

موجز للصحافة

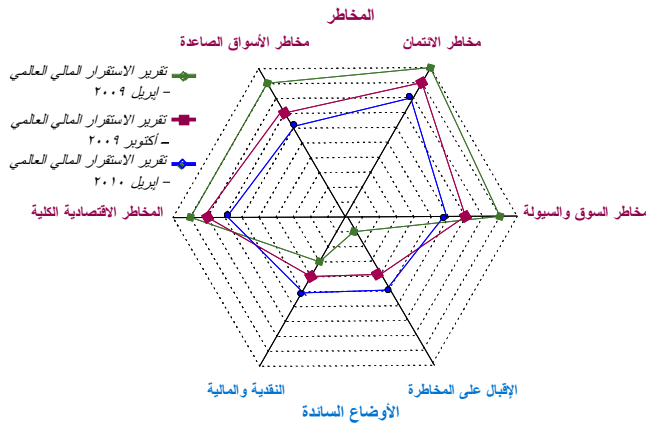
الفصل الأول: تسوية تركة الأزمة ومواجهة تحديات الاستقرار المالي

تقرير الاستقرار المالي العالمي، إبريل ٢٠١٠

الرسائل الأساسية

- تحسنت صحة النظام المالي العالمي مع اكتساب التعافي الاقتصادي مزيدا من القوة، لكن المخاطر التي تهدد الاستقرار لا تزال كبيرة.
- ويمكن أن تتسبب المخاطر السيادية المتعلقة بالبلدان المتقدمة في تقويض مكاسب الاستقرار ونقل مخاطر الائتمان إلى مرحلة جديدة.
- وينبغي انتهاز سياسات لتخفيض المخاطر السيادية عن طريق استراتيجيات مرسومة بدقة لضبط أوضاع المالية العامة؛ ولتتقوية النظام من تركة الأزمة وتيسير العملية الجارية لخفض نسب التمويل بالديون عن طريق التأكد من وجود قاعدة أساسية من البنوك السليمة التي تتوافر لها مقومات الاستمرار والقادرة على دعم الائتمان.
- وبالنظر إلى المستقبل، ينبغي أن نتقدم بحزم في تنفيذ جدول الأعمال التنظيمي واستكمال التحول إلى نظام مالي عالمي أكثر أمانا وصلابة وديناميكية.

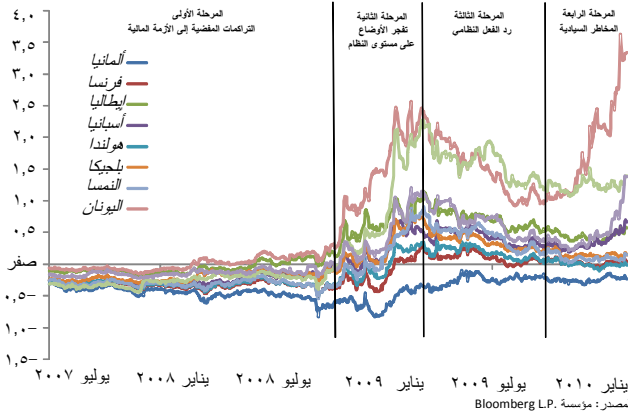
الشكل البياني ١ - خريطة الاستقرار المالي العالمي



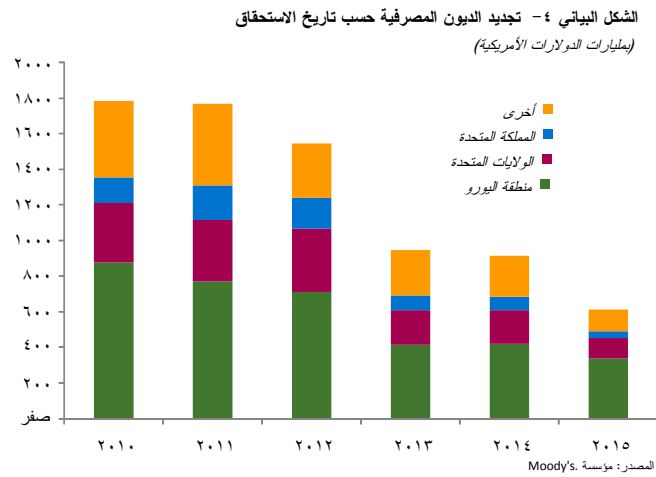
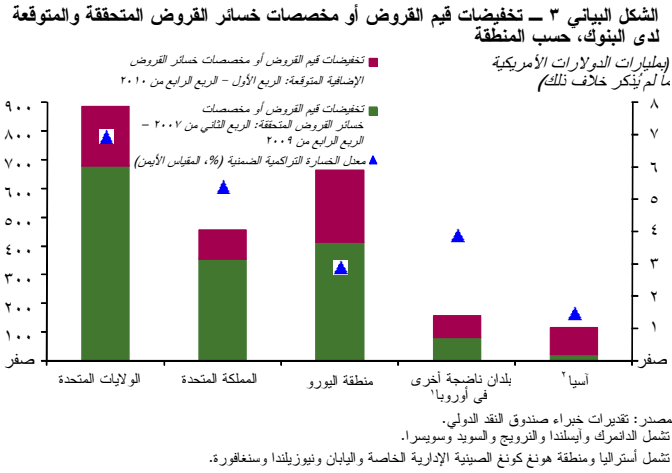
تحسنت صحة النظام المالي العالمي منذ عدد أكتوبر ٢٠٠٩ من تقرير الاستقرار المالي العالمي، مع زيادة عمق التعافي الاقتصادي (الشكل البياني ١). غير أن مخاطر الاستقرار لا تزال مرتفعة نظراً لاستمرار هشاشة التعافي الجاري ومواصلة الجهود لإصلاح الميزانيات العمومية.

