



ما الذى يتعين علينا عمله؟

لاورا كودريس وأديتيا نارين

Laura Kodres and Aditya Narain

يقتضى الأمر إصلاح
التنظيم المالى
وتحسين توفير
السيولة. ونبحث
هنا كيف يمكن عمل
ذلك

التنظيمية وممارسات نشاط الأعمال إلى تضخيم دورة
الأعمال:

- فجوات المعلومات بشأن المخاطر وأماكن توزيعها
فى النظام المالى؛
- العمل على تجانس السياسات التنظيمية والأطر
القانونية لتعزيز الإشراف المنسق والبيت فى أمور الشركات
والأسواق التى تعمل عبر الحدود؛
- توفير السيولة للأسواق لكفالة التدفق السلس للأموال
من أجل الاستثمار والإبلاغ الفعال للسياسة النقدية.

محيط التنظيم

الواضح من الأزمة الأخيرة أنه يجب توسيع محيط التنظيم
ليشمل المؤسسات والأسواق التى كانت خارج نطاق التنظيم
والتي تخرج فى بعض الأحيان عن مجال اكتشاف القائمين
على التنظيم والإشراف. لقد تمكنت بعض هذه الكيانات من

فى حين أن هناك ما يكفى من اللوم الذى يمكن
توجيهه إلى الجميع، فإن أحد العوامل الرئيسية
المساهمة فى الأزمة المالية العالمية هو عدم
كفاية التنظيم المالى - من حيث طابعها المجزأ والافتقار
إلى انفاذه. ولا بد من إصلاح الهياكل التنظيمية لمنع
استفحال مخاطر أخرى تهدد النظام، وتوفير أساس أسلم
للوصل بين المدخرين والمستثمرين فى العالم (أى الوساطة
المالية العالمية)، وكفالة وجود طريقة واضحة وثابتة
للتعامل مع عدم الاستقرار المالى عندما ينشأ. ويجب البحث
أيضا فى الطرائق التى تتبعها المصارف المركزية لتوفير
السيولة للأسواق.

وقد أخذ صندوق النقد الدولى يتفحص مجالات عديدة
تتطلب الاعتناء بها لمنع الأزمات التى تهدد النظام:

- محيط التنظيم، أو ما هى المؤسسات والممارسات
التي ينبغى أن تكون موضع إشراف القائمين على التنظيم؛
- مسيطرة الاتجاهات الدورية، ميل بعض الممارسات

الحصول على ديون قصيرة الأجل للاستثمار في أصول أطول أجلا وزيادة قدرتها على تعزيز الفاعلية المالية بالاستدانة (استخدام الدين لشراء الأصول) إلى درجة هدت استقرار النظام المالي عندما طالبت هذه الجهات المقدمة الديون قصيرة الأجل بأموالها. بيد أن تغطية جميع الوسطاء الماليين غير ضرورية وقد تحد من الفوائد التي يوفرها البعض منهم للاقتصاد - مثل الابتكار والتحويل الكفاء للأموال. ومن المهم، لتجنب إقبال كاهل الأسواق والمؤسسات المقيدة بالأعباء، العمل بحرص على تحديد مواطن الضعف المحددة التي يسعى التنظيم الأعرض إلى علاجها (ما يسمى إخفاقات السوق). ومن الممكن إنجاز ذلك بواسطة نهج المحيط المزودج. إذ يكون الكثير من المؤسسات والأنشطة المالية في المحيط الخارجى وخاضعة لاشتراطات الإفصاح. ويتم نقل ما يخلق مخاطر تهدد النظام إلى المحيط الداخلى وتخضع لتنظيم تحوطى.

وفى المقام الأول، تشمل الأنشطة أو الكيانات غير الخاضعة للتنظيم التي ينبغى وضعها داخل المحيط الجديد ما يلي:

• المؤسسات التي تعتبر طرفا مقابلا فى تحويلات المخاطر من القطاعات الخاضعة للتنظيم: ينبغى أن يستهدف التنظيم الجديد الكيانات الخارجة عن الميزانية العمومية، مثل أدوات الاستثمار المهيكل التي يمكن استخدامها فى الاستحواذ على أصول محفوفة بالمخاطر من المصارف أو الشركات الأخرى الخاضعة للتنظيم.

