

تعلم الدروس المستفادة بشأن التمويل

ليزلى ليبشيتز
Leslie Lipschitz

البيانات للبحث عن إشارات عن توقعات السوق، والتذبذب، والمخاطر، واحتمالات التوقف عن السداد، واحتمالات الاستفادة من فروق سعر الصرف وما شابه ذلك. أداة مهمة للتشخيص من أجل تقديم المشورة للاقتصاد الكلى ووضع السياسات.

● تحليل القطاع المالى ذاته - أى من ناحية قوته أو هشاشته، وما إذا كان سيعمل على تخفيف وطأة الصدمات أم سيضاعف قوتها، وكيفية تنظيمه والإشراف عليه.

● تقييم أوجه التعرض الأساسية لتعرض الاقتصاد للمخاطر. والأحداث المحتملة التى يمكن أن تتفاعل مع أوجه تلك المخاطر لإطلاق العنان لإشغال أزمة مالية.

وتمتد التحليلات التى نود أن تحدث أقرأ على تلك القضايا عبر نطاق واسع، وليس هناك دليل مبسط «لكتاب الطبخ»، ولكن على مستوى المفاهيم، هناك عمليات توصيف عامة مفيدة: ما نشير إليه باعتباره منهج الميزانية ومنع وقوع أزمات مالية وفى حساب رأس المال. فهذه المصطلحات تعترف بأن الاقتصادات المفتوحة يجب النظر إليها باعتبارها مجموعة من الميزانيات المترابطة عالمياً المعرضة للانكشاف ومخاطر الطرف المقابل.

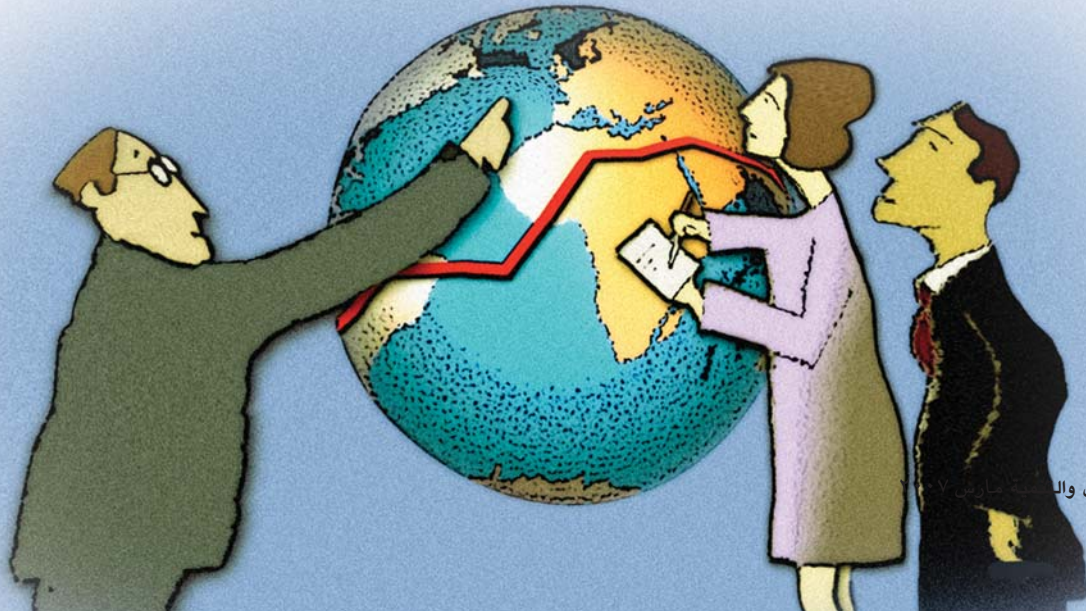
لذا ينبغى على صناع السياسات والسلطات القطرية الانشغال باحتمالات بأن تفيض المشاكل بأثارها على

