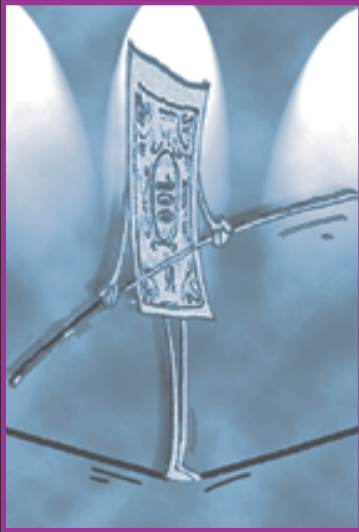


الخطر المعنوي

هل يشجع تمويل الصندوق على عدم الاكتراث
من جانب المقرضين والمقرضين؟



تيموثي لين
ستيفن فيليبس

Moral Hazard
Does IMF Financing Encourage
Imprudence by Borrowers
and Lenders?
(El Arabic)

الخطر المعنوي

هل يشجع تمويل الصندوق على عدم الاكتراث
من جانب المقرضين والمقرضين؟



تيموثي لين
ستيفن فيليبس

صندوق النقد الدولي
واشنطن العاصمة

© صندوق النقد الدولي ٢٠٠٢

رئيس تحرير السلسلة
جيريمي كليفت
إدارة العلاقات الخارجية بصندوق النقد الدولي

تصميم وتنفيذ الغلاف
مسعود اعتمادى و جاك فيديريتشي
وشعبة البيانات بالصندوق

ISBN 1-58906-143-8

ISSN 1020-5098

صدر في مارس ٢٠٠٢

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>

تمهيد

تهدف سلسلة "قضايا اقتصادية" إلى إطلاع الجمهور العريض من القراء غير المتخصصين على جانب من البحوث الاقتصادية التي يصدرها صندوق النقد الدولي حول أهم قضايا الساعة. ويتم في العادة استخلاص المادة العلمية التي تحتويها هذه السلسلة من أوراق العمل الصادرة عن الصندوق، وهي دراسات متخصصة يقوم بإعدادها خبراء الصندوق والعلماء الزائرون، وكذلك من الدراسات البحثية المختلفة المتعلقة بالسياسات. ويعتمد هذا العدد من سلسلة "قضايا اقتصادية" على المادة التي تحتويها في الأصل ورقة العمل رقم WP/00/168 الصادرة عن صندوق النقد الدولي في أكتوبر ٢٠٠٠ بعنوان *Does IMF Financing Result in Moral Hazard?*. وتتضمن ورقة العمل الأصلية مقتطفات من البحوث المشار إليها في هذه النسخة الموجزة، ويمكن للقراء شراء نسخة من ورقة العمل هذه (بمبلغ ١٠ دولارات) من خدمات النشر والمطبوعات بصندوق النقد الدولي، أو تحميلها إلكترونياً من موقع صندوق النقد الدولي على شبكة الإنترنت، وعنوانه www.imf.org. وقد قامت بإعداد النص لهذا الكتيب جاكلين إيرفنج.

"لا يزال الخطر المعنوي مصدرا للقلق. فاعتقاد المؤسسات الخاصة بأن الصندوق سوف يضمن قيام مدينيها بالسداد لها قد يشجعها على الإقراض والاستثمار بدون تبصر بالعواقب، أو على الأقل بأكثر مما ينبغي."

أن كروغر، النائب الأول لمدير عام
صندوق النقد الدولي
في كلمة ألقته أمام نادي الاقتصاديين
الوطني التابع لمعهد المبادرات الأمريكية
(National Economists' Club,
American Enterprise Institute)
بواشنطن العاصمة
نوفمبر ٢٠٠١

هل يتولد عن تمويل الصندوق خطرا معنوياً؟

الخطر المعنوي مصطلح يستخدم غالباً عند تحليل آثار التأمين. وهو يشير إلى فكرة مؤداها أن توفير التأمين في ذاته يثير إمكانية وقوع الحدث الذي يجري التأمين ضده. والسبب في ذلك أن التأمين يقلل حوافز الطرف المؤمن عليه لاتخاذ تدابير وقائية. ومن الأمثلة البسيطة على ذلك ما يلي:

- إبداء مالك المنزل درجة أقل من الاهتمام بإحكام إغلاقه بعد التأمين عليه؛
- تهور مالك السيارة في قيادتها لكون السيارة مؤمناً عليها؛
- تراجع عناية الشخص بصحته متى توفر له التأمين الصحي.