• شركات الاستثمار التي تستخدم الاستدانة لتحقيق الفاعلية المالية والمبالاة إلى تضخيم عمليات النزول للزوني لأسعار الأصول عندما تكون فى حاجة إلى تسديد ما استدانته لتحقيق الفاعلية المالية، أى بيع الأصول قبل أوانها لتقليل اعتمادها على الديون عندما تعتبر الاستدانة لتحقيق الفاعلية المالية مفرطة.

وسيكون من الصعب التمييز بوضوح بين الكيانات التي تعتبر هامة للنظام وتلك التي تعتبر غير هامة، ولكن ينبغى من الناحية المثالية أن تكون المؤسسات التي تتحمل مراكزها بقروض أقل والتي تكون أقل اتصالا فيما بينها مثقلة بقدر أقل من أعباء التنظيم. ومع ذلك، يجب أن يكون بمقدور القائمين على التنظيم أن يجمعوا ما يكفى من المعلومات بشأن المؤسسات حتى يكون بمقدورهم البت فيما إن كانت تساهم فى المخاطر المحدقة بالنظام.

الممارسات المسيرة للاتجاهات الدورية

يتعين توقع حدوث دورات اقتصادية، غير أن بعض الممارسات التنظيمية والمؤسسية قد تزيد حدة التحركات الدورية. وقد تتفاوت هذه الممارسات من تنظيمات رأس المال وقواعد رصد مخصصات الاحتياطي للمصارف إلى إدارة المخاطر وممارسات التعويض فى الكثير من المؤسسات المالية.

ويتمثل التحدى الذى يواجه التنظيم التحوطى فى إزالة العناصر المسيرة للاتجاهات الدورية بدون إبطال مفعول صنع القرارات المستندة إلى المخاطر داخل المؤسسات المالية. وعلاوة على ذلك، ينبغى أن يكون أى تحرك لإضافة تنظيمات تشترط رأس مال إضافى تدريجيا لتجنب إلحاق المزيد من الضرر بنظام مالى موهن.

إن أحد البنود الرئيسية على جدول أعمال تلطيف مسيطرة الاتجاهات الدورية هو تنظيم رأس المال - الأموال المطلوب من المؤسسات أن تحتفظ بها لى تستوعب الخسائر. (وعلى سبيل المثال، يعتبر رأس المال «الأساسي» أسهم رأس مال ناتج عن إصدار السندات والاحتياطيات المعلنة المجنبة من الأرباح). وينبغى إدخال العمل بحوافز من أجل تشجيع الشركات على مراكمة احتياطيات رأسمالية إضافية أثناء فترات الانتعاش والإفراج عنها خلال فترات الانكماش. وهناك طرق

عديدة للقيام بذلك، غير أن احدى الطرق البسيطة تتمثل فى جعل اشتراطات رأس المال مضادة للتقلبات الدورية - يرتفع مبلغ رأس المال المطلوب لدعم مستوى معين من الأصول أثناء فترات الازدهار وينخفض أثناء الأزمات الاقتصادية. ومن الناحية المثالية، يتعين ألا تكون هذه التنظيمات المضادة للتقلبات الدورية استثنائية، بل مدمجة فى التنظيمات لتصبح عوامل تثبيت تلقائية بحيث تمكن المشرفين أن يقاوموا أثناء فترات الانتعاش ما يواجهونه من ضغوط من الشركات أو السياسيين لترك الأمور تستمر فى مسارها الصعودى.

وقد أبرزت الأزمة دور الاستدانة لتحقيق الفاعلية المالية. فمن ناحية المبدأ، ينبغى لاشتراطات رأس المال المرجح بالمخاطر التي تطالب برؤوس أموال للأصول الأكثر خطر أكبر مما تطالب به للأصول الأقل خطرا أن تحد من الاستدانة المفرطة لتحقيق الفاعلية المالية.. غير أنه قد يكون من المفيد أيضا أن تطبق نسبة مئوية قصوى لهذه الاستدانة - مثل رأس مال مرتفع النوعية مقسوما على إجمالي الأصول - بما فى ذلك الكيانات الخارجة عن الميزانية العمومية، كأداة بسيطة نسبيا للحد من الاستدانة العامة لتحقيق الفاعلية المالية فى المؤسسات المالية أثناء الانتعاش.

