

الحفاظ على الاستقرار المالي



غاري شيناسي

© صندوق النقد الدولي ٢٠٠٥

رئيس تحرير السلسلة
أسيينا كامينيس
إدارة العلاقات الخارجية بصندوق النقد الدولي

تصميم وتنفيذ الغلاف
مسعود اعتمادي وشون لي
قسم خدمات الوسائط المتعددة بصندوق النقد الدولي

رقم النسخة العربية 4-502-58906-1-978
ISSN 1020-8380

صدر في سبتمبر ٢٠٠٥

للحصول على مطبوعات صندوق النقد الدولي،

يرجى الاتصال بالعنوان التالي:

International Monetary Fund, Publication Services
700 19th Street, N.W., Washington, D.C. 20431, U.S.A.

هاتف: (202) 623-7430 فاكس: (202) 623-7201

بريد إلكتروني: publications@imf.org

إنترنت: <http://www.imf.org/pubs>

الحفاظ على الاستقرار المالي



غاري شيناسي

تمهيد

شهدت الأسواق المالية على مدار العقود الثلاثة الماضية تغيرا جذريا وتوسعا سريعا، مدفوعا برفع القيود التنظيمية والتحرير والعلومة فضلا على التقدم المحرز في تكنولوجيا المعلومات والكمبيوتر. فقد سجلت تدفقات رؤوس الأموال عبر الحدود زيادة حادة، واستحدثت الأسواق أدوات مالية جديدة متطورة، وازدادت سهولة وسرعة تنفيذ المعاملات المالية زيادة بالغة.

وعلى الرغم من أن هذه التغيرات كانت مفيدة في المجمل، حيث أدت إلى زيادة الكفاءة في توزيع رؤوس الأموال، فقد اقترنت باضطرابات مالية متكررة - منها على سبيل المثال التحركات الحادة في أسعار أسواق الأسهم الأمريكية في عام ١٩٨٧ («يوم الاثنين الأسود») وعام ١٩٩٧؛ واضطرابات أسواق السندات في بلدان مجموعة العشرة في عام ١٩٩٤ وفي الولايات المتحدة في عام ١٩٩٦؛ وأزمات العملات في المكسيك (١٩٩٤-١٩٩٥) وآسيا (١٩٩٧) وروسيا (١٩٩٨)؛ وانهيار صندوق استثمار «إدارة رؤوس الأموال طويلة الأجل» في عام ١٩٩٨؛ وتقلبات أسعار صرف العملات في التسعينات؛ والتقلبات في أسواق الأسهم العالمية في عامي ٢٠٠٠ و ٢٠٠١. وشكلت بعض هذه الموجات تهديدا ليس فقط للاقتصادات الوطنية والإقليمية، بل للاقتصاد العالمي أيضا، الأمر الذي أبرز أهمية استهداف الاستقرار المالي بحد ذاته كأحد أهداف السياسات الاقتصادية. وأظهرت كذلك مدى الضعف في فهم قدرة التمويل المعولم على التسبب في سوء التسعير وسوء تخصيص رؤوس الأموال وإحداث الاضطرابات المالية. وتزايدت تعقيدات النظام المالي الدولي حتى أصبح تحديد المخاطر وتقييمها ينطوي على تحديات - وتكاليف - متزايدة بالنسبة لصناع السياسات. وفي هذا الصدد، لا يلزم سوى وضع إطار لإصدار إنذارات واضحة ومبكرة عن مواطن الضعف. وليس الهدف من الإطار المطروح في هذا العدد من سلسلة «قضايا اقتصادية» أن يكون بمثابة المخطط التفصيلي والقاطع، بل هو مجرد نقطة انطلاق من أجل العمل والحوار على نطاق أوسع.

ويستند العدد (٣٦) من سلسلة «قضايا اقتصادية» والذي أعده تشارلز غاردنر واسيمينيا كامينيس، إلى مجموعة من أوراق العمل الصادرة عن صندوق النقد الدولي،

وهي: "Defining Financial Stability" WP/04/187، و"Private WP/04/120، و"Finance and Public Policy" WP/04/101، وكلاهما من تأليف غاري شيناسي؛ و"تأليف "Toward a Framework for Safeguarding Financial Stability" من تأليف اردت هوبن وجان كيكس وغاري شيناسي. ويمكن الاطلاع على هذه الأوراق مجاناً في العنوان التالي على شبكة الانترنت: www.imf.org/pubs. وقد ألف «غاري شيناسي» كتاباً بعنوان: *Safeguarding Financial Stability: Theory and Practice* سينشره صندوق النقد الدولي في ديسمبر ٢٠٠٥.

الحفاظ على الاستقرار المالي

لا يزال تحليل الاستقرار المالي حديث العهد مقارنة بتحليل الاستقرار النقدي والاقتصادي الكلي. ويدرك كل من يحاول تعريف الاستقرار المالي أنه ما من نموذج أو إطار تحليلي مقبول على نطاق واسع لتقييم الاستقرار المالي أو قياسه. فقد بدأ مؤخرا فقط إعداد المؤشرات المالية التي يمكنها إنذار صناعات السياسات بالمشاكل المحتملة في الاقتصاد الحقيقي.

ولا عجب أن نجد أن الأطر الحالية للتأكد من الاستقرار المالي الدولي - والتي تجمع بين الانضباط وفق شروط السوق الخاصة والرقابة الاحترازية على الصعيد الوطني - عاجزة عن متابعة وتيرة التحديث والعولمة في الأسواق المالية. أولا: شهد النظام المالي توسعا تجاوزت وتيرته التوسع في الاقتصاد الحقيقي. فقد ارتفع مجموع الأصول المالية في الاقتصادات المتقدمة بحيث أصبح يشكل حاليا أكثر من ضعف إجمالي الناتج المحلي السنوي. ثانيا: تغيرت عناصر الأصول المالية؛ حيث تسهم الأصول غير النقدية بحصة متزايدة، مما يعني زيادة اعتماد القاعدة النقدية على الديون للتمويل. ثالثا: مع انتشار التكامل بين مختلف الأنشطة الاقتصادية وبين مختلف البلدان، أصبحت النظم المالية أكثر استقلالا مما زاد من مخاطر العدوى. رابعا: أصبح النظام المالي أكثر تعقيدا من حيث زيادة تعقيدات الأدوات المالية، وتنوع الأنشطة، وانتقال المخاطر. وعلى الرغم من أن هذه الاتجاهات العامة أدت إلى تعزيز الكفاءة الاقتصادية وزيادة قدرة النظم المالية على الصمود أمام التحديات، فقد غيرت كذلك من طبيعة المخاطر المالية وأحدثت موجات من عدم الاستقرار المالي.



ما هو الاستقرار المالي؟

أصبح الحفاظ على الاستقرار المالي على مدى العقد الماضي هدفا متزايدا الأهمية في سياق صنع السياسات الاقتصادية. فهناك أكثر من اثني عشر بنكا مركزيا والعديد

من المؤسسات المالية (بما فيها صندوق النقد الدولي والبنك الدولي وبنك التسويات الدولية) تصدر تقارير دورية عن الاستقرار المالي وتخصص جانبا مهما من جوانب نشاطها لدراسة الاستقرار المالي والسعي لتحقيقه.

والمغزى من الاستقرار المالي يتجاوز المفهوم البسيط لعدم وقوع الأزمات. فالنظام المالي يكون مستقرا إذا ما اتسم بالإمكانات التالية: (١) تيسير كفاءة توزيع الموارد الاقتصادية، حسب المناطق الجغرافية ومع مرور الوقت، إلى جانب العمليات المالية والاقتصادية الأخرى (كالايدار والاستثمار، والإقراض والاقتراض، وخلق السيولة وتوزيعها، وتحديد أسعار الأصول، وأخيرا تراكم الثروة ونمو الناتج)؛ (٢) تقييم المخاطر المالية وتسعيها وتحديد وإدارتها؛ (٣) استمرار القدرة على أداء هذه الوظائف الأساسية حتى مع التعرض للصدمات الخارجية أو في حال تراكم الاختلالات.

