بالأرقام القياسية بالناتج المحلي الإجمالي في برنامج الأرجنتين على سبيل المثال، التزام الحكومة بدفع ٥ في المائة من الزيادة السنوية في الناتج المحلي الإجمالي في أي سنة من السنوات التي يرتفع فيها معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي عن الاتجاه. ولقد تحسن تقييم السوق الأولى لهذه الضمانات خلال عام ٢٠٠٧ حينما حقق الاقتصاد الأرجنتيني نموا قويا.

ولقد تراجع استخدام سندات النمو المرتبطة بأرقام قياسية بسبب مخاوف بشأن مدى دقة بيانات الناتج المحلي الإجمالي واحتمالات البخس المتعمد للنمو وتعدد السندات. وهذه العقبات ليست سائدة، ولكن سيولة سندات النمو المرتبطة

بالأرقام القياسية ما زالت منخفضة حتى الآن، ويبدو أن هناك نوعا جديدا من العلاوات (كوستا، تشامون، وريتشي، ٢٠٠٨).

ومتلما الحال بالنسبة لسندات النمو المرتبطة بأرقام قياسية التي تصدرها الجهات السيادية، فإنه يمكن للمقرضين دون السياديين أن يصدروا سندات الأداء المرتبطة بالأرقام القياسية، وسوف يتم ربط قسائم السندات المرتبطة بالأداء بمؤشر محدد جيدا خاص بأداء الجهات المقترضة. وهذا يمكن بالنسبة لحكومات

المقاطعات أو الحكومات البلدية على سبيل المثال أن يمثل عائدا ماليا مستهدفا؛ وبالنسبة لسلطات موانئ القطاع العام يمكن أن يتمثل هذا المؤشر في وقت التخليص أو العبور، وبالنسبة للشركات الخاصة يمكن أن يتمثل في الإيرادات (راماتشاندران، جيلب، وشاه، ٢٠٠٩). ولم تختبر هذه الأدوات حتى الآن، ولكن يبدو أنها يمكن أن تكون مفيدة بالنسبة لعدد كبير من المقرضين دون السياديين في الأسواق الناشئة.

قضايا السياسات العامة

مثل الابتكارات المالية السابقة، تيسر سندات الشترات والأوراق المالية المدعومة بالتدفقات الآجلة وكذلك السندات المرتبطة بالأداء، حصول البلدان النامية على التمويل. ويهدف توريق التدفقات الآجلة إلى نقل المخاطر الائتمانية عن المقرضين، ومن ثم يعزز تصنيفات الائتمان ويزيد السيولة. كما تهدف الشترات إلى تعزيز السيولة. أما السندات المرتبطة بالنمو أو الأداء فهي تهدف إلى الحد من مخاطر الائتمان من خلال ربط القسائم بالقدرة على الدفع وتعزيز السيولة بإعطاء الدائنين خيارا على أداء المقرضين السياديين ودون السياديين في البلدان النامية.

ويمكن للمؤسسات المتعددة الأطراف والجهات الرسمية المانحة أن تؤدي دورا مهما في تشجيع الابتكارات القائمة على السوق. إذ يمكنها أن توفر التعزيزات الائتمانية للمقرضين من البلدان النامية التي تواجه فجوات تمويلية شديدة كما يمكنها تقديم المساعدة التقنية بشأن الأطر القانونية والهيكلية والتسعير وإدارة المخاطر - وفي تصميم المشاريع الممولة من الأدوات المبتكرة. هذه المؤسسات يمكن أن تساعد على وضع تصنيفات سيادية وفتح فرص الوصول إلى أسواق رأس المال الدولية بالنسبة للدول الفقيرة في أفريقيا، وكثير من هذه الدول غير المصنفة (انظر الإطار). ويمكنها أيضا تقديم الأموال اللازمة لبدء التشغيل لتغطية رسوم الاستثمار المصرفية وتقدير التكاليف التي تكبدتها في هيكلية الصفقات المدعومة بمستحقات تدفق آجلة. كما يمكن لهذه المؤسسات تقديم ضمانات جزئية على التدفقات الآجلة لتخفيف المخاطر وحجز التدفقات الخاصة. إن لهذه المؤسسات دورا واضحا في تحسين دقة وشفافية بيانات الناتج المحلي الإجمالي لدعم في إصدار سندات مرتبطة بالنمو.

«سوهاس كيتكار» هو أستاذ الاقتصاد في جامعة فاندربيلت و «ديليب راتا» هو الخبير الاقتصادي الرئيسي في البنك الدولي في فريق آفاق التنمية.

يستند هذا المقال على «التمويل المبتكر للتنمية» لـ «سوهاس كيتكار» و «ديليب راتا» الذي نشره البنك الدولي في عام ٢٠٠٨.

المراجع:

Chalk, Nigel A., 2002, "The Potential Role for Securitizing Public Sector Revenue Flows: An Application to the Philippines," IMF Working Paper 02106/ (Washington: International Monetary Fund).

Costa, Alejo, Marcos Chamon, and Luca Antonio Ricci, 2008, "Is There a Novelty Premium on New Financial Instruments? The Argentine Experience with GDP-Indexed Warrants," IMF Working Paper 08109/ (Washington: International Monetary Fund).

Ramachandran, Vijaya, Alan Gelb, and Manju Kedia Shah, 2009, Africa's Private Sector: What's Wrong with the Business Environment and What to Do About It? (Washington: Center for Global Development).

التصنيفات السيادية والوصول إلى الأسواق

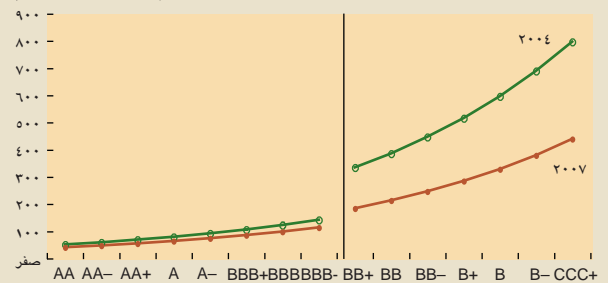
لا يتأثر وصول البلدان النامية إلى أسواق الائتمان بنوع الديون المقدمة فحسب، بل أيضا بنوعية الأحكام الصادرة عن وكالات التصنيف التي عندما تطبق على بلد ما تسمى بالتصنيف الائتماني السيادي. وكما يوفر التصنيف السيادي مقياسا للمقرضين دون السياديين.

وبشكل عام، فإن فروق الديون السيادية مقياسا يقل كلما تحسن التصنيف الائتماني السيادي. ولكن التأثير الكبير يحدث عندما يرتفع التصنيف إلى درجة الاستثمار (انظر الشكل). ومع ذلك، فإن عدم وجود تصنيف سيادي قد يكون أسوأ من وجود تصنيف منخفض. وفي عام ٢٠٠٥ بلغ الاستثمار الأجنبي المباشر ٨٥ في المئة من تدفقات رؤوس الأموال الخاصة إلى البلدان النامية السبعين التي ليس لها تصنيف. وشكلت القروض المصرفية النسبة المتبقية. وبالمقارنة، فإن تدفقات رأس المال كانت أكثر تنوعا بالنسبة للبلدان المصنفة - بما يقرب من ٥٥ في المئة من الاستثمار الأجنبي المباشر، و ١٥ في المئة من القروض المصرفية، وما يصل إلى ٢٥ في المئة من السندات، ونحو ٥ في المائة من تدفقات حقوق المساهمين. وبل كانت البلدان المصنفة على الدرجة ب أفضل حالا. ولقد كشفت دراسة حول ٥٥ بلدا غير مصنفة أنها ذات ملاءة مالية أكثر مما كان يعتقد من قبل: ومن المحتمل أن تصل ثمانى دول من الـ ٥٥ دولة إلى درجة أعلى من درجة الاستثمار؛ ومن المحتمل أن تصنف ١٨ دولة على الفئة ب - إلى ب ب. وهذا يوحي بأن هناك أملا لدى بعض البلدان النامية غير المصنفة في الحصول على تمويل في أسواق رأس المال العالمية. ومع ذلك، فالوصول على الديون يجب أن يكون مصحوبا بممارسات حصيفة لإدارة الديون. وبالإضافة إلى ذلك، فإن البلدان المستفيدة من مبادرة صندوق النقد الدولي والبنك الدولي للبلدان الفقيرة المثقلة بالديون ومبادرة تخفيف عبء الديون المتعددة الأطراف ينبغي عليها مراعاة الحذر عند اتخاذ الدين من جهات انتهازية.

التصنيف له مردوده

كلما ارتفع تصنيفها الائتماني، استطاعت حكومات السوق الناشئة جمع الأموال بتكلفة أقل. وترتفع التكاليف بصورة مثيرة عندما يقل التصنيف عن درجة الاستثمار.

(العلاوات، نقاط الأساس)



المصادر: حسابات المؤلفين؛ وديلوچيك انالكس. ملحوظة: التصنيف من نطاق درجات الاستثمار لوكالة ائتمانية أند بور من AA إلى BBB. وتمثل العلاوات الفروق بين سعر الفائدة الذي تدفعه حكومة سوق ناشئة على إصدار دين سيادي وسعر الفائدة على الأوراق المالية المماثلة للخزائن الأمريكية. ونقطة الأساس هي ١٠٠ من النقطة المئوية.

تحوط وليس مراهننة

استخدمت شركات أمريكا اللاتينية تقنيات جديدة لكي تتقى تقلبات العملات. لكن قلبه منها استخدمتها في المقامرة - فخسرت كثيراً.

هيرمان كامل، بينيت و. ساتون وكريس ووكر

Herman Kamil, Bennett W. Sutton, and Chris Walker

ترتبط الميزانية العمومية للشركات ببيانات سوق الأسهم لعدد ١٢٠٠ شركة يتم التداول عليها علانية (وتضم شركات مالية وأخرى غير مالية) في كل من الأرجنتين والبرازيل وتشيلي وكولومبيا والمكسيك وبيرو. وقد استهلكنا العمل بوصف تطور أوضاع المركز الصافي للعملات الأجنبية بهذه الشركات خلال فترة زمنية طويلة نسبياً (من العام ١٩٩٢ حتى العام ٢٠٠٧)، ثم أكملنا تحليلاً للميزانية العمومية باستقصاء حساسية تقديرات سوق الأوراق المالية للشركات للتغيرات في أسعار الصرف خلال الفترة من العام ١٩٩٥ حتى ١٩٩٨ ومن العام ٢٠٠٤ حتى ٢٠٠٧. ثم قمنا بعد ذلك باختبار ما إذا كانت استجابة القيم السوقية للشركات لتقلبات أسعار العملات قد تغيرت مع مرور الوقت.

وقد خلصنا إلى أن الشركات المدرجة بالبورصة بأمريكا اللاتينية قد خفضت من درجة تعرضها لمخاطر أسعار الصرف عن طريق خفض تباين العملات في ميزانياتها العمومية، وكانت وسيطتها في ذلك هي خفض اعتمادها على الديون بالعملات الأجنبية وزيادة التوافق المنتظم للالتزامات المستحقة عليها مع الأصول بالعملات الأجنبية أو مع التدفقات المتوقعة بالدولار. وتبعاً لذلك، صارت الشركات محمية بشكل أكبر الآن من مخاطر العملات. كما وجدنا أيضاً أنه في عدد ليس بالقليل من الشركات انخفض تأثير التغيرات في أسعار الصرف على أسعار الأسهم بشكل كبير منذ منتصف العام ٢٠٠٠. وتظهر هذه النتائج أن الشركات صارت أكثر وعياً بمخاطر أسعار الصرف وأنها اتخذت خطوات لتكثيف هيكل ميزانياتها العمومية وممارسات إدارة المخاطر لمواجهة التحديات المتوقعة من جراء زيادة مرونة سعر الصرف.