وفي السياق المالي، يدور الجدل بين الاقتصاديين وصانعي السياسات حول ما إذا كان توفر الدعم المالي من مؤسسات مثل صندوق النقد الدولي يتسبب في إيجاد الخطر المعنوي. وبعبارة أخرى، هل يؤدي دور الصندوق كمقرض للبلدان الأعضاء التي تترتب عليها التزامات مالية في الواقع إلى تشجيع المقترضين والمقرضين على التصرف بطرق تزيد من أرجحية وقوع الأزمة؟

وفي أعقاب سلسلة أزمات الأسواق المالية التي لحقت بالأسواق الصاعدة في الأعوام العديدة الماضية، رأى بعض المحللين أن الدعم المالي من جانب الصندوق يؤدي فعلاً في بعض الحالات إلى تسرع البنوك والمؤسسات المالية الأخرى في الإقراض. والمعتقد أن تلك المؤسسات تقدم القروض بدون مراعاة كافية للمخاطر لأنها واثقة من أن البلدان التي تواجه مصاعب يمكن أن تعتمد على مساندة الصندوق إذا سارت الأمور على غير ما يرام. وفي الوقت ذاته، هناك رأي يقول بأن البلدان عندما تعلم بإمكان لجوئها إلى الصندوق في حالة الأزمة، يضعف الدافع لديها على اتخاذ الإجراءات اللازمة في الوقت المناسب للحيلولة دون

وقوع الأزمة. وقد احتلت المسائل المتعلقة بالخطر المعنوي موقعا بارزا في المناقشات التي جرت مؤخرا بشأن كيفية إصلاح بنية النظام المالي الدولي والدور الذي ينبغي للصندوق أن يضطلع به في هذا الخصوص.

ويقدر ما يساعد تمويل الصندوق على احتواء مجمل الأضرار الاقتصادية التي تستحدثها الأزمة، يزداد احتمال أن يؤدي توفر هذا التمويل إلى تشجيع المقرضين والمقرضين على تحمل مخاطر ما كانوا ليتحملوها في الظروف العادية. لكن هذا لا يمثل مشكلة بالضرورة، بل إن أحد الأهداف الرسمية التي يتوخاها الصندوق هو "تدعيم الثقة لدى البلدان الأعضاء، متيحاً لها استخدام موارده العامة مؤقتاً بضمانات كافية". إنما يوجد سؤالان أكثر أهمية هما ما إذا كان دعم الصندوق يشجع المقرضين والمقرضين على تحمل مخاطر مفرطة أو بغير تبصر وما إذا كانت تلك المخاطر الإضافية تفوق المنافع المتحققة من العون المالي الذي يقدمه الصندوق في تخفيف أثر الأزمة. ومن هذه المنافع أن تمويل الصندوق في سياق أزمات السيولة قد يساعد على تعويض أثر مشكلة الإجراء الجماعي التي تنشأ مع تسابق المقرضين إلى مخارج من الأزمة، وهو تسابق يولد أثارا عكسية. وتؤدي الإجابة عن هذين السؤالين إلى ظهور سؤال رئيسي آخر حول مدى أهمية أي خطر معنوي يسببه الصندوق في التأثير على سلوك المقرضين والمقرضين قبل وقوع الأزمة.

وعلى الرغم من المكان البارز الذي يحتله موضوع الخطر المعنوي في المناقشات المعنية بالسياسات، فلم تجر حتى وقت قريب إلا بحوث قليلة لدراسة أهميته التجريبية. ويلقي هذا الكتيب نظرة على بعض الأدلة الأولية في سياق النظر في درجة الخطر المعنوي المرتبط بالدعم المالي من الصندوق.



فهم الخطر المعنوي

أولاً، كيف يمكن أن ينشأ الخطر المعنوي نتيجة للدعم المالي من الصندوق؟ إن مفهوم الخطر المعنوي هو مفهوم استشرافي؛ فحيث يوجد الخطر المعنوي في الأسواق المالية، يتحمل المقترضون والمقرضون مخاطر آنية استناداً إلى الدعم الذي يتوقعون الحصول عليه مستقبلاً إذا ما وقعت أحداث غير مرغوبة.

وعند النظر في توقعات الخطر المعنوي الناشئ عن تمويل الصندوق على وجه التحديد، يجدر التأكيد على أن دعم الصندوق لا يأخذ شكل مدفوعات نقدية بسيطة (مثلما تفعل شركات التأمين)، بل يأتي كقرض يسد مضافاً إليه فائدة. ومن ثم فإن مقدار "المنفعة التأمينية" في حالة التمويل من الصندوق تساوي الفرق بين السعر الذي يمكن للبلد المعني أن يقترض به من مصدر آخر (والذي قد يكون سعراً باهظاً أثناء الأزمة) وسعر الفائدة على الإقراض من الصندوق (والذي يرتبط بأسعار الفائدة السوقية في البلدان الصناعية).

ويمكن التمييز بين الخطر المعنوي على جانب الدائن - والذي يمكن أن يتخذ شكل استعداد أكبر للإقراض - والخطر المعنوي على جانب المدين أو البلد المدين - والذي يجسده تراجع الدافع لاتخاذ إجراءات وقائية. ويمكن أن يؤدي توفر الدعم المالي من الصندوق إلى الخطر المعنوي على جانب المدين أو على جانب الدائن - أو على الجانبين - بقدر ما يمكن أن يؤثر ذلك الدعم على النتائج بالنسبة للمدين أو الدائن أو كليهما.