ويمكن أن تتسبب المخاطر السيادية المتعلقة بالبلدان المتقدمة في تقويض مكاسب الاستقرار ونقل مخاطر الائتمان إلى مرحلة جديدة. ومع تراجع إقبال الأسواق على دعم عمليات الرفع المالي - سواء كانت مدرجة في الميزانيات العمومية المصرفية أو السيادية - ومع سحب السيولة في إطار الخروج من مرحلة السياسات التنشيطية، ظهرت على السطح مخاطر جديدة تهدد الاستقرار المالي. وفي البداية حدث ارتفاع كبير في علاوة مخاطر الائتمان السيادية في الاقتصادات المتقدمة الأشد تضرراً من الأزمة. وفي الآونة الأخيرة، اتسعت فروق العائد في بعض

الشكل البياني ٢ - مراحل الأزمة الأربع
ر فرق العائد على مبدلة المخاطر السيادية لمدة عشرة أعوام (%)

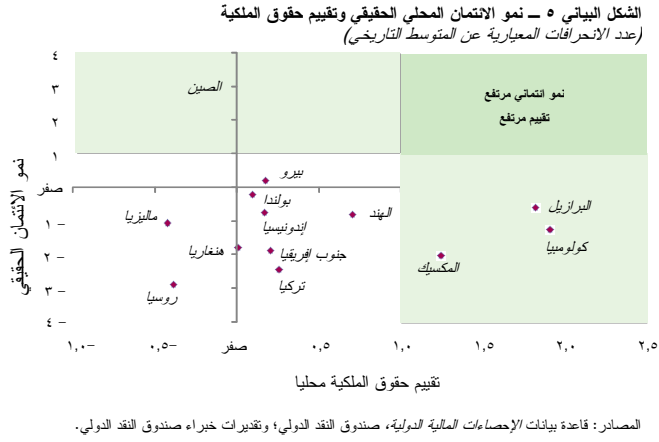


الاقتصادات عالية المديونية التي توجد فيها مكامن خطر أساسية، حيث تُرجمت مخاوف الأجل الطويل حول مدى استمرارية أوضاع المالية العامة إلى ضغوط آنية في أسواق التمويل السيادي يمكن أن تمتد آثارها الانتشارية عبر الحدود (الشكل البياني ٢). ويمكن أن يتسبب ذلك في تقويض الاستقرار المالي نظرا لما تلاه من انتقال المخاطر السيادية إلى النظم المصرفية وتأثيراته الارتدادية عبر الاقتصاد.



وقد بدأ النظام المصرفي العالمي توفيق أوضاعه مع المشكلات الموروثة والتحديات الأخرى الناشئة عن العملية الجارية لتخفيض نسب التمويل بالديون. وأدى التحسن المستمر في أوضاع الأسواق الاقتصادية والمالية إلى تقليص الحجم المتوقع لتخفيضات قيم القروض المصرفية - من ٢,٨ إلى ٢,٣ تريليون دولار أمريكي - وحدث تحسن كبير في أوضاع رأس المال لدى البنوك (الشكل البياني ٣). لكن هناك قطاعات في النظم المصرفية لدى بعض البلدان لا تزال رؤوس أموالها ضعيفة ولا تزال معرضة لاحتمالات سلبية كبيرة. وقد يؤدي التقدم البطيء في معالجة أوضاع البنوك الضعيفة إلى تعقيد عملية الخروج من مرحلة السياسات الداعمة الاستثنائية. ويمكن أن يتسبب التعامل غير الحاسم مع المؤسسات الضعيفة في فرض عبء معوق على النمو. ويجب أن تعمل البنوك على إعادة تقييم نماذج العمل المطبقة فيها، وزيادة رؤوس أموالها، وإزالة المخاطر الكامنة في ميزانياتها العمومية، وتحقيق الاستقرار في أوضاع التمويل (الشكل البياني ٤).