الرغم من تدويل الأسواق المالية وتنامي الروابط على بين النظم المالية والوطنية، فإن الجزء الأكبر من السياسة القومية مازال يدار على المستوى الوطنى. ومن ثم فإن خلق الأسواق العالمية لرأس المال، قد يجعل تقييم سياسات الاقتصاد الكلى وتشخيصها ووضعها أكثر صعوبة بالنسبة للبلدان. والقول المبتذل بأن الأسواق سرعان ما تعاقب بوحشية الانحرافات عن السياسات الحكيمة هو قول بال لکنه لا يمثل الحقيقة الكاملة. والواقع، أن الأسواق غالباً ما تبدو شديدة التقلب من وجهة النظر المحلية؛ فأحياناً ما تبدى التسامح مع السلوك غير الحكيم لمدة طويلة ممتدة من الزمن، وأحياناً ما يكون رد فعلها يتسم بالمبادرة الهجومية، وعادة ما تحكم ردود أفعالها مجموعة واسعة من الاعتبارات المحلية والدولية.

ولهذا فإن الأمر يقتضى أن تكون النواحي المالية للتحليل الاقتصادى القومى - وما يقوم به صندوق النقد الدولى من مراجعات لسلامة موقف الأعضاء والمعروفة باسم الإشراف - أكثر تشعباً فى ثلاث مجالات ولكنها متصلة.

● رصد التفاعلات بين الأسواق المالية وظروف الاقتصاد الكلى. ويمكن أن يكون التحليل المصقول للبيانات عالية التواتر المستمدة من الأسواق المالية - أى تحليل

مع ازدياد توثق
الروابط بين
الاقتصادات القومية
والأسواق المالية
العالمية، يصبح
التحليل المالى الأفضل
أمراً حاسماً لإدارة
الاقتصاد الكلى.





الاحتمالات الخفية للتعرض زانادو وللمخاطر

قد تبدو الميزانيات القطاعية آمنة نسبياً إلا أنها يمكن أن تخضع أخطاراً خفية (بالمليار دولار)

المبالغ المسماة لنقد الأجنبي			
أصول	التزامات	صافي الأصول	
٤٠	١٠	٣٠	المكومية العامة (للأجنبي)
٤٠	٢	٣٨	قصيرة الأجل
٠	٨	٨-	متوسطة وطويلة الأجل
٣٧	٣٧	٠	البنوك التجارية
٣	٢٨	٢٥-	قصيرة الأجل (للأجنبي)
٣٤	٩	٢٥	متوسطة وطويلة الأجل
٣٠	٠	٣٠	المركز المحلي للنقد الأجنبي
١	٧٥	٧٤-	غير البنوك
١	٢٠	١٩-	قصيرة الأجل (للأجنبي)
٠	٥٥	٥٥-	متوسطة وطويلة الأجل
٠	٣٠	٣٠-	المركز المحلي للنقد الأجنبي
٧٨	١٢٢	٤٤-	الإجمالي
٤٤	٥٠	٦-	قصيرة الأجل (للأجنبي)
٤	٤٢	٣٨-	متوسطة وطويلة الأجل (للأجنبي)
٣٠	٣٠	٠	متوسطة وطويلة الأجل (محلياً)

المصرفية عن طريق الاستبعاد الفعلي لتغطية النظام المصرفي للعملة. والقطاع المصرفي ذاته. والواقع، أن صدمات سعر الصرف تحول تعرض البنوك لمخاطر النقد الأجنبي إلى مخاطر ائتمانية.

وفي مثل هذه المواقف، فإن شيئاً من المعرفة بخصوصيات الشركات المنكشفة لمخاطر النقد الأجنبي، يعتبر أمراً حاسماً لتقدير احتمالات التعرض للمخاطر. وقد يصعب الحصول على البيانات الضرورية الخاصة بالشركات غير المصرفية، وتتوقف أهمية الحصول عليها، إلى حد ما، على الهيكل المؤسسي المحلي. ومن المؤكد، أنه إذا كان سعر الصرف لدى بلد ما قليل المرونة (ومن ثم يجرى النظر إلى الحكومة باعتبارها الضامن الأساسي لمخاطر النقد الأجنبي)، ستنشأ مشاكل المخاطر المعنوية، وتزداد احتمالات عدم تغطية الاقتراض بالعملة الأجنبية. ومن ثم فقد يظهر افتراض بأن هناك احتمالات وهو افتراض ينبغي الكشف عنه ومناقشته. ولكن إذا كان للبلد تاريخ طويل من التحركات الواسعة في سعر الصرف، واضطرار الشركات إلى تحمل عبء هذه التقلبات، وحوافز تنظيمية ملائمة للبنوك، وآليات كفاءة للإفلاس تقل احتمالات التعرض لمخاطر العملات كثيراً.