ومن المشكلات التي تنشأ عند محاولة الوقوف على ما إذا كان تمويل الصندوق يستتبع خطراً معنوياً هي صعوبة معرفة ما كان سيحدث إذا لم تتوفر تدابير الإنقاذ. ففي غياب دور الصندوق، كان سيتعين على البلد الذي يمر بمصاعب مالية أن يجرب بدائل قد يكون من بينها، على سبيل المثال لا الحصر، التخلف عن سداد الدين الخارجي. وقد يسمح البلد المدين، مثلاً، بمزيج من الانخفاض في قيمة عملته، مما يجعل صادراته أكثر قدرة على المنافسة ويتيح له التخلص من جزء أكبر من دينه المحرر بالعملة المحلية عن طريق التضخم. ويحدد البديل الذي يقع عليه الاختيار في الواقع كيفية تأثير توفر التمويل في ظل البرنامج المدعم بموارد الصندوق على العائدات النسبية على الدين بأنواعه المختلفة.



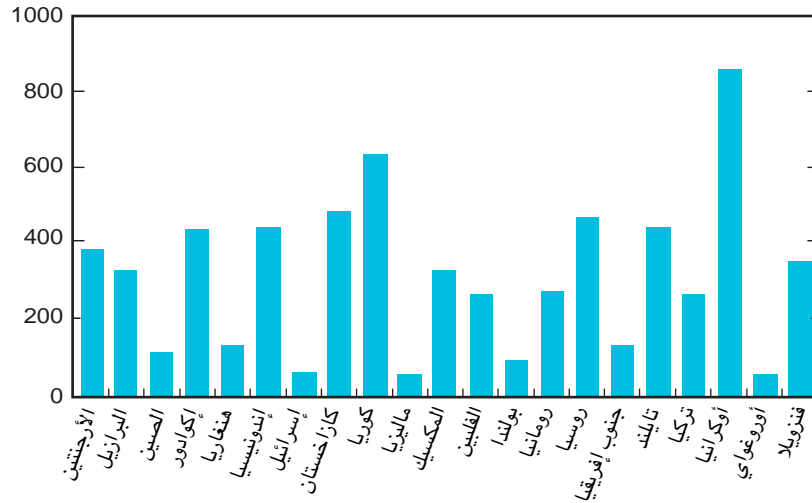
هل الدائنون على ثقة من أن الصندوق سيبادر بإنقاذهم؟

بالقاء نظرة على بيانات أسعار الفائدة وفروقتها - والتي يمكن أن تكون مقاييس للمخاطر المتصورة - يمكن أن نستبعد بسرعة رأياً متطرفاً عن الخطر المعنوي الذي يواجه المستثمرين. فالفرق بين العائد على السندات المقترنة بمخاطر التخلف عن السداد والسندات غير المقترنة بها (مثل سندات الخزينة الأمريكية) يوضح مقدار الفائدة الإضافية التي يجب أن يحصل عليها المستثمرون حتى يقدموا على حيازة سند ينطوي على مخاطر أكبر، ومن ثم فهو يعكس التغيرات في تصورات المستثمرين عن المخاطر وفي مرتبة الجدارة الائتمانية لمصدري سندات الدين. وكلما ازدادت مخاطر التخلف عن السداد المقترنة بإصدار دين من بلد معين، اتسع الفرق بين العائد على هذا الإصدار والعائد على سندات الخزينة الأمريكية ذات أجل الاستحقاق المماثل. فإذا كان الدائنون من القطاع الخاص يعتقدون حقاً أن الصندوق يضمن خدمة الدين المستحق على البلدان الأعضاء فيه ضماناً كاملاً، فإن هذا يعني أن جميع الأعضاء المعنيين - أو على الأقل الذين يعتبرون "أكبر من أن يفشلوا" (too big to fail) - سيواجهون نفس سعر الفائدة على الاقتراض بعملة مشتركة. وهذا لا يحدث بطبيعة الحال. ففي الواقع، تواجه البلدان المختلفة أسعار فائدة شديدة التباين على اقتراضها بالدولار الأمريكي. أنظر على سبيل المثال الشكل البياني ١ الذي يوضح فروق أسعار الفائدة (معبراً عنها بنقط الأساس، أي بكسور المائة من النقطة المئوية) لعينة من ٢١ من بلدان الأسواق الصاعدة في نهاية عام ١٩٩٨. بل إن روسيا والبرازيل تواجهان فروقاً في أسعار الفائدة تعد من أكبر الفروق - على الرغم من إمكانية اعتبارهما أكبر من أن تفشلا.

كذلك يمكن إثبات خطأ أي تصور لوجود "ضمان كامل" إذا ما نظرنا إلى ميل فروق أسعار الفائدة إلى الزيادة أثناء الأزمات. وحتى مجرد وقوع الأزمات يعد دليلاً آخر على أن الأطراف المشاركة في السوق لا ترى أن تمويل الصندوق يلغي وجود المخاطر. فمن

الشكل البياني (١) فروق العائد على الدين المحرر بالدولار

(بنقاط الأساس: اعتباراً من ٣١ ديسمبر ١٩٩٨)



المصدر: مؤسسة Bloomberg.

ملحوظة: تحسب فروق العائد بالمقارنة بين الدين المحلي المحرر بالدولار الأمريكي وسندات الخزنة الأمريكية التي تحين أجال استحقاقها في تواريخ مماثلة.

الواضح أن الأسواق تنتظر إلى دعم الصندوق وغيره من أشكال الدعم الرسمي باعتباره دعماً محدوداً و/أو يعتمد على حدوث تطورات غير مؤكدة. وفي الوقت ذاته، لا يثبت هذا بالطبع صحة الرأي المناقض، وهو أن البرامج المدعمة بموارد الصندوق ليس لها أي تأثير على توقعات الدائنين بشأن السداد.



