



# إصلاح عيوب النظام

ولكن بعد مرور خمس سنوات على ظهور أولى بوادر الأزمة في سوق الرهون العقارية في الولايات المتحدة، لا يزال هناك شعور بتباطؤ موجة الإصلاح التنظيمي المبدئية، ويرجع ذلك جزئياً إلى الإرهاق الذي حل على دعاة الإصلاح وتزايد مشاعر عدم الاكتراث بين مواطنين أكثر قلقاً إزاء الآثار الاقتصادية اللاحقة لتباطؤ النمو وارتفاع البطالة يفوق اهتمامهم بالتنظيم المالي. كذلك أبدت الصناعة المالية العالمية مقاومة، حيث يتسق موقفها في ذلك مع الدراسات التي تشدد على تكلفة التنظيم المفرط ومخاطر العواقب غير المقصودة التي تترتب على التغيير التنظيمي. والسلطات الوطنية محاصرة بمؤسساتها المالية التي يساورها قلق من الآثار المحلية التي تترتب على التدابير التي تتخذها بلدان أخرى. كذلك يساور صناع السياسات قلق من تراجع مكاسب العولمة المالية مدفوعاً بالتباين في تنفيذ جدول أعمال الإصلاح على المستوى الوطني. وعلى هذه الخلفية، يستعرض هذا المقال ما تحقق من إنجازات في هذا الصدد والجوانب التي لا يزال يتعين معالجتها.

## التقدم المتحقق

تحقق قدر كبير من التقدم حتى الآن. وتحظى عملية التنظيم بزخم أقوى من أي وقت مضى في ظل ما يوليه قادة مجموعة العشرين من اهتمام مباشر

**كان** ضعف التنظيم المالي في الاقتصادات المتقدمة أحد العناصر المساهمة بقدر كبير في وقوع أسوأ أزمة اقتصادية عالمية منذ «الكساد الكبير» - فكان تصميم التنظيم المالي مشوباً بالضعف، وغير عملي، وافتقر إلى الاتساق عبر المؤسسات وقطاعات السوق، ناهيك عن عدم اتساقه على مستوى البلدان. وكان التصور السائد هو شدة تراخي هذا التنظيم، حيث تلبى السلطات الحكومية متطلبات القطاع الخاص بصورة مفرطة للحد من التكاليف الباهظة التي تترتب على الالتزام بالقواعد. إذن ليس من المستغرب بدء التركيز منذ عام ٢٠٠٩ على إصلاح التنظيم المالي عند وضع جدول أعمال السياسة الاقتصادية لقادة مجموعة العشرين للاقتصادات المتقدمة واقتصادات الأسواق الصاعدة من أجل الإسهام في التصدي للمخاطر على مستوى النظام بأكمله، والتي كشفت عنها الأزمة، ودرء انتشار تداعياتها إلى المؤسسات والبلدان الأخرى، وإلى الاقتصاد الحقيقي.

وتحقق تغيير ملموس منذ عام ٢٠٠٩ نتيجة للضغط على «مجلس الاستقرار المالي» متعدد الجنسيات لتحسين مستوى تنسيق التنظيم المالي العالمي وكذلك اتخاذ بعض إجراءات الإصلاح التنظيمي الشامل في الولايات المتحدة وأوروبا.

تباطأت وتيرة الجهود المبذولة لإصلاح التنظيم المالي بعد الزخم المبدئي الكبير الذي حدا بالكثيرين إلى اعتبارها عاملاً مساهماً في حل الأزمة العالمية

لورا كودريس، وأديتيا نارايين

وكان نظام الظل من العناصر الرئيسية التي ساهمت في عرض وطلب المنتجات المورقة غير النمطية والتي تنطوي على مخاطر، مما أفضى إلى الانهيار المالي في الولايات المتحدة. ويعتمد تنفيذ عمليات التوريق إلى جمع القروض (مثل الرهون العقارية، وأرصدة بطاقات الائتمان، وقروض السيارات) التي تضمن الأوراق المالية المباعة للمستثمرين. وتستخدم مدفوعات المبالغ الأصلية للقروض وفوائدها في سداد مستحقات مالكي الأوراق المالية - وذلك عادة من خلال اتفاق بشأن الشرائح الائتمانية يمنح أولويات مختلفة فيما يخص أداء مدفوعات المستثمرين في الفئات المختلفة. وأعطى انخفاض أسعار الفائدة دفعة للمستثمرين للحصول على العائد الإضافي الضئيل الذي حققته هذه الأوراق المالية. وعالجت القواعد التنظيمية عددا كبيرا من العيوب التي اكتشفت في