رغم أن طرائق المحاسبة بالقيمة العادلة، التي تتطلب من المؤسسات أن تقيم الأصول باستخدام الأسعار السوقية الراهنة، تستخدم كمقياس أداء جيد فى معظم الحالات، فإن الأزمة أوضحت أنها يمكن أن تعمل فى فترات التخفيف من الاستدانة على زيادة حدة عمليات الهبوط للزوني فى الأسعار. فإذا ما تعين على شركة ما أن تبيع أصل ما بسعر منخفض، فقد يتعين على شركات أخرى أن تقيم الأصول المماثلة بنفس السعر المنخفض، وهو ما قد يستحث شركات أخرى على البيع، وبخاصة إذا ما كان لديها قواعد تمنع الاحتفاظ بأصول منخفضة القيمة. ومن ثم فإنه ينبغى أن تسمح قواعد المحاسبة للشركات المالية التي لديها أصول متداولة بأن تخصص «احتياطيات تقييم» تنمو لى تعكس التقييمات المبالغ فيها أثناء الانتعاش وتعمل كواق من أى انتكاسات نحو القيم الأدنى أثناء الانكماش. وبالمثل، فإن قيم الأصول المستخدمة كرهونات، مثل المنازل، تميل أيضا إلى التحرك مع الدورة. ويتطلب الأمر مساحة أكبر فى سجل قواعد المحاسبة للسماح بالإبلاغ عن تقييمات محافظة بدرجة أكبر، استنادا إلى مؤشرات تتطلع للمستقبل وقابلة للقياس.

ومن بين سمات النظام المالى الأخرى المسيرة للاتجاهات الدورية تمويل السيولة - أى قدرة الشركات المالية على الحصول على أموال من أجل الإقراض. وتميل الأموال إلى أن تكون أكثر وفرة أثناء الانتعاش وأقل وفرة أثناء الانكماش. ويتمثل خط الدفاع الأول لكفالة توافر الأموال المطرد فى وجود تقنيات مدعمة لإدارة مخاطر السيولة فى الشركات المالية. وينبغى تشجيع الشركات على الاعتماد على أشكال للتمويل أقل تقلبا مثل ودائع التجزئة وليس على تمويل الجملة قصير الأجل. وقد يكون تحديد اشتراطات إضافية لرأس المال مستندة إلى المخاطر أو فرض نوع ما من الرسوم بمثابة طرائق كفئة لإعادة تسعير السيولة من أجل التلطيف من حصة من المخاطر النظامية. كما يمكن النظر فى أداة أقل مضاء، تتطلب من المصارف الاحتفاظ بحد أدنى من الأصول السائلة المرتفعة الجودة.

سد فجوات المعلومات

من بين أكثر أوجه الأزمة إثارة للانزعاج عدم القدرة على رؤية المخاطر التي يمكن أن تكون قد وزعت على شتى الحائزين، وماهية هؤلاء الحائزين. وكان من المفترض أن يكون الكثير من منتجات الائتمان المهيكل قد وزعت المخاطر على أولئك الأفضل قدرة، من الناحية النظرية، على إدارتها. ولكن فى الكثير من الحالات لم يستطع المشرفون وغيرهم من المشاركين فى السوق أن يدركوا المكان الذى انتهت إليه شتى المخاطر. والأكثر من ذلك أن المخاطر جُرئت وقطعت إلى

شرائح صغيرة بطريقة تمنع أصحاب حزم المخاطر والمشتريين من أن يتفهموا بشكل كامل ماهية المخاطر التي باعوها أو احتازوها. وعلاوة على ذلك، لم تكن المعلومات الأساسية التي استخدمت في تسعير تلك الأوراق المالية المعقدة متاحة بسهولة أو مما يسهل تفسيرها.

ويقتضى التحليل الجاد للمخاطر الناشئة عن حركة السوق وكيفية منعها إلى سد فجوات المعلومات. ومن المحتمل أن يكون أكثر ما تمس الحاجة إليها هو بيانات بشأن تعرض المصارف الهامة من الناحية النظامية والمؤسسات المالية غير المصرفية للمخاطر. ومستويات تركيز تلك المخاطر (والتي قد تقوم السلطات بجمعها ولكنها لا تنشرها) والصلات فيما بين المؤسسات عبر الحدود والأسواق هي الأكثر أهمية من أجل ملاحظة المخاطر الناشئة عن النظام ومواطن التعرض للضرر.