ومن المتوقع أن يكون تعافي الائتمان بطيئا وسطحيا وغير متكافئ مع استمرار البنوك في إصلاح ميزانياتها العمومية. وبالرغم من التحسن المحدود في مستوى الطلب الخاص على الائتمان، فقد تتصادم الاحتياجات السيادية المتضخمة مع عرض الائتمان المحدود. ومن المفترض أن تقل الضغوط على عرض الائتمان والطلب عليه بدعم من تدابير السياسة المتخذة لمعالجة قيود الطاقة الائتمانية، إلى جانب إدارة المخاطر التي تتعرض لها المالية العامة.



وتفرض السرعات المتعددة التي يتقدم بها التعافي العالمي تحديات على الأسواق الصاعدة. ذلك أن احتمالات النمو القوي واستمرار ارتفاع أسعار العملات، وتساعد أسعار الأصول، كلها يجذب تدفقات رؤوس أموال الحافظة إلى بلدان آسيا والمحيط الهادئ (اليابان سابقا) وأمريكا اللاتينية، بينما توجد عوامل دفع تقوم بدور مهم أيضا - لا سيما عامل انخفاض أسعار الفائدة في الاقتصادات المتقدمة الكبرى. ولا تتوافر حتى الآن سوى أدلة محدودة على المبالغة في تقييم الأصول في

مختلف البلدان - باستثناء بعض المواضع المحددة في الأسواق المحلية. غير أن أوضاع السيولة الخارجية والمحلية المرتفعة يمكن أن تغذي التضخم وتتشق فقاعات تستمر عبر أفق سنوي متعدد السنوات (الشكل البياني ٥). وقد تحرك صناع السياسات باتخاذ إجراءات لمواجهة تزايد التدفقات الرأسمالية، لكن اليقظة المستمرة مطلوبة لضمان استمرار الاستقرار المالي.

وللحفاظ على القوة الدافعة وراء تخفيض المخاطر النظامية، يتعين على صناع السياسات اتخاذ مزيد من الإجراءات في عدة مجالات رئيسية. فمن الضروري الحرص في إدارة المخاطر السيادية، حيث ينبغي أن ترسم الحكومات خططا موثوقة لضبط أوضاع المالية العامة على المدى المتوسط بغية الحد من أعباء الديون المتزايدة وتجنب نقل الأزمة الائتمانية إلى مرحلة جديدة. وينبغي أن يتأكد صناع السياسات من إتمام المرحلة القادمة في عملية تخفيض نسب التمويل بالديون دون معوقات. ومن الضروري أيضا الإسراع بتسوية أوضاع المؤسسات التي لا تتوافر لها مقومات الاستمرار وإعادة هيكلة المؤسسات الضعيفة التي يمكن أن يكون لها مستقبلا تجاريا، حتى يتسنى التراجع نهائيا عن تطبيق سياسات الدعم الاستثنائي وضمان وجود مجموعة أساسية من المؤسسات المالية السليمة القادرة على دعم الائتمان.

وبالنظر إلى فترة مستقبلية أبعد، تبدو ضرورة المضي العاجل في إجراء الإصلاحات التنظيمية، مع البدء في تطبيقها على أساس يراعي الظروف الاقتصادية والمالية الراهنة. وسوف تساعد مواصلة العمل على تقوية قاعدة رأس المال في القطاع المصرفي على تهيئة النظام المالي للتغييرات المزمع إدخالها على إطار كفاية رأس المال. وينبغي زيادة الوضوح في تحديد إطار النظام المالي الجديد حتى يزداد يقين البنوك بشأن نماذج عملها المستقبلية. ومن العوامل الحاسمة في هذا الصدد معالجة قضية المؤسسات التي توصف بأنها "أكبر من أن تفشل"، بغية استعادة الانضباط السوقي وحماية الميزانيات العمومية السيادية.