بالإصلاح المالي في خضم الأزمة الراهنة. وتعزز البنين الدولي من خلال تفويض «مجلس الاستقرار المالي» صلاحية تنسيق الاستجابة التنظيمية على مستوى العالم. وأعيدت كتابة قواعد اللعبة على نحو كامل إلى حد ربما يسمح بأن نطلق على عملية الإصلاح الحالية عملية «إعادة التنظيم».

وتمثل اتفاقية بازل الثالثة إحدى الإنجازات الرئيسية نحو تعزيز رأس المال من حيث الجودة والحجم. وتضع هذه الاتفاقية أيضا شروطا للسيولة متفق عليها دوليا (النقد والأوراق المالية التي يمكن بيعها بسرعة وسهولة مقابل نقدية). وعند تنفيذ الاتفاقية بالكامل في نهاية عام ٢٠١٧، ستوافر لدى البنوك احتياطات وقائية أكبر لمواجهة أي ضغوط مفاجئة من النوع الذي شهدته في ٢٠٠٨، حينما كاد الإقراض بين البنوك يتوقف تماما وارتفعت تكاليف التمويل ارتفاعا بالغا.

## السلطات الوطنية محاصرة بمؤسساتها المالية التي يساورها قلق من الآثار المحلية للتدابير التي تتخذها بلدان أخرى.

عملية التوريق لتجعلها أكثر أمانا. فعلى سبيل المثال، يجب أن تحتفظ الجهة المنشئة للمنتجات بعدد أكبر منها (أو أن تكون لديها مصلحة تحرص عليها)، مما يضطرها إلى توخي مزيد من العناية في تفحص مستوى المخاطر في القروض الأساسية. وتضع القواعد المحاسبية الدولية الجديدة حدا لقدرة المؤسسات المالية على حيازة الأصول المورقة ضمن كيانات خارج ميزانياتها العمومية نظرا لاحتمال عدم حيازة قدر كاف من رأس المال في المقابل. ويقتضي قانون «دود - فرانك» زيادة مستوى الشفافية من جانب الجهات المنشئة حول محتوى الأصول في هذه المنتجات. وتقتضي القواعد التنظيمية السارية الآن في الولايات المتحدة والاتحاد الأوروبي أن تولي هيئات التصنيف الائتماني قدرا أكبر من العناية لطريقة التصنيف الائتماني للمنتجات. وتخضع الأشكال الأخرى من بنوك الظل كذلك لفحص مجلس الاستقرار المالي وكيانات أخرى للنظر فيما إذا كانت تنطوي على نفس مخاطر التمويل بالديون ومخاطر أخرى تضر بالنظام المالي.

ويمثل الرسم الإضافي الجديد على رأس المال - الذي يفرض على ما يُسمى بالمؤسسات المالية المؤثرة على النظام العالمي - رد فعل دولي وليد حيال مخاطر الترابط، أي الآثار التي يُحتمل أن تحدثها إحدى المؤسسات في المؤسسات الأخرى نتيجة لتشابك علاقاتها وترابط مراكزها المالية.

والفكرة من صدور «قانون دود- فرانك» الأمريكي هي أن البنوك «الأهم من أن تفشل» ينبغي أن تخطط لنهايتها كبادرة على التعامل بجدية في الوقت الحاضر مع تعقيداتها الداخلية وما يقترن بها من آثار ثانوية ناتجة عن الترابط. وتهدف هذه الخطط - وهي بمثابة وصايا الأحياء من المؤسسات المالية - إلى ضمان قدرة أي مؤسسة تتعرض للفشل على تصفية عملياتها دون أن تتسبب في اضطراب النظام المالي. وتحقق تقدم أيضا على صعيد ما كان يُعد يوما آخر الخوم: وهي المعايير الدولية لأطر تسوية أوضاع المؤسسات والتي تسهل إغلاق المؤسسات المالية العاملة في أكثر من بلد.