مضاربة الشركات أثبتت أنها كارثة

لكن عدداً من الشركات الكبرى في البرازيل والمكسيك انخرطت في عمليات مضاربة على المشتقات بالعملات الأجنبية مما تركها عرضة لخطر تقلب العملات. فبدلاً من استغلال هذه المشتقات المالية في تغطية أو حماية، تعرض ميزانيتهم العمومية، للمخاطرة، اتخذ المصدرون والشركات غير المالية في كل من البرازيل والمكسيك مواقف المضاربة الكبيرة في سوق المشتقات بهدف الاستفادة من ارتفاع قيمة العملة المحلية ومن الفروق الإيجابية بين أسعار الفائدة المحلية وأسعار صرف الدولار المنخفضة بوجه عام. وعندما تدنت قيمة الريال البرازيلي والبيزو المكسيكي بصورة حادة بين سبتمبر ونوفمبر عام ٢٠٠٨، تكبدت هذه الشركات خسائر كبيرة (انظر الجدول). وتدخلت المصارف المركزية بقوة في أسواق الصرف الأجنبي في هذين البلدين لاحتواء آثار هذه الخسائر، ولتلبية الطلب غير المسبوق على الدولار. وشهدت أسواق ناشئة أخرى مثل جمهورية

لاقتراض بالعملات الأجنبية أن يكون سلاحاً ذا حدين بالنسبة للشركات في الأسواق الناشئة. فعادةً ما تمنح التزامات العملات الأجنبية الشركات القدرة على تأمين التمويل بتكلفة أقل، ولآجال استحقاق أطول مما إذا اقترضت هذه الشركات بعملتها المحلية. إلا أن نفس هذه الالتزامات يمكن أن تترك الميزانية العمومية للشركات عرضة للتقلبات في أسعار الصرف. ففي أواخر التسعينيات وأوائل هذا العقد، صاعدت مجموعة من الانخفاضات الحادة في قيمة العملات في عددٍ من بلدان أمريكا اللاتينية قيمة ديون الشركات بالعملات الأجنبية بالنسبة إلى الأصول والدخول، وأضعفت قدرة العديد من الشركات على خدمة الدين. وفاقم هذا بدوره المشكلات المصرفية التي عانى منها الكثير من هذه البلدان.

وخلال العقد الماضي، واجهت الشركات تقلباتٍ أوسع وبشكلٍ يومي في أسعار الصرف حينما سعى العديد من الدول إلى تحقيق مزيدٍ من المرونة في أسعار الصرف. وأتاحت هذه الأسعار الأكثر مرونة فرصة أفضل للتصحيح لمواجهة الصدمات الخارجية ومنحت السياسة النقدية المزيد من الاستقلال. والأمر الأكثر حسماً أنها وفرت حوافز للشركات لتدبير مخاطر العملات بشكل أفضل لأن الشركات لم تعد قادرة على الاعتماد على البنوك المركزية للإبقاء على حوافز تحركات العملات ضمن نطاقٍ معنٍ مسبقاً.

وفي دراسةٍ حديثة (صندوق النقد الدولي، ٢٠٠٨) استطلعنا مدى تعرض قطاع الشركات في أمريكا اللاتينية لمخاطر تقلبات أسعار الصرف بين عامي ١٩٩٤ و٢٠٠٧، فوجدنا أن الشركات خفضت وبشدة من درجة تعرض ميزانياتها العمومية لمخاطر التحقيق المفاجئ في قيمة العملات عن طريق تخفيض نسبة الديون المتعاقد عليها بالعملات الأجنبية. كما وجدنا أن الشركات كانت أكثر نشاطاً في استخدام أدوات «طبيعية» للتحوط تجاه تحركات العملات (كحصوله الصادرات والأصول الدلارية) لتعويض المخاطر الدلارية الناجمة عن محفظة ديونها. ولكن بعد إفلاس ليمان براونز في سبتمبر ٢٠٠٨ كشف النقاب عن أوجه جديدة لتعرض هذه المؤسسات للخطر. فعمدت بعض الشركات (خصوصاً الشركات الأضخم والأكثر تطوراً) إلى استخدام عقود المشتقات المالية للمراهننة على تحركات العملة - وخسرت كثيراً حينما انخفضت قيمة العملات انخفاضاً حاداً، الأمر الذي لم يؤد فقط إلى مشاكل مالية لهذه الشركات، بل وضع السلطات في مواجهة مشكلاتٍ صعبةٍ في أسواق العملات الأجنبية.

ميزانيات عمومية أكثر قوة

ولدراسة درجة تعرض قطاع الشركات للخطر، قمنا بإنشاء قاعدة بياناتٍ جديدة

كوريا، ويولندا، والهند أنشطة مماثلة على المشتقات وعانت من نفس الآثار السلبية (انظر «اللعب بالنار» في هذا العدد).

وغالباً ما يتضمن التعرض لمخاطر مشتقات العملات خيارات للعملة يُمنح بموجبها المستثمرون الحق في شراء أو بيع عملة بسعرٍ محددٍ خلال فترة زمنية محددة. ففي البرازيل والمكسيك، دخلت بعض الشركات في هياكل خيار معقدة سواءً في شكل مراهنة صريحة ضد انخفاض قيمة العملة المحلية أو كمصدرٍ للتمويل وسيكون بالطبع أرخص ولكنه ينطوي على مخاطرة أكبر من مخاطرة الحصول على قرضٍ مصرفي بالدولار. وقد تمت هيكلة العديد من المراكز الناتجة عن ذلك بحيث تراكمت الخسائر بوتيرةٍ أسرع عندما انخفضت قيمة العملات المحلية عن سعرٍ معين. وعلى الرغم من أن هذه العمليات كانت مربحة سواءً في الوقت الذي تتدنى فيه قيمة العملة المحلية أو حتى حينما لم تعثر أسعار الصرف تقلباتٍ كثيرة، فإن الخسائر تضخمت بعد خفض قيمة العملات بشكلٍ كبير بعد إفلاس ليمان براذرز في أيلول/ سبتمبر ٢٠٠٨.

من الصعب الجزم بحجم الخسائر التي تكبدتها هذه الشركات إلا إنه في البرازيل والمكسيك كانت الخسائر من الفداحة بحيث استثارت تدخلاً مهماً من قبل المصارف المركزية بهما. وأدى لمخاطر العملات من خلال سوق المشتقات إلى خسائر محاسبية ضخمة، وهدد بتوسيع نطاق صدمة ما بعد أيلول/ سبتمبر في أسواق الصرف الأجنبي - نتيجةً لتزايد طلب الشركات على الدولار لتوفير ضمانٍ إضافي لتغطية خسائرها الناتجة عن التعامل فيما بين الأسواق. ففي المكسيك على سبيل المثال بعد أن ظل البنك المركزي يتدخل لفترةٍ طويلة في سوق تداول العملات بمنطقٍ منتظمٍ ومحكومٍ بالقوانين - اضطر أن يتدخل لأول مرة بشكلٍ أوسع، وعلى أساس الاستنساب وبغير قواعد معلنة مسبقاً. وباع البنك المركزي البرازيلي عقوداً آجلة بالدولار لمساعدة الشركات المتضررة على التحوط أو الاحتفاظ بمراكزها، ولتقليل درجة تذبذب السوق.

وقد وفر الانخفاض الحاد في أسعار أسهم الشركات عقب إعلانها عن خسائرها من صفقات المشتقات المالية دليلاً قوياً على أن التعرض لمخاطر المشتقات كان له صدى كبير في السوق. وتشير النتائج التي خلصنا إليها فيما يخص دولة المكسيك مثلاً إلى أنه قبل أزمة تشرين الأول/ أكتوبر، كانت قيم الأسهم بأغلب الشركات التي كشفت النقاب عن خسائر كبيرة من تعاملاتها بسوق المشتقات تأخذ منحني تصاعدياً تزامناً مع تدنى قيمة العملة المحلية.

تداعيات السياسة

إن تفسيراً معقولاً للنتائج التي توصلنا إليها يقول إن الاتجاه السائد في معظم بلدان المنطقة لتبني أسعار صرف مرنة خلال العقد الماضي قد منح الشركات حوافزاً كافية لإدارة مخاطر العملات ولأن تصبح أكثر مرونة في مواجهة الصدمات الخارجية. ومع ذلك، وكما هو ظاهر للعيان من الوقائع الأخيرة في كلٍ من البرازيل والمكسيك، فإنه نظراً لأن المشتقات المالية أصبحت أكثر اتقاناً وتعقيداً، فإن الأطر التنظيمية لا بد أن تتناغم مع تطورات السوق، فضلاً عن تعزيزها لممارسات الإشراف.

إن جهات الإشراف وكذلك الجمهور بحاجةٍ لمزيد من المعلومات التفصيلية عن مدى تعرض الشركات غير المالية لمخاطر أوضاع المشتقات. فالأزمة العالمية كشفت النقاب عن ثغراتٍ في الإفصاح عن البيانات المالية وفهم المخاطر التي تنطوي عليها. وقد اتسعت رقعة الأنشطة المالية من قبل الشركات غير المالية لتشمل مجالاتٍ جديدةٍ مثل عقود المشتقات بالخارج باشتراطات محدودةٍ للإفصاح أو التنفيذ، مما جعل جهات التنظيم عاجزة عن تقييم مدى تركّز المخاطر. وتوضح المفاجآت التي خلفها تعرض الشركات البرازيلية والمكسيكية لمخاطر مشتقات العملات، ورد الفعل من قبل أسواق العملات والبنوك المركزية، حجم العواقب المحتملة على صعيد الاقتصاد الكلي بسبب عدم كفاية المعلومات المتوفرة عن الأنشطة المالية لقطاع الشركات.

وكشفت الوقائع الأخيرة التي شهدتها البرازيل والمكسيك عن مشكلاتٍ تتصل بإدارة المخاطر المالية على مستوى الشركة كذلك، فالخسائر الناجمة عن المشتقات المالية كانت ناجمة أيضاً عن مجموعةٍ متنوعةٍ من إخفاقات الحوكمة على مستوى الشركة (سوء إدارة المخاطر)، والافتقار إلى الإفصاح الملائم من قبل موردي الصكوك (المصارف التي كان من المفترض عليها أن تنصح مشتري الخيارات وتعلمهم بالمخاطر الكامنة). وعلى السلطات أن تدرك الحوافز المنحرفة التي تولد من رحم البيئات التي تتميز بمعدل تذبذب منخفض، وتدرك كذلك الحد الذي يمكن أن تتجاوزه البنوك وعملاء البنوك في أوقات الهدوء فتتورط في الكثير من المخاطر.