موجز للصحافة

الفصل الثاني – المخاطر النظامية وإعادة تصميم التنظيم المالي

تقرير الاستقرار المالي العالمي، عدد إبريل ٢٠١٠

إعداد: ماركو اسبينوزا، شارلز كان، خوان سول

النقاط الأساسية

- أطلقت الأزمة الأخيرة فيضا من مقترحات الإصلاح التنظيمي لمعالجة المخاطر النظامية – أي احتمالات أن يؤدي العسر المالي في إحدى المؤسسات إلى التأثير سلبا على المؤسسات الأخرى. لكن كثيرا من هذه المقترحات لا تتوافر تفاصيل عنها.
- وينظر الفصل في اثنين من هذه المقترحات، أحدهما إعطاء تفويض صريح للأجهزة التنظيمية بمراقبة المخاطر النظامية واستحداث رسوم إضافية على رأس المال حسب مستوى المخاطر النظامية بما يكفل معاقبة المساهمين فيها.
- ويذهب الفصل إلى عدم كفاية تفويض الأجهزة التنظيمية في "مراقبة" الروابط النظامية، لكن الأمر يتطلب أدوات أفضل لمكافحة المخاطر التي تهدد النظام. وبدون هذه الأدوات سوف يغلب على الأجهزة التنظيمية التهاون مع المؤسسات المؤثرة على النظام في حالات العسر المالي أكثر مما تتهاون مع غيرها من المؤسسات.
- ورغم أن هذا الفصل لا يؤيد بالضرورة استحداث رسوم إضافية على رأس المال حسب مستوى المخاطر التي يتعرض لها النظام، فهو يورد توضيحا لمنهجية عملية يمكن استخدامها لحساب هذه الرسوم.
- ويوضح الفصل أيضا أهمية مراعاة الروابط بين المؤسسات عبر الحدود، مما يتطلب من الأجهزة الرقابية في مختلف البلدان التعاون لتصميم الرسوم الإضافية.

أدت الأزمة المالية الأخيرة إلى إعادة النظر في العمل الرقابي والتنظيمي المتعلق بالروابط النظامية المتبادلة – أي فكرة أن العسر المالي في إحدى المؤسسات المالية يؤثر سلبا على المؤسسات الأخرى. وبالرغم من سيل مقترحات الإصلاح التنظيمي الذي أعقب ذلك، فهناك الكثير من عدم اليقين حول كيفية تطبيقها في الواقع العملي. وعلى ذلك يهدف هذا الفصل إلى المساهمة في النقاش الدائر حول التنظيم القائم على مستوى المخاطر النظامية من خلال طريقتين؛ فهو يبدأ بنظرة منهجية فيما إذا كان تخفيف المخاطر النظامية يرجح له النجاح إذا ما أُعطي تفويض صريح بالإشراف عليها، حسبما تتوخى بعض المقترحات الأخيرة في منطقة اليورو والمملكة المتحدة والولايات المتحدة. كذلك يقترح الفصل منهجية لحساب الرسم الإضافي على رأس المال حسب مستوى المخاطر النظامية وتمهيد الأثر المترتب عليه.

بنيان العمل التنظيمي

يذهب الفصل إلى أن تحليل حوافز الأجهزة التنظيمية هو أحد العناصر المهمة التي تنقص معظم مقترحات الإصلاح الرامية إلى تفويض الأجهزة التنظيمية في متابعة المخاطر المالية النظامية التي قد تنشأ في اقتصاداتها. ويتضمن ذلك "التساهل التنظيمي" – أي الحافز الذي يدفع الجهة التنظيمية إلى إبقاء المؤسسات عاملة في السوق رغم أنها جديرة بالتصفية – وهو ما يرجح أن يختلف باختلاف الطرق المستخدمة لتوزيع الوظائف التنظيمية.

ويوضح الفصل أن إضافة تفويض بمراقبة المخاطر النظامية إلى مزيج الوظائف التنظيمية بغير مجموعة من السياسات المساعدة المصاحبة لها لا يغير الحوافز الأساسية لدى الجهة التنظيمية والتي تقع في صميم العيوب التنظيمية التي أفضت إلى الأزمة. فغالبا ما يكون لدى الأجهزة التنظيمية حافزا للإبقاء على المؤسسات في السوق، حتى وإن كانت معسرة، لأنها تبغض بشدة إغلاق المؤسسات على مرأى منها، وخاصة لأن هذه المؤسسات قد تقف على أقدامها من جديد في بعض الأحيان إذا ما أعطيت بعض الوقت. ولذلك يرجح أن تكون الأجهزة التنظيمية أكثر تساهلا مع المؤسسات المؤثرة على النظام مقارنة بالمؤسسات الأخرى نظرا لعدم وجود أساليب معينة للحد رسميا من قدرة المؤسسة المالية على أن تصبح مؤثرة على النظام المالي منذ البداية – بغض النظر عن كيفية توزيع الوظائف التنظيمية. ويرجع ذلك إلى أن الضرر الذي توقعه المؤسسات المؤثرة على النظام المالي يكون أكبر مقارنة بالمؤسسات الأخرى الخاضعة للأجهزة الرقابية.

ولهذا السبب، من الضروري النظر في أساليب أكثر مباشرة لمعالجة المخاطر النظامية، مثل استحداث رسوم إضافية على رأس المال حسب مستوى المخاطر، أو ربما حتى تحديد حجم جهات الوساطة المالية ومجالات نشاطها.