## أساس الأزمة

الغرض من إعادة التنظيم كذلك هو تحقيق هدف مباشر على مستوى أنواع معينة من الأنشطة التي كانت أساس الأزمة.

والآن أصبح ما يُطلق عليه نظام الظل المصرفي - حيث تمارس المؤسسات المالية أنشطة ترتبط عموما بالأعمال المصرفية ولكنها لا تخضع للقواعد التنظيمية للبنوك - يتصدر عملية معنية بمراجعة الأنشطة والمؤسسات التي ربما يتعين أن يشملها نطاق التنظيم - وهو ما يُطلق عليه المحيط التنظيمي. وممارسة كثير من الأنشطة التي كانت أساس الأزمة العالمية تجري بين نظام الظل والجهاز المصرفي ذي الطبيعة المنهجية الأكبر. وفي الولايات المتحدة، أدى التفاعل بين السماسرة الوسطاء، وشركات الاستثمار ذات الغرض الخاص والكيانات الوسيطة التي ترعاها البنوك، وصناديق الاستثمار المشترك في أسواق المال، وصناديق التحوط، ومجموعة متنوعة من المؤسسات المالية، إلى إفراز حالة من عدم الاتساق النظامي المتزايد بين الأصول الأطول أجلا والخصوم قصيرة الأجل التي كانت تمولها. واعتمدت بعض المؤسسات بصورة غير صحيحة على أدوات أقصر أجلا شبيهة بالودائع ومدتدولة في أسواق المال بدلا من اعتمادها على الودائع التقليدية. (راجع المقال بعنوان «ما هي أسواق المال؟» في هذا العدد من مجلة التمويل والتنمية.)

## مساهمة غير مباشرة

حتى أنشطة البنوك التي ساهمت بصورة غير مباشرة في وقوع هذه الأزمة - مثل تداول الأوراق المالية لحسابها (وليس لحساب عملائها) وصناديق التحوط التي ترعاها البنوك - تعتبر عالية المخاطر بالنسبة لتلك التي تتلقى دعما من الحكومة (أي من دافعي الضرائب) لمساندتها. وينادي ما يُطلق عليه «قاعدة فولكر» (Volker rule) في الولايات المتحدة و«تقرير فيكرز» (Vickers report) في المملكة المتحدة بفصل أنشطة البنوك التقليدية الخاصة بالعملاء - جمع الودائع وتقديم القروض - عن أنشطة البنوك التي تنطوي على مخاطر أعلى والتي ربما تعرض البنك لمخاطر الحصول على دعم من دافعي الضرائب. وتصدى معظم البنوك المتضررة، حيث إن هذه المبادرات إذا تم تنفيذها بشكل كامل سيؤدي على الأرجح إلى انخفاض عائدات المساهمين. وبينما تهدف معظم القواعد التنظيمية إلى ضمان صحة المؤسسات، تعالج القواعد الأخرى الاختلال الوظيفي في الأسواق المالية ككل. وتتضمن جهود نقل عملية تسوية عقود المشتقات المتداولة على مستوى ثنائي خارج المقصورة إلى أطراف مقابلة مركزية. فعندما تتم تسوية قدر كاف من هذه العقود عن طريق طرف مقابل مركزي، بدلا من تسويتها مباشرة بين طرفي التداول، تتراجع المخاطر لأن في وسع

الطرف المقابل المركزي موازنة التدفقات النقدية من العقود المتعددة إلى البائعين والمشتريين. وبطبيعة الحال، إذا نهضت الأطراف المقابلة المركزية المتعددة فجأة (كما هو الحال الآن) تنخفض مزايا المقاصة متعددة الأطراف ويتعين توفير مزيد من الموارد لضمان سلامة هذا العنصر الرئيسي في البنية التحتية المالية.