هل تكشف "الأخبار" عن الخطر المعنوي؟

يمكن أيضا بحث مسألة الخطر المعنوي باستخدام منهج "قائم على الأخبار" (news-based) أو "قائم على دراسة الأحداث" (event study) وفي هذا المنهج، يبدأ المرء بتحديد أحداث معينة ربما انطوت على نقل معلومات جديدة إلى الأسواق من شأنها التأثير على توقعاتها بشأن توفر الدعم المالي من الصندوق مستقبلا. وباستخدام البيانات اليومية والنظر إلى سلوك فروق العائد على مدى فترات قصيرة جدا، يسعى هذا المنهج إلى عزل تأثير الأخبار المتعلقة بالصندوق عن تأثير غيرها من العوامل. فإذا كان المستثمرون يعتقدون أن توفر التمويل من الصندوق يؤثر تأثيرا ملموسا على درجة المخاطر التي تقترن بها استثماراتهم، يمكن أن نتوقع لأسعار السندات في الأسواق الثانوية أن تتأثر تأثرا فوريا بتلك الأخبار.

وبالطبع، تشوب هذا المنهج بعض العيوب - لا سيما عدم قدرته على التمييز بين الخطر المعنوي (أي الآثار غير المرغوبة على السلوك الاقتصادي) والآثار المرغوبة لدور الصندوق في الحد من الأضرار الاقتصادية الحقيقية الناجمة عن الأزمة. ويرجع هذا أهمية إيجاد أدلة تتسق مع الخطر المعنوي. ومن ناحية أخرى، يمكن أيضا ألا تكون بعض الأحداث المحددة "أخبارا" جديدة كل الجدة، فربما تكون الأسواق قد تحسبت لوقوعها من قبل؛ ومن شأن هذا أن يضعف القدرة على رصد الخطر المعنوي.

وعلى أي الأحوال، يسعى منهج دراسة الأحداث بصفة أساسية إلى رصد التغيرات في درجة الخطر المعنوي المستحث بدعم الصندوق - وليس رصد وجود ذلك الخطر - مما يجعل هذا المنهج مناسبا تماما لبحث مسألة ما إذا كانت التغيرات في السياسات المؤثرة على الإقراض من الصندوق خلال التسعينات قد أسفرت عن زيادة في الخطر المعنوي.

ولننظر أولا إلى ما شهدته التسعينات من "أحداث" اتخذت شكل إعلان لبرامج جديدة مدعومة بموارد الصندوق في بداية الأزمات المالية. وتكتسب حالة المكسيك في أواخر عام ١٩٩٤ وأوائل ١٩٩٥ أهمية خاصة حيث إنها وصفت بكونها سابقة مهمة، بل وبأنها أسهمت إسهاما مباشرا في وقوع الأزمة الآسيوية بعد ذلك بأعوام قليلة. فقد بلغت قيمة الاستعداد الائتماني الذي تمت الموافقة عليه في فبراير ١٩٩٥ للمكسيك ١٧.٨ بليون دولار أمريكي - وهو أكبر ائتمان تتم الموافقة عليه لأي بلد عضو حتى ذلك التاريخ، سواء بالقيمة المطلقة أو بالنسبة إلى حصة هذا البلد العضو في الصندوق.

فهل أدى حجم البرنامج المدعوم بموارد الصندوق المتفق عليه مع المكسيك - أو أي جوانب أخرى في تصميمه - إلى تغير توقعات الدائنين بشأن أوضاعهم أثناء الأزمات التي

قد تحدث مستقبلاً؟ تشير البيانات المتعلقة بتلك الفترة أن فروق أسعار الفائدة شهدت زيادة حادة منذ أواخر ديسمبر ١٩٩٤. ولم يحل الإعلان عن برامج جديدة مدعومة بموارد الصندوق في أوائل عام ١٩٩٥ دون حدوث زيادات أخرى، ناهيك عن عدم نجاحه في إعادة فروق العائد بسرعة إلى مستوياتها السابقة على الأمانة. ومن ثم فإن تطبيق المنهج القائم على الأحداث في هذه الحالة لا يساعد في الكشف عن الخطر المعنوي.

ومن اللافت للنظر أن أحداث المكسيك في الفترة ١٩٩٤-١٩٩٥ لا يبدو أنها أثرت على فروق العائد على سندات عدة أسواق صاعدة آسيوية، إذ أن هذه الفروق لم تتسع عندما بدأت المكسيك تواجه مصاعب مالية ولم تضيق عندما تمت الموافقة على دعم من الصندوق للمكسيك - ولا ضاقت عندما أُعلن عن ذلك قبل الموافقة. ويشير هذا إلى أن معظم المستثمرين لم يروا وجود صلة وثيقة بين البرنامج المكسيكي ومرتبطة الجدارة الائتمانية للبلدان الصناعية الآسيوية الجديدة.

ولننظر أيضاً فيما إذا كان هناك خطر معنوي قد تولد عن موافقة الصندوق على ترتيبات مالية كبيرة مع تايلند وإندونيسيا وكوريا في عام ١٩٩٧ - وإعلانه المعلومات ذات الصلة في ستة تصريحات. فقد وافق الصندوق على السحب من موارده في حدود ٣,٩ بليون دولار أمريكي، و ١٠,١ بليون دولار أمريكي، و ٢١ بليون دولار أمريكي، على التوالي.