وكما أوضحنا فيما سبق، هناك جانبان منفصلان لتقييم احتمالات وقوع أزمة: هما الاحتمالات الأساسية للتعرض للمخاطر، والحدث المنشط. وفي هذا المثال، فإن الحدث المنشط هو إعادة تسعير مفاجئة للمخاطر. وقد لا يكون احتمال وقوع هذا كبيراً («حدث تابع»). ربما لأن البلد يتبع سياسات ممتازة ومركز الحساب الجاري قوى والمنطقة كلها سليمة بصفة عامة. وعلى الرغم من أنه من المهم دائماً إدراك الاحتمالات الأساسية للتعرض للمخاطر، فإن مسألة ما إذا كان الأمر يستحق التركيز على احتمالات وقوع الأزمة أم لا، تقدير حكيم يعتمد على احتمالات وقوع الحدث المنشط. وعلى احتمالات شدة الأزمة. وبالطبع تحليل احتمالات التعرض للآزمات والأحداث المنشطة لها يغدو عادة أكثر صعوبة بسبب عوامل لا يمكن تقدير وزنها بدقة (مثل مدى استمرار الصدمة) وعدم كفاية

قطاعات أخرى، أو الاقتصاد بأسره، والاقتصاد الإقليمي أو العالمي. وهذا هو ما كان ميشيل كامديسيو المدير العام الأسبق لصندوق النقد الدولي (١٩٨٧-٢٠٠٠) يلح عليه، بنفاذ بصيرة استثنائية، عندما أشار إلى الأزمة المكسيكية في منتصف التسعينيات. باعتبارها "الأزمة الأولى للقرن الحادي والعشرين". وقد أجبرتنا هذه الأزمة والآزمات التي تلتها في آسيا وأمريكا اللاتينية ووسط وشرق أوروبا في خلال العقد التالي. على إعادة التفكير في العلاقة بين التمويل والاقتصاد الكلي. ويتقصى هذا المقال محورية التمويل بالنسبة لتحليل الاقتصاد الكلي، بالتركيز إلى حد ما على ثلاث حالات عملية: تتركز الأولى على تعرض الميزانيات للمخاطر، والثانية على تفاعل السياسة النقدية المحلية مع الأسواق المالية العالمية، والثالثة على برنامج التثبيت القومي في سوق لرأس المال شديدة التكامل.

احتمالات التعرض للمخاطر ومنشطاتها

يقوم كثير من الأعمال التي تتناول تعرض وانكشاف الميزانيات في الوقت الحالي، بالتمييز من ناحية المفاهيم بين الاحتمالات الأساسية للتعرض للمخاطر أو الانكشاف من ناحية، والأحداث الباعثة على التنشيط أي الأحداث التي يمكن إذا صاحبها الاحتمالات الأساسية للتعرض للمخاطر. أن تطلق عنان أزمة - من ناحية أخرى.

ولنفترض أن هناك بلداً اسمه زانادو، لا يمكنه الاقتراض من الخارج إلا بعملة أجنبية (انظر الجدول). ويظهر المركز المالي الرسمي أن الأصول الأجنبية السائلة (٤٠) تغطي ٨٠ في المائة من إجمالي الالتزامات قصيرة الأجل (٥٠)، وهو ما يقل عما هو مثالي ولكنه لا يندر بكارثة. (وبالطبع سيكون من المفيد معرفة شيء عن تدفقات الحساب الجاري، وهيكل آجال الاستحقاق في المراكز المالية متوسطة وطويلة الأجل). ويبدو أن مركز النقد الأجنبي متوازن في الجهاز المصرفي. وأن انكشاف قطاع الشركات غير المصرفية كبير بالنسبة لمخاطر النقد الأجنبي.