وفقا لنظرية التبعية، ونظرا لأن النظام المالي يتألف من عدد من العناصر المختلفة وإن كانت مترابطة في ذات الوقت، وهي البنية التحتية (النظم القانونية، ونظم المدفوعات، ونظم التسوية، والنظم المحاسبية) والمؤسسات (البنوك وشركات الأوراق المالية، والمؤسسات الاستثمارية) والأسواق (الأسهم، والسندات، والنقد، والمشتقات)، فإن حدوث اضطراب في أحد هذه العناصر من شأنه أن يضعف الاستقرار في النظام بأكمله. غير أنه في حالة كفاءة النظام على نحو يسمح له بأداء وظائفه التيسيرية الأساسية، فإن أي مشاكل تصيب أحد عناصره لن تؤثر بالضرورة على الاستقرار الكلي. فالاستقرار المالي لا يقتضي أن تعمل عناصر النظام المالي في كل الأوقات بأقصى طاقاتها أو أقل قليلا. وإنما النظام المالي المستقر هو النظام القادر على الحد من الاختلالات وتسويتها، بعدة سبل منها آليات التصحيح الذاتي، قبل أن تسفر عن وقوع أزمة، والذي يجعل عملة البلد (نقود الثقة) قادرة على القيام بدورها كأداة للتعاملات، ووحدة للحساب، وأداة لاختزان القيمة (تتداخل هنا سمات الاستقرار المالي والاستقرار النقدي). وأخيرا، فإن النظام المالي يعتبر مستقرا إذا لم يتوقع تأثر النشاط الاقتصادي بالاختلالات. والواقع أن إغلاق إحدى المؤسسات المالية أو تزايد التقلبات في الأسواق المالية أو حدوث تصحيحات كبيرة للاختلالات ربما يرجع إلى زيادة المنافسة في هذه الأسواق أو لاستيعابها معلومات جديدة، بل ربما تكون دليلا على عافية النظام المالي. ونظرا لأن النظام المالي يتسم بحالة من المد والجزر التي لا تنتهي، فإن مفهوم الاستقرار المالي لا يشير إلى موقف أو مسار زمني واحد وثابت يمكن للنظام المالي

العودة إليه بعد صدمة ما، وإنما يشير إلى نطاق ممتد أو سلسلة متصلة من الأحداث. وتتصف هذه السلسلة بأنها متعددة الأبعاد: فهي تحدث عبر العديد من المتغيرات التي يمكن مشاهدتها وقياسها، والتي يمكن استخدامها في التحديد الكمي (وإن كان غير دقيق) لمدى كفاءة النظام المالي في أداء وظائفه التيسيرية. ونظرا لتعدد جوانب الاستقرار المالي، فإن أي تغيير يحدث لا يمكن قياسه باستخدام مؤشر كمي واحد؛ فآثار العدوى والعلاقات غير الخطية بين مختلف قطاعات النظام المالي تزيد من صعوبة التنبؤ بالآزمات المالية. وبالتالي فإن تقييم مدى استقرار النظام المالي يستلزم اعتماد مفهوم نظمي شامل.

وفي الوقت ذاته، فإن جهود منع الآزمات تقتضي اعتماد منهج واقعي لحدود السيطرة على التطورات في الاستقرار المالي. فمعظم أدوات السياسات المنشأة بالفعل للحفاظ على الاستقرار المالي لها أهداف رئيسية أخرى، مثل توفير الحماية لمصالح أصحاب الودائع (أدوات احترازية) أو دعم استقرار الأسعار (السياسة النقدية)، أو تشجيع التسوية العاجلة للمعاملات المالية (السياسات التي تحكم نظم الدفع والتسوية). وغالبا ما يكون تأثير هذه الأدوات غير مباشر على الاستقرار المالي ولا يظهر عادة إلا بعد فترة من التأخير. وربما يتعارض حتى مع الهدف الرئيسي من الأداة.



المخاطر التي تواجه النظام المالي

لا يرجع تزايد تعقيدات الأسواق المالية إلى استحداث أدوات جديدة وإحراز مستويات جديدة من التقدم التكنولوجي، وغير المفهومة على النحو الكافي، فحسب بل يرجع كذلك، وبطبيعة الحال، إلى العولمة وتوريق القروض المصرفية، مما خلق تحديات جديدة صعبة في أربعة مجالات واسعة النطاق، هي الشفافية والإفصاح، وديناميكية السوق، والخطر المعنوي، والمخاطر على النظام.

تراجع الشفافية

دعونا ننظر في مثال يتناول حالة بنك استثماري في هونغ كونغ يشتري حصة من أسهم رأس المال في شركة صينية ثم يقوم بتقسيم التدفقات النقدية، وقيمة الزيادة في رأسمال الاستثمار، ومخاطر الطرف المقابل، بحيث يبيع هذه الحصص الجزئية منفصلة

لمستثمرين في بلدان مختلفة. وعادة ما تؤدي أي معاملة مالية من هذا القبيل في زيادة فرص جمع الأموال والاستثمار وتوزيع المخاطر على من هم أكثر قدرة على تحملها. غير أن المعلومات المتعلقة بكثير من هذه الأنشطة لا تكون متاحة للمستثمرين وجهات الرقابة المصرفية، نظرا لأنها مقيدة خارج الميزانية العمومية.

ديناميكية السوق

حدثت تغيرات حادة في ديناميكية السوق نتيجة عولمة التمويل وتزايد اعتماد كثير من الشركات على أسواق الأوراق المالية بدلا من البنوك للحصول على الأموال اللازمة للتمويل. فقد انخفضت تكاليف المعاملات إلى الحد الأدنى، وأصبح بالإمكان إجراء قدر هائل من المعاملات في وقت وجيز للغاية. ولعل عمليات البيع أو الشراء الضخمة والمتواصلة، على غرار ما يحدث فيما يسمى «سلوك القطيع» (herding behavior). يمكن أن تؤدي إلى تفاقم حركات الأسعار. وقد يترتب على أثر «سلوك القطيع» كذلك انتشار المشاكل من السوق المضطربة إلى السوق التي لم تتسرب إليها الاضطرابات بعد، وذلك إذا ما اعتقد المستثمرون - عن حق أو عن خطأ - أن ثمة أوجه تشابه بين السوقين.

الخطر المعنوي

ينبغي للمشاركين في الأسواق الخاصة أن يعتبروا أوجه الغموض الجديدة في ديناميكية الأسواق حافزا لهم على عزل أنشطة أعمالهم وصافي دخولهم وميزانياتهم العمومية عن المخاطر الناجمة عن التحركات الحادة في الأسعار والتغيرات في حجم السيولة في الأسواق. بيد أن بعض أهم المشاركين في السوق يشكلون جانبا حيويا في نظم الدفع الوطنية والدولية، ومن ثم فإن السماح بإخفاقهم يمكن أن تترتب عليه عواقب وخيمة بالنسبة للنظام المالي بأكمله. ولتفادي هذا الخطر، عمد صناع السياسات إلى وضع شبكات أمان مالي لتوفير الحماية للمودعين (التأمين على الودائع) والمؤسسات المالية (تسهيلات المقرض الأخير) والأسواق (ممارسات الحكومات لضخ السيولة النقدية). غير أن افتراض تدخل القطاع العام لمنع وقع الأزمات يضعف من الانضباط وفق شروط السوق ويخلق خطرا معنويا، حيث يضعف الحافز لدى المشاركين في السوق على توخي الحذر في تعاملاتهم.

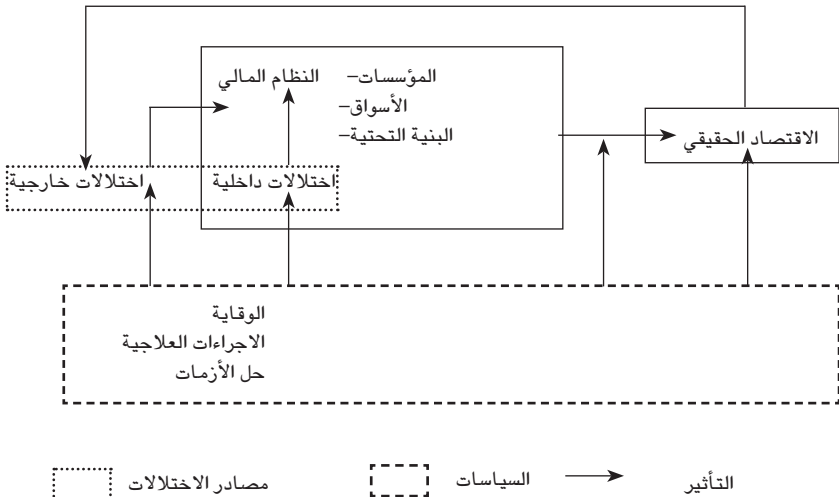
المخاطر على النظام

انتقلت المخاطر التي تهدد النظام بأكمله من القطاع المصرفي إلى أسواق رأس المال والمشتقات، وتضم في الوقت الحالي نظم التسوية الخاصة ودور المقاصة شبه الخاصة.

وقد تزداد صعوبة تحديد هذه المخاطر أمام جهات الرقابة الرسمية نتيجة تزايد اتساع الفجوة التكنولوجية والمعرفية بين الجهات التنظيمية والكيانات الخاضعة للتنظيم. ولكن الجمع بين التقدم التكنولوجي وهياكل الحوافز الخاصة وازدياد المنافسة في الخدمات المالية من شأنه تشجيع المؤسسات المالية الخاصة على التواءم مع التغيرات الهيكلية بوتيرة أسرع كثيرا بالمقارنة مع استجابة الأطر الرقابية والتنظيمية.