وتستطيع جهات الإشراف في البلدان التي بها أسواق غير رسمية كبيرة للمشتقات أن تساعد على تحسين الشفافية والإفصاح عن المعلومات المرتبطة بهذه العمليات. فالمؤسسات المالية العاملة في هذه الأسواق يمكن لها أن تعلن عن هذه العمليات بشكلٍ أكثر تواتراً، وتدرج معلوماتٍ أكثر تفصيلاً عن الصكوك والأطراف المقابلة، وبصفةٍ خاصةٍ، قد تتحقق منافع من مطالبة شركات التداول العام غير المالية إلى الإعلان بصورة دورية عن مدى تعرضها لمخاطر المشتقات في الأسواق الخارجية والتي لم يكن يتم رصدها بشكلٍ منتظمٍ في الماضي من قبل جهات التنظيم. وقد تحقق أيضاً مزاي من وراء تشجيع نظام تداول المشتقات القائم على المبادلة للحد من مخاطر الطرف المقابل وتعزيز الشفافية. ومن شأن هذه التدابير أن تساعد على تقييم أفضل لتراكم المخاطر المتصلة بصفقات المشتقات المالية. كما أن من شأنها تعزيز انضباط السوق، ومساعدة المستثمرين النهائيين على إجراء بعض الفحوصات النافية للجهالة التي تُسند في الوقت الراهن إلى مؤسسات التقييم. وتتحرك السلطات في المكسيك والبرازيل بالفعل في هذا الاتجاه.

هيرمان كامل هو خبير اقتصادي، بينيت و. سوتون هو مسؤول أقدم للبحوث، وكريس ووكر هو خبير اقتصادي أقدم في دائرة نصف الكرة الغربية لصندوق النقد الدولي

المراجع:

International Monetary Fund, 2008, "Corporate Vulnerability: Have Firms Reduced Their Exposure to Currency Risk?" Regional Economic Outlook: Western Hemisphere, Chapter 5, (Washington, October).

خسارة رهان

عانت عدة شركات كبيرة في البرازيل والمكسيك من خسائر كبيرة في الربع الرابع من ٢٠٠٨ يتجه لاستخدام مشتقات دخيلة بالعملة الأجنبية

الشركة	خسارة (ملايين الدولارات)	خسارة (نسبة مئوية من إجمالي الأصول)
مكسيكو	٢,٢٠٠	٦٠
كومرسي	٩١١	٢
سيمكس	٨٥٢	٢٧
جروما	٣٥٨	١٥
فيترو	١٩٤	٢
الفا	١٦١	٣٤
جيسا	٢,٤٠٠	٤١
برازيل	٢,١٠٠	٤٢
ساديا	١,٠٠٠	٥٥
أراكورز سليلوز		
جروبو فوتونتاين		

المصادر: المكسيك - تقارير مالية ربع سنوية عن الشركات - تقارير صحيفة، بلومبرج إل إي، وروبرتز.



أمريكا اللاتينية: متى يصح استخدام الحافز الاقتصادي؟

بالنسبة لبعض البلدان يكون الحافز مناسباً في أثناء الأزمة الاقتصادية العالمية. أما بالنسبة لبلدان أخرى فإن الإجابة تكون أقل وضوحاً.

نيكولاس ايزاجويري، بنديكت كليمنتس، وجورج كاناليس كريليينكو

Nicolás Eyzaguirre, Benedict Clements, and Jorge Canales-Kriljenko

يتعين على العديد من الحكومات أن تنشئ أطراً مالية يُعتمد عليها متوسطة الأجل تتراوح مدتها في العادة بين ثلاث وخمس سنوات، لطمأنة الأسواق على أن الزيادات الاستثنائية في العجز سيتم تصحيحها (بمجرد استعادة النشاط الاقتصادي عافيته. وكنتيجه لذلك، قد لا يبدو الطريق إلى الدين العام - واحتياجات الاقتراض العام على المدى المتوسط - مؤكداً. وبالإضافة إلى ذلك، فإن أغلب الحكومات لا تستطيع الاقتراض لمدد طويلة كما يحدث في البلدان الصناعية. وهذا يعني أن عليها أن تعيد تمويل أو أن تجدد، حصة كبيرة من الدين العام في أي سنة معينة. كما أن ديون بلدان الأسواق الناشئة أيضاً شديدة بالثغرات في شهية المستثمرين للمخاطرة. وهذا العامل الأخير مهم بشكل خاص لأن النظرة المتقلبة للمخاطر فيما يتعلق بالاستدامة المالية - أو قدرة الحكومة على تمويل عجز أكبر على المدى المتوسط - يمكن أن تؤدي إلى ضغط كبير إلى أعلى أسعار الفائدة وتدفع رؤوس الأموال للخارج. وعلاوة على ذلك، فإن الزيادة الكبيرة في مستويات الدين العام في البلدان الصناعية تزيد الشكوك المتعلقة بأسعار الفائدة العالمية وتوافر التمويل للأسواق الناشئة على المدى المتوسط.

السياسة المالية في تخفيف الآثار الضارة لهبوط النشاط الاقتصادي دور العالمى هو فى صميم حوار السياسة الدائر فى أمريكا اللاتينية، كما هو كذلك فى أجزاء أخرى من الكوكب: فمن المتوقع أن يتراجع النمو الاقتصادى فى المنطقة من نسبة ٤ فى المائة الصحية فى عام ٢٠٠٨ إلى واقع سلبي فى ٢٠٠٩، عاكسا بذلك اتجاه بعض المكاسب المثيرة للإعجاب فى التوظيف وتقليل أعداد الفقراء التى تحققت فى سنوات سابقة. كما تتعرض الإيرادات المالية أو الحكومية للضغط، مما يجعل من الصعب على البلدان تحقيق أهداف خاصة بتخفيض العجز فى الميزانية حتى بدون مبادرات جديدة للإنفاق. وفى الوقت نفسه، فإن بلدانا عديدة تقيدها الفرص المحدودة للحصول على التمويل ومع ذلك لا تزال مستويات ديونها العامة عالية، مما يجعل من الصعب التوسع فى الاقتراض الحكومى. وفى ظل هذه الظروف، كيف يستطيع صناع السياسة أن يقيموا ما إذا كان الحافز المالى مناسباً أم لا؟ وفى ظل أى ظروف يرجح أن تسمح الأسواق لمثل هذا النوع من التوسع المالى بأن يكون فعالاً فى المساعدة على دعم مستويات المعيشة فى أثناء فترة هبوط النشاط الاقتصادي.

الآثار المالية لهبوط النشاط الاقتصادي

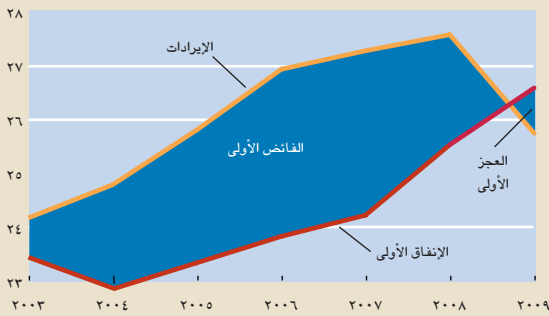
يضع الانكماش فى النشاط الاقتصادي وانخفاض أسعار السلع الأساسية ضغطاً كبيراً على إيرادات الحكومة. فبعد سنوات عديدة من الزيادة، من المتوقع أن تنخفض نسب الإيراد الناتج المحلى الإجمالى بالنسبة لبلدان أمريكا اللاتينية بنحو نقطتين مئويتين من الناتج المحلى الإجمالى فى عام ٢٠٠٩ (انظر الشكل). والانخفاض فى الإيراد فيما بين منتجى السلع جدير بالملاحظة بشكل خاص. فمن المحتمل أن تنخفض الإيرادات المالية بشكل كبير إلى أدنى من مستوياتها المقدره على المدى الطويل، وإحدى القضايا الأساسية هى ما إذا كان من المرغوب فيه والمجدي حماية الإنفاق العام من الانخفاض أيضاً. وعند اتخاذ قرار يتعلق بتحدي الموقف المالى السليم، يمثل تأثير عجز الميزانية على شروط التمويل وسعر الفائدة اعتباراً مهماً، لابد، أن يراعى صناع السياسة. إن زيادة فى عجز ميزانية الحكومة ترفع الطلب على الأموال ومستويات الدين العام، وفى ظل بعض الظروف قد يؤدي ذلك إلى رفع سعر الفائدة بشكل كبير.

وفى الأسواق الناشئة فى أمريكا اللاتينية، يحتمل أن تكون آثار العجز الأعلى للميزانية على سعر الفائدة أقوى كثيراً منها فى الاقتصادات المتقدمة. ولا يزال

تغير الحفظ المالى

من المتوقع أن تنخفض إيرادات الحكومة فى عام ٢٠٠٩ ويتوقع أن تعاني أمريكا اللاتينية الآن من عجز أولى فى الميزانية.

(نسبة مئوية من الناتج المحلى الإجمالى)



المصدر: حسابات العاملين فى صندوق النقد الدولى.

ملاحظة: الإيرادات والنقثات هى متوسط بسيط للربيد فى الأرجنتين وبوليفيا والبرازيل وشيلي وكولومبيا وكوستاريكا والأكوادور والسلفادور وجواتيمالا وهندوراس والمكسيك ونيكاراجوا وبنما وبارجواى وبيرو وأوروغواى وفنزويلا. ويمثل الإنفاق الأولي المخصصات الحكومية مضمومة منها نفقات الفوائد.



سوق في أحد شوارع لابلاز في بوليفيا.

تكوين الحوافز أمر مهم

إلى جانب قضايا التمويل، يجب أيضا دراسة كفاءة التدابير المقترحة كأداة للحفز المالي. والدروس العامة المستفادة بالنسبة لأمريكا اللاتينية في هذا الخصوص مماثلة لتلك الخاصة بمناطق أخرى. وكما تم توضيحه في عمل سبيليمبرجو وآخرين (٢٠٠٨)، يجب تفضيل التدابير التي لها آثار مالية مضاعفة كبيرة، والتي يمكن تنفيذها بسرعة، والتي يمكن الرجوع فيها بمجرد استقرار الاقتصاد. وتشمل الأعمال السياسية التي تفي بهذه المعايير الإسراع بالاستثمار المخطط و/ أو الحفاظ عليه، وتخفيض مؤقت للضرائب يستهدف أولئك الذين لديهم ميول قوية للاستهلاك (بدلا من ادخار ما يمكن تخفيضه)، والتوسع في مزايا البطالة. والإنفاق الذي لا يمكن الرجوع فيه بمجرد استقرار الاقتصاد، وغير الموجه جيدا- على سبيل المثال زيادة الأجور الحكومية- أقل استنوابا من وجهة النظر هذه. والاتجاه طويل الأجل في الإنفاق في أمريكا اللاتينية نحو زيادة الإنفاق الأولى الجارى (الإنفاق مطروحا من مدفوعات الفوائد) يوحى أيضا بالحد من هذا الخصوص. فقد زادت هذه النفقات على سبيل المثال بنحو نقطتين مئويتين من الناتج المحلى الإجمالى فى الفترة من ٢٠٠٠ إلى ٢٠٠٨.