كيف يمكننا أن نحدد الاحتمالات الأساسية للتعرض للمخاطر في زانادو؟ يتضح من الأرقام أن البنوك تغطي تعرضها لمخاطر العملة لقطاع الشركات غير المصرفية، والذي يتعرض فضلاً عن ذلك لمخاطر كبيرة بالنسبة للعملة إزاء الأجانب. ومن ثم، فإن الكثير يتوقف على خصائص الشركات غير المصرفية التي عليها التزامات بالنقد الأجنبي. فإذا كانت شركات تصدير تحقق إيرادات بالنقد الأجنبي، فإنها قد تغطي نفسها بصورة طبيعية. وبدلاً من ذلك، تتوافر لها تغطيات راسخة للمشتقات (بافتراض أن هناك أطرافاً مقابلة أجنبية مستعدة لقبول شيء من الانكشاف لمخاطر العملة المحلية)، وقد يبلغ العائد على استثماراتها حداً يجعل الاقتراض الأجنبي مربحاً حتى بعد سداد تكاليف التغطية. وتتفق البيانات مع هذين السيناريوهين الحميين. وإذا ما أخذنا في الاعتبار سبباً لإطلاق الأزمة يتمثل في إعادة تسعير تستحقه أزمة مفاجئة وله تأثير فوري وضخم على سعر الصرف، فإن أسوأ ما يمكن أن يحدث هو نشوب مشكلة للسيولة في القطاع المصرفي يمكن للبلد معالجتها عن طريق احتياطاتها أو من خلال برنامج لصندوق النقد الدولي.

إلا أن البيانات تتوافق أيضاً مع وضع أكثر إثارة للمشاكل: قيام البنوك التجارية باقتراض أموال قصيرة الأجل لإقراضها لأجل أطول بالنقد الأجنبي للشركات المحلية للتنمية العقارية. بدون أي غطاء طبيعي أو بالمشتقات. في هذه الحالة، فإن أي صدمة تلحق بسعر الصرف يمكن أن تشل قطاع الشركات غير

البيانات (مثلا، عن ميزانيات الشركات). وإضافة لذلك، فإنه كقاعدة عامة، فإن الأمر يقتضى إجراء الأحداث الضارة المفترضة - أو «التفكير فيما لا يقبل التفكير» - بقدر كبير من الحذر.

ولا يوجد هنا ما يعنى ضمنا أنه ينبغي تجنب كافة احتمالات التعرض للمخاطر: فإذا كان بلد ما يحتاج إلى تمويل خارجي لتحقيق إمكانات النمو، واستطاع اقتراض مبلغ ضئيل بعملة محلية، فمن المؤكد تقريبا أن يتعرض لقدرة ما من مخاطر النقد الأجنبي. والبنوك التي تقوم بعملها الطبيعي في تحويل تواريخ الاستحقاق تتعرض على نحو شبه مؤكد لمخاطر سعر الفائدة. واحتمالات التعرض للمخاطر جانب طبيعي للقيام بالأعمال، ولا يمكن إلغاؤه بدون زيادة مفرطة في تكاليف الوساطة المالية. وعلى أفضل تقدير، فستحملها المؤسسات الأكثر قوة بالنسبة للمخاطر التي تترتب عليها.