مثلما يتضح من الشكل البياني (١) قد تنشأ المخاطر ومواطن الضعف إما داخليا، من داخل النظام المالي، أو خارجيا - في الاقتصاد الحقيقي، على سبيل المثال. وتختلف الاجراءات المتخذة على صعيد السياسات باختلاف طبيعة هذه المخاطر. فالسلطات المالية في المعتاد قادرة على التأثير في حجم الاختلالات الداخلية وفي احتمالات وقوعها من خلال القيام بعمليات التنظيم أو الرقابة أو إدارة الأزمات. وعلى العكس، يصعب التحكم في الاضطرابات الخارجية، إلا من خلال تطبيق سياسات الاقتصاد الكلي على فترات زمنية طويلة وغير محددة. وينحصر دور السياسات غالبا عند وقوع الاضطراب الخارجي في الحد من تأثيره على النظام المالي، وذلك بعدة سبل منها على سبيل المثال، المحافظة على قدرة النظام على استيعاب الصدمات وتشغيل النظم البديلة لحماية المعلومات الحيوية. وقد أتاح هذا النوع من التدابير فرصة البقاء

الشكل البياني (١): عرض مبسط للعوامل المؤثرة في أداء النظام المالي



الجدول ١ - مصادر عدم الاستقرار المالي المحتملة

المخاطر الخارجية	المخاطر الداخلية
اضطرابات اقتصادية كلية	مخاطر على أساس المؤسسات
مخاطر قائمة على البيئة الاقتصادية	المخاطر المالية
اختلالات السياسات	. الائتمان
	. السوق
	. السيولة
	. سعر الفائدة
	. العملة
	المخاطر التشغيلية
	جوانب الضعف في تكنولوجيا المعلومات
	المخاطر القانونية/ المتعلقة بالنزاهة
	مخاطر السمعة
	مخاطر استراتيجية الأعمال
	تركز المخاطر
	مخاطر كفاية رأس المال
	مخاطر على أساس الأسواق
	مخاطر الطرف المقابل
	عدم اتساق أسعار الأصول
	. الائتمان
	. السيولة
	العدوى
	مخاطر على أساس البنية التحتية
	مخاطر نظم المقاصة والدفع والتسوية
	مواطن الهشاشة في البنية التحتية
	. القانونية
	. التنظيمية
	. المحاسبية
	. الرقابية
	انهيار الثقة المؤدي إلى موجات السحب
	سلسلة الآثار التعاقبية

للأسواق المالية الأمريكية دون تكبد أضرار دائمة في أعقاب هجمات الحادي عشر من سبتمبر الإرهابية.

المخاطر الداخلية: قد تنشأ هذه المخاطر في أي من عناصر النظام المالي الأساسية الثلاثة - وهي المؤسسات، والأسواق، والبنية التحتية (راجع الجدول ١).

- قد تنشأ المشاكل في مؤسسة مالية معينة وتنتشر لاحقاً إلى قطاعات أخرى من النظام المالي، أو تتأثر بها عدة مؤسسات أخرى على نحو متزامن نظراً لتعرضها لمخاطر مماثلة.

- عادة ما تكون الأسواق معرضة لمخاطر الطرف المقابل، وعدم اتساق أسعار الأصول، وموجات السحب، والعدوى.
- قد يترتب على المشاكل الناشئة في المؤسسات المالية (مثل حالات توقف النظم التشغيلية، وتركز المخاطر، وسلسلة الآثار التعاقبية) حدوث مشاكل في البنية التحتية المالية - في نظامي المقاصة والتسوية، على سبيل المثال - وينجم عنها مضاعفات أكبر على النظام المالي. وفي المقابل، فإن مواطن الضعف الناشئة في البنية التحتية - في الجهازين القانوني والمحاسبي، مثلا - قد يترتب عليها حالات من التوقف عن العمل (كان انهيار شركة "إنرون" الأمريكية مرتبطا بجوانب الضعف في الجهاز المحاسبي).

المخاطر الخارجية: تتبع المخاطر الخارجية من مشاكل خارج النظام المالي. فالاستقرار المالي يتصف بالحساسية إزاء الصدمات الخارجية - مثل الكوارث الطبيعية، أو التغيرات في ميزان التبادل التجاري لبلد ما، أو الأحداث السياسية، أو تقلبات أسعار النفط، أو الابتكارات التكنولوجية، أو التحولات المفاجئة في مشاعر السوق، أو توقف بلد مجاور عن سداد دين سيادي. وقد تؤدي الأحداث المتعلقة بالاقتصاد الكلي، مثل انهيار شركة كبرى، إلى إضعاف ثقة السوق وخلق اختلالات تؤثر في النظام المالي بأكمله.



تحليل الاستقرار المالي

يتعين على تحليل الاستقرار المالي أن يشمل جميع مصادر الخطر ومواطن الضعف المذكورة أعلاه، مما يقتضي اتباع أسلوب منهجي في رصد مختلف قطاعات النظام المالي والاقتصاد الحقيقي (الأسر المعيشية والشركات والقطاع العام). ولا بد كذلك للتحليل من مراعاة الروابط بين القطاعات والروابط عبر الحدود، نظرا لأن الاختلالات غالبا ما تحدث بفعل مجموعة من مواطن الضعف من مصادر مختلفة.

وبالإضافة لما سبق، يتعين على صناع السياسات مراعاة نطاق بدء ظهور مواطن الضعف وما يترتب عليها من آثار محتملة على النظام المالي ككل. فقد ينشأ الضغط المالي على مستوى الاقتصاد الجزئي - كإعسار أحد البنوك أو إفلاس إحدى كبرى الشركات غير المالية - وينتشر لاحقا بين مختلف قطاعات النظام المالي، من

خلال حالات الانكشاف بين البنوك أو فقدان الثقة، أو أن تؤثر التطورات بصورة مباشرة على قطاع مهم في الاقتصاد، على غرار ما يحدث عند انهيار النظام بأكمله. ومع الاختلاف الذي طرأ على طبيعة المخاطر التي تهدد النظام بأكمله، أصبح من الضروري اعتماد مجموعة أكبر وأشمل من المؤشرات. فمن المحتمل بالتحديد تراجع مستوى تركيز المخاطر المحدقة بالنظام المالي عن مستوياتها السابقة. ففي المقام الأول، زادت المؤسسات المالية من أنشطتها السوقية ومستوى تعرضها لمخاطر الأسواق، كما زادت الشركات غير المالية والأسر المعيشية من حجم مشاركتها في الأسواق. ثانياً، تحسنت أدوات تنوع المخاطر - من خلال أنشطة مثل الوقاية من المخاطر، وتحويل المخاطر الائتمانية، وتوريق القروض المصرفية. وقد أدت هذه التطورات إلى الحد من مخاطر إفسار فسادى البنوك وسلسلة الآثار التعاقبية التقليدية. غير أنه من المحتمل اختفاء الأثر الإيجابي لزيادة اقتسام المخاطر بفعل زيادة التعرض للصدمات على مستوى النظام المالي بأكمله، حيث ازداد مجمل التعرض لمخاطر الأسواق المالية زيادة حادة، وهو ما انطوى على إمكانية زيادة التأثير المتزامن للأحداث السلبية الحادة في هذه الأسواق.

يتوافق تحليل الاستقرار المالي، إلى حد ما، مع تحليل السلامة المالية الكلية المتعارف عليه. فهو يعتمد على مؤشرات قياسية، مثل بيانات الميزانيات العمومية التي تشكل انعكاساً للمراكز المالية حسب القطاع (الأسر المعيشية والشركات)، والنسب بين صافي الدين والدخل، ومقاييس مخاطر الطرف المقابل (مثل فروق العائد) والسيولة وجودة الأصول (مثل القروض المتعثرة)، والمراكز المفتوحة بالعملة الأجنبية، ومستوى التعرض للمخاطر حسب القطاع مع توجيه اهتمام خاص لمقاييس تركيز المخاطر. وجميع هذه المؤشرات هي في الغالب مؤشرات للسلامة المالية الكلية مجمعة على مستوى الاقتصاد الكلي، وبالتالي ينبغي النظر في توزيع المخاطر ضمن هذه المجموعات. ولتقييم مدى استقرار النظام المالي بأكمله يتعين الاستعانة بمجموعة أكبر من المؤشرات التي ترصد الأوضاع في الأسواق المهمة، بما في ذلك أسواق النقد المتداول بين البنوك، وإعادة الشراء، والسندات، والأسهم، والمشتقات. وتتضمن المؤشرات الأخرى ذات الصلة مقاييس حجم السيولة في الأسواق (مثل الفرق بين سعري الشراء والبيع)، ومستويات عدم اليقين والمخاطر في الأسواق (حسبما يتضح من تقلبات أسعار الأصول التاريخية والضمنية)، ومدى إمكانية استمرار أسعار الأصول (حسبما يتضح من مدى عمق السوق وشموليته فضلاً على الانحرافات في نماذج تحديد أسعار الأصول، أو النماذج القائمة على الأساسيات الاقتصادية لتحديد الأسعار "التوازنية"، أو نسبة السعر إلى الأرباح). وقد أعد صندوق النقد الدولي بياناً أساسياً يشتمل على هذه المتغيرات ضمن "المجموعة الأساسية والمحبذة لمؤشرات السلامة المالية" (راجع الجدول ٢). ومن