ينبغي إيلاء المزيد من التأكيد على جمع المعلومات التي يمكن أن تسمح ببناء مؤشرات تحذر من المشاكل المحدقة

إن من شأن توافر المزيد من المعلومات حول تقنيات تقييم الأصول وحول البيانات والافتراضات الأساسية أن تسمح بتسعير أفضل وأن تمنح المشتركين قدرة أكبر على رؤية الارتباطات المتبادلة، وربما على تتبع المخاطر (النتائج غير المحتملة التي تكون مدمرة إذا ما حدثت). كما يتعين الاهتمام بالبيانات الخاصة بالأسعار والأحجام والتركيزات العامة في الأسواق غير الرسمية لأنها لا تسجل في المعهود بطرق تسمح للأخريين بأن يدركوا المعلومات عن الصفقات، وتحد من السيولة في فترات الضوائق. ويمكن استخدام نظام مقاصد لجمع المبادلات (وطرحها) بما يسمح للمشاركين وغيرهم بأن يدركوا مقدار المخاطر الإجمالية التي يتم تحملها.

وينبغي إيلاء المزيد من التأكيد على جمع المعلومات التي يمكن أن تسمح ببناء مؤشرات تحذر من المشاكل المحدقة. ويجب على المحللين أن يفكروا باعتناء في نوع المعلومات التي يمكن أن تعطى تقييمات تتطلع للمستقبل عن المخاطر في النظام وفي المؤسسات فرادى أو الأسواق على حد سواء. وبالحدس، فإن المؤشرات التي تنطوي على المخاطر - مثل تلك المستندة إلى أسعار الخيارات - أفضل في ذلك من تلك التي لا تنطوي عليها. غير أنه نظرا إلى أن هذه المؤشرات تستخدم أسعار السوق، فمن المحتمل ألا تعكس سوى التصورات الراهنة عن المخاطر في المستقبل وقد لا تستطيع أن تتنبأ بمتى قد تصبح المخاطر نظامية.

كما أن ثمة ما يبرر قواعد الإفصاح الأفضل التي تغطي المؤسسات المالية وذلك لجعل المعلومات أكثر تحديدا واتساقا. وينبغي أن يغطي الإبلاغ، على وجه الخصوص، كلا من البنود الداخلة في الميزانية العمومية والخارجة عنها، لأنه تم الإبقاء على الكثير من المخاطر خارج الميزانية العمومية - مخفاة عن المستثمرين والمشرفين على حد سواء. كما قد يطلب من المؤسسات المالية غير المصرفية اتخاذ تدابير أساسية بشأن الاستدانة لتحقيق الفاعلية المالية والتعرض، وذلك إلى حد ما من أجل الحكم على أهميتها النظامية. وينبغي الإفصاح عن النماذج وعن تقنيات التقييم لإتاحة الفرصة للمستثمرين للحكم بشكل أفضل على مخاطر ما يقومون بشرائه. وتهدف هذه الأنواع من الإفصاح إلى إعطاء ضوابط السوق فرصة للعمل.

ومن ناحية أخرى، تعمل الأسواق بشكل أفضل إذا ما كانت الأسعار ومبالغ

المعاملات وغير ذلك من المعلومات بشأن أسواق المشتقات غير الرسمية متاحة بسهولة. إذ كانت الأسواق المفتقدة إلى عمليات إبلاغ متسقة عن المعلومات أكثرها اتساما بالمشاكل وكانت مصحوبة بأبكر قدر من عدم التيقن. ويجرى بالفعل جمع بعض البيانات عن الأسواق غير الرسمية ويمكن الإفصاح عنها بشكل أكثر تواترا مع توفير المزيد من المعلومات عن الموقع الجغرافي، وتغطية الصكوك، ونوع الطرف المقابل، والتركيزات العامة للأسواق. ومن شأن ذلك أن يحول تركيز البيانات المجموعة من المعلومات عن الحجم إلى التعرض للمخاطر. ويجب أن تكون هناك معلومات أفضل عن مقايضات العجز عن تسديد الائتمانات لأن «بوالص التأمين» تلك يحوزها الكثير من الأطراف المرتبطين ببعضهم بحيث يصعب إدراك من هو معرض للعجز عن السداد من شتى الشركات. ومن شأن وجود مرافق مقاصد مركزية بشأن عقود مقايضات الإعسار الائتماني، كما تجرى إقامتها حاليا، أن تساعد على تقليل مخاطر إعسار الطرف المقابل وتوفير مكان مركزي لجمع المعلومات.