الرسوم الإضافية حسب مستوى المخاطر النظامية

يعرض الفصل منهجية لحساب الرسوم الإضافية على رأس المال حسب مستوى المخاطر النظامية. وتقوم هذه المنهجية على فكرة أن هذه الرسوم ينبغي أن تتناسب مع مدى الروابط النظامية المتبادلة بين المؤسسات المالية. ويقدم الفصل طريقتين لتنفيذ هذه المنهجية:

◀ الطريقة النمطية: وفيها تحدد الأجهزة التنظيمية مراتب للمخاطر النظامية الناشئة عن كل مؤسسة حسب أهميتها النسبية في النظام ثم تقدر رسما على رأس المال استنادا إلى هذه المراتب.

◀ طريقة الموازنة القائمة على المخاطر: وهي مقترضة من أدبيات إدارة المخاطر الائتمانية وتحدد رسوما إضافية على رأس المال بالتناسب مع مدى مساهمة المؤسسة في المخاطر النظامية واحتمالية وقوع هذه المؤسسة في حالة من العسر المالي.

كذلك تقدم المنهجية طريقة لإزالة الطابع المسامر للاتجاهات الدورية الذي تتسم به الرسوم الإضافية – أي أنها تميل إلى الزيادة في حالة الهبوط الاقتصادي والهبوط في حالة التوسع – وهي سمة تتسبب في نتائج عكسية تقترن بمعظم رسوم رأس المال القائمة على مستوى المخاطر.

ويوضح الفصل أيضا أهمية مراعاة الروابط بين المؤسسات عبر الحدود والتي يمكن أن تؤثر على هذه الرسوم، مما يستوجب تعاون الأجهزة الرقابية في مختلف البلدان لتصميمها بالشكل السليم.

موجز للصحافة

الفصل الثالث – زيادة الأمان في عقود المشتقات المتداولة خارج البورصة:

دور الأطراف المقابلة المركزية

تقرير الاستقرار المالي العالمي، عدد إبريل ٢٠١٠

إعداد: جون كيف، راندال دود، أليساندرو غالو، إلياس كازاريان، إيزاك لوستغارتن، كريستين سامبيك، ماموهان سينغ

النقاط الأساسية

- الإدارة السليمة والتنظيم الدقيق للأطراف المقابلة المركزية في معاملات المشتقات المالية المتداولة خارج البورصة سوف يحدان من مخاطر الطرف المقابل بين المتعاملين والمخاطر النظامية المرتبطة بتداعي الإفخافات التي تصاب بها الأطراف المقابلة.
- غير أن المرجح أن تكون التكاليف التي يتحملها المتعاملون في هذه المشتقات بالغة الارتفاع نظرا لكبر حجم الضمان الذي يتعين تقديمه، مما يتطلب التحول بخطوات تدريجية.
- ونظرا للطابع العالمي الذي تتسم به أسواق المشتقات خارج البورصة، يجب أن يتم تنسيق الأطر التنظيمية والرقابية عبر الحدود بما يحول دون المراجعة التنظيمية ويخفف المخاطر النظامية ويمنع انتقال التداعيات السلبية من بلد إلى آخر.
- وينبغي تسجيل وحفظ معاملات المشتقات المتداولة خارج البورصة لدى مستودعات لبيانات التداول تخضع للتنظيم والرقابة، كما ينبغي أن تتوفر لكافة الأجهزة التنظيمية والرقابية ذات الصلة بيانات مفصلة عن كل طرف مقابل.

شهدت أسواق المشتقات المالية المتداولة خارج البورصة توسعا كبيرا في السنوات الأخيرة، حيث وصل مجموع المبالغ القائمة حاليا إلى أكثر من ٦٠٠ تريليون دولار بالقيمة الافتراضية. وخلال الأزمة المالية احتلت سوق مبادلات مخاطر الائتمان – وهي جزء من سوق المشتقات المتداولة خارج البورصة – موقعا بارزا مع بدء تكثف المصاعب واتضح مخاطر الطرف المقابل التي تنطوي عليها السوق التي تتم أغلبية عمليات المقاصة فيها على أساس ثنائي. وكان على السلطات أن تتخذ قرارات مكلفة بشأن بنك "ليمان براذرز" والمجموعة الأمريكية الدولية للتأمين (AIG) وفقا لآراء تقوم على معلومات جزئية وحسب عن التداعيات المحتملة لإفخافات الشركات.

وتُطرح حاليا فكرة الأطراف المقابلة المركزية كوسيلة لزيادة الأمان والسلامة والشفافية في أسواق المشتقات المتداولة خارج البورصة، والعمل على تخفيف المخاطر النظامية. ويقدم هذا الفصل لمحة تعريفية عن هذا الموضوع، ويوضح أن الأطراف المقابلة المركزية التي تخضع للإدارة والتنظيم الملائمين يمكنها بالفعل أن تحد من مخاطر الطرف المقابل بين المتعاملين والمخاطر النظامية المرتبطة بتداعي إخفاقات الأطراف المقابلة. كذلك تتيح الأطراف المقابلة المركزية الفرصة لزيادة الشفافية نظرا لما تجمعها من معلومات عن كافة العقود التي تخضع للمقاصة.