الجدول ٢ - مؤشرات السلامة المالية

المؤشرات الأساسية	
نسبة رأس المال المقررة من الأجهزة الرقابية إلى الأصول المرجحة بالمخاطر	شركات تلقي الودائع
نسبة رأس المال الأساسي المقرر من الأجهزة الرقابية إلى الأصول المرجحة بالمخاطر	كفاية رأس المال
نسبة القروض المتعثرة ناقص المخصصات إلى رأس المال	جودة الأصول
نسبة القروض المتعثرة إلى مجموع القروض الإجمالية	
نسبة التوزيع القطاعي للقروض إلى مجموع القروض	الإيرادات والربحية
العائد على الأصول	
العائد على أسهم رأس المال	
نسبة هامش الفائدة إلى إجمالي الدخل	
نسبة المصروفات غير الفوائد إلى إجمالي الدخل	السيولة
نسبة الأصول السائلة إلى مجموع الأصول	
نسبة الأصول السائلة إلى الخصوم قصيرة الأجل	
نسبة صافي المركز المفتوح بالعملة الأجنبية إلى رأس المال	الحساسية لمخاطر السوق
المؤشرات المحبذة	
نسبة رأس المال إلى الأصول	شركات تلقي الودائع
نسبة الانكشافات الكبيرة إلى رأس المال	
نسبة التوزيع الجغرافي للقروض إلى مجموع القروض	
نسبة مركز الأصول الإجمالية في المشتقات المالية إلى رأس المال	
نسبة مركز الخصوم الإجمالية في المشتقات المالية إلى رأس المال	
نسبة مكاسب (خسائر) تداول النقد الأجنبي إلى مجموع الدخل	
نسبة المصروفات على العاملين إلى المصروفات غير الفوائد	
الفرق بين سعر الفائدة المرجعي على القروض وعلى الودائع	
الفرق بين أعلى سعر وأدنى سعر لفائدة بين البنوك	
نسبة ودائع العملاء إلى مجموع القروض (غير القروض بين البنوك)	
نسبة القروض المقومة بالعملات الأجنبية إلى مجموع القروض	
نسبة الخصوم المقومة بالعملات الأجنبية إلى مجموع الخصوم	
نسبة صافي المركز المفتوح في أسهم رأس المال إلى رأس المال	الشركات المالية الأخرى
نسبة الأصول إلى مجموع أصول النظام المالي	
نسبة الأصول إلى إجمالي الناتج المحلي	الشركات غير المالية
نسبة مجموع الدين إلى أسهم رأس المال	
العائد على أسهم رأس المال	
نسبة الإيرادات إلى مصروفات الفائدة وأصل الدين	
نسبة معاملات العملات الأجنبية إلى أسهم رأس المال	
عدد طلبات الحماية من الدائنين	الأسر المعيشية
نسبة دين الأسر إلى إجمالي الناتج المحلي	
نسبة مدفوعات خدمة الدين والأصل في قطاع الأسر إلى الدخل	
متوسط الفرق بين سعري الشراء والبيع في سوق الأوراق المالية / ١	حجم السيولة في السوق
نسبة المتوسطة لحجم التعاملات اليومية في سوق الأوراق المالية	
أسعار العقارات	سوق العقارات
نسبة قروض العقارات السكنية إلى مجموع القروض	
نسبة قروض العقارات التجارية إلى مجموع القروض	

^١ أو في الأسواق الأخرى وثيقة الصلة بحجم السيولة في البنوك، مثل أسواق النقد الأجنبي.

الممكن كذلك أن يستمد منها بعض المؤشرات المكملة بالنسبة لأداء البنية التحتية المالية، بما في ذلك الأرقام في نظم الدفع المتعلقة بحالات معينة (حالات التوقف عن العمل نتيجة مشاكل تتعلق بمعدات الكمبيوتر أو برامجه أو قابلية الوصل)، أو حالات التباطؤ، أو حالات عدم التوصل إلى تسوية. وقد تتأثر البنية التحتية في النظام المالي بالتطورات التي تلحق بالأجهزة القانونية أو التنظيمية أو المحاسبية أو الرقابية استجابة لأي توتر مالي. وأخيرا، ربما يستدل على تراكم الاختلالات من خلال المتغيرات الاقتصادية الكلية مثل النمو الاقتصادي، والاستثمار، والتضخم، وميزان المدفوعات، وأسعار الأصول غير المالية. ويمكن لنظم الإنذار المبكر أن تشارك في تقدير أهمية المؤشرات المختلفة للاستقرار المالي والتنبؤ بالضغط المالي. وقد أثبتت متغيرات عدة أهميتها كمؤشرات للتوتر المالي - فالارتفاعات الحادة في أسعار الفائدة، مثلا، تنبئ غالبا بحدوث تصحيحات كبيرة في أسعار الأصول. وخلصت العديد من الدراسات إلى أن ارتفاع نسبة الائتمان إلى إجمالي الناتج المحلي، لا سيما إذا اقترن بطفرة في الاستثمارات، هو مؤشر رائد لحدوث فقاعات أسعار الأصول والأزمات المالية. وإضافة إلى ذلك، توفر مؤشرات الأسواق المالية معلومات مهمة ترصد التطورات خارج نطاق الأسواق ذاتها، نظرا لأن احتمالات نشوء المخاطر المختلفة في الاقتصاد يمكن أن تنعكس مباشرة في متغيرات مثل فروق أسعار الفائدة على السندات وأسعار الأسهم. وفي الختام، لا ينبغي أن يقتصر تحليل الاستقرار المالي على مراعاة الاضطرابات الممكنة فقط، بل ودرجة استيعاب النظام المالي لها أيضا. وعلى وجه التحديد، يتعين مراعاة العوامل المختلفة التي يمكن أن تخفف من حدة الصدمة أو استيعابها. ومن هذه العوامل حجم الاحتياطيات الرأسمالية، ومدى موثوقية تسهيلات التأمين (إعادة التأمين)، ومدى كفاية برامج الوقاية (walls fire)، وشبكات الأمان، والنظم البديلة.

وعلاوة على ما تقدم، نظرا لتعقيدات تحليل الاستقرار المالي المتمثلة في العلاقات غير الخطية والحاجة إلى التركيز على الأحداث الاستثنائية وإن كانت ممكنة الحدوث، غالبا ما تتضح ضرورة النظر في توزيعات المتغيرات وتحليل ما يحدث في حالة ظهور المخاطر على نحو متزامن. وفي هذا السياق، نجد أن اختبارات الضغط تشكل أداة مفيدة لقياس قدرة قطاعات الاقتصاد على الصمود في الظروف القاسية. ولكن على الرغم من احتمال تنفيذ اختبارات الضغط بالنسبة لفرادى المؤسسات المالية وربما للجهاز المصرفي بأكمله وحتى لفرادى القطاعات المالية، فإن استخدام اختبارات الضغط بالنسبة للنظام المالي بأكمله لا يزال محدودا، لا سيما في النظم التي يمتزج فيها

التمويل بين تمويل مصرفي وآخر موجه نحو السوق، ويرجع ذلك جزئياً لنقص البيانات والنماذج التجريبية. ويتمثل التحدي الراهن في إعداد اختبارات ضغط على مستوى النظام بالكامل بحيث تأخذ في الاعتبار الروابط بين القطاعات المالية والآثار المتأخرة التي تخلفها المؤسسات المالية على بعضها البعض وعلى الاقتصاد الحقيقي.