والخلاصة هي أن مجال الحفز المالي يجب تحليله على أساس كل حالة على حده. ففي بلدان عديدة، قد يوفر التباطؤ في نشاط القطاع الخاص المجال لحافز مالي مؤقت وجيد التصميم. والحكومات عالية المصداقية في مجال السياسة، والأعباء المنخفضة للديون، والأطر النقدية المرنة، فى وضع جيد يسمح لها بإدارة سياسة مالية فعالة لمواجهة التقلبات الدورية. إلا أنه فى البلدان منخفضة المصداقية، قد تؤدي جهود السياسة المالية ضد الأزمات الدورية فيها إلى عكس المطلوب. وفى الحالات المتوسطة قد تغل الجهود لتعزيز المصداقية عوائد مجزية. وعلى سبيل المثال، فإن الحكومات التي لم تفعل ذلك حتى الآن ستستفيد من تحقيق تقدم إضافي من وضع أطر مالية مستدامة متوسطة الأجل. وهذه الأطر يجب أن تحتوى على استراتيجيات محددة للحكومة للتعامل مع الصدمات المؤقتة (مثل التدهور فى البيئة الكونية أو أسعار السلع التي تخفض النمو الاقتصادى بشكل حاد). ويجب أن، تتضمن أيضا خططا محددة للتعامل مع التحديات المالية طويلة الأجل مثل الإنفاق على المعاشات. وأخيرا، يجب أن تضع الخطوط العريضة للكيفية التي يتعين أن يكون عليها رد فعل الحكومة إذا ما حدثت حالات طارئة أو مخاطر مالية محتملة. إن بناء مثل هذا النوع من الأطر الموثوق فيها والمبنية على القواعد سيؤكد للأسواق أن هناك مجالا كافيا للتوسع المالى فى الأجل الأقصر، بدون تهديد الاستدامة المالية فى الأجل الأطول. ■

نيكولاس ايزاجويرى هو مدير دائرة نصف الكرة الغربى فى صندوق النقد الدولى، والذي يعمل فيه بنديكت كليمينتس كرئيس قسم وجورج كاناليس كريلينكو كإقتصادي أقدم.

المراجع:

Kumhof, Michael, and Douglas Laxton, 2007, "A Party Without a Hangover? On the Effects of U.S. Government Deficits," IMF Working Paper 07202/ (Washington: International Monetary Fund).

Spilimbergo, Antonio, Steve Symansky, Olivier Blanchard, and Carlo Cottarelli, 2008, "Fiscal Policy for the Crisis," IMF Staff Position Note 0801/, December (Washington: International Monetary Fund).

فاعلية السياسة المالية

تأمل حالة حكومة تتمتع بمستوى عال من المصداقية فى الإطار المالى وعبء خفيف من الدين العام. ففي ظل ظروف التمويل الطبيعية، يمكن للزيادة فى الإنفاق الحكومى/ الممول بإصدار سندات دين محلى، أن تؤدي إلى نمو أعلى فى الناتج. وترتفع أسعار الفائدة بالنسبة لما كان يمكن أن تكون عليه (خط الأساس)، جزئيا بسبب المستويات الأعلى من الدين العام. إلا أنه ليس من المحتمل أن تحد من فاعلية السياسة المالية، وذلك جزئيا بسبب أن خط الأساس الحالى يشمل بالفعل أسعار فائدة منخفضة راجعة إلى تباطؤ النشاط الاقتصادى العالمى وإلى التخمة فى المدخرات.

فعلى سبيل المثال، فإنه فى تدريب للمحاكاة يتم على اقتصاد أمريكى لاتينى صغير كمثال، باستخدام نموذج صندوق النقد الدولى النقدى والمالى العالمى المتكامل (كامهوف ولاكستون، ٢٠٠٧) يمكن لزيادة تبلغ نحو نصف فى المائة من الناتج المحلى الإجمالى فى الاستثمار العام أن ترفع الناتج بأقل قليلا من نصف نقطة مئوية فى المتوسط فى السنة الأولى. كما تتوقف النتائج الصافية للتوسع المالى على النمو على استجابة السياسة النقدية والظروف الأولية المفترضة فى خط الأساس.

إلا أنه فى وضع يؤدي فيه العجز الأكبر إلى إثارة المخاوف بشأن التمويل على المدى المتوسط أو على القدرة على استدامة الدين العام، تكون السياسة المالية أقل فاعلية بكثير فى تحقيق استمرار الناتج. فى ظل هذه الأنماط من الظروف، تجعل المخاوف بشأن التمويل المستثمرين يطالبون بعلاوة أكبر للمخاطر مقابل احتفاظهم بدين الحكومة، مما يدفع سعر الفائدة إلى أعلى. وفى الاقتصادات التي بها أسعار صرف مرنة، تسهم علاوة المخاطر الأعلى أيضا فى خفض سعر الصرف- مما يرفع تكلفة المدخلات المستوردة، ويحول الإنفاق نحو السلع الوطنية، ويعيد تخصيص الموارد فى اتجاه أنشطة الصادرات وأنشطة إحلال الواردات. وفى الاقتصادات التي لديها سياسات محددة سلفا لسعر الصرف (مثل سعر الصرف الثابت أو أسعار الصرف المتحركة)، يجب أن ترتفع أسعار الفائدة حتى بدرجة أكبر لحماية سعر الصرف، مما يقوض تأثير التوسع المالى على النشاط الاقتصادى. بل ويمكن لهذه الأسعار العالية للفائدة أن تؤدي إلى تراجع فى الناتج كرد فعل للعجز الأعلى فى الميزانيات، إلا أن ذلك يتوقف على مصداقية الإطار المالى، ومستوى الدين العام، وإطار السياسة النقدية.

الفلسفة التنظيمية

س. ريجان زاميل
S. Raihan Zamil

أيضا إلى تعزيز الإشراف السباق على القطاع المالي بالتعرف المبكر على ممارسات إدارة المخاطر وحل مشاكلها، قبل أن تهدد آثارها استقرار كل من البنوك فرادى والنظام المصرفي ككل. وعمليا، فإن كل البلدان التي تبنت هذا النهج قد حشدت نهجها القانوني والتنظيمي والإشرافي لدعم هذه الفلسفة المهيمنة.

أين يتداعى الإشراف المستند إلى المخاطر

على الرغم من أن المثل العليا للإشراف المستند إلى المخاطر رائعة وأنه حقق مزايا محسوسة، فإن عيوبه نادرا ما جرت مناقشتها لافتراض أن أسلوب الإشراف المستند إلى المخاطر هو أفضل طريق لمراقبة النظام المصرفي في بلد ما. وقد أظهر نشر الأزمة المالية الحالية للعيان شروخا أساسية في هذا النهج في مراقبة النظام المصرفي.

فأولا، إن فلسفة الإشراف المستند إلى المخاطر تفوض للغير مسائل حاسمة في السياسة العامة - مثل ما إذا كانت نوعيات معينة من الأنشطة المالية مسموحا بها وتداعيات ذلك على استقرار النظام المالي الأوسع - لجهات الإشراف على بنوك فرادى. ولنأخذ مثلا حديثا سيء السمعة، هل كان ينبغي السماح للبنوك عن طريق التوريق بإنشاء و/ أو شراء/ قروض رهونات المنازل التي تتطلب دفعة مقدمة صغيرة جدا أولا تتطلب أى مقدم على الإطلاق ولا ضمان لقدرة العميل على السداد؟ وهل كان ينبغي السماح للبنوك بأن تبيع منتجات مهيكلت معقدة للمودعين الصغار لديها؟ من ناحية، يجادل المؤيدون بأن التمويل الخلاق وتوفير نطاق عريض من المنتجات المالية يسير التجديد ويوفر فرصا أكبر للحصول على الائتمان واختيار المنتجات لنطاق أوسع من العملاء. ومن الناحية الأخرى، يحاج النقاد - ومن بينهم الاقتصادي جوزيف ستيجليتز الحائز على جائزة نوبل - بأن من الضروري التفريق بين التجديد الجيد والتجديد السيئ.

وأيا كانت الميزات النسبية لهذه الحجج، فإننا إذا كنا سننظر إلى معقولية مثل هذه الأنشطة فقط من خلال عيون إدارات المخاطر في البنوك والقدرة المالية، فقد تغفل السياسة العامة الأوسع وتداعيات المخاطر في النظام بأكمله: سواء كانت هذه الأنشطة إجمالا جيدة أو سيئة بالنسبة للنظام

إدراك واسع النطاق لأسباب الأزمة المالية **هناك** ولكن ما ليس مفهوما بنفس الدرجة في الحوار العام هو كيف لعبت النهج الفلسفية للتنظيم والإشراف على النظام المالي العالمي دورا في تمكين الأزمة الحالية من النمو سريعا. وهذا النهج الفلسفي كثيرا ما يوصف بأنه إطار الإشراف المبني على المخاطرة. وقد تبنته الاقتصادات المتقدمة الكبرى، وكذا بلدان أخرى كثيرة في كل أنحاء العالم. وعلى الرغم من أن إطار الإشراف المبني على المخاطرة يمكن استخدامه لوصف نهج فلسفي عام من التنظيم والإشراف على النظام المالي بأكمله، إلا أنني سأستخدم المصطلح بشكل أضيق - كما ينطبق على الإشراف الرسمي على النظام المصرفي.

وتكمن في صميم فلسفة الإشراف المبني على المخاطرة وجهة النظر التي ترى أن التنظيم المصرفي يستطيع فعليا أن يقوم بكل أشكال الأنشطة المالية، طالما توافرت له أنظمة قوية لإدارة المخاطر وما يكفي من الإيرادات ورأس المال اللازمين لدعم هذه المخاطر الكامنة. باختصار يسعى الإشراف المبني على المخاطر لتحرير سلطات المصارف جيدة الإدارة للتحث على الابتكار ومكافأة السلوك الجيد. ويهدف إطار فلسفة الإشراف المبني على المخاطرة

سعى الإشراف
المستند إلى المخاطرة
إلى حفز الابتكار
ومكافأة السلوك
الجيد ولكنه ساعد
على جلب الأزمة
المالية العالمية.



مهمة

فرادى على نطاق النظام المصرفى ككل كانت قد طفتت تنزايدي حتى وصلت إلى مستويات غير قابلة للاستدامة، فى الوقت الذى كانت فيه الصناعة المصرفية تبلغ عن تحقيق أرباح قياسية ومستويات تبدو صحية لرأس المال.

وعلى المستوى السياسى، قد ينشأ أيضا ضغط للإبقاء على تدفق الائتمان. وعلى كل، فإن ما يرغب فيه أى سياسى هو أن يلام على سحب الإناء الذى يحوى المشروعات عندما تكون الحلقة قد بدأت للتو؟ ونتيجة لذلك، يمكن لممارسات إدارة المخاطر الضعيفة أن تستمر فى النظام المصرفى، حتى يتدخل منظمو البنوك برد فعل أصغر من اللازم ومتأخر أكثر مما يجب - بعد أن تكون الآثار المتراكمة لممارسات إدارة المخاطر الضعيفة قد تسربت إلى ميزانية البنك وأثرت بشكل ضار على ما تم الإبلاغ عنه من إيرادات رأس المال.