وتلقى سوق إعادة الشراء ("الريبو") اهتماماً أيضاً - حيث تباع المؤسسات أوقافاً مالية تملكها للحصول على أموال قصيرة الأجل مع إعطاء وعد بشرائها مجدداً في المستقبل القريب. وإذا نهضت هذه الآليات التمويلية فجأة، أو أصبحت باهظة التكلفة، قد تعاني بعض المؤسسات التي تعتمد عليها من نقص مَفُوض في النقدية اللازمة. أما جمع ونشر المعلومات عن تكلفة اتفاقات إعادة الشراء (مثل هوامش الضمان المطبقة على القيمة الاسمية للضمان المقدم) وأنواع الضمانات المقبولة، فيتوقع أن يساعد على دعم أوضاع السوق. وبرغم القدر الكبير من الاهتمام الذي تحظى به سوق إعادة الشراء، لم يتسن لمجموعات العمل الأخيرة أن تدفع الإصلاحات ذات الصلة قَدماً (مثل المجموعة التي ينسق عملها بنك التسويات الدولية وبنك الاحتياطي الفيدرالي في نيويورك).

وتحقق أيضاً تقدم في معالجة المخاطر النظامية من خلال سياسات السلامة الاحترازية الكلية التي تقر بأن الحفاظ على صحة المؤسسات المالية المنفردة لا يكفي لضمان سلامة النظام ككل (راجع المقال بعنوان "حماية الكل" في عدد مارس ٢٠١٢ من مجلة «التمويل والتنمية»). وتعالج مناهج السلامة الاحترازية الكلية الأشمل بعض الظواهر الأساسية التي تسفر عن تضخيم تقلبات الدورة الاقتصادية بسبب الائتمان والتمويل بالديون. وتحدد هذه المناهج أيضاً أوجه الترابط بين المؤسسات والأسواق لتفسير السبب وراء إمكانية انتقال التأثير الذي تحدته مشكلة تواجه مؤسسة أو سوق ما بسرعة إلى مؤسسة أو سوق أخرى. ومن الجهود المبكرة لمعالجة المشكلات الأكثر تأثيراً على النظام وضع شروط رأس المال الوقائي المضاد للاتجاهات الدورية في اتفاقية بازل الثالثة - التي تنص على قيام المؤسسات برفع رؤوس أموالها في أوقات البُسر لكي تتمكن من التعامل بشكل أفضل مع المشكلات في أوقات العُسر - وفرض الرسم الإضافي على رأسمال المؤسسات المالية المؤثرة على النظام العالمي الذي اتفق عليه في الآونة الأخيرة.

## مزيد من العمل

بينما فكر المعنويون ملياً فيما يتعين القيام به، لا تزال الغاية النهائية بعيدة بعض الشيء. وبالفعل، كانت حركة التغيير بطيئة في بعض المجالات مثل دمج المعايير المحاسبية عبر الأطلنطي في معيار عالمي واحد. فضلاً على ذلك، وبعد مرور ثلاث سنوات على تعهد قادة العالم بالالتزام بجدول أعمال الإصلاح، لا يزال يتعين أن تبدأ البلدان في تنفيذ بعض عناصره الرئيسية - مثل سياسات التصدي لمخاطر السيولة النظامية.

وهذا أمر طبيعي إلى حد ما نظراً لضرورة التنفيذ على مراحل لتخفيف الأثر الذي يقع على الصناعة المالية والاقتصاد ككل. ومع هذا، فالتأخر في التنفيذ يعني أن العالم لا يزال معرضاً لتكرار نفس المخاطر التي جمدت الأسواق المالية منذ ما لا يزيد من ثلاثة أعوام مضت.

وإضافة إلى ذلك، تواجه الإصلاحات عقبتين رئيسيتين - الإحجام عن تنفيذ ما تم الاتفاق عليه بالفعل وعدم كفاية التنفيذ.