الاختيارات الصعبة للسياسة النقدية

وفي حالتنا الثانية: فإن انفتاح حساب رأس المال وتكامل الأسواق المالية يجعلان إدارة السياسة المالية أمرا أكثر تعقيدا، خاصة إذا كان البلد (مثل كثير من اقتصادات الأسواق الناهضة) يشهد تغيرات أساسية حقيقية (هيكلية) مهمة. وتحيد الحكمة التقليدية نظام استهداف التضخم بسعر صرف معوم، والذي يتمتع حقا بمزايا هي: إعفاء السلطات النقدية من المسؤولية الرسمية عن النمو والبطالة. وعدم وجود ضمانه لسعر صرف ضمني يشجع على التعرض غير الحكيم لمخاطر العملات الأجنبية. ونتيجة لهذا، يقل احتمال ظهور شرك «الخوف من التعميم» (عند تراكم التعرض لمخاطر النقد الأجنبي في ظل نظام سعر صرف ثابت أو شبه ثابت تقاوم فيه السلطات إجراء تخفيض في قيمة العملة). والبديل هو اتباع نظام ربط جامد مع استراتيجية للخروج تحظى بثقة تامة - مثل الربط باليورو بسعر موثوق به مثل السعر النهائي لدخول منطقة اليورو. ومع ذلك، استمر بعض البلدان في اختيار استراتيجيات مخصصة للتدخل بوجهها مزيد من العوامل، بما في ذلك المتطلبات المتنافسة للأهداف التجارية المركنتالية والرغبة في الحد من عرض النقود.

وتتمثل الصعوبة مع أي من هذه الاستراتيجيات في أنها لا تذكر شيئا عن مشكلة ضخمة محتملة: وهي أن التعديلات في المحفظة الدولية يمكن أن تولد تحولات هائلة في حساب رأس المال قد تقوض الأهداف المحلية. ومن المفيد أن نبدأ بتعميمين:

● من غير المحتمل أن تصطبغ التغيرات في أسعار الفائدة لأغراض تحقيق التثبيت المحلي في نفس الوقت بتغيرات في علاوات المخاطر أو توقعات سعر الصرف؛ ومن ثم فإنها قد تحت على القيام بتعديلات فعلية أو أولية ضخمة في المحفظة يمكن أن تغرق سياسة التثبيت المحلية.

● غالبا ما يبدو سلوك علاوات المخاطر وتوقعات سعر الصرف هوائيا بصورة كلية وغير قابل للتنبؤ به من جانب السلطات النقدية المحلية. ولهاتان النقطتان تداعيات على السياسات في كثير من البلدان - انظر مثلا، مقال «مأزق توسوفسكي» (التمويل والتنمية سبتمبر ٢٠٠٢). الذي حلل مشاكل السياسة النقدية في البلدان الأكثر تقدما التي تمر بمرحلة انتقال وسط أوروبا وشرقها. إلا أن حالة أيسلندا في الفترة ٢٠٠٣-٢٠٠٦ تقدم تصويرا مفحما عن كيف يمكن للتفاعل بين التطورات الدورية المحلية، والسياسة النقدية، والأسواق المالية العالمية أن تمارس تأثيرا مزعزا للاستقرار (انظر الإطار).

وكما تبين، فقد استتارت الزيادة المعقولة تماما في أسعار الفائدة المحلية

في سياق أسواق رأس المال السائلة العالية والسياق النهم لاقتناص العوائد الأعلى - تدفقات رأسمالية حاشدة على الداخل، وتوسعا مثير في الائتمان المصرفي، وانقلابا في حساب رأس المال في نهاية المطاف. وحتى عندما تكون هذه العلاقات مفهومة جيدا من الناحية القطرية، فإن من الصعب إدارة سياسات عندما تزيد تدفقات ضخمة من رأس المال إمكانية حدوث تقلبات ضخمة في أسعار الصرف و/أو أسعار الفائدة. ولحسن الحظ، ففي أيسلندا، جعل السلوك الساعي إلى التغطية والميزانيات السليمة بصفة عامة النظام المالي قويا نسبيا في مواجهة الصدمات.

إلا أن المشكلة تصبح حادة بالنسبة للسياسة النقدية في مثل هذه الحالات. فإذا افترضنا أن السلطة النقدية المحلية تريد أن تهدئ من تضخم الاقتصاد - أي رفع أسعار الفائدة بما يتسق مع نظام استهداف التضخم. وإنها تقرر، على أساس مجموعة وافرة من الأدلة التجريبية، ضرورة زيادة سعر الفائدة بنسبة ١

أيسلندا تتحمل عصبية الأسواق

في بداية عام ٢٠٠٣، طفت المشروعات الاستثمارية الضخمة في أيسلندا التي قامت على أساس وفرة الطاقة الرخيصة، تضيق أسواق العمل، وتسهم في تقوية الطلب العام، وتوسيع فجوة العجز في الحساب الجاري - على الرغم من أنه كان من المتوقع منها أن تولد النمو وتحديث بعض الزيادة في قيمة العملة. ومع التشدد في السياسة استجابة للطلب القوي، ارتفعت أسعار الفائدة وحدث قدر كبير من الارتفاع المرجح بالتجارة في الكرونا الأيسلندية.