تحسين التنسيق عبر الحدود

لم يُنفذ الإشراف على الشركات المالية ذات الشأن عالميا وإقليميا بطريقة تسمح بالتصدى للمخاطر النظامية والعالمية المتصلة بهذه الأزمة بشكل سلس. إن إفلاس المصرف الاستثماري الدولي ليمان برذرز Lehman Brothers، وعدم ملاءة ثلاثة مصارف من أيسلندا، وتهاولى عملاق التأمينات الدولي AIG، كلها وقائع لسوء التنسيق الذي أضر بالثقة في الأسواق المالية. وبأدائها وقد قوضت مصاعب التنازل عن المصالح الوطنية - وغير ذلك من القيود الهيكلية والسياسية والثقافية والقانونية - من الإشراف الفعال على المجموعات المالية.

ويتعين على صناعات السياسات والسياسيين من البلدان التي تعمل فيها الشركات المالية المتعددة الأنشطة أن يعملوا معا على معالجة مواطن التنافر في الأطر القانونية الوطنية التي أصبحت جلية في الإخفاقات المصرفية الحديثة العهد. إن من المهم كفالة أن تكون أطر الإعسار متسقة في كافة أنحاء الوطن والبلدان المضيفة في عدد من الجبهات الأساسية. فمثلا، قد يكون من المفيد وجود معايير متسقة لاستهلال إجراءات الإعسار إذا ما أقرتها الجهات المنظمة الداخلية أو جهات الإشراف الوثيقة الصلة في البلدان التي تمارس فيها المؤسسات نشاط أعمالها. وقد تساعد مجموعة متسقة من المبادئ التوجيهية لاستهلال تصفية المصرف - بما في ذلك أدوات الاستهلال التلقائي، والأطر الزمنية، والإجراءات - على المحافظة على قيمة حقوق امتياز شركة ما. وينبغي أن تتجنب مخططات حماية المودعين والمستثمرين في كافة الاختصاصات الوليات القضائية إطلاق تدفقات مزرعة للاستقرار من الودائع من مكان إلى آخر خلال فترات عدم التيقن. وأخيرا، ينبغي لترتيب يستند إلى نوع من المعايير الموضوعية، مثل الحجم والنوعية المتناسبين للأصول فيما بين البلدان، أن يكفل توزيعا منصفا للخسائر بحيث تتحمل الولايات القضائية الخاضعة لإشراف أفضل قدرا أقل من التكاليف. كما يمكن أن تفضي تلك الترتيبات إلى تخفيض عمليات الشركة في الخارج إذا لم يكن لبلدها الأصلي قدرة على المساهمة في تكاليف التصفية.

وخلال الأزمة، أحيانا ما يعمل عدم اتساق تدفقات المعلومات عبر الحدود والتعاون فيما بين الجهات التنظيمية على تثبيط عمليات الحل. لقد كانت المعلومات عن التعرض للمخاطر عبر الحدود غير مكتملة، ولم تكن الصلات النظامية فيما بين المؤسسات المالية موضع تقدير كاف. ويجب على الجهات التنظيمية والإشرافية أن تبت في أي المعلومات التي يعتبر جمعها وإبلاغها ضروريا، مع الأخذ في الاعتبار بوثاقه صلتها بالاستقرار النظامي.