إعداد إطار جديد

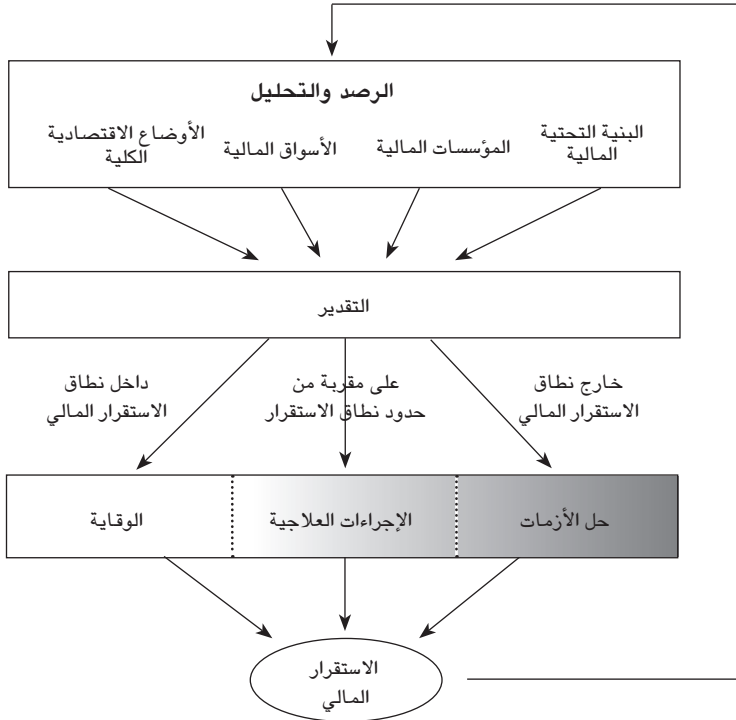
إن التحدي المتمثل في تحقيق الاستقرار المالي والحفاظ عليه يعتمد إلى حد ما على هيكل النظام الاقتصادي ومدى نضجه، ولا شك أن الإطار الذي نستعرضه لاحقاً يرتبط على نحو وثيق بالنظم المالية الأكثر نضجاً. فيجمع هذا الإطار بين عناصر الاستقرار المالي التحليلية والمتعلقة بالسياسات ويسمح لصناع السياسات بتقييم الاستقرار المالي على أساس العناصر الاقتصادية الكلية، والنقدية، والرقابية، والتنظيمية، والمتعلقة بالسوق المالية. ويتمثل الهدف في وضع هيكل متماسك لتحليل القضايا المتعلقة بالاستقرار المالي، بغية تحقيق ما يلي: (١) إمكانية تحديد مواطن الضعف المحتملة في وقت مبكر، قبل أن تؤدي إلى تصحيحات تخفض الأسعار في الأسواق، أو مشاكل داخل المؤسسات، أو حالات توقف في البنية التحتية المالية؛ (٢) تشجيع اعتماد سياسات وقائية وسياسات علاجية في الوقت المناسب لتفادي عدم الاستقرار المالي؛ (٣) استعادة الاستقرار إلى النظام في حالة فشل التدابير الوقائية والعلاجية. ويسعى هذا الإطار إلى تجاوز نطاق منهج «انتقال آثار الصدمة» المتعارف عليه والذي تستند إليه العديد من أطر السياسات القائمة.

وينبغي لصناع السياسات أن يجعلوا غايتهم هي وضع آليات مصممة للحيلولة دون تحول المشاكل المالية إلى مشاكل نظامية أو تهديدها لاستقرار النظام المالي والاقتصاد الحقيقي. ولكن دون إضعاف قدرة الاقتصاد على مواصلة النمو أو أداء وظائفه الأخرى. ولا يتمثل الهدف بالضرورة في منع نشوء كافة المشاكل المالية. فمن غير الواقعي أولاً افتراض وجود نظام مالي فعال وديناميكي لا يشهد تقلبات أو اضطرابات سوقية مطلقاً، أو أن جميع مؤسساته المالية ستكون قادرة، في كل الأوقات، على التعامل بكفاءة مع كل جوانب عدم اليقين والمخاطر التي ينطوي عليها تقديم الخدمات المالية والحفاظ على قيمة أصول أصحاب المصالح. أو تنميتها. ثانياً، لا يحيد وضع آليات توفر حماية مفرطة لاستقرار السوق وتحد من الإقدام على المخاطر.

واستنادا إلى مفهوم خلق نطاق من الاستقرار المالي ضمن سلسلة متصلة من الأحداث، فإن نقطة الانطلاق الطبيعية لتحديد شكل هذا الإطار ووضعه في حالة التشغيل تتمثل في إجراء تحليل شامل ومستمر للمخاطر ومواطن الضعف المحتملة في النظام المالي. ويلى ذلك إجراء تقييم لمدى خطورة مواطن الضعف هذه على الاستقرار المالي، ثم اعتماد الإجراءات المناسبة على صعيد السياسات، والتي تُحدد حسب ظروف النظام المالي. أولا، إذا كان النظام ضمن حدود الاستقرار إلى حد بعيد ويرجح بقاؤه كذلك في المستقبل المنظور، فإن السياسة الوقائية في الأساس هي السياسة الملائمة له، بغية مواصلة الاستقرار من خلال الاعتماد على الانضباط وفق شروط السوق وأعمال الإشراف والرقابة الرسمية. ثانيا، قد يكون النظام المالي ضمن نطاق الاستقرار ولكنه يمتد نحو حدود هذا النطاق، نتيجة بدء ظهور الاختلالات مثلا أو حدوث تغيرات خارج النظام المالي. هنا قد يتعين اللجوء إلى اتخاذ إجراءات علاجية لحماية استقرار النظام - كالضغط المعنوي والرقابة المكثفة، مثلا. ثالثا، قد يكون النظام المالي غير مستقر - أي خارج نطاق الاستقرار المالي - وبالتالي لا يكون قادرا على القيام بوظائفه على النحو الكافي. وفي هذه الحالة، لا بد أن تكون السياسات تفاعلية ومستهدفة استعادة الاستقرار، مما قد ينطوي على حل الأزمات. ويعرض الشكل البياني (٢) موجزا للعناصر الأساسية في هذا الإطار المعني بالاستقرار المالي. ومن الواضح أنه مع تعدد جوانب الاستقرار المالي فإن التمييز بين فئات السياسات لن يكون بالأمر القاطع إلا فيما ندر. ويمكن توزيع المشاكل المحتملة بين الفئات العريضة التالية:

- نشوء صعوبات في مؤسسة أو سوق واحدة ولا يرجح أن تترتب عليها تبعات في النظام بأكمله سواء المصرفي أو المالي؛
 - نشوء صعوبات تشترك فيها عدة مؤسسات مهمة ويرجح انتشار تداعياتها إلى مؤسسات أو أسواق أخرى؛
 - نشوء صعوبات من المرجح انتشارها إلى عدد كبير من المؤسسات المالية المتنوعة في مختلف الأسواق غير ذات الصلة، مثل أسواق المعاملات الآجلة، وأسواق النقد المتداول بين البنوك، وأسواق الأسهم.
- وتتطلب كل من هذه الفئات أدوات تشخيصية مختلفة واستجابات متباينة على صعيد السياسات - من عدم القيام بأي تصرف من شأنه تشديد المراقبة أو الرقابة على مؤسسة بعينها أو سوق محددة وصولا إلى ضخ السيولة النقدية في الأسواق لتبديد التوترات أو للتدخل في مؤسسات معينة.

الشكل البياني (٢) - إطار الحفاظ على استقرار النظام المالي



الوقاية

يفترض في صناع السياسات التعامل مع النظام المالي المستقر بنفس الطريقة التي يتعامل فيها الأطباء مع المرضى الأصحاء. فالرعاية بالمرضى الأصحاء تركز على منع وقوع المشاكل وتحديد المشاكل المحتملة قبل أن تتسبب في أي ضرر ويتألف هذا النوع من الرعاية من التحصينات، والفحص الطبي الدوري، وما شابه ذلك.

وفي النظام المالي السليم، فإن الأدوات الرئيسية للحيلولة دون التراكم المحتمل للاختلالات التي يمكن أن تؤدي إلى وقوع أزمة ما هي الانضباط وفق شروط السوق؛ وعمليات التنظيم والإشراف والرقابة والاتصال الرسمية؛ والسياسات الاقتصادية الكلية السليمة. وقد يلزم إجراء تصحيحات في الوقت المناسب من حيث أسلوب تقدير

مواطن الضعف وتطبيق أدوات السياسات لدى حدوث التغييرات التي من شأنها التأثير على النظام المالي.

التدابير العلاجية

استكمالاً لما بدأناه من تناظر طبي، من المحتمل استخدام الإجراءات الوقائية مع المريض الذي لم تظهر عليه أعراض المرض بعد ولكنه بدأ يشعر ببوادر المتاعب المحتملة - مثل زيادة أو فقدان الوزن، أو ضيق التنفس، أو ارتفاع ضغط الدم. فقد يقرر الطبيب المعالج بعض الاختبارات الطبية الإضافية وزيادة وتيرة الفحوص الطبية، أو يوصي بإجراء تغييرات في أسلوب حياة المريض، أو يصف له الأدوية.

وتتشابه هذه الظروف مع المرحلة التي يقترب فيها النظام المالي من حدود نطاق الاستقرار. فقد يرجع السبب في تراكم الاختلالات، على سبيل المثال، إلى سرعة نمو الائتمان المقترنة بتضخم أسعار الأصول وحدث انخفاض في رسملة الجهاز المصرفي؛ حتى وإن لم يكن هناك احتمال نشوء مخاطر أو مشاكل مباشرة، إذا لم يسبق إيجاد حلول لها. وتتضمن عوامل الخطر الأخرى حدوث تغيير غير متوقع في البيئة المحلية أو الخارجية.