واستغلت البنوك الأيسلندية الفرق في سعر الفائدة بالاقتراض باليورو، وتغطية انكشافها، والاقتراض بالكرونا. كذلك اجتذب هذا المزيج من ارتفاع قيمة العملة، وأسعار الفائدة المرتفعة، وجودة التصنيف الائتماني - صنف الائتمان السيادي بالمرتبة أ ثلاثية - مستثمرى المحافظ الأجانب، الذين قاموا بتمويل مراكزهم طويلة الأجل المقومة بالكرونا، عن طريق الاقتراض بالعملة ذات العائد الأقل - «تجارة الترحيل». (وقد تفاقم ذلك من جراء المبتكرات المالية - أي إصدار سندات اليورو المقومة بالكرونا في الخارج - «سندات جبال الجليد») من قبل المؤسسات الأجنبية التي قاومت التزاماتها المقومة بالكرونا بالتزامات البنوك الأيسلندية المقومة باليورو. وبلغت فروق العائد بما فيها تسويات سعر الصرف نحو ٩,٢٥ في المائة في عام ١٩٧٣، و٧,٥ في المائة في عام ٢٠٠٤، و١٨ في المائة في عام ٢٠٠٥.

ومع التدفق القوي للأموال للبنوك التجارية وبحثها عن سبل جديدة للاقتراض، شجعت تغييرات السياسة البنوك في منتصف ٢٠٠٤ على البدء في التنافس المباشر مع صندوق تمويل الإسكان الذي تديره الحكومة على حقوق الرهن الأولى. وتمكنت البنوك من تقديم شروط أفضل مما يقدمه صندوق الإسكان، ونما إقراضها إلى الأسر المعيشية بنسبة ٩٨ في المائة في عام ٢٠٠٤، مما أشعل الارتفاع السريع في أسعار الإسكان وما صاحبه من انسحاب أسهم رأس مال الإسكان من خلال عمليات إعادة التمويل. ودعم هذا ارتفاعا سريعا في الاستهلاك المحلي، مما زاد اتساع عجز الحساب الجاري. لقد كانت التغيرات المالية ضخمة في أيسلندا، وارتفع الدين الخارجي بشدة. وبلغ اقتراض القطاع الخاص بثلاثة أمثال ما كان عليه بين ٢٠٠٣ و٢٠٠٦، مع زيادات ضخمة في ديون كل من القطاع العائلي وقطاع الشركات. وارتفعت أسعار العقارات والأسهم بسرعة، مع ارتفاع تقييمات سوق الأوراق المالية بنحو أربعة أمثالها فيما بين منتصف عام ٢٠٠٣ ونهاية عام ٢٠٠٥. وقد أدى ذلك كله، في نهاية الأمر، إلى عصبية شديدة في الأسواق، وإلى ضغوط على العملة وأسعار الأسهم في ربيع وصيف عام ٢٠٠٦.



أما في أوضاع أسعار الصرف المعومة مع استهداف التضخم، فإن تفسير هوية الميزانية تغدو أكثر تعقيدا إلى حد ما - حتى مع التكامل المحدود لسوق رأس المال - فعلى سبيل المثال، فإنه إذا استخدمت السلطات التدخل بالعملة الأجنبية للحد (على نحو يفترض أن يكون مؤقتا) من تخفيض قيمة العملة في بدايته (خوفا من الآثار التضخمية)، فإن الحد الأدنى لصفى الأصول الأجنبية سيحد من نطاق التدخل، كما يحد سقف صفى الأصول المحلية من نطاق تعقيم آثاره النقدية. والمؤكد، أنه ربما يكون من المعقول التدخل لمقاومة ضغوط التخفيض قصيرة الأجل للعملة، وتعقيم هذا التدخل. ولكن إذا ما ثبت أن قوى تخفيض سعر العملة تبقى وقتا طويلا، تظهر نقطة تتعرض عندها استراتيجية التدخل - التعقيم للتساؤل - ويمكن لقيود الهوية البسيطة للبرمجة المالية أن تساعد في تحديد هذه النقطة وطرح الأسئلة الملائمة على العن.