غير أن الأطراف المقابلة المركزية تتسم بتركيز المخاطر الائتمانية والتشغيلية المرتبطة بإخفاقاتها الذاتي، مما يتعين معه أن تكون أوضاعها المالية سليمة وأن تخضع لإجراءات حذرة لإدارة المخاطر ومستوى فعال من التنظيم والرقابة. وإضافة إلى ذلك، ونظرا للطابع العالمي لأسواق المشتقات المتداولة خارج البورصة، يتعين تنسيق الأطر التنظيمية والرقابية عبر الحدود، مما يساعد على تجنب المراجعة التنظيمية وتخفيف المخاطر النظامية وانتقال التداعيات السلبية من بلد إلى آخر.

ولا يمكن تحقيق المنافع المرجوة من المقاصة المركزية سواء على مستوى الأطراف المقابلة المنفردة أو المستوى النظامي إلا إذا نُقل عدد مؤثر من العقود إلى أطراف مقابلة مركزية. ولا تزال هناك بعض التحديات في هذا الخصوص، بما في ذلك زيادة ترميط المنتجات وتعزيز سيولتها، وربما تغطية تكاليف كبيرة لرأس المال والضمان من خلال اشتراطات للهامش المبدئي.

وإذا كان يتعين حصول المتعاملين على حوافز إضافية لحثهم على نقل عقودهم الثنائية إلى أطراف مقابلة مركزية، فإن الفكرة التي يطرحها الفصل هي تحصيل رسم يرتبط بمستوى المخاطر التي تفرضها محافظ المشتقات على الأطراف المقابلة. أما إعطاء تفويض بالمقاصة المركزية لكافة العقود النمطية فهو حل أقل استصوابا نظرا لأن مبالغ الهامش المطلوبة والتي قد تكون كبيرة من شأنها إرباك السوق إذا جاءت دفعة واحدة. وإضافة إلى ذلك، توجد تكاليف كبيرة تتعلق بتطوير البنية التحتية، بما في ذلك تطوير نظم المعلومات ووضع قواعد وإجراءات جديدة. غير أن هذا التفويض قد يكون ضروريا للتغلب على مخاوف الأطراف المشاركة في السوق من أن تكون هي المبادر الأول في هذا الخصوص. ورغم ما يبدو من أن المتعاملين في المشتقات المالية بدعوا بالفعل في نقل هذه العقود التي يمكن أن تتولى الأطراف المقابلة المركزية المقاصة فيها، فإن التنفيذ ينبغي أن يتم على مراحل تدريجية إذا ارتأت السلطات أن التفويض إجراء ضروري.

السياسات المقترحة:

يخلص الفصل إلى عدد من السياسات المقترحة، كثير منها بدأ يتخذ طريقه بالفعل من خلال القنوات التشريعية والتنظيمية. وأهم هذه السياسات ما يلي:

- إنشاء إطار للإشراف العالمي على الأطراف المقابلة المركزية من شأنه إرساء حد أدنى مرتفع لمبدأ تكافؤ الفرص، وتنشيط اللجوء إلى المراجعة التنظيمية. وينبغي أن تضع السلطات خططا للطوارئ وتحدد صلاحيات ملائمة للتعامل مع إخفاق الأطراف المقابلة المركزية على أساس من التنسيق العالمي.
- ينبغي أن تتأكد السلطات التنظيمية من توافر إجراءات ملائمة لتخفيف المخاطر وإدارتها لدى الأطراف المقابلة المركزية وامتلاكها أدوات للحفاظ على نزاهة جميع الأسواق ذات الصلة وحماية مصالح الأطراف المشاركة فيها، وكذلك التزام الأطراف المقابلة المركزية بالمعايير المرتقبة من لجنة نظم الدفع والتسوية والمنظمة الدولية لهيئات الأوراق المالية حال إصدارها.
- وبالنسبة لكل منطقة اختصاص، ينبغي أن يتوافر أساس قانوني واضح لتكليف جهة قيادية بتنظيم الأطراف المقابلة المركزية، بغية ضمان فعالية التنظيم والإشراف. أما الأطراف المقابلة المركزية المؤثرة على النظام فينبغي أن تكلف بتنظيمها جهة تنظيمية قيادية معنية بالمخاطر النظامية.
- وينبغي أن تعمل البنوك المركزية على اكتساب القدرة على تقديم السيولة الطارئة للأطراف المقابلة المركزية المؤثرة على النظام عند حدوث نقص حاد فيها.