فكان أول من أحجم عن تنفيذ الإصلاحات المتفق عليها مع انحسار المرحلة الأولى من الأزمة هو الصناعة المالية، ولكن هناك مقاومة

حالياً من بعض السلطات الوطنية التي تكافح لمواجهة بطء التعافي في المرحلة الثانية من الأزمة. ولا يزال يتعين تفعيل شروط تعزيز رأس المال والسيولة التي اتفقت بشأنها لجنة تآلفت من جهات تنظيمية من مختلف أنحاء العالم - اتفاقية بازل ٣ - وإن كانت اتفاقية بازل ٢-٥ قد نصت على بعض التحسينات البسيطة. ومع هذا، يُلقى باللوم على قواعد اتفاقية بازل ٣ بسبب التخفيض الجاري للتمويل بالديون (تخفيض الأصول) وبطء نمو الائتمان. كذلك بدأ توجيه أصابع الاتهام بين البلدان، وهناك ادعاءات تزعم بمشاركة بعضها في التلاعب بالتنافسية - بوسائل منها على سبيل المثال عدم الالتزام بالأطر الزمنية المتفق عليها.

ويمكن رؤية نتائج عدم كفاية التنفيذ في عدة مجالات. فلم يلق توفير الموارد اللازمة لتعزيز الرقابة على إنفاذ القواعد التنظيمية السليمة سوى اهتمام محدود. وبدأت المراجعة التنظيمية تمثل مشكلة - وتعني استغلال المستثمرين لاختلاف الأسعار في الأسواق المختلفة والنتائج عن اختلاف القواعد أو الأنظمة. ولم يبدأ الاهتمام إلا مؤخراً بتحديد سبل تعزيز القدرات الرقابية بصفة عامة، واستقلاليتها ونطاقها ومواردها وسلطتها وأساليب تنفيذها بصفة خاصة، من أجل ضمان التنفيذ العادل على مستوى المؤسسات والأسواق والبلدان. ومع هذا، فمن غير المرجح أن ترقى الاستقلالية الرقابية إلى مستوى استقلالية البنك المركزي قريباً بأي حال، وستظل الأجهزة الرقابية تواجه كل من جماعات الضغط في الصناعة المالية والضغط الحكومي في خضم مكافحتها من أجل تقليص الحوافز المتاحة للمؤسسات الأهم من أن تفشل - والتي لا تبدي ميلاً يُذكر نحو تقليص حجمها أو نطاق نشاطها.

## المسار الصعب

قد تتباطأ وتيرة جهود الإصلاح التنظيمي، إلا أنها أحرزت تقدماً. وتسنى جني الثمرة القريبة نسبياً، بينما لا يزال أمامنا العمل الأصعب الذي يتطلب جهوداً أكبر لمعالجة مشكلات أشد. وتتضمن قائمة الأعمال التي لا يزال يتعين القيام بها ما يلي:

• تحديد وبناء أدوات - لا تزال في مراحلها الأولى من التطوير- لتخفيف المخاطر المؤثرة على النظام؛

• تحسين قدرة السلطات على التعامل مع تبعات الأزمات في حالة إخفاق الأدوات المصممة لمنع وقوع أحداث مؤثرة على النظام؛

• توفير إطار للوساطة المالية (تحويل المدخرات إلى استثمارات) للمساعدة في تحقيق نمو اقتصادي قوي ومستقر، دون وضع تنظيم مفرط في التحديد.

ويمثل استمرار العسر المالي في بعض أنحاء العالم، وأبرزها أوروبا، عائقاً أمام التقدم، مما يرجع بصفة خاصة إلى ما يضيفه من مشكلات تؤثر على إصلاح القواعد التنظيمية إذا كان هناك احتمال بالتأثير سلباً على قدرة الحكومة السيادية على مساندة النظام المالي.

ومع هذا، لا يسعنا أن نضيع زخم التقدم، لأن الإخفاق في معالجة أصعب الأسئلة سيؤثر بلا شك على الاستقرار المالي العالمي في المستقبل. والوضوح بشأن نقطة النهاية ضروري من أجل بناء الثقة بشأن المستقبل - الثقة التي نفتقر إليها بشدة في البيئة الحالية. ■

لورا كودريس، مدير مساعد، وأديتيا نارايين، رئيس قسم في إدارة الأسواق النقدية والرأسمالية بصندوق النقد الدولي.