ولكن يجب أن يؤخذ في الاعتبار مدى زيادة تعقد إطار البرمجة المالية في حالة التكامل التام مع الأسواق المالية العالمية. إذ سيصبح من الصعب لأقصى حد التنبؤ بصفى الأصول الأجنبية و/أو أسعار الصرف، مع التقلبات التي تسيطر عليها ظروف سوق رأس المال. وإذا كان صفى الأصول الأجنبية مثبتا بدرجة أو أخرى بالهدف الحريص لتغطية الالتزامات قصيرة الأجل بالنقد الأجنبي، فإن قفزة في علاوة المخاطر على العملة، ستسفر عن توليفة ما من عملة مخفضة القيمة وأسعار أعلى للفوائد. ويؤثر هذا على مركز السيولة في النظام المالي إذا كان منخرطا في تحويل آجال الاستحقاقات بالعملة الأجنبية، ويؤثر على الملاءة المالية للنظام المالي إذا كانت لديه قروض بالعملة الأجنبية تم تقديمها دون تغطية إلى مقترضين محليين، ويؤثر على استدامة مركز الدين الحكومي، واستدامة مراكز الدين للشركات غير المصرفية والقطاع العائلي. وكل هذه الآثار أو بعضها يمكنها أن تستحث اللجوء إلى البنك المركزي - للحصول على النقد الأجنبي أو من أجل التوسع الائتماني الإضافي - وتقوض نزاهة السياسة النقدية.

وفي الوقت الذي يظهر فيه أي من هذه الآثار في حسابات البنك المركزي، سيكون الضرر قد وقع، وربما يصبح غير قابل للإصلاح. وهكذا، فإننا ننقل من عالم بسيط به حساب رأسمالي مغلق إلى عالم معقد مليء باحتمالات التعرض للمخاطر، والحوادث المنشطة - أي إلى عالم من الحالة الأولى التي سبق الحديث عنها. وفي هذا العالم، فإن الأمر يتطلب أن تكون البيانات أكثر دقة وانضباطا، ويكفى أن تكون هناك نماذج من التحليلات واسعة الخيال تستشرف المستقبل. وسيكون هذا عالما نحتاج فيه إلى تحديد احتمالات التعرض للمخاطر وتقدير احتمالات وقوع الأزمات وتقييم احتمالات وقوع الأزمات من خلال تحليل كافة السيناريوهات التي يحتمل أن تتضمن أحداثا منشطة لاحتمالات غير مؤكدة.

وباختصار ...

إن الحالات الثلاث التي تم وصفها في هذا المقال معقدة وتظهر أنه ليست هناك إجابات سهلة. إلا أنها تشير إلى الطريق نحو تحليل أفضل للاقتصاد الكلي في هذا العالم من النظم المالية العالمية وأسواق رأس المال الذي ترتفع فيه درجة عدم القدرة على التنبؤ. وهذا هو العالم الذي يحتاج فيه ممارسو الاقتصاد الكلي إلى التفكير السباق العميق عن الأحداث التي يمكن حدوثها في المستقبل. ومن ثم يتعين عليهم أن يكونوا على وعى باحتمالات التعرض للمخاطر والأحداث القادرة على إشعال الأزمات، والسياق العالمي الذي يجب على السياسة النقدية المحلية أن تعمل فيه، والكيفية التي تؤثر بها التحولات تقديرات المخاطر، وأسعار الفائدة، وأسعار الصرف، على المركز المالي للحكومات والبنوك وغيرها من أطراف القطاع الخاص. ■

ليزلي ليبشيزن مدير معهد صندوق النقد الدولي.