وهناك عدد من الطرق لتعزيز التعاون فيما بين الولايات القضائية. فمثلا، يمكن أن تقوم مجموعة من جهات الإشراف من بلدان تمارس فيها شركة ما

نشاط أعمالها بالإشراف على عمل تلك الشركة. ويكون رئيس تلك المجموعة، المشرف الرئيسي (ويكون في المعهود من البلد الذي يوجد فيه المقر الرئيسي للمصرف)، مسؤولاً عن رسم صورة واضحة لتركز المخاطر على نطاق الشركة علاوة على مواطن قوتها وضعفها الرئيسية. ويقرر المشرف الرئيسي وجهات الإشراف المناسبة الأخرى ما هو مسموح به من أنشطة للشركة. وتقوم المجموعة بفحص أنشطة الشركة وتقديم طلبات للحصول على معلومات مخصصة كلما مست الحاجة. وبصفة عامة، فإن من شأن جعل إقلال المخاطر النظامية لأدنى حد هدفاً جلياً لجهات الإشراف المالي أن يوائم بين شتى أبعاد تنظيم الشركات المالية العالمية والمحلية.

والأهم من ذلك، أنه ينبغي أن تشمل الطرائق الجديدة المستخدمة لتقديم السيولة في حالة الطوارئ وتوفير الوساطة إلى المقترضين المحتاجين مفهومًا ما عن كيفية وقف استخدام تلك الطرائق مع عودة الظروف إلى وضعها الطبيعي

كما يقتضى الطابع الجزأ لبعض التنظيمات المحلية مزيداً من التنسيق والتعاون. ويمكن إنشاء نهج مماثل لمجموعة جهات الإشراف الدولية على الصعيد المحلي إذا ما كانت هناك جهات إشراف متعددة. ولا تعتمد قدرة الكيانات التنظيمية المحلية على التخفيف بشكل أفضل من المخاطر النظامية على الهيكل المؤسسي (أى ما إن كانت قائمة في مؤسسة واحدة أو في عدة مؤسسات، أو داخل المصرف المركزي أو خارجه)، وإنما على التعاون والتنسيق الوثيقين فيما بين جهات التنظيم المسؤولة.

توفير السيولة للأسواق

أسفرت الأزمة عن وفرة من الطرق لتوفير السيولة للأسواق. وقد وسعت المصارف المركزية من عدد الأطراف المقابلة، وزادت من أنواع الرهونات التي تقبلها، وأطالت فترة استحقاق دعم السيولة. وفي بعض الحالات، تم إدخال العمل بتسهيلات جديدة. ولكن حتى على الرغم من أن هذه الإجراءات ساعدت على تلبية الطلب المتزايد على السيولة، فإنها عجزت عن الإبقاء على الأسواق مستمرة في عملها - وذلك إلى حد ما لأنها لم تقض على عدم تيقن الطرف المقابل الذي يسود الأسواق المالية. وأصبحت قدرة المصارف المركزية على استخدام أسعار الفائدة للتحكم في عمليات الوساطة أكثر تعقيداً. إذ يتعين على المصارف المركزية أن تنظر في أي أسعار السوق التي تستطيع أن تؤثر عليها، أخذاً في اعتبارها الكيفية التي تترجم بها هذه الأسعار إلى أسعار اقتراض يدفعها المستخدمون النهائيون. كما يتعين على المصارف المركزية في الأسواق الناشئة أن تبذل أقصى جهدها للمفاضلة بين توفير السيولة المطلوبة والمخاطرة بتسيير هروب رؤوس الأموال. ونظراً إلى أن آليات إبلاغ السياسة النقدية كانت أقل جدارة بالتعويل عليها، كان على المصارف المركزية أن تركز اهتمامها لتقرير الكيفية التي يمكن أن تدعم بها الوساطة أثناء فترات تصحيح الميزانية العمومية للمصرف. وثمة أنشطة من قبيل مقايضات الأصول للتخفيف عن الميزانية العمومية للمصرف بصفة مؤقتة للسماح للمصارف بتقديم قروض أخرى يمكن أن تعمل على دعم المصارف مباشرة. والتدابير شبه المالية - مثل استخدام الميزانيات العمومية للمصارف

المركزية في توفير الائتمان لمقترضين معينين - تساعد على الإبقاء على استمرار أسواق الائتمان في عملها ولكن يمكن أن تكون لها آثار ضارة إذا ما استخدمت لفترات زمنية طويلة. وقد تعمل، بوجه خاص، على التعمية على الجوانب المؤشرة من سياسات المصرف المركزي بشأن أسعار الفائدة، فتستبعد المقترضين غير المفضلين (وقد تمنعهم فيما يحتمل من الحصول على أموال لهم)، وتزيد من حجم الميزانية العمومية للمصارف المركزية إلى درجة أنها قد تبدأ في الحد من مصداقيتها باعتبارها مؤسسة حسنة الإدارة.