تداعيات السياسة

وبسبب هذه العيوب، فإن أى إصلاح له معنى للرقابة الرسمية على النظام المصرفى يجب أن يلقى نظرة نقدية على دور التمكين الذى لعبته فلسفة الإشراف المستند إلى المخاطر فى الأزمة المالية الحالية ومحاولة التخفيف من ذلك

• أولا، يجب أن تكون جهات الإشراف على البنوك راغبة وقادرة على تقييد أنشطة البنوك فى مجال تحمل مخاطر - كما يقتضى الأمر - فى مرحلة مبكرة حتى لو كان مركزها المالى قويا على الورق. وهذا أمر قوله أيسر من تنفيذه لأنه يتطلب من جهات الإشراف على البنوك أن تتجاهل الحكمة التقليدية وتقول «لا» لمنظمات مصرفية قوية ويحتمل - إذا حدث وكانت بنوكا قوية على نطاق شامل - أن تكون لديها مساندة سياسية قوية على أعلى مستويات الحكومة. وباعتبارها كذلك، فإن التدخل التنظيمى المبكر لا يمكن أن ينجح إلا إذا ساندته سلطة تنظيمية مصرفية عالية المصادقية ولديها من السلطة المؤسسية ما يمكنها من تنفيذ المهمة المكلفة بها فى ضمان «الأمن والسلامة» بفاعلية

• ثانيا، يجب على السلطات المصرفية أن تحقق توازنا أفضل بين استخدام أدوات «التنظيم» و «الإشراف» لمراقبة أمان وسلامة البنوك فرادى والنظام المصرفى ككل. وقد أدى تنفيذ الإشراف المستند إلى المخاطر إلى اعتماد أكبر - وربما مفرط - على أساليب استنسابية لضمان نظام مصرفى يتمتع بالعافية. وباختصار، فقد استخدم هذا النهج الفلسفى كأساس لتحرير أنشطة البنوك ولتفويض جهات الإشراف على البنوك فرادى فى إصدار قرارات حيوية، استنادا إلى تقييمها لإدارة المخاطر بالبنوك وقدرتها المالية.

وفى حين نسلم بأن هذا النظام الإشرافى وجد ليبقى، إلا أننا يجب أن نحاول مصدات تنظيمية خلفية للتخفيف من نتائجه غير المقصودة وتوفير وسيلة واقعية بدرجة أكبر لكبح المخاطر المفرطة فى النظام المصرفى.

ويجب أن يكون من بين تلك التنظيمات الجديدة توفير رأس مال لمواجهة التقلبات الدورية واشتراطات لمواجهة خسائر ذلك فى أثناء فترات الانتعاش الاقتصادى. ولا ريب أن تحقيق التوازن المناسب بين رسم خط فاصل فى الرمال بين أنشطة تحمل المخاطر فى منظمة مصرفية وبين الاستمرار فى تشجيع التجديد فى النظام المالى يمثل تحديا كبيرا. ويجب أن تكون السلطات مستعدة لمواجهة هذا التحدى وتحقيق هذا التوازن بشكل سليم وحاسم. ونظرا لحجم وخطورة الاضطراب المالى الحالى، لا يسعنا ببساطة أن نخطئ مرة أخرى. ■

س. ريجان زاميل هو مستشار صندوق النقد الدولى للسياسة المصرفية والإشراف لبنك إندونيسيا.

المالى. ومن الأفضل تناول الموضوعات التى يمثل هذه الضخامة على المستوى المؤسسى وليس على مستوى جهات الإشراف المصرفى فرادى.

مهارات الحكم على الأمور

ثانيا، يعتمد أسلوب الإشراف المستند إلى المخاطر على قدرة كل من جهات الإشراف على البنوك ومديرى المخاطر، فى كل بنك على حدة، على إصدار أحكام سليمة. ونظرا لأن الإدارة الجيدة للمخاطر لا يمكن إصدار حكم قاطع بشأنها إما أبيض أو أسود - وهناك درجات من اللون الرمادى - فهى فى كثير من الأحيان تخضع لمناقشات مكثفة بين جهة التنظيم ومن يسرى عليه التنظيم. وقد أصبحت هذه العملية المبنية على إصدار الأحكام أكثر تعقيدا مع مرور الزمن، حيث طورت البنوك الأكبر نماذج للمخاطر أكثر إتقانا لدرجة أن أناسا قليلين فى داخل البنوك المركزية وهيئات التنظيم - وأيضا، كما تبين، فى داخل المنظمات المصرفية ذاتها، هم الذين يفهمونها تماما.

إن تداعيات الروابط الصريحة التى أنشئت بموجب نموذج الإشراف المستند إلى المخاطر - فيما بين قدرات إدارة مخاطر فى منظمة مصرفية ما فى حدود مجال أنشطتها المالية المسموح بها - يجب النظر فيها على ضوء هذه الخلفية. وباعتبارها كذلك، فإن الكثير على المحك من جراء التوصل إلى تقييم خاطئ للمخاطر، وكما أوضح تكشف الأزمة المالية الحالية، فإن ذلك إذا ما تم بشكل جماعى يمكن أن يهدم النظام المالى بأكمله.

ثالثا، على الرغم من أن الهدف الرئيسى من إطار الإشراف المستند إلى المخاطر هو إتاحة الفرصة لجهات الإشراف على البنوك بالتعرف على المشاكل فى النظام المصرفى وحلها فى مرحلة مبكرة، إلا أنه من الصعب تقييد أنشطة البنوك التى تنطوى على مخاطر عندما تكون أرباحها ومراكزها الرأسمالية مازالت تبدو قوية. والتدخلات التنظيمية المبكرة أكثر أهمية فى ظل فلسفة الإشراف المستند إلى المشاكل، خاصة لأنها تحرر أيضا نطاق الأنشطة المالية المسموح بها للتنظيم المصرفى. وفى التطبيق العملى تظهر المشاكل فى جبهتين، على كل مستوى الشركة والمستوى السياسى.

فعلى مستوى الشركة، أو على المستوى الجزئى، على سبيل المثال، كان لجهات التنظيم أن تحدد التراخى الكبير فى معايير إصدار البنك للقروض باعتباره سببا للقلق، فإن إدارة البنك تستطيع أن تشير إلى أرباح البنك الفائقة ومركزه الرأسمالى «كدليل» على قدرته على إدارة المخاطر. وهكذا، فبقدر ما تحدد جهات الإشراف على البنك هذه العيوب، فإنها فى العادة تصدر «توصيات ناعمة» بدلا من إصدار «توجيهات أمر». ويضاعف من هذه التحديات، الطبيعية المسيرة للتقلبات الدورية لاشتراطات رأسمال البنوك، التى تسمح للبنوك بالاحتفاظ برأس مال أقل فى أثناء الأوقات الطيبة، تحديدا عندما تؤدى المنافسة المتصاعدة والنمو السريع للائتمان حتما إلى زيادة شاملة فى شهية تحمل المخاطرة وتآكل معايير تقييم المخاطر. وقد كشفت الأزمة المالية الحالية عن أن المخاطر على مستوى البنوك



ما هي

السياسة المالية العامة؟

مارك هورتون وأسماء الجنائني

Mark Horton and Asmaa El-Ganainy

الحكومة من السلع والخدمات والتأثير على الاستهلاك الخاص والاستثمار الخاص والصادرات الصافية بشكل غير مباشر من خلال إجراء تغييرات في الضرائب والتحويلات والإنفاق. والسياسة المالية التي تزيد من الطلب الكلي بصورة مباشرة عن طريق زيادة الإنفاق الحكومي يطلق عليها في العادة سياسة توسعية أو «طليقة». وعلى العكس من ذلك، كثيرا ما تعتبر السياسة المالية انكماشية أو «مقيدة» إذا ما خفضت الطلب عن طريق تخفيض الإنفاق.

وإلى جانب توفير السلع والخدمات، فإن أهداف السياسة المالية تتباين. فعلى المدى القصير قد تركز الحكومات على تحقيق استقرار الاقتصاد الكلي. على سبيل المثال، تنشيط اقتصاد معتل، أو محاربة تضخم في طريقه للارتفاع، أو المساعدة على تقليل أوجه الضعف الخارجية. وعلى المدى الأطول، يتمثل الهدف في تعزيز النمو المستدام أو تقليل أعداد الفقراء بأعمال على «جانب العرض» لتحسين البنية التحتية أو التعليم. وعلى الرغم من أن هذه الأهداف مشتركة على نطاق واسع بين البلدان، فإن أهميتها النسبية تختلف من بلد لآخر تبعا لظروف كل بلد. فعلى المدى القصير، قد تعكس الأولويات دورة الأعمال أو رد الفعل على كارثة طبيعية - وعلى المدى الأطول، قد تتمثل الدوافع في مستويات التنمية، أو دوافع ديمغرافية، أو الموارد الطبيعية. وقد تقود الرغبة في تقليل أعداد الفقراء، بلدا منخفض الدخل إلى زيادة الإنفاق على الرعاية الصحية الأولية، بينما قد تستهدف إصلاحات المعاشات في اقتصاد متقدم تكاليف طويلة الأجل تلوح في الأفق متعلقة بسكان طفقوا يتقدمون السن. وفي بلد منتج للنفط، قد تهدف السياسة المالية إلى التخفيف من الإنفاق المسارير للتقلبات الدورية - وتهدئة كل من الانفجارات عندما ترتفع أسعار النفط والتخفيض المؤلم عندما تنخفض.

رد الفعل على الأزمة

كان للأزمة تأثير سلبي على الاقتصاد في كل أنحاء العالم، مع حدوث صعوبات في القطاع المالي وتضاؤل الثقة الذي ضرب الاستهلاك الخاص والاستثمار والتجارة الدولية (تذكر معادلة حساب الدخل القومي). وقد ردت الحكومات باستهداف تشجيع النشاط من خلال قناتين: عوامل تحقيق الاستقرار الأوتوماتيكية والحوافز المالية الحكومية - أي الإنفاق الاستثنائي أو تخفيضات في الضرائب الاستثنائية. وستصبح عوامل تحقيق الاستقرار ناعمة عندما تتغير مستويات إيرادات الضرائب والإنفاق ولا تعتمد على أعمال معينة بل تعمل في علاقة بدورة الأعمال. فعلى سبيل المثال، فإنه عندما يبطئ الناتج أو ينخفض، يتناقص مبلغ الضرائب الذي يتم تحصيله لأن أرباح الشركات ودخول دافعي الضرائب تنخفض. ومن المقدر أن تزيد أيضا مزايا البطالة والإنفاق الاجتماعي الآخر في أثناء مرحلة الكساد. وهذه التغيرات الدورية تجعل السياسة المالية توسعية أوتوماتيكية في أثناء فترات الكساد وانكماشية في أثناء فترات الانتعاش.

السياسة المالية العامة هي استخدام الإنفاق الحكومي والضرائب للتأثير على الاقتصاد. وتستخدم الحكومات السياسة المالية العامة عادة لتعزيز النمو القوي والمستدام وتقليل أعداد الفقراء. وقد اكتسب دور أهداف السياسة المالية أهمية كبيرة في الأزمة الحالية حيث تدخلت الحكومات لدعم الأنظمة المالية وإعطاء دفعة البداية للنمو والتقليل من تأثير الأزمة على الجماعات المعرضة للمعاناة. وقد ذكر قادة مجموعة العشرين لبلدان الأسواق الصناعية والناشئة في بلاغهم الصادر عقب اجتماعهم للقمّة في لندن في أبريل أنهم يجرون «توسعا ماليا منسقا لم يسبق له مثيل». فما الذي يعنونه بالتوسع المالي؟ وبشكل أعم، كيف يمكن لأدوات مالية أن توفر دعما للاقتصاد العالمي؟

تاريخياً تراوحت أهمية السياسة المالية كأداة للسياسة بين التعاطم والتضاؤل. فقبل عام ١٩٣٠، ساد نهج التدخل الحكومي المحدود، أو حرية النشاط الاقتصادي. ومع انهيار سوق الأوراق المالية والكساد العظيم، ضغط صناع السياسة من أجل أن تقوم الحكومات بدور استباقي بدرجة أكبر. وفي فترة أحدث، قلت البلدان مرة أخرى من حجم ووظيفة الحكومات مع تولى الأسواق دورا أكبر في تخصيص السلع والخدمات. والآن وقد أصبحت الأزمة المالية في ذروتها، أصبحت السياسة المالية الأكثر نشاطا أمرا مستحسنا مرة أخرى.