ومن الجانب العملي، نجد أن هذه المرحلة الثانية المتوسطة هي أكثر المراحل الثلاثة غموضاً. فمواطن الضعف التي لم تظهر بعد يصعب تقييمها أصلاً، وتزداد الصعوبة في تحديد الأدوات العلاجية الملائمة لها أو تنفيذها وحث المشاركين على توخي مزيد من الحرص في غياب الاستقرار المالي الواضح. ولكن ينبغي لصناع السياسات السعي للتأثير في التطورات التي تحدث في هذه المرحلة أو تصحيحها وذلك من خلال ممارسة الضغط المعنوي وتكثيف الرقابة والإشراف. وقد يتعين قيامهم بتعزيز شبكات الأمان للحيلولة دون حدوث موجات السحب الجماعي من البنوك والعدوى أو إجراء التصحيحات للسياسات الاقتصادية الكلية.

حل الأزمات

فإذا ما ظهرت علامات المرض على المريض، على الرغم من بذل هذه الجهود، قد يلزم عندئذ التدخل الجاد - أي أنه قد يتعين على السلطات المالية التعجيل بتنفيذ سياساتها بينما يمضي النظام المالي نحو حدود نطاق الاستقرار - أو تجاوزها في نهاية المطاف.

وفي هذه المرحلة، قد لا تتوفر لدى البنوك الرغبة أو القدرة على تمويل المشروعات ذات الربحية، أو تصبح أسعار الأصول غير قادرة على أن تكون انعكاساً

لقيمته الحقيقية، أو يتعذر تسوية المدفوعات في الوقت المناسب - أو تسويتها على الإطلاق. وفي الحالات بالغة التأزم، قد يؤدي عدم الاستقرار المالي إلى إطلاق شرارة السحب الجماعي للودائع من المؤسسات المالية أو حدوث حالة من التضخم المفرط، أو أزمة نقدية، انهيار مفاجئ لسوق الأوراق المالية. وفي هذه المرحلة سيكون من الملائم اعتماد سياسات أقوى بهدف استعادة الاستقرار وحل الأزمة، إذا لزم الأمر. وسوف يتعين زيادة تكثيف إجراءات الرقابة والإشراف، مع احتمال ظهور الحاجة إلى اعتماد المزيد من سياسات المبادرة الطوعية لاستعادة قدرات النظام وتعزيز الثقة. وسوف يلزم، في العادة، اتخاذ تدابير استثنائية يستحيل تحديدها مسبقاً، والتي لا يمكن الإفصاح عنها أحياناً لأسباب استراتيجية. فعلى سبيل المثال، قد يحبذ صناع السياسات الإبقاء على حالة من «الغموض البناء» - أي أنهم لن يقدموا تأكيدات سابقة الأوان على التساهل في سداد القروض، أو تفعيل شبكات الأمان المالي، أو ضخ السيولة في فرادى المؤسسات أو في النظام المالي على النطاق الأوسع - لكيلا تشجع المشاركين في الأسواق على الخوض في المخاطر غير الحصيفة. وإضافة إلى ذلك، فإن الاتصالات الرسمية والسياسات الاقتصادية الكلية يمكنها الإسهام في استيعاب اضطراب السوق.



ماذا يجعل من الاستقرار المالي سلعة عامة

غالباً ما ينظر إلى أنشطة التمويل الحديثة باعتبارها أنشطة خاصة محضة، يجني ثمارها أساساً، إن لم يكن بصفة حصرية، الأفراد والمؤسسات من القطاع الخاص. غير أن هناك روابط بالغة الأهمية تربط بين الأسواق المالية في أي بلد بنقود الثقة والاقتصاد الحقيقي فيه.

ومن خلال الجمع بين أصحاب المدخرات الراغبين في تأجيل استهلاكهم والمستثمرين الذين يسعون للحصول على رأسمال يوظفونه في أنشطة إنتاجية، ينشأ عن التمويل بدائل لنقود الثقة تصبح قابلة للصرف مع مرور الوقت، وبالتالي تزداد فائدة نقود الثقة وتتنزز من خلال تحقيق التوزيع الفعال لموارد الاقتصاد الحقيقي بين مختلف الأنشطة والمواقع، وبصفة خاصة، مع مرور الوقت. والتمويل، بمعناه الحقيقي، يستلزم الإقدام على المخاطر، ولكنه في الوقت نفسه يسمح بتحديد سعر للمخاطر، ومن ثم بيعها بصفة مستقلة، وبصورة متزايدة، إلى المشاركين في الأسواق المالية القادرين على حيازتها. ونتيجة لهذه السمات، يسمح التمويل بتحقيق قدر من النشاط الاقتصادي أكبر كثيراً مما تستطيع نقود الثقة أن تدعمه وحدها.

غير أن التمويل يزيد كذلك من حجم المطالبات الممكنة على السيولة الخالصة بحيث تتجاوز المعروض المتاح من نقود الثقة. والخطر المتأصل في مثل هذا الرفع المالي يتمثل في احتمال أن يؤدي ازدياد التمويل المبالغ فيه إلى تضائل الثقة إلى حد بعيد في إمكان الوفاء بالعقود المالية. وتنشأ احتمالات قيام أوضاع لا يمكن فيها الوفاء بالمطالبات الشرعية على نقود الثقة في الوقت المناسب أو عدم تسوية المعاملات المالية في حد ذاتها. وقد تتزايد الخسائر الاقتصادية المترتبة على ذلك الإعسار حتى تصبح ضخمة.

وعلى الرغم من أن التمويل الحديث أولاً وقبل أي شيء هو شبكة ديناميكية تتألف من عدد كبير من فرادى العقود المالية الخاصة، فإن إمكانية الحصول فعلياً على هذه المزايا الخاصة يقتضي اتخاذ بعض الترتيبات المعينة التي تحظى بالقبول الجماهيري. فالعقود المالية الخاصة، على سبيل المثال، تصاغ في المعتاد وفقاً لوحدة حساب مقبولة قانونياً وتقاس وفقاً لقواعد محاسبية مقبولة قانونياً، بينما يمكن تنفيذ التسويات وتسليم المدفوعات بنقود الثقة. وإضافة إلى ذلك، هناك دائماً افتراض اللجوء إلى القضاء عند عدم أداء بنود العقد. وهناك جوانب أخرى للسياسة العامة تركز عليها فعالية وكفاءة التمويل الخاص، ومنها السياسات الاقتصادية الجزئية والكلية الحكيمة.

وعلاوة على ذلك، هناك أدلة تجريبية وفيرة على احتمال أن يؤدي التمويل تلقائياً إلى نتائج مؤثرة إذا ما اتاحت الفرصة أمام قوى السوق لتتعامل معه بحرية. فمن جانب، يتعين اعتبار التمويل سلعة عامة وبالتالي من المحتمل عدم وصول مستويات إنتاجه إلى مستويات الطلب أو تتجاوزها. فالمعلومات غير المكتملة أو غير المتسقة تخلق نطاقاً من سوء التسعير والاختيار العكسي. وبينما يحتمل أن تشكل تكاليف جمع المعلومات عن الأطراف المقابلة وتحليلها عائقاً بالنسبة للأطراف من القطاع الخاص، تكون هناك وفورات واضحة في حجم الإشراف الذي يقوم به القطاع العام على المؤسسات المالية. فالأسواق المتاحة أمام التمويل ليست مكتملة؛ وهناك بعض مخاطر السيولة لا يمكن التأمين عليها؛ كما أن المنافسة لا تبلغ المستوى المثالي. وقد يؤدي ضياع الاستقرار المالي الناجم عن سوء إدارة المال والتمويل إلى تدمير الاقتصاد الحقيقي، مثلما حدث إبان "الكساد الكبير". وعلى النقيض، نجد أن النظام المالي الصحيح يشجع الأفراد والشركات والحكومات على تجميع الثروة - وهو مطلب أساسي لأي مجتمع حتى يتسنى له التطور والنمو والصمود أمام الأحداث غير المواتية.

ومما لا شك فيه، أنه يتعين عند تصميم السياسات العامة مراعاة التكاليف المستقبلية المحتملة المقترنة باستجابات السوق الخاصة والتصحيحات التي تخضع

لها السياسات العامة - نتيجة الخطر المعنوي والمراجعة التنظيمية، على سبيل المثال. فلا بد لصناع السياسات من إدراك أن هناك احتمال حدوث مفاضلات بين التدخل بغية تحقيق استقرار على المدى القصير والاستقرار الأطول أجلا الذي قد يسمح بانحياز المؤسسات الضعيفة. ولا بد لهم كذلك من تحقيق التوازن المرهف للتأكد من أن الأسواق ديناميكية وذات كفاءة وقادرة على الصمود أمام الصدمات. ويتعين تصميم السياسات لحماية الاستقرار المالي بدون تثبيط الرغبة في الإقدام على المخاطرة. فالحذر الزائد يمكن يحد من قدرة التمويل على حرية التطور، مما يعيق النمو في البلدان الصناعية وينأى بالتنمية في اقتصادات الأسواق الصاعدة عن مسارها المحدد. ولا بد لفرادى البلدان من اختيار المفاضلات التي تعزز من رخائها على الوجه الأمثل.