لكن فروق العائد لم تتغير بدرجة ملحوظة بعد التصريحات الثلاثة الأولى التي صدرت قبل وقوع أزمة أعم في أكتوبر ١٩٩٧. وقد اتسعت الفروق قليلاً على مؤشر سندات الأسواق الصاعدة (EMBI) الخاص بمؤسسة جيه. بي. مورغان (J.P. Morgan) في أعقاب التصريح الرابع، وهو عكس المتوقع في وجود الخطر المعنوي. وعلى الرغم من أن آخر تصريحين (وكلاهما يتعلق بكوريا) قد صاحبهما تراجع في فروق العائد، فإن هذا التراجع يبدو من الضالة بحيث لا يمكن اعتباره مؤثراً. ولذلك لا تكفي الأدلة هنا أيضاً لتأييد الفكرة القائلة بأن نشاط الصندوق (في آسيا في هذه الحالة) قد أشاع الطمأنينة مجدداً في نفوس المستثمرين في الأسواق الصاعدة عموماً.

وهناك دلالة ممكنة أخرى على الخطر المعنوي، وهي رد فعل الأسواق المالية إزاء التغيرات في حدود استخدام موارد الصندوق - أي الحدود القصوى للمبلغ الذي يقرضه الصندوق للبلد المعني في غير الظروف الاستثنائية. فهناك حد أقصى للتمويل الملزم به في عام معين وكذلك للتمويل التراكمي؛ ويعبر عن كل منهما كنسبة مئوية من حصة البلد في

الصندوق. ومن حيث المبدأ، قد يؤدي رفع حدود استخدام الموارد إلى زيادة الخطر المعنوي *إزا* كانت الأسواق ستجد فيه علامة على استعداد الصندوق للإقراض بمبالغ أكبر. فإذا نظرنا إلى رد فعل الأسواق إزاء رفع الحدود السنوية لاستخدام الموارد في أكتوبر ١٩٩٤ (من ٦٨٪ إلى ١٠٠٪ من حصة العضو)، لن نتبين أي علامة على تزايد الخطر المعنوي، إذ أن فروق العائد لم تقل.

ولننظر الآن في كيفية رد فعل الأسواق إزاء التغييرات في حجم الموارد الكلية للصندوق. فعندما نقلت النشرات الصحفية الصادرة في سبتمبر وديسمبر ١٩٩٧ ثم مرة أخرى في فبراير ١٩٩٨ أخبارا بأن الصندوق سوف يسعى إلى زيادة حصص بلدانه الأعضاء - وهو قرار كان من شأنه زيادة الاحتمال المتصور لحدوث توسع في موارد الصندوق - لم تتراجع فروق العائد في الأسواق الصاعدة بأي درجة مؤثرة. بل إن فروق العائد *ازدادت* بمقدار كبير بعد الإعلان النهائي في يناير ١٩٩٩ عن زيادة الحصص.

ومع ذلك، يتعين توخي الحذر في تفسير رد فعل الأسواق المشار إليه على أنه يدهض فكرة الخطر المعنوي الذي يستحثه الدعم المقدم من الصندوق. فردود الفعل هذه من جانب الأسواق قد تعني أيضا أن المستثمرين قد تحسبوا إلى درجة كبيرة بالفعل لحدوث زيادة في الحصص.

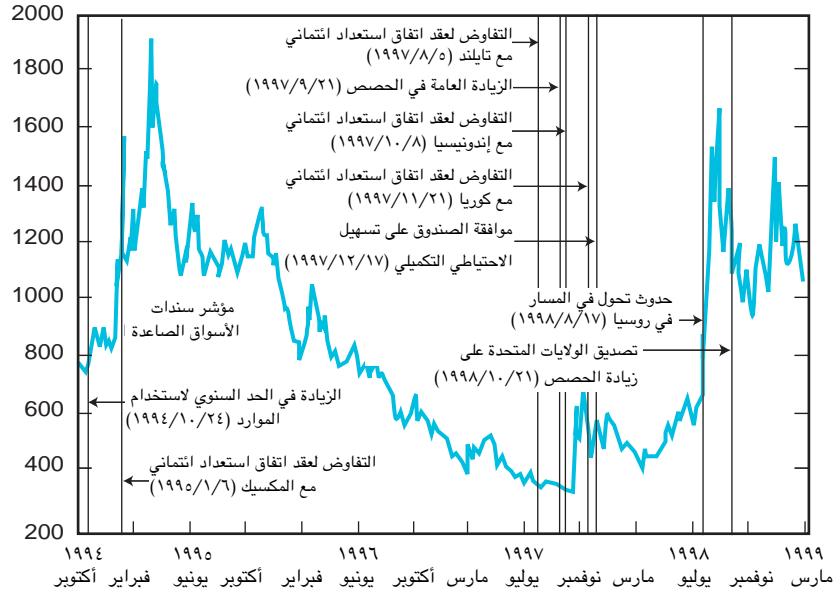
وقد يكون من المفيد إلقاء نظرة أكثر تفحصا على رد الفعل إزاء حدث يمثل بصورة أوضح أخبارا جديدة للسوق. ففي الإطار الأشمل لعملية زيادة الحصص، كان الحصول على موافقة الولايات المتحدة، وهي أكبر مساهم في الصندوق، أكبر عقبة يتعين تخطيها في رأي البعض، نظرا لما بدا في أول الأمر من عدم تأييد الكونغرس الأمريكي. ولذلك فربما كانت موافقة السلطة التشريعية الأمريكية على الطلب كاملا في أكتوبر ١٩٩٨ أهم حدث يمكن اعتباره خبرا جديدا في هذه العملية. وحيث إن هذه الموافقة جاءت في وقت كان فيه وضع السيولة لدى الصندوق قد أصبح ضعيفا بدرجة غير معتادة، فربما رأَت الأسواق في تلك الموافقة إلغاء لقيد كان من المحتمل أن يصبح ملزما في المستقبل القريب على الإقراض من الصندوق. وقد ارتبط هذا الحدث في الواقع بتراجع كبير في فروق العائد - الأمر الذي يبدو متسقا مع فكرة اقتران الخطر المعنوي بإمكانية توفر التمويل من الصندوق.