كيف تعمل السياسة المالية العامة؟

عندما تتوافر لصناع السياسة في سعيهم التأثير على الاقتصاد، أداتان رئيسيتان تحت تصرفهم - السياسة النقدية والسياسة المالية. وتستهدف البنوك المركزية النشاط بشكل غير مباشر بالتأثير على عرض النقود من خلال تصحيح أسعار الفائدة، واشتراطات الاحتياطي المصرفي، وبيع سندات الحكومة والصرف الأجنبي؛ وتؤثر الحكومات على الاقتصاد بتغيير مستوى الضرائب وأنواعها، ومدى وتكوين الإنفاق، ودرجة وشكل الاقتراض. وتؤثر الحكومات بشكل مباشر وغير مباشر على طريقة استخدام الموارد في الاقتصاد. وتساعد المعادلة الأساسية لحساب الدخل القومي على بيان كيف يحدث ذلك: الناتج المحلي الإجمالي = الاستهلاك الخاص + الاستثمار الخاص + مشتريات الحكومة من السلع والخدمات + الصادرات الصافية + I + G + NX.

فعلى الجانب الأيمن يوجد الناتج المحلي الإجمالي (GD) - أي قيمة كل السلع والخدمات النهائية التي ينتجها الاقتصاد (انظر «عودة للأساسيات» عدد كانون الأول/ ديسمبر ٢٠٠٨ من مجلة التمويل والتنمية). وعلى الجانب الأيسر هناك مصادر الإنفاق أو الطلب الكلي - الاستهلاك الخاص، والاستثمار الخاص، ومشتريات الحكومة من السلع والخدمات، والصادرات مطروحا منها الواردات (الصادرات الصافية) وتوضح هذه المعادلة أن الحكومات تؤثر على النشاط الاقتصادي (الناتج المحلي الإجمالي)، بالتحكم بشكل مباشر في مشتريات

وترتبط عوامل تحقيق الاستقرار الأوتوماتيكية بحجم الحكومة وتميل لأن تكون أكبر في الاقتصادات المتقدمة. وحيثما تكن عوامل تحقيق الاستقرار تكن هناك حاجة أقل للحوافز - تخفيض الضرائب، والدعم أو برامج الأشغال العامة - طالما أن كلا النهجين يساعدان على تخفيف آثار هبوط النشاط الاقتصادي. وفي الواقع، فإنه في ظل الأزمة الحالية، اتجهت البلدان التي لديها عوامل أكبر لتحقيق الاستقرار إلى اللجوء بدرجة أقل إلى التدابير الاستثنائية. وبالإضافة إلى ذلك، فإنه على الرغم من أن التدابير الاستثنائية يمكن تصميمها لتناسب مع احتياجات تحقيق الاستقرار فإن عوامل تحقيق الاستقرار الأوتوماتيكية لا تسرى عليها تأخيرات التنفيذ (على سبيل المثال، تصميم مشروعات طرق جديدة والموافقة عليها وتنفيذها)، ويتم سحب تأثيراتها أوتوماتيكيا عندما تتحسن الظروف. أما الحوافز فقد تكون صعبة في التصميم والتنفيذ بفاعلية وكذلك يصعب إبطال مفعولها عندما تتحسن الظروف. إلا أنه في العديد من البلدان منخفضة الدخل والأسواق الناشئة، فإن القيود المؤسسية وضيق وعاء الضرائب يفيان أن عوامل تحقيق الاستقرار ضعيفة نسبيا. وحتى في البلدان التي لديها أكبر عوامل لتحقيق الاستقرار، قد تكون هناك حاجة ملحة للتعويض عن فقدان النشاط الاقتصادي وأسباب قهرية لتوجيه رد فعل الحكومة على الأزمة نحو أولئك المحتاجين بصورة مباشرة.

ويتوقف رد الفعل المضبوط في النهاية على المساحة المالية المتاحة للحكومة للقيام بمبادرات جديدة للإنفاق أو إجراء تخفيضات الضرائب - أي فرصة الحصول على تمويل إضافي بتكلفة معقولة أو قدرتها على إعادة تحديد أولويات نفقاتها القائمة. ولم يكن بعض الحكومات في وضع يسمح له بالرد بحوافز، لأن دائنيها المحتملين يعتقدون أن مزيدا من الإنفاق والاقتراض سيشكلان ضغطا أكثر من اللازم على التضخم، واحتياطات العملة الأجنبية، أو سعر الصرف - أو بحجب العديد من الموارد من القطاع الخاص المحلي (معروف أيضا بالمزاحمة) مما يؤخر استعادة العافية. وبالنسبة لحكومات أخرى، استدعى فرص مزيد من قيود التمويل الصارمة إجراء تخفيضات في الإنفاق لتراجع الإيرادات (عوامل تحقيق الاستقرار تعمل). وفي البلدان التي لديها تضخم كبير أو عجز كبير في الحساب الجاري الخارجي، لا يرجع أن يكون المنشط المالي فعالا بل حتى مرغوبا فيه.

ضبط دقيق لرد الفعل

لحجم الحوافز وتوقيتها وتكوينها أهمية كبيرة. ويهدف صناع السياسة بشكل عام إلى أن يضبطوا حجم التدابير الحافزة لتتفق مع تقديراتهم لحجم الفجوة في الناتج - الفرق بين الناتج المتوقع وما يمكن أن يكون عليه حجم الناتج لو كان الاقتصاد يعمل بكل قدرته. كما يتطلب الأمر وجود مقياس لفاعلية الحافز - أو بشكل أدق ترجمته إلى ناتج (معروف أيضا بالمضايقات). وتميل المضايقات إلى أن تكون أكبر إذا كان التسرب أقل (على سبيل المثال، ادخار جزء صغير فقط من الحافز أو إنفاقه على الواردات)، وظروف نقدية ملائمة (أسعار الفائدة لا ترتفع كنتيجة للتوسع المالي)، واعتبار أن وضع البلد المالي بعد الحافز مستداما. والمضايقات يمكن أن تكون صغيرة أو حتى سلبية إذا ما أثار التوسع قلقا حول الاستدامة مستقبلا، وفي تلك الحالة من المحتمل أن يقاوم القطاع الخاص تدخل الحكومة بزيادة المدخرات أو حتى نقل الأموال للخارج، بدلا من استثمارها أو استهلاكها. وتميل المضايقات أيضا إلى أن تكون أعلى بالنسبة لتدابير الإنفاق عنها بالنسبة لتخفيضات الضرائب أو التحويلات وللبلدان الأكبر (في كلتا الحالتين بسبب التسرب الأقل). أما بالنسبة للتوقيت، ففي كثير من الأحيان،

يستغرق تنفيذ تدابير الإنفاق بعض الوقت، وبمجرد أن تتم قد لا تصبح مطلوبة. إلا أنه إذا كان من المتوقع أن يطول هبوط النشاط الاقتصادي (كما في الأزمة الحالية)، فإن المخاوف حول التأخير قد تكون أقل إلحاحا. ولكل هذه الأسباب، يجب أن تكون التدابير الحافزة في وقتها المناسب وحيدة التوجيه ومؤقتة - أي يتم الرجوع عنها بسرعة بمجرد تحسن الظروف.

وبالمثل، يمكن تعزيز مدى استجابة ونطاق عوامل تحقيق الاستقرار، على سبيل المثال، بنظام للضرائب تصاعدي بدرجة أكبر - أي فرض ضرائب على الأسر ذات الدخل العالي أعلى من الضرائب التي تفرض على الأسر الأقل دخلا. ويمكن أيضا ربط مدفوعات التحويلات بشكل واضح بالظروف الاقتصادية (على سبيل المثال، معدلات البطالة أو محركات أخرى لسوق العمل). وفي بعض البلدان، تهدف القواعد المالية للحد من نمو الإنفاق في أثناء فترات الازدهار عندما يكون نمو العائدات عالية - خاصة من الموارد الطبيعية. وفي أماكن أخرى، تساعد المراجعة الرسمية وآليات برامج انتهاء الصلاحية («الغروب») على ضمان ألا تعيش المبادرات الجديدة بعد انتهاء الفرص الأولى منها. وأخيرا، تساعد الأطر متوسطة الأجل شاملة التغطية وتقييم الإيرادات والنفقات والأصول والالتزامات والمخاطر على تحسين صنع السياسة على مدى دورة الأعمال.

عجوزات كبيرة وديون عامة متزايدة

ارتفعت معدلات العجوزات المالية والديون العامة بشكل حاد في العديد من البلدان مع رد الفعل المالي للأزمة. وقد زاد دعم وضمان القطاعات المالية والصناعية من المهموم. ويستطيع العديد من البلدان أن تتحمل عجوزات مالية متوسطة لفترات ممتدة، عندما تقتنع الأسواق المالية والمحلية والدولية والشركاء الدوليين والثنائيين بقدرتها على سد التزاماتها حاليا ومستقبلا. إلا أن العجوزات التي تنمو بدرجة أكبر مما يلزم وتستمر لفترات أطول مما يجب تقوض الثقة. ويدعو صندوق النقد الدولي، لإدراكه لهذه المخاطر في الأزمة الحالية، والحكومات لوضع استراتيجية للسياسة المالية، لها أربع شعب للمساعدة على ضمان الملاءة المالية: فالحوافز يجب ألا يكون لها تأثيرات دائمة على العجوزات: والأطر متوسطة الأجل يجب أن تشمل الالتزام بإجراء التصحيح المالي بمجرد تحسن الظروف؛ ويجب تحديد الإصلاحات الهيكلية وتنفيذها لتعزيز النمو؛ ويتعين على البلدان التي تواجه ضغوطا ديمغرافية متوسطة الأجل وطويلة الأجل أن تلزم بصورة حازمة باستراتيجيات واضحة للرعاية الصحية وإصلاح المعاشات. ■

مارك هورتون رئيس قسم وأسماء الجنايني تعمل خبيرة اقتصادية في دائرة الشؤون المالية في صندوق النقد الدولي.

اقتراحات للقراءة الأخرى:

Daniel, James, Jeffrey Davis, Manal Fouad, and Caroline Van Rijckeghem, 2006, "Fiscal Adjustment for Stability and Growth," IMF Pamphlet 55 (Washington: International Monetary Fund).

Heller, Peter S., 2005, "Understanding Fiscal Space," IMF Policy Discussion Paper 054/ (Washington: International Monetary Fund).

International Monetary Fund, 2008, "Fiscal Policy as a Countercyclical Tool," World Economic Outlook, Chapter 5 (Washington, October).