استشراف المستقبل

هل يفترض في الأسواق المالية أن تشهد ذات التقلبات والاضطرابات والأزمات التي تكررت على مدار السنوات منذ ١٩٩٠، أم أن تلك لا تمثل سوى فترة انتقالية، وأن الأيام القادمة ستكون أهدأ حالا.

وفي الوقت الحالي هناك من الأسباب ما يدعونا للتفاؤل. فالمؤسسات المالية العالمية تبدو وأنها اكتسبت خبرات مهمة من الأزمات التي عاصرت فترة التسعينات وتمكنت من استخدامها في النظم الجديدة المعنية بإدارة ورصد المخاطر وزيادة تنوع حافظاتها المالية وأنشطتها الاقتصادية. كذلك بدأت السلطات الوطنية - التي فوجئ كثير منها عند وقوع هذه الأزمات - بإصلاح تنظيماتها المصرفية وأطرها الرقابية، وأطلق المجتمع الدولي مبادرات من شأنها تعزيز الهيكل المالي الدولي.

ويبدو أن هذه الإصلاحات العامة والخاصة قد حققت الفائدة المرجوة. فقد تمكنت الاقتصادات الصناعية من الصمود في وجه انفجار فقاعة شركات الإنترنت في ١٩٩٩-٢٠٠٠، والمستويات القياسية لعجز الشركات عن سداد ديون السندات خلال العقد الماضي، والانهيار المالي نتيجة الهجمات الإرهابية في الحادي عشر من سبتمبر ٢٠٠١. كل ذلك يوحي بأن الاقتصادات الصناعية عززت من قدرتها على تنوع المخاطر الخاصة والوطنية بالقدر الكافي الذي يسمح لها بالحد من الخسائر المالية إلى مستويات يمكن التعامل معها. ومع ذلك، فقد ظل النشاط المالي ماضيا نحو زيادة التعقيد ونقص الشفافية، الأمر الذي يزيد من صعوبة احتواء الزيادات المالية المفرطة قبل تضخمها إلى درجة تؤدي إلى نشوء التقلبات والاضطرابات.

وفي المقابل، هناك العديد من بلدان الأسواق الصاعدة التي لا يبدو أنها اكتسبت نفس القدر من الوقاية من المخاطر والقدرة على الصمود. ورغم إمكانية حصولها على التمويل العالمي، فإنها لا تزال غير قادرة على التعامل مع المخاطر المتأصلة. فهي لم تواكب التغيرات الهيكلية ولا أعدت نفسها لعالم التمويل الحديث، خاصة فيما يتعلق باعتماد النظم القانونية التي تتسم بالشفافية والفعالية؛ أو التأكد من أداء العقود وتحصيل الضمانات الإضافية في حالات العجز عن السداد؛ أو إنشاء بنية تحتية مالية تتضمن إجراءات الرقابة والتنظيم وشبكات الأمان التي تتسم بكفاءة التصميم والرصد والإنفاذ؛ أو تحسين مستويات حوكمة الشركات. ولا تزال الفجوات واضحة في هذه المجالات الحيوية حتى في البلدان ذات الأداء الاقتصادي العالي التي حققت نموا مستمرا. ولا تزال عولمة التمويل بمثابة السلاح ذو الحدين بالنسبة لكثير من الاقتصادات الصاعدة. ففي فترات اليسر، تحقق التنمية الاقتصادية والتطور المالي في هذه البلدان المزايا من تدفقات رأس المال الوافدة المواتية، ولكن توقف مثل هذه التدفقات يترك هذه البلدان، في غياب الإصلاحات الضرورية، عرضة لمخاطر الأزمات المالية والاقتصادية التي قد تخلف أثارا فادحة.



استراتيجية للمستقبل

على وجه الإجمال، من المرجح استمرار التحول نحو اعتماد النظم المالية الأكبر حجما والأكثر تكاملا وتوجها نحو التمويل بالقروض والأكثر تعقيدا واعتمادا على قواعد السوق من أجل تغيير طبيعة المخاطر المالية. وعلى الرغم من زيادة كفاءة النظام المالي الدولي وقدرته على الصمود أمام الأزمات في وقتنا الحالي عما كان قبل عشرين عاما، فإن البلدان الصناعية واقتصادات الأسواق الصاعدة على السواء لا يجانبها الصواب إذا ما افترضت أنها قد تشهد على الأرجح أيضا تقلبات حادة في أسعار الأصول وفي رؤوس الأموال، واضطرابات في الأسواق، وأزمات يمكن أن تعرض الاقتصاد العالمي للخطر. ويقتضي الحرص اعتماد استراتيجية ثلاثية الأطراف، تتمثل في دعم الأطر الرقابية والتنظيمية الوطنية، وتعزيز الانضباط وفق شروط السوق في الأسواق المحلية والدولية، واعتماد منظور عالمي.

دعم الأطر الوطنية

تشير الاضطرابات التي طالما زعزعت الأسواق المالية منذ التسعينات إلى الحاجة إلى سد بعض الفجوات الرقابية القائمة من خلال تكثيف رقابة القطاع العام على نظم إدارة ورصد المخاطر الداخلية في الشركات المالية، وعلى مدى كفاءة الإدارة العليا في هذه الشركات وحجم مشاركتها في هذه النظم، وآليات حوكمة الشركات بوجه عام. ولعل إحدى الطرق الأخرى للحفاظ على الاستقرار المالي دون التفريط في مزايا الكفاءة المالية تتمثل في فرض عقوبات على المؤسسات التي تحيد عن المسار السليم وذلك بمطابقتها بحيازة رأسمال أكبر من الحد الأدنى الإلزامي بموجب إطار كفاية رأس المال المعروف باتفاقية بازل الثانية. وسوف تكون هذه الخطوة هي الأولى نحو إنشاء هيكل للحوافز بهدف تشجيعفرادى المؤسسات المالية والمستثمرين على تحمل مسؤولية إقدامهم الجماعي على المخاطرة. وسوف تزداد قوة الاستقرار المالي أيضا إذا ما لقيت كل المؤسسات التشجيع على الالتزام بالمبادئ التوجيهية والمعايير وأفضل الممارسات الدولية.

تعزيز الانضباط وفق شروط السوق

يتمثل الشق الثاني من الاستراتيجية في تحسين استخدام الانضباط وفق شروط السوق. فمن بين السمات المهمة التي تتمثل في وجود بنى تحتية قوية، توفر هامش أمان ضد الفشل، إن أمكن - لا سيما نظم التسوية الإجمالية الفورية - أن تكون المؤسسات المالية، وحتى الكبيرة منها، قادرة على إعلان فشلها ومن ثم يصبح في الإمكان تصفيتها بدون تعريض استقرار نظم الدفع الوطني، أو حتى فعاليتها، لأي خطر.

وبالتالي، فإن مزايا تحسين مستويات الشفافية والإفصاح التنظيمي والعام تتمثل في قدرة المشاركين في السوق والجهات الرقابية على الاطلاع على إشارات عن استراتيجيات الاستثمار الخاطئة أو المشاكل المالية قبل أن تتاح لها الفرصة للإلحاق الضرر. وسوف يؤدي تحسين مستويات الشفافية والإفصاح كذلك إلى إتاحة الفرصة أمام الجهات الرقابية وصناع السياسات لإصدار أحكام تقديرية مدروسة حول احتمالات إصابة مؤسسات أو أسواق أخرى بالضرر إذا ما أتيحت الفرصة لمؤسسة ما بإعلان فشلها. ومن خلال الجمع بين الشفافية والإفصاح، وفعالية الرقابة، والانضباط وفق شروط السوق سيستمر السعي طويلا للحفاظ على النظم المالية الوطنية، وبالتالي الحفاظ على كفاءة وسلاسة أداء النظام المالي الدولي. وقد يلزم توفير التأييد الجماهيري لمبادرات القطاع الخاص الأخرى بهدف تعزيز الاستقرار من خلال وسائل مثل التنظيم الذاتي أو تحسين البنية التحتية المالية. ومن بين الأمثلة الأخيرة على ذلك إنشاء بنك

«التسوية المرتبطة والمستمرة» (bank Settlement Linked Continuous) الذي خفض المخاطر المرتبطة بمعاملات النقد الأجنبي إلى حد بعيد.