ولكن هناك تحذيرا ينبغي الإشارة إليه قبل أن نخلص إلى هذا الاستنتاج؛ ففي نهاية الأمر، ليست الأدلة المتوفرة على درجة كبيرة من القوة، لأن الانخفاض المشاهد في فروق العائد لم يكن كبيرا بدرجة غير عادية مقارنة بالتحركات النمطية قصيرة الأجل. وهنا تنشأ

مشكلة بسبب عوامل منها الطريقة التي أعلن بها خبر الموافقة الأمريكية - إذ جاء بطريقة تدريجية مع إيماءات إلى قرب الموافقة في الأسابيع التي سبقت صدورها بدلا من إعلانها مرة واحدة على نحو مفاجئ. وقد يشير هذا إلى ضرورة وجود "مدى زمني" أطول لرصد التأثير الكامل للأخبار. ولكن مع زيادة طول المدى الزمني، تزيد صعوبة الفصل بين أثر زيادة الحصص وأثر أحداث أخرى تزامنت معها - لا سيما الخفض المفاجئ لأسعار الفائدة الذي أعلنه مجلس الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي في ١٥ أكتوبر.

وقد اقترنت جميع الأحداث التي نوقشت أعلاه بإمكانية إعطاء إشارة للأسواق بأن سياسات الصندوق الخاصة بالإقراض تزداد تحررا، ومن ثم فقد توفر المزيد من الضمان للمستثمرين. لكن هذه الأحداث، باستثناء وحيد، لم ترتبط بتراجع كبير في فروق العائد في الأسواق الصاعدة (أنظر الشكل البياني ٢).

الشكل البياني (٢) فروق العائد، أكتوبر ١٩٩٤ - مارس ١٩٩٩



المصدر: J.P. Morgan.

واستكمالاً للتحليل، قد يكون قرار روسيا بخفض قيمة عملتها وتوقفها فعلياً عن سداد جزء من الدين الحكومي المحلي في أغسطس ١٩٩٨ قد أرسل إشارة مقلقة إلى المستثمرين. وعلى الرغم من ظهور علامات قبل أغسطس تشير إلى المتاعب التي تمر بها روسيا، فلا شك أن توقفها عن سداد الدين جاء مفاجأة للسوق. بل إن بعض المستثمرين تحدثوا بلا حرج قبل الأزمة الروسية عن "مسرحية الخطر المعنوي" التي تستهدف استغلال التصور الشائع لروسيا باعتبارها "أكبر من أن تفشل". وأشار بعض المعلقين بالفعل إلى قيام الصندوق بصرف ائتمان لروسيا وموافقته على زيادة إقراضها في يونيو ويوليو ١٩٩٨ كدليل على وضعها كبلد "أكبر من أن يفشل". لكن أحداث أغسطس ١٩٩٨ بددت أي توقع بتدفق الائتمان مرة أخرى من الصندوق لتوفير ما تحتاجه روسيا حتى تفلت من شبح الانهيار.

وفي هذه الحالة، لم يكن "الخبر" هو أي إجراء معين اتخذته الصندوق، وإنما هو إدراك غياب أي إجراء من جانب الصندوق كان يمكن أن يساعد روسيا على تجنب ما أعلنته من تدابير في ١٧ أغسطس، وما ترتب على ذلك من غياب أي تحرك عاجل من جانب الصندوق لضخ تمويل جديد.

والواقع أنه بالرغم من التصريحات التي أعلنت بشأن الصندوق وروسيا في الشهرين السابقين على التوقف عن السداد لم يكن لها أثر على أسواق السندات فيما يبدو، فقد اتسعت فروق العائد بدرجة حادة عموماً حول الفترة التي صدر فيها تصريح روسيا في ١٧ أغسطس. ويصدق ذلك بصفة خاصة على الأيام اللاحقة مباشرة. وبطبيعة الحال، كان اتساع فرق العائد على سندات الدين السيادي الروسية أحد الأسباب المسؤولة عن الطفرة التي سجلتها فروق العائد في مؤشر سندات الأسواق الصاعدة، لكن تزايد الاتساع الكبير بين فروق العائد كان ظاهرة عامة.

