

حل للتوقف المفاجئ

صندوق النقد الدولي والبنوك المركزية ينبغي أن يعملوا معاً لحل الأزمات المالية
ريكاردو ريس



عام ٢٠٠٧، شهدت بعض البنوك خارج الولايات المتحدة توقفاً مفاجئاً. وكما هو الحال مع التوقفات المفاجئة للبلدان، انطوى هذا الحدث على تدفق لرأس المال عبر الحدود، لكن الأموال التي تعرضت للخطر كانت أموالاً بنكية وليست سيادية. وكانت البنوك المركزية مستعدة للاضطلاع بدورها، ولكن كان يتعين تحويل عملتها المحلية إلى عملة أجنبية، وأدت ضغوط الأزمة المالية في أسواق الصرف الأجنبي إلى ارتفاع تكلفة الاقتراض بشكل حاد.

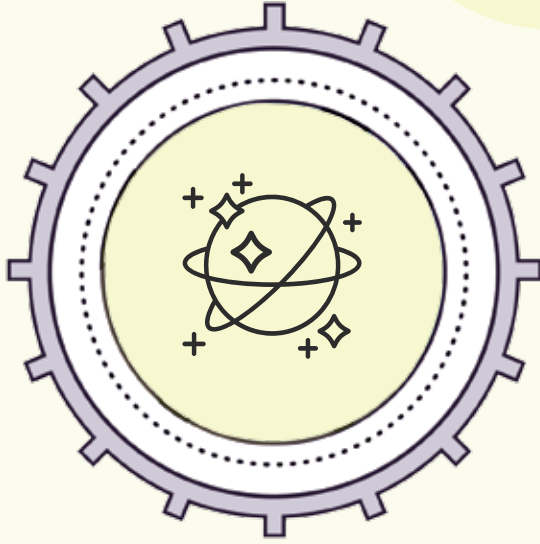
وقدم الاحتياطي الفيدرالي حلاً عن طريق فتح خطوط تبادل الدولار مع البنوك المركزية في بلدان مختارة. ومن خلال هذه الترتيبات، منح الاحتياطي الفيدرالي قروضا بالدولار لهذه البنوك المركزية، والتي منحتها بدورها لبنوكها المحلية بغرض تمويل استثماراتها بالدولار الأمريكي. ونظراً لأن التوقف المفاجئ أثر على الدولار الأمريكي، فقد تمكن الاحتياطي الفيدرالي من توفير الأموال اللازمة ومنع البيع البخس للأصول الدولارية. وحيث إن البنوك المحلية هي التي كانت بحاجة إلى الأموال، فإن بنوكها المركزية — التي تنظمها والأقدر على تقييم ملاءتها والضمانات التي قدمت — هي التي قدمت الأموال من خلال تسهيلات الإقراض وهي التي تحملت مخاطر الائتمان. وفي المقابل، احتفظ الاحتياطي الفيدرالي بعملات البلدان الأخرى، وبالتالي لم يتحمل أي مخاطر تقريباً. وإذا تم السداد، كما هي الحال دائماً، فلن يبدأ تداول هذه العملات مطلقاً.

ويمكن تقييم مدى فعالية خطوط تبادل الدولار مع البنوك المركزية بطريقتين تكمل إحداهما الأخرى. أولاً، ينبغي أن تضع تسهيلات إقراض البنوك المركزية حداً أقصى لأسعار الفائدة التي يفرضها المقرضون من القطاع الخاص مما يؤدي إلى تخفيض متوسط سعر فائدة السوق. وبالفعل، خفضت مختلف خطوط تبادل الدولار الأمريكي بشكل كبير السعر الأساسي للعملة مقابل الدولار مقارنة بالعملات التي لم تستفد من خط التبادل. ثانياً، ينبغي أن تكون البنوك التي يمكنها الحصول على خطوط تبادل الدولار مع البنوك المركزية أكثر استعداداً نسبياً للاستثمار في الأصول المالية بالدولار الأمريكي، حيث يمكنها الاعتماد على المقرض الأخير في حالة حدوث أزمة. وتوضح البيانات أن المؤسسات المالية التي تقوم بالمتاجرة في أوروبا حولت قدراً كبيراً من استثماراتها إلى

من أهم وظائف صندوق النقد الدولي تقديم قروض قصيرة الأجل للبلدان التي تشهد توقفاً مفاجئاً في التدفقات الرأسمالية الخاصة الداخلة. فإذا تركت البلدان بمفردها في هذه الظروف، يمكن أن تشهد انخفاضاً حاداً في أسعار صرف عملاتها، وأن تعاني من فترات ركود كبيرة، ومن المرجح أن تتخلف عن سداد ديونها الخارجية. وتبين التجربة أن هذه الأحداث يمكن أن تنتشر بسرعة إلى بلدان أخرى. وبعض أشكال التأمين ضد مخاطر التوقف المفاجئ تكون ذات قيمة إذا كانت لمجرد تهديد حدة التدفقات الرأسمالية الخارجة مع الوقت، ومنع «البيع البخس» (بيع الأصول بأسعار تقل كثيراً عن قيمتها السوقية)، والحد من العدوى. ورغم تغير أسباب هذه التوقفات المفاجئة وسماتها ووقاها منذ مؤتمر بريتون وودز عام ١٩٤٤، فقد استمر دور صندوق النقد الدولي كمقرض أخير.