في المائة. ولكن بالنسبة للنظام المرن لسعر الصرف، فإن الأثر الانكماشى لهذا التحول في سعر الفائدة سيعتمد بشكل حاسم على التغيير في سعر الصرف الذي يستحقه - أن زيادة قدرها نقطة مئوية واحدة دون تغير في سعر الصرف تختلف اختلافا شديدا عن تلك التي يصبحها ارتفاع بنسبة ١٠ في المائة في قيمة العملة. فضلا عن هذا، فإنه بقدر ما تعتمد آثار ذلك على المحفظة، على القرارات التي يتم اتخاذها في نيويورك أو لندن أو فرانكفورت وتستند علاوات العملات الأخرى وتعرضها لمخاطرها، لا تتوافر للسلطات النقدية المحلية وسيلة للتنبؤ بالنتائج. وأفضل مسار للعمل يمكن للبلد اتخاذه في هذه الظروف الصعبة - على الرغم من أن ذلك لن يبدو مثل روشة للسياسة - هو المضي ببطء، مراقبة الأسواق باستمرار، والبقاء على وعى تام باحتمالات المخاطر الأساسية.

اقتفاء أثر برامج التثبيت

وأخيرا، لننظر في برامج التثبيت الخاصة بالبلدان ذات الأسواق المالية المتكاملة عالميا. ففي رصد هذه البرامج - التي تذكر تفصيلا السياسات التي تطبقها البلدان للتثبيت الاقتصادي الكلي - يستخدم كل من صندوق النقد الدولي وكثير من السلطات القومية غالبا ضربا ما من إطارات البرمجة المالية يقوم على أساس ميزانية البنك المركزي أو الميزانية الموحدة للجهاز المصرفي. وتبدو ميزانية البنك المركزي كما يلي:

الأصول	الالتزامات
صافي الأصول الأجنبية	القاعدة النقدية
صافي الأصول المحلية	
الائتمان الخاص	
صافي الائتمان الحكومي	
صافي البنود الأخرى	

والهوية المحاسبية المستمدة من ميزانية البنك المركزي وسيلة تنظيمية مفيدة، واختيار للاتساق. ويعرف صافي الأصول المحلية بأنه مجموع الائتمان الخاص والائتمان الحكومي وصادف البنود الأخرى؛ بينما تعرف القاعدة النقدية بأنها إجمالي صافي الأصول المحلية وصادف الأصول الأجنبية. وعادة ما يوفر إطار البرمجة المالية حدا أدنى لصادف الأصول الأجنبية وحدا أعلى لصادف الأصول المحلية.

وفي الأيام الخوالي لأسعار الصرف الثابتة، والحسابات المغلقة تقريبا لرأس المال، كانت هذه الوسيلة التنظيمية بسيطة بشكل رائع. فقد كانت لدينا فكرة ما عن رصيد صافي الأصول الأجنبية الذي كان متسقا مع السياسة الحكيمة والتنبؤ المعقول بتدفقات الحساب الجاري، ولهذا، ففي ضوء تقدير الطلب على النقود من تديراتنا للقياس الاقتصادي يمكن أيضا أن نحصل على تقدير معقول للمعدل الملائم من التوسع الائتماني، وتخصيصه بين الحكومة والقطاع الخاص، يتسق مع تحقيق معدلات معقولة والتضخم. وبالطبع، فإننا قد نخطئ في وضع معادلة الطلب على النقود - أي وضع تقديرات أعلى أو أقل لمعدل التوسع في عرض النقود تتسق مع أهدافنا المحددة للدخل والتضخم - لكن ربما يمكننا إصلاح ذلك باستعراض البرنامج. وإذا كان التضخم والدخل في المسار السليم تقريبا، ولكن كان التوسع الائتماني أكثر سرعة بدرجة ملحوظة عما هو مستهدف، وكان مركز صافي الأصول الأجنبية أكثر قوة مما كان مستهدفا، فإن هذا سيمثل دليلا بديهيا على وجود طلب أقوى مما هو مقدر على النقود، ويمكننا أن نقوم بتعديل الحد الأعلى لصادف الأصول المحلية.