International Monetary Fund, 2009, "The State of Public Finances: Outlook and Medium-Term Policies After the 2008 Crisis" (Washington); available at www.imf.org/external/np/pp/eng/2009030609.pdf

Spilimbergo, Antonio, Steve Symansky, Olivier Blanchard, and Carlo Cottarelli, 2008, "Fiscal Policy for the Crisis," IMF Staff Position Note 0801/ (Washington: International Monetary Fund).

أجعل هذا المحرك يبدأ العمل

ينبغي لصناع السياسة في أفريقيا أن يستعدوا للانتعاش العالى بحشد قطاعاتهم الخاصة



دونالد كابيروكا
رئيس بنك التنمية الأفريقي

داخلية تفاقم من هذا الاتجاه. إلا أنه من المرجح أن الأزمة العالمية الحالية تسم المرة الأولى منذ سنوات عديدة التي يكون السبب الرئيسي لهبوط الاقتصاد فيها سببا خارجيا خارج عن نطاق سيطرتها وذلك بالنسبة إلى كثير من البلدان الأفريقية وليس فقط بالنسبة لكبار مصدرى السلع. ولكن أيا كان مصدره، فإن آثار تباطؤ النمو في أفريقيا شديدة الوطأة. ويتوقع بنك التنمية الأفريقي أن نمو دخل الفرد سيكون هذا العام لأول مرة منذ ١٩٩٤ سلبيا للقارة ككل - فيما يتعلق بالاقتصادات الثرية بالمعادن وكذا بالنسبة للبلدان التي تعتمد على التصدير الزراعي.

لقد ساعدت عقود من إصلاح السياسة على تحقيق مكاسب السنوات الأخيرة التي جاءت بشق الأنفس - مستويات الدين المستدامة، والتضخم الأقل، والتقدم في تحرير التجارة، وتنوع الصادرات وإجراء تغييرات هيكلية أخرى. وعلى الرغم من أن حقيقة أن أفريقيا، قبل اشتداد الأزمة المالية العالمية الحالية، لم تكن قد تهيأت لتحقيق أهداف تقليل أعداد الفقراء التي حددتها أهداف الألفية الإنمائية، فإن تقدما قد تحقق في عدد قليل من الأهداف الثمانية، وبالذات في التعليم الابتدائي الشامل، مما يبين أن تحقيق التقدم الحقيقي أمر ممكن.

إن التباطؤ في النشاط الاقتصادي الذي سببته الأزمة العالمية يجب أن يوفر الدافع الإضافي المطلوب لتجديد سعي أفريقيا نحو النمو. إن العمل الشامل الحقيقي قد أنجز بالفعل: فقد حدثت إصلاحات في صورة القارة الكبيرة وترسخت وبدأت تؤتي ثمارها قبل حدوث التباطؤ الاقتصادي. وتحتاج أفريقيا الآن إلى الاستمرار في تحسين المناخ الذي يمكن فيه أن تعمل سياساتها ومؤسساتها التي تم إصلاحها. وهنا تصبح رعاية القطاع الخاص هي الأولوية.

إن بنك التنمية الأفريقي نفسه قد عظم أخيرا من أهمية القطاع الخاص في اقتصاد عموم أفريقيا. كانت الخطة الأولى لاستراتيجية البنك التي تغطي الفترة ٢٠٠٣-٢٠٠٧ قد خصصت دورا ثانويا لتنمية القطاع الخاص لمساندة التنمية الاقتصادية المستدامة، وركزت بدرجة قليلة نسبيا على عمليات القطاع الخاص. ولكن تمت مراجعة ذلك على ضوء تجربة البلدان فرادى: إذ تبين أن البلدان الأعضاء في البنك متوسطة الدخل المتوسط تريد المنافسة في السوق العالمية بدون حماية من التفضيل التجاري، وأن البلدان الأعضاء في البنك منخفضة الدخل تريد تحسين مناخ الاستثمار لديها

يوفر اندماج أفريقيا المحدود في الأسواق العالمية لها سوى حماية قليلة من الآثار المباشرة للأزمة المالية العالمية. ولكن أفريقيا يجب أن تستجمع قواها من أجل مواجهة عواقب الأزمة العالمية على اقتصادها الحقيقي. لقد فاقت السرعة التي تأثرت بها الاقتصادات الأفريقية التوقعات الأولى. وعلى الرغم من أن درجة وعمق العدوى ليسا متساويين عبر القارة - فالبلدان المصدرة للمعادن، والاقتصادات الكبيرة المفتوحة والدول الهشة قد تأثرت أكثر من خلال قناة واحدة لنقل العدوى وعدة قنوات - فقد شهدت القارة ككل احتمالات نموها تتناقص من متوسط قدره ٦ في المائة إلى أقل من ٣ في المائة.

وتشكل زيادة عجوزات الحسابات الجارية والميزانيات تهديدا مباشرا لاستقرار الاقتصاد الكلي الذي ساعدت على إرسائه سنوات من الإصلاح الاقتصادي. وستعرض للاختبار الحاد قدرة الحكومات الأفريقية على القيام برد الفعل المطلوب تجاه الأزمة، بل وأكثر من ذلك، الحفاظ على الخدمات الأساسية وبرامج التنمية. وفي هذه المرحلة من الصعب التنبؤ بطول الفترة الزمنية التي سيستمر فيها النمو الأفريقي بنصف سرعته السابقة لأن الأزمة العالمية مازالت حديثة نسبيا. إلا أنه يمكن الافتراض، بدون مجازفة، أنه عندما يعود الاقتصاد العالمي إلى طريق النمو فإن استرداد أفريقيا لعافيتها بعد الأزمة يرجح ألا يكون متماثلا.

ولكن صناع السياسة الأفريقيون يستطيعون منذ الآن الاستعداد للاستفادة من الانتعاش الاقتصادي العالمي. ذلك أنهم يستطيعون أن يبدأوا منذ الآن بإلحاق مزيد من اقتصاداتهم المحلية بقاطرة النمو قصيرة الأجل الأكثر مدعاة للثقة والأكثر فاعلية التي في متناول يدهم: وهي القطاع الخاص. إن بنك التنمية الأفريقي هو واحد من عدة مؤسسات مالية دولية تقف على أهية الاستعداد لمساعدة أفريقيا على تسخير القطاع الخاص. وهذا المسعى المهم يمكن ويجب أن يبدأ على الفور، حتى تستطيع اقتصادات أفريقيا مشاركة بقية العالم بشكل كامل في الصعود الذي يتبع الانهيار.

انتعاش وكساد

كان مسار نمو أفريقيا على مدى الأعوام الثلاثين الماضية واحدا من مراحل النمو العرضية التي يتبعها تراجع طويل، والتي تحدث نمطيا بعد انتعاش وكساد السلع في ظل عوامل

حتى تستطيع أن تبلغ مرتبة البلدان متوسطة الدخل. ويعتقد بنك التنمية الأفريقي وسيلة مهمة لتحقيق كلا الهدفين تتمثل في تشجيع القطاع الخاص. وتدرك استراتيجية بنك التنمية الأفريقي متوسطة الأجل لفترة ٢٠٠٨-٢٠١٢ أن المجتمع الدولي يهتم بدرجة أكبر بأفريقيا: فالمانحون الحاليون تعهدوا بتقديم مزيد من المساعدة؛ والمانحون الجدد يتقدمون للصدارة، والمستثمرون من القطاع الخاص على الرغم من أنهم مازالوا مهتمين أساسا بالموارد الطبيعية، فإنهم يقيمون الإمكانات المتوافرة في أفريقيا. وبناء على ذلك فإن البنك، يرى الآن أن تنمية قطاع خاص أكثر قوة هي أولوية عليا، ويعترف بالدور الحيوي للقطاع الخاص في مجالات للتركيز مساوية في الأهمية مثل البنية التحتية والتعليم العالي.

«ذلك الموضع الجميل»

ويستطيع البنك، بشكل خاص، أن يلعب دورا محفزا ببناءً في التشجيع على، والتمكين من إنشاء شراكات خلاقة بين العام والخاص فيما يعتقد البنك أنه «موضع جميل» ينمو بين مجالي القطاع العام والخاص التقليديين. لقد تضاعف استثمار بنك التنمية الأفريقي في القطاع الخاص ثلاثة مرات في عام ٢٠٠٧، وتوفر قائمة جاهزة قوية من المشروعات من خلال الشراكات المبتكرة بين القطاعين العام والخاص فرصا كبيرة لتحقيق النمو والتأزر والتأثير المحفز. وستتم بشكل أكبر زيادة تعاملات البنك مع القطاع الخاص في سياق استراتيجيات قطرية متفق عليها على نحو متبادل لتعزيز التنمية بقيادة القطاع الخاص.

ويُنَبِّئنا التاريخ، أنه عندما تكون الأحوال الاقتصادية سيئة في بلدان مثل البلدان الأفريقية. تتراجع بسرعة المؤشرات الاجتماعية مثل وفيات الأمهات والأطفال، ومعدلات الالتحاق بالتعليم وإكماله، وفرص توظيف النساء- خاصة في الدول الهشة حيث تجعل المؤسسات الضعيفة والإمكانات المالية المحدودة من المستحيل في كثير من الأحيان تقديم شبكات أمان. وتتطلب إدارة الأزمة في الأجل القصير إجراء تعديلات في الميزانية لتتواءم مع الموارد المتوقعة، على حساب التنمية البشرية. ويستطيع نشاط القطاع الخاص الأكبر أن يساعد في تعزيز المؤشرات الاجتماعية في مجالات معينة مثل التعليم العالي، وتكون له تأثيرات مضاعفة في مجالات اجتماعية أخرى. وهكذا فإن بنك التنمية الأفريقي يسعى لتطوير الشراكات مع القطاع الخاص لتصميم وتنفيذ مشروعات تدريب عالية المستوى على النطاق القومي والإقليمي. وسيدعم البنك أيضا التعليم الفني والمهني وعمليات التدريب لبناء المهارات ومعالجة البطالة الكبيرة المزمنة.

وستتوقف استعادة أفريقيا السريعة، عافيتها من آثار الأزمة العالمية على عوامل كثيرة: منها درجة الضرر الذي أصاب استقرار الاقتصاد الكلي، ومناخ الاستثمار، والتقدم في البنية التحتية. وبصفة خاصة، فإن الحفاظ على سرعة تطوير البنية التحتية في هذا الوقت في مواجهة تناقص الاستثمار الخاص وانكماش إيرادات الحكومة أمر حيوي لسرعة تحقيق الانتعاش. فالزراعة الحديثة، والخدمات الحديثة، والصناعة الحديثة، تعتمد على البنية التحتية. والفشل في سد ثغرة تمويل البنية التحتية سيرسخ وضع أفريقيا كمتقاعد في المنافسة عندما يستعيد النشاط الاقتصادي العالمي عافيته. وهنا أيضا يستطيع القطاع الخاص أن يلعب دورا أساسيا. فعلى مدى العقدين السابقين كان هناك تحول كبير في كل من البلدان المصنعة والنامية نحو قيام القطاع الخاص بتوفير المزيد من البنية التحتية أو تمويلها- ولكن هذا حدث بأقل نحو ممكن في أفريقيا. وسيقوم بنك

التنمية الأفريقي بتقوية الشراكات لتحسين توفير المياه والصرف الصحي والنقل، والاتصالات السلكية واللاسلكية، والبنية التحتية للطاقة في الدول الأعضاء فيه. وتقتضى تنمية قطاع خاص ديناميكي شديد الحيوية مناخا تجاريا يمكن من أسباب القوة في أي بلد يريد أن يستضيف قاطرة النمو هذه. لذلك سيكون من الحيوي لكل البلدان في القارة الأفريقية أن تحقق تقدما أسرع في تحسين مناخ الاستثمار بتقليل نفقات القيام بالأعمال. وهذه النفقات التي يسهل حسابها هي الآن مقياس معروف على نطاق واسع يمكن بواسطته ترتيب مكانة كل البلدان متوسطة الدخل الطموحة ويتم ذلك بالفعل علينا. وسيسمح التقليل من هذه النفقات لأدنى حد للبلدان بتحسين وضعها والمشاركة بشكل كامل في الانتعاش الذي سيحدث في نهاية الأمر في الطلب والاستثمار العالمي.