اعتماد منظور عالمي

أما الشق الثالث من هذه الاستراتيجية فهو المعني باعتراف كل بلدان العالم واعتمادها المبدأ القائل إن عولمة التمويل جعلت من الاستقرار المالي الدولي سلعة عامة عالمية تسمو على الأهداف والمصالح الوطنية. ورغم أن كل البلدان يمكنها الإسهام في تحقيق الاستقرار المالي العالمي من خلال تحقيق الاستقرار المالي الوطني والحفاظ عليه، فإن تصميم السياسات المالية لتحقيق الأهداف الوطنية فقط يمكن أن يخلق مشاكل في بلدان أخرى أو في الأسواق المالية العالمية.

ومثلما تحتاج الشركات الدولية التي تقدم الخدمات المالية الخاصة إلى منهج عالمي لرصد وإدارة المخاطر، فإن صناع السياسات يحتاجون إلى اعتماد منهج دولي لممارسة أعمال الرقابة والتنظيم والإشراف على الأنشطة المالية بفعالية. وفي الواقع، لعل واحد من أهم انعكاسات عولمة التمويل أن النظم المالية التي تركز على المنظور الوطني لا تكون قادرة على توفير ذلك المنهج الموجه نحو المنظور العالمي اللازم لاستمرار الاستقرار المالي العالمي بدون الحاجة إلى آليات التنسيق الدولية المعترف بها بالكامل والملزمة على المستوى التنفيذي. ويجري حالياً التركيز إلى حد كبير على أهمية التعاون عبر الحدود في مجالات مثل وضع المعايير والمواثيق الدولية للرقابة على البنوك وشركات التأمين ولنظم الدفع. وقد تستخدم المعايير والمواثيق الدولية - مثل مبادئ بازل الأساسية التي وضعتها «لجنة بازل للرقابة المصرفية» - من أجل تهيئة الأجواء اللازمة ورفع مستويات الكفاءة ومن ثم الحفاظ على الاستقرار أمام تحديات التكامل بين مختلف القطاعات وعبر الحدود.

وفي هذا الصدد، يمكن اعتبار الإطار المقترح، الوارد على نحو موجز في الشكل البياني (٢)، بمثابة أداة مرنة لتفسير التغييرات وترجمتها إلى سياسات. ومن أهم التحديات القائمة ذلك التحدي المتمثل في القدرة على التوصل إلى فهم أعمق لكيفية تفاعل الأبعاد المختلفة للاستقرار المالي مع بعضها البعض ومع الاقتصاد الحقيقي، وكيفية تأثير الإجراءات المتخذة على صعيد السياسات في هذه التفاعلات. وعلى وجه أكثر تحديداً، ينبغي تركيز الجهود على توسيع نطاق البيانات المتاحة، وتحسين الأدوات

التجريبية، وتطوير المؤشرات لتحسين قدرة صناع السياسات على التنبؤ بالمشاكل المحتملة، فضلا على ربط هذه المؤشرات بأدوات محددة للسياسات. إن جدول الأعمال مشحون، ولكن الخبرات العملية، حتما، ستفسح المجال أمام إحراز التقدم.

سلسلة قضايا اقتصادية

1. *Growth in East Asia: What We Can and What We Cannot Infer.* Michael Sarel. 1996.
2. *Does the Exchange Rate Regime Matter for Inflation and Growth?* Atish R. Ghosh, Anne-Marie Gulde, Jonathan D. Ostry, and Holger Wolf. 1996.
3. *Confronting Budget Deficits.* 1996.
4. *Fiscal Reforms That Work.* C. John McDermott and Robert F. Wescott. 1996.
5. *Transformations to Open Market Operations: Developing Economies and Emerging Markets.* Stephen H. Axilrod. 1996.
6. *Why Worry About Corruption?* Paolo Mauro. 1997.
7. *Sterilizing Capital Inflows.* Jang-Yung Lee. 1997.
8. *Why Is China Growing So Fast?* Zulu Hu and Mohsin S. Khan. 1997.
9. *Protecting Bank Deposits.* Gillian G. Garcia. 1997.
10. *Deindustrialization—Its Causes and Implications.* Robert Rowthorn and Ramana Ramaswamy. 1997.
11. *Does Globalization Lower Wages and Export Jobs?* Matthew J. Slaughter and Phillip Swagel. 1997.
12. *Roads to Nowhere: How Corruption in Public Investment Hurts Growth.* Vito Tanzi and Hamid Davoodi. 1998.
13. *Fixed or Flexible? Getting the Exchange Rate Right in the 1990s.* Francesco Caramazza and Jahangir Aziz. 1998.
14. *Lessons from Systemic Bank Restructuring.* Claudia Dziobek and Ceyla Pazarbaşıoğlu. 1998.
15. *Inflation Targeting as a Framework for Monetary Policy.* Guy Debelle, Paul Masson, Miguel Savastano, and Sunil Sharma. 1998.
16. *Should Equity Be a Goal of Economic Policy?* IMF Fiscal Affairs Department. 1998.
17. *Liberalizing Capital Movements: Some Analytical Issues.* Barry Eichengreen, Michael Mussa, Giovanni Dell'Aricea, Enrica Detragiache, Gian Maria Milesi-Ferretti, and Andrew Tweedie. 1999.
18. *Privatization in Transition Countries: Lessons of the First Decade.* Oleh Havrylyshyn and Donal McGettigan. 1999.
19. *Hedge Funds: What Do We Really Know?* Barry Eichengreen and Donald Mathieson. 1999.

20. *Job Creation: Why Some Countries Do Better*. Pietro Garibaldi and Paolo Mauro. 2000.
21. *Improving Governance and Fighting Corruption in the Baltic and CIS Countries: The Role of the IMF*. Thomas Wolf and Emine Gürgen. 2000.
22. *The Challenge of Predicting Economic Crises*. Andrew Berg and Catherine Pattillo. 2000.
23. *Promoting Growth in Sub-Saharan Africa: Learning What Works*. Anupam Basu, Evangelos A. Calamitsis, and Dhaneshwar Ghura. 2000.
24. *Full Dollarization: The Pros and Cons*. Andrew Berg and Eduardo Borensztein. 2000.
25. *Controlling Pollution Using Taxes and Tradable Permits*. John Norregaard and Valérie Reppelin-Hill. 2000.
26. *Rural Poverty in Developing Countries: Implications for Public Policy*. Mahmood Hasan Khan. 2001.
27. *Tax Policy for Developing Countries*. Vito Tanzi and Howell Zee. 2001.
28. *Moral Hazard: Does IMF Financing Encourage Imprudence by Borrowers and Lenders?* Timothy Lane and Steven Phillips. 2002.
29. *The Pension Puzzle: Prerequisites and Policy Choices in Pension Design*. Nicholas Barr. 2002.
30. *Hiding in the Shadows: The Growth of the Underground Economy*. Friedrich Schneider with Dominik Enste. 2002.
31. *Corporate Sector Restructuring: The Role of Government in Times of Crisis*. Mark R. Stone. 2002.
32. *Should Financial Sector Regulators Be Independent?* Marc Quintyn and Michael W. Taylor. 2004.
33. *Educating Children in Poor Countries*. Arye L. Hillman and Eva Jenkner. 2004.
34. *Can Debt Relief Boost Growth in Poor Countries?* Benedict Clements, Rina Bhattacharya, and Toan Quoc Nguyen. 2005.
35. *Financial Reform: What Shakes It? What Shapes It?* Abdul Abiad and Ashoka Mody. 2005.
36. *Preserving Financial Stability*. Garry J. Schinasi. 2005.



غاري شيناسي

يعمل «غاري شيناسي» مستشارا في الإدارة المالية بصندوق النقد الدولي. وهو حاصل على درجة الدكتوراه في الاقتصاد من جامعة كولومبيا في عام ١٩٧٩. وقبل التحاقه بالعمل في الصندوق، عمل في مجلس محافظي النظام الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي خلال الفترة من ١٩٧٩ إلى ١٩٨٩. وخلال

الفترة من ١٩٩٢ إلى ٢٠٠١ شغل السيد/ شيناسي عدة مناصب في إدارة البحوث بصندوق النقد الدولي. وقد أسهم في تقرير «آفاق الاقتصاد العالمي»، وكان من ضمن المشاركين في التنسيق لعملية الرقابة على الأسواق الرأسمالية التي باشرها الصندوق، واشترك في إصدار مطبوعة بعنوان: *International Capital Markets: Developments, Prospects, and Key Policy Issues*. وله العديد من المؤلفات المنشورة في *The Review of Economic Studies*، و *Journal of Economic*، و *Journal of International Money and Finance*، وغيرها الدوريات الأكاديمية والمعنية بالسياسات. وسوف ينشر له صندوق النقد الدولي كتابه الذي يحمل عنوان *Safeguarding Financial Stability: Theory and Practice* في شهر ديسمبر ٢٠٠٥.