ومن التفسيرات الممكنة لذلك أن عدم توفر دعم جديد لروسيا من الصندوق ومصادر رسمية أخرى في أغسطس ١٩٩٨ جاء بمثابة درس مثير للقلق لأسواق السندات - الأمر الذي حدّ من الخطر المعنوي. وقد يعني هذا بدوره أن درجة ما من الخطر المعنوي المستحث بتمويل الصندوق كانت قائمة من قبل. لكن بعضاً من الاتساع الذي شهدته فروق العائد على السندات خارج روسيا ربما يكون مرجعه، على الأقل بصفة جزئية، إلى أثر العدوى (من خلال قنوات متعددة) - أو إلى "جرس إنذار" أطلقه ذلك الحدث للمستثمرين بشأن المخاطر التي ينطوي عليها الدين السيادي، وليس إلى أي انخفاض معين في درجة الخطر المعنوي المرتبط بدعم الصندوق.

فما الذي يمكن أن نستخلصه من استعراض تلك الحالات؟ يمكننا بالتأكيد استبعاد الخطر المعنوي بصورته المتطرفة - أي الحالة التي يعتقد فيها المستثمرون أن لديهم ضماناً كاملاً من الصندوق - وذلك حتى بالنسبة للبلدان التي تعد "أكبر من أن تفشل". أما

الأدلة القائمة على مدى الخطر المعنوي فهي أقل حسما. ولا تؤدي مراجعة بعض الانعكاسات المهمة لمسألة الخطر المعنوي في ضوء البيانات المتاحة إلى دليل يمكن التعميل عليه. وعلى وجه الخصوص، لا يوجد سند للفكرة القائلة بأن الإجراءات التي اتخذها الصندوق منذ الأزمة المكسيكية أدت ببدء عصر جديد ينطوي على خطر معنوي أكبر بكثير. وفي الوقت ذاته، يتعين التسليم بأن هذه النتائج مبدئية فحسب. فهناك عيوب واضحة في المنهج القائم على دراسة الأحداث نظرا لصعوبة الفصل بين آثار الأحداث محل البحث والآثار الناجمة عن ظروف أخرى. وبالإضافة إلى ذلك فإن بلدان الأسواق الصاعدة ربما ازداد إقبالها على الاقتراض نتيجة للأخبار التي ربما تكون قد خلقت تصورا بأن تمويل الصندوق متاح بصورة أيسر. وإذا كان الأمر كذلك - وكانت الآثار على فروق أسعار الفائدة فورية - لكان ذلك قد أدى إلى موازنة تأثير زيادة إقدام الدائنين على الإقراض، مما يجعل رصد الخطر المعنوي أمرا صعبا. وقد يكون من الضروري بحث هذه الإمكانيات بدراسة كميات التمويل المقدم للأسواق الصاعدة وفروق أسعار الفائدة في تلك الأسواق.



هل يسبب حجم الإقراض المقدم من الصندوق خطرا معنويا شديدا؟

لماذا قد يرى المستثمرون أن الصندوق لا يضمن استثماراتهم؟ يمكن أن يحدث ذلك لأحد سببين أو لكليهما؛ فقد يكون المستثمرون غير متأكدين مما إذا كان العون المالي من الصندوق سيتحقق، أو قد يتشككون في قدرة ذلك العون على حماية مراكزهم. فماذا عن حجم الدعم المالي المقدم من الصندوق؟ وهل استطاع التمويل تغطية جزء كبير من قروضهم (بافتراض استخدام كل هذا الدعم لذلك الغرض)؟ عند التنبؤ بالمقدار المرجح لدعم الصندوق في المستقبل، قد يلاحظ المستثمرون من القطاع الخاص الحدود الرسمية على استخدام الأعضاء لموارد الصندوق، وهي حدود ترتبط بالمساهمات التي يسدها الأعضاء في الحصص (أو رأس المال).

غير أن إلقاء نظرة على سجل دعم الصندوق يشير إلى أن هذه الحدود قد لا تكفي وحدها لقياس التوقعات. ففي معظم البرامج المدعومة بموارد الصندوق، يكون مقدار الموارد المستخدم بالفعل أدنى بكثير من الحد الأقصى المسموح به. ولكن الموارد الموافق عليها قد تتجاوز هذه الحدود بكثير في بعض الحالات الاستثنائية - وهي الحالات التي أثارت جدلا واسعا بالفعل في الأونة الأخيرة. وقد رتب الصندوق أيضا في حالات معينة مجموعة من التدابير لتوفير الدعم للأعضاء من مصادر رسمية أخرى، متجاوزا فيها حجم التمويل المقدم منه بكثير.

وفي الأغلبية العظمى من اتفاقات الاستعداد الائتماني والاتفاقات الممددة، يقتصر استخدام موارد الصندوق سنويا على مقدار صغير في معظم الأحيان. فعلى سبيل المثال، كان حد استخدام الموارد في معظم اتفاقات الاستعداد الائتماني عام ١٩٩٧ يتراوح بين ٥,٠٪ و ٨٪ من إجمالي الناتج المحلي للبلد العضو. وبالنظر إلى النسب المعتادة للدين الخارجي إلى إجمالي الناتج المحلي، يصعب القول بأن حدود استخدام الموارد بهذا الحجم يمكن أن تقنع الدائنين من القطاع الخاص بأن الصندوق يضمن استثماراتهم. ويصدق نفس هذا الاستنتاج على حد الاستخدام الكبير بصفة استثنائية لموارد الصندوق.