فجوة التمويل

علاوة على الإصلاح في التنظيم والحوكمة، من المهم التأكيد أنه لتحقيق معدلات النمو التي سبقت الأزمة، ستحتاج أفريقيا إلى ٥٠ مليار دولار لتمويل فجوة الاستثمار والادخار. ولتحقيق معدل نمو ٧ في المائة الذي يعتبر ضروريا لتحقيق أهداف الألفية الإنمائية، ترتفع فجوة التمويل إلى ١١٧ مليار دولار. وعلى الرغم من أن بعض البلدان متوسطة الدخل قد تستطيع أن تحشد بصورة فعالة كلا من الاستثمار المحلي والأجنبي، فإن البلدان منخفضة الدخل والدول الهشة ستحتاج لدعم. إن التزام مجموعة العشرين من البلدان الصناعية وبلدان الأسواق الناشئة في قمته التي عقدت في نيسان/ أبريل بزيادة الدعم للبلدان منخفضة الدخل، خاصة في أفريقيا، استجابة للأزمة العالمية الحالية، شرط ضروري، ولكن ليس كافيا لاستعادة الانتعاش. إذ يتعين أن يصحبه الإصرار على عدم إضاعة المكاسب التي تحققت من الإصلاح الاقتصادي الذي أسهم بدرجة كبيرة في توفير المرونة للاقتصادات الأفريقية إزاء الكساد العالمي.

وقد استجبتنا في بنك التنمية الأفريقي بسرعة للتباطؤ الدولي في النشاط الاقتصادي. واستخدمنا قدرتنا على الاجتماع لتوفير منبر للحوار، وتقاسم الخبرة والدفاع عن صوت أفريقيا بين القادة الاقتصاديين في القارة. وفي إدراك كامل أن التعاون الوثيق بين المؤسسات المالية الدولية سيكون حاسما في هذا الوقت، كلف البنك تعاونه مع شركاء آخرين في التنمية بحثا عن استراتيجيات للتدخل الموجه في الأزمة نستطيع من خلالها تجميع مواردنا، وخبراتنا، وميزاتنا النسبية لتعزيز آفاق اقتصاد أفريقيا كلها.

والقضية الأكثر حسما بالنسبة للبنك في هذه المرحلة هي كيف يتم توازنا بين الاستجابات قصيرة الأجل تجاه الأزمة وفي الوقت نفسه يبقى على التركيز على الموضوعات طويلة الأجل. ويجب ألا ننسى أن الاستراتيجيات طويلة الأجل- مثل تطوير البنية التحتية، وتشجيع التكامل الاقتصادي، وإنشاء قوة عمل ماهرة- هي مفتاح مسار النمو في أفريقيا. ولهذا السبب فهي جميعا مجالات أساسية أيضا في الاستراتيجية متوسطة الأجل للبنك.

وليس هناك شك في أن تأثير الأزمة العالمية على أفريقيا يشكل نكسة كبيرة. ويظل اعتقادنا الراسخ هو أن الآفاق الاقتصادية طويلة الأجل بالنسبة لأفريقيا إيجابية بصورة قوية بشرط أن نتصدى لتأثير الأزمة الحالية على أفريقيا. بشكل منسق، مع استمرار تركيزنا على الاحتياجات طويلة الأجل لقارة تطمح في كسب وسائل عيشها عن طريق التجارة والاستثمار. ■

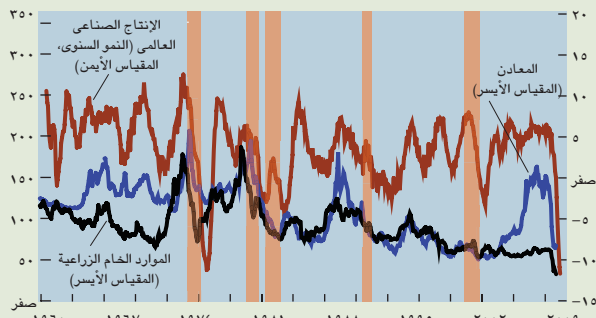
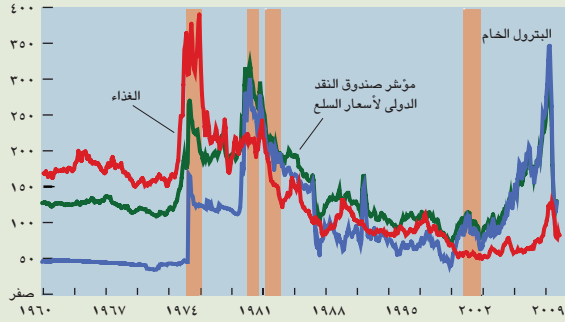
السكة الحديد الأفعوانية

لا يعد الارتفاع الإحد الأخير في أسعار السلع ثم الانخفاض فيها ليس هو الأول ولا الأخير



تاريخيا، كانت أسعار السلع متقلبة وتخضع لتأرجحات كبيرة.

(الأسعار الحقيقية للسلع الأساسية، دولارات أمريكية ثابتة، ١٩٩٠ = ١٠٠)



المصدر: قاعدة بيانات أسعار السلع، صندوق النقد الدولي، وحسابات العاملين في صندوق النقد الدولي. ملاحظة: التظليل يشير إلى فترات الكساد العالمي (المحددة على أساس مؤشر شهري للإنتاج الصناعي العالمي).^(١) متوسط السعر الفوري للبتترول: متوسط برنت، متوسط بتترول غرب تكساس، وديبي.

في النصف الثاني من عام ٢٠٠٨ انخفضت أسعار أغلب السلع بسرعة لم يسبق لها مثيل. فقد انخفضت أسعار الطاقة بنحو ٧٠ في المائة، بينما تراخت أسعار المعادن بأكثر من ٥٠ في المائة. وحتى أسعار الغذاء، التي تميل للتذبذب بدرجة أقل مع الظروف الدورية العالمية، انخفضت بنحو ٣٠ في المائة. وفي عام ٢٠٠٩ انتعشت الأسعار ولكنها ظلت أقل قليلا من ذروتها في ٢٠٠٨.

قاعدة بيانات صندوق النقد الدولي لأسعار السلع

أعد صندوق النقد الدولي منذ زمن بعيد مؤشرات للأسعار الأساسية الأولية باستخدام أوزان مبنية على معلومات التجارة للأعوام ٢٠٠٢-٢٠٠٤. وتغطي المؤشرات مجموعة من ٥١ سلعة أساسية- مع بعض الأسعار التي ترجع للوراء حتى عام ١٩٨٠- والتي يتم تداولها على نطاق واسع والتي تتوافر أسعار صفقاتها للجمع. وتشمل قاعدة البيانات أيضا مؤشرات لأسعار مجموعات فرعية كبرى ومعلومات سعر الخام الأساسي. وقاعدة البيانات متاحة على الموقع www.imf.org/external/np/res/commod/index.asp

أسعار السلع في النصف الأخير من عام ٢٠٠٨ بعد ارتفاع مذهل

انهارت

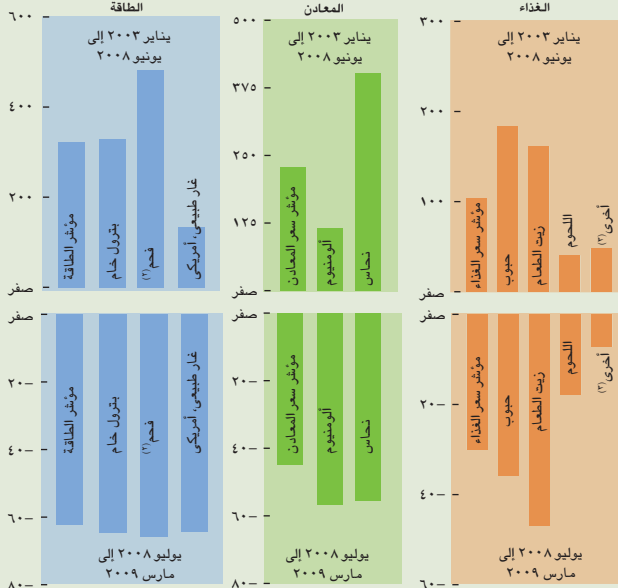
ابتداء من أوائل عام ٢٠٠٢ إلى منتصف العام الماضي. وعلى الرغم من أن أسواق السلع عادة ما تعامل على أنها متكاملة فإن السلع فرادى تتباين كثيرا من حيث خصائصها الخاصة بالعرض والطلب. لذلك فإن أحد الأسئلة الأساسية هو ما إذا كانت التغييرات في مؤشر أسعار السلع تخضع للتذبذبات في أسعار قلة من السلع.

والواقع، أن أحدث انتعاش في الأسعار كان أولا وقبل كل شيء انتعاش في أسعار الطاقة والمعادن. إذ تضاعفت أسعار هذه السلع ثلاث مرات ما بين منتصف ٢٠٠٢ ومنتصف ٢٠٠٨. فبالنسبة للمعادن، التي يرتفع الطلب عليها وينخفض مع الدورة الصناعية العالمية، كانت الزيادة التي وصلت إلى ٢٠ في المائة تقريبا في الأسعار في أثناء التوسع العالمي القوي تنفق بشكل كبير مع التجربة السابقة.

ومع ذلك، فقد تم تسجيل مكاسب كبيرة في الأسعار أيضا بالنسبة لسلع أخرى. فقد تضاعفت ثلاث مرات تقريبا أسعار الحبوب الرئيسية وزيوت الطعام بشكل خاص، مما يعكس عددا من العوامل من بينها ارتفاع نمو الطلب بسبب التغيير في نظم التغذية والنمو السريع في الوقود الحيوي، والمخزون المنخفض، وظروف المناخ غير المواتية، وارتفاع تكاليف الطاقة (انظر «ركوب الموجه» عدد آذار/ مارس ٢٠٠٨ من مجلة التمويل والتنمية)

التغير في أسعار السلع في أثناء الفترة ما بين ٢٠٠٣-٢٠٠٩ من الانتعاش والكساد.

(نسبة مئوية)



المصدر: قاعدة بيانات أسعار السلع، صندوق النقد الدولي.

١ - متوسط سعر البتترول الفوري، ومتوسط السعر الفوري لحام برنت، ومتوسط بتترول غرب تكساس، وديبي.

٢ - تشمل أسعار الفحم في جنوب أفريقيا وأستراليا.

٣ - متوسط التغيير في أسعار السمك والجمبرى والسكر والموذ والبرنقال.