موجز للصحافة

الفصل الرابع – توسع السيولة العالمية: آثارها على الاقتصادات "المتلقية"

وخيارات السياسة المتاحة لمواجهتها

تقرير الاستقرار المالي العالمي، عدد إبريل ٢٠١٠

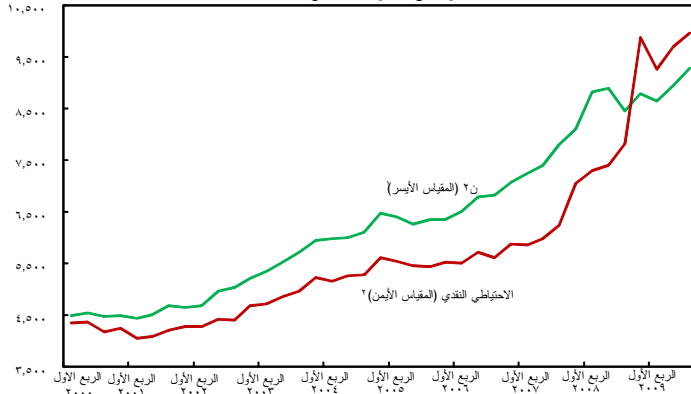
إعداد: إيفي بساليدا، أناماريا كوكنين، سيلفيا نوفاك، تاو سن

النقاط الأساسية

- من التحديات التي يمكن أن تواجه السياسات انتقال قدر وافر من السيولة العالمية إلى الاقتصادات ذات أسعار الفائدة الأعلى والنمو الأقوى. فبالرغم من تعدد مزايا التدفقات الرأسمالية الوافدة، فإن الطفرات المفاجئة في هذا الخصوص قد يتسبب في ارتفاع التضخم وظهور فقاعات في أسعار الأصول.
- ويخلص الفصل إلى أن السيولة العالمية ترفع أسعار الأسهم المحلية وتخفف أسعار الفائدة الحقيقية في البلدان المتلقية – وذلك بأكثر مما يحدث عادة في حالة السيولة المحلية – وأن هذه الآثار يمكن تخفيفها بزيادة مرونة أسعار الصرف.
- وهناك عدد من السياسات أمام الاقتصادات المتلقية للسيولة كي تواجه الطفرات التي تحدث في التدفقات الرأسمالية الوافدة، وهي في الأساس مزيج ملائم من السياسات الاقتصادية الكلية، منها اعتماد سعر صرف أكثر مرونة عندما تسمح الظروف، إضافة إلى تعزيز التنظيم الاحترازي.
- وحين لا تكفي هذه السياسات ويكون المرجح أن هذه الطفرات في التدفقات الرأسمالية الوافدة عرضاً مؤقتاً، يمكن الاستفادة من استخدام ضوابط رأس المال كعنصر مكمل لمجموعة السياسات المطبقة. فرغم تباين الأدلة على مدى فعالية هذه الضوابط، إلا أن استخدامها يمكن أن يؤدي إلى إطالة أجل استحقاق بعض أنواع التدفقات الوافدة.
- وحتى إذا ثبت أن ضوابط رأس المال مفيدة لفرادى البلدان في التعامل مع طفرات التدفقات الرأسمالية الوافدة، فهي قد تحدث آثاراً سلبية على أطراف متعددة بتشجيعها بلدان أخرى على فرض هذه الضوابط.

الشكل البياني ١ – السيولة العالمية

مليارات الدولارات الأمريكية؛ مرجحة بإجمالي الناتج المحلي؛ بيانات ربع سنوية



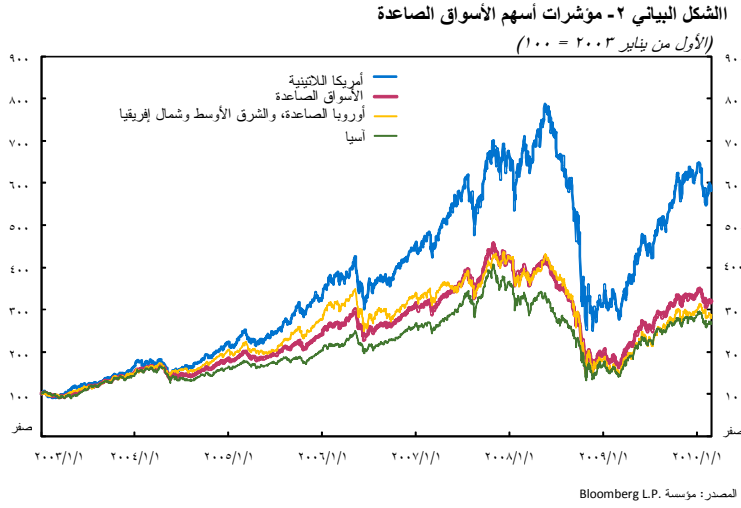
المصدر: Datastream، وقاعدة بيانات الإحصاءات المالية الدولية، صندوق النقد الدولي، وتقديرات خبراء صندوق النقد الدولي.