والأهم من ذلك، ينبغي أن تشمل الطرائق الجديدة المستخدمة لإتاحة السيولة في حالة الطوارئ وتوفير الوساطة إلى المقترضين المحتاجين مفهومًا ما عن كيفية وقف استخدام تلك الطرائق مع عودة الظروف إلى وضعها الطبيعي. ويجب تنسيق توقيت هذا التخارج لتجنب الحركة المبالغية للسيولة والائتمان. ويقل احتمال أن تتسبب استراتيجيات التخارج المصحوبة بحوافز لاستعادة المشتركين في الأسواق تدريجياً من المصارف المركزية إلى الجهات المعتادة المزودة للسيولة في إحداث مثل هذه الصدمات. وعلى سبيل المثال، يمكن أن تغير المصارف المركزية تدريجياً من سياسات الإيداع لجعل إيداع الضمانات الأكثر خطورة أقل جاذبية. ومن شأن تصحيح أسعار أدوات المصارف المركزية لزيادة حوافز استخدام القنوات السوقية أن يخدم غرضاً مماثلاً.

مستقبل التنظيم

تدور المناقشات في الكثير من المحافل الدولية حول إعادة تصميم الأطر التنظيمية لتجنب حدوث أزمات في المستقبل. وفيما نعيد الإعراب عن حتمية إعادة هيكلة التنظيم، فإن من المهم أيضاً ألا تغيب عن الأذهان الحاجة إلى تقوية قدرة جهات الإشراف واستعدادها فيما يتعلق بإنفاذ هذه التنظيمات في الوقت المناسب وبطريقة لها مصداقيتها. ولن يكون إعادة تصميم القواعد التنظيمية مهما كان مقدارها فعالة ما لم يتم تحسين الإنفاذ وسيحتاج ذلك بدوره إلى كفاءة استقلال التنفيذ وكفاية الموارد المتاحة لوكالات الإشراف.

وستستغرق إعادة هيكلة القواعد التنظيمية وقتاً، ولكن قوة الدفع للتحرك في هذه الاتجاهات التي ناقشناها للتو متينة. وحالما تستطيع الأسواق أن تدرك الوجهة التي تتخذها التنظيمات الجديدة، يستطيع المستثمرون أن يسارعوا بالنظر في البيئة الجديدة. ونظراً إلى أن الكثير من المستثمرين يتوقعون إصلاحات ثقيلة الوطأة، فإنهم يتمهلون قبل توزيع أموالهم في شتى المؤسسات والأسواق المالية. والساحة التنظيمية المشوّهة بعدم اليقين تصعب من التنبؤ بأى خطوط نشاط الأعمال التي قد تكون مثمرة وما هي التي قد تستبعد التنظيمات من الوجود. ومن ثم، فإن التحرك لتوفير الاتساق في التنظيمات عبر عدد من المجالات - فيما عبر الحدود وداخل الولاية القضائية المحلية على حد سواء - يمكن أن يساعد في استعادة بعض التيقن المطلوبة باستماتة في النظام المالي.

لاورا كودريس رئيسة شعبة وأديتا نارايين نائبة رئيسة شعبة في دائرة الأسواق النقدية وأسواق رؤوس الأموال في صندوق النقد الدولي. ■

يستند هذا المقال إلى «دروس من الأزمة المالية من أجل تنظيم المؤسسات والأسواق المالية وإدارة السيولة في المستقبل» التي أعدتها دائرة الأسواق النقدية وأسواق رؤوس الأموال. ومن بين المؤلفين المشرفين الآخرين لويس كورتيفاري - تشيكلي، وسيمون غراي، وباري جونسون، وأيان تاور. ويمكن الاطلاع على هذه الورقة والأوراق التي استندت إليها، علاوة على قائمة كاملة بالمؤلفين المساهمين، على الموقع www.imf.or/fandd