وهناك عوامل أخرى تحد من الضمان الذي تحققه للمستثمرين مجموعات التدابير التمويلية المدعومة بموارد الصندوق. فالأرقام المنشورة تشير إلى الالتزامات المبدئية، ولا يستطيع المستثمرون اعتبار صرف هذه المبالغ كاملة مسألة مسلما بها. ذلك أن الدعم المقدم من الصندوق والمصادر الرسمية الأخرى يوزع بشكل عام على دفعات تدرجية تغطي فترة زمنية ممتدة، ويعتمد على بقاء البرنامج المعني في المسار المتفق عليه. وفي بعض الحالات، لم يتحقق التمويل الثنائي على النحو المعلن في البداية. ومن ثم فإن دعم الصندوق لا يقدم، حتى في الحالات الاستثنائية، بحجم كاف لتوفير الإنقاذ الكامل لمستثمري القطاع الخاص - ولا تتغير الصورة كثيرا عند تضمين الموارد التي يتم تديريها من مصادر رسمية أخرى.



الاستنتاجات

لا يمكن صرف النظر ببساطة عن الرأي القائل بأن تمويل الصندوق يسبب خطراً معنوياً. ويسلم هذا الكتيب من البداية بأنه بقدر ما تسعى البرامج المدعومة بموارد الصندوق إلى احتواء مجمل التكاليف الاقتصادية للأزمات المالية، فإن وجود بعض الخطر المعنوي – أي زيادة إقدام الدائنين والمدينين على تحمل مخاطر تلك الأزمات – يظل أحد العواقب التي لا سبيل إلى تجنبها من حيث المبدأ. لكن المسألة الأساسية ليست هي وجود الخطر المعنوي أو عدم وجوده، وإنما هي درجة ذلك الخطر. وأبسط الأدلة، حتى في حالة البلدان التي يفترض أنها أكبر من أن تفشل، تدحض الفرضية الأكثر تطرفاً التي تقول بأن المستثمرين يعتقدون أن لديهم ضماناً كاملاً من الصندوق في حال وقوع أزمة مالية.

وبالإضافة إلى ذلك، استفاد هذا الكتيب من بعض الأزمات الأخيرة في الأسواق المالية الصاعدة للإشارة إلى احتمال أن يكون بعض المراقبين قد بالغ بشدة في تقدير دور الخطر المعنوي. ولا ينفي هذا بالطبع ضرورة النظر في انعكاسات الخطر المعنوي عند تقدير الإصلاحات الممكنة في النظام المالي الدولي. فحتى إذا لم يكن الخطر المعنوي مهماً من الوجهة التجريبية، فقد يصبح كذلك إذا تغيرت هذه الترتيبات أو تبدلت آليات السوق. وفضلاً على ذلك فإن النتائج لا تنتقص من الحاجة إلى اتخاذ خطوات معقولة، على غرار الجهود الأخيرة لزيادة إشراك القطاع الخاص في معالجة الأزمات المالية، حتى لا يتحول الغرض الأساسي وراء تمويل الصندوق إلى مجرد إنقاذ الدائنين الذين ينتمون إلى القطاع الخاص. ولكن ينبغي ألا ترتكز هذه السياسات إلى الاعتقاد بلا سند من الصحة بأن الخطر المعنوي مشكلة مهيمنة. وما دامت الحاجة قائمة لإثبات حجم الخطر المعنوي، ينبغي المضي بحذر في هذه الإجراءات، مع تقدير حجم الخطر المعنوي الممكن مقارنة بالانعكاسات الأخرى لتوفر التمويل من الصندوق في تخفيف آثار الأزمات.

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’Ariccia, 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.



تيموثي لين يشغل منصب رئيس قسم مراجعة السياسات التابع لإدارة تطوير ومراجعة السياسات بصندوق النقد الدولي. وهذا القسم مسؤول عن مراجعة التجارب المتعلقة بالبرامج المدعمة بموارد الصندوق ويبحث مختلف قضايا السياسات، بما في ذلك ما يتعلق بتصميم البرامج والشرطية. وقد عمل من قبل في الإدارة الأوروبية (١) وإدارة البحوث التابعين لصندوق النقد الدولي، كما عمل قبل التحاقه بالصندوق أستاذًا مساعدًا للاقتصاد بجامعة ولاية ميشيغان. وهو حاصل على درجة الدكتوراه من جامعة وسترن أونتاريو.



ستيفن فيليبس يشغل منصب اقتصادي أول بقسم منطقة المحيط الهادئ التابع لإدارة نصف الكرة الغربي بصندوق النقد الدولي. وقد عمل مع السيد لين بإدارة تطوير ومراجعة السياسات أثناء بحوثه المرتبطة بإعداد هذه الدراسة. وهو حاصل على درجة الدكتوراه من جامعة كاليفورنيا في بركلي.