مجموع 20 مرجحة بإجمالي الناتج المحلي لمنطقة اليورو واليابان والمملكة المتحدة والولايات المتحدة.

مجموع الاحتياطي النقدي المرجح بإجمالي الناتج المحلي لمنطقة اليورو واليابان والمملكة المتحدة والولايات المتحدة.

يتضمن هذا الفصل تقييماً لانتقال قدر وافر من السيولة العالمية وما يصاحبه من طفرات في تدفق رؤوس الأموال إلى الاقتصادات ذات أسعار الفائدة الأعلى واحتمالات النمو الأقوى مقارنة بالاقتصادات الأخرى. ويخلص الفصل إلى أن الأوضاع النقدية التيسيرية في مجموعة الأربعة (منطقة اليورو واليابان والمملكة المتحدة والولايات

المتحدة) قد تفرض تحديات أمام السياسات في البلدان المتلقية للسيولة على هيئة ضغوط رافعة لسعر الصرف وارتفاع مستمر في تقييمات الأصول (الشكل البياني ١).



ويطرح الفصل تحليلاً يخلص إلى وجود علاقة وثيقة بين توسع السيولة العالمية وأسعار الأصول في الاقتصادات المتلقية، ومنها العائد على الأسهم مثلاً، وكذلك تزايد الاحتياطيات الرسمية ودخول تدفقات استثمارات الحافظة (الشكل البياني ٢).

وهناك عدد من السياسات المتاحة أمام صناع السياسات في الاقتصادات المتقدمة للاختيار

منها في مواجهة طفرات تدفق رؤوس الأموال والسيولة على مستوى العالم. وتتضمن قائمة السياسات التي يمكن الاختيار منها لتخفيف المخاطر المتعلقة بالطفرات في تدفق رؤوس الأموال الوافدة ما يلي:

- سياسة أكثر مرونة لسعر الصرف، لا سيما حين يكون هذا السعر أقل من قيمته الصحيحة؛ ويتبين من التحليل أن نظام سعر الصرف المعوم يتيح هامشاً طبيعياً للوقاية من طفرات السيولة العالمية وما تتعرض له الأصول الاحتياطية من ضغوط تقييمية ناشئة عنها.
- تكوين المزيد من الاحتياطيات (باستخدام التدخل المعقم أو غير المعقم حسب مقتضى الحال).
- تخفيض أسعار الفائدة إذا سمحت الاحتمالات المتوقعة للتضخم.
- تشديد سياسة المالية العامة إذا كان موقف السياسة الاقتصادية الكلية تيسيرياً بشكل عام.
- تعزيز التنظيم الاحترازي في النظام المالي.

وإذا سمحت الظروف، يمكن أن يكون إلغاء القيود على التدفقات الخارجة إجراء مفيداً. ويعتمد مزيج السياسات الملائم على ظروف كل بلد على حدة.

وحيث لا تكفي هذه السياسات ويكون المرجح أن هذه الطفرات في رأس المال الداخل عرضاً مؤقتاً، يمكن الاستفادة من استخدام ضوابط رأس المال كعنصر مكمل لمجموعة السياسات المطبقة. غير أن الزيادات الأكثر استمرارية في تدفقات رؤوس الأموال الوافدة غالباً ما تنشأ عن عوامل أكثر عمقا ومن ثم تتطلب تصحيحاً اقتصادياً أكثر عمقا أيضاً.

وهناك أدلة متباينة على مدى فعالية هذه الضوابط. فهناك ما يشير إلى أن بإمكانها إطالة أجل استحقاق بعض أنواع التدفقات الوافدة – وإن كانت لا تخفض حجمها – وإتاحة مجال أكبر لاستخدام سياسة نقدية مستقلة. ويسوق الفصل دراسات حالة على بعض البلدان لإبراز أنواع الضوابط الرأسمالية التي حققت نجاحا في السابق.

وحتى إذا ثبت أن ضوابط رأس المال مفيدة لفرادى البلدان في التعامل مع طفرات التدفقات الرأسمالية الوافدة، فهي قد تُحدث آثارا سلبية على أطراف متعددة. ذلك أن اعتماد ضوابط على التدفقات الداخلة إلى أحد البلدان، إذا كان فعالا، يمكن أن يتسبب في تحويل التدفقات الرأسمالية إلى بلدان مناظرة، مما يشجع فرض ضوابط على رؤوس الأموال في تلك البلدان أيضا. وقد يتسبب شيوع الاعتماد على ضوابط رأس المال في تأخير التصحيحات الاقتصادية الكلية اللازمة في فرادى البلدان، كما تحول في البيئة الراهنة دون استعادة توازن الطلب العالمي، ومن ثم تعوق التعافي والنمو على مستوى الاقتصاد العالمي.