وتقع البنوك أيضاً ضحية للتوقفات المفاجئة وإن كانت من نوع مختلف. فالتوقفات المفاجئة تصيب البنوك عندما تفقد إمكانية الحصول على ما تحتاجه من أموال قصيرة الأجل لتمويل استثماراتها طويلة الأجل. وفي هذه الحالة، تلجأ البنوك للبنك المركزي، المؤسسة التي طالما قامت بدور المقرض الأخير لها.

وفي الآونة الأخيرة، تداخل هذا النوعان من التوقفات المفاجئة. فالبنوك التي لديها عمليات عالمية غالباً ما تفتقر بالعملة الأجنبية للاستثمار في أصول الخارج. وعندما توقفت حركة أسواق المال بالدولار الأمريكي في



سندات بالدولار الأمريكي، وذلك بعد انخفاض سعر الفائدة على خطوط تبادل الدولار الأمريكي بمقدار ٥٠ نقطة أساس في عام ٢٠١١.

ومن الواضح أن قروض المقرض الأخير هذه تدخل في نطاق اختصاص البنوك المركزية. وعلى عكس صندوق النقد الدولي، يمكن للبنوك المركزية خلق النقود بسرعة، وتقييم ملاءة البنوك، وتقييم جودة الضمانات. وعلى عكس قروض صندوق النقد الدولي، فإن خطوط تبادل العملة ليست قروضا للحكومات ولا تؤدي إلى تنقيد الدين العام، سواء الداخلي أو الخارجي؛ وتستخدم الضمانات كحافز بدلا من الشرطية؛ وينشأ عنها مخاطر ائتمان تقليدية للبنك المركزي المتلقي ومخاطر ائتمان ضئيلة للبنك المركزي المنشئ.

لكن في المستقبل، من المرجح أن يكون التمييز بين دور الصندوق ودور البنوك المركزية في التعامل مع التوقعات المفاجئة على المستوى الدولي أقل وضوحا. لماذا؟

أولا، نظرا لأن التدفقات الرأسمالية غالبا ما تتوسط فيها البنوك، غالبا ما تبدأ تصفية الاستثمارات في بلد ما بسحب جماعي للأرصدة من بنوكه. فبسبب الحلقة الشيطانية التي تنشأ عندما تحتفظ البنوك بقدر كبير من سندات حكوماتها، تصبح ملاءة البنوك مرتبطة ارتباطا وثيقا بملاءة حكوماتها. وربما يتم استخدام خطوط تبادل العملة بين البنوك المركزية في البداية، لكن سرعان ما يتم استدعاء صندوق النقد الدولي، أي أن الاختلاف بين الخطوتين يصبح مجرد فارق زمني. وفي الواقع فإن التوقف المفاجئ في اقتصادات منطقة اليورو المجهد، خلال أزمة اليورو في الفترة ٢٠١٠-٢٠١٢، تسبب في البداية في تبادل الائتمان بين البنوك المركزية في منطقة اليورو بموجب التزامات نظام التحويل الآلي السريع عبر أوروبا على أساس التسوية الإجمالية الآنية (TARGET II) (شبكة معالجة المدفوعات في منطقة اليورو). وفي النهاية كانت هناك حاجة لقروض صندوق النقد الدولي.

ثانيا، يتم إنشاء تسهيلات إقراض البنوك المركزية للتعامل فقط مع مشكلات السيولة قصيرة الأجل وتتطلب الانتقال إلى عملية من المالية العامة إذا ما استمرت المشكلات. وعندما يواجه أحد البنوك صعوبة في السداد للبنك المركزي لفترة طويلة، يتم استدعاء سلطات المالية العامة وترتيب حزمة إنقاذ تحل من خلالها سياسة المالية العامة محل السياسة النقدية. ورغم أن البنوك المركزية تسعى جاهدة لإقراض المؤسسات التي تعاني من نقص السيولة ولكنها قادرة على السداد، فأحيانا تصبح هذه المؤسسات معسرة. وعند حدوث ذلك، تصبح المشكلة متعلقة بالمالية العامة وتؤثر على ماليات الحكومة، وهو نطاق اختصاص صندوق النقد الدولي.

ثالثا، زاد عدد خطوط تبادل العملة مع البنوك المركزية سريعا. وهناك ما يقرب من ثلاثة أنواع من هذه الترتيبات

اليوم. النوع الأول يركز على البنوك، على النحو السابق ذكره. والنوع الثاني يتمثل في ترتيبات كتلك التي بين بنك الشعب الصيني والبنوك المركزية في البلدان التي توجد فيها استثمارات صينية كبيرة أو حيث تعمل المراكز المالية الكبرى على تيسير التسويات التجارية الثنائية بين الشركات. ويشمل النوع الثالث مبادرة شيانغ ماي بين بلدان جنوب شرق آسيا، والتي تقوم بتجميع الاحتياطات الأجنبية في حالة حدوث موجة مضاربة، وترتيبات آلية سعر الصرف الثنائية التي وضعها البنك المركزي الأوروبي، والتي تدعم الثقة في نظم ربط سعر الصرف. وخطوط تبادل العملة من النوع الثالث تكمل أو تحل محل إجراءات الصندوق؛ غير أنها ثنائية وتجدد باستمرار، وتخضع للاختيارات السياسية التقديرية بين الدول، بحيث يمكن السحب منها بصورة معقولة عند الحاجة.

ويمكن لصندوق النقد الدولي القيام بدور في خطوط تبادل العملة في المستقبل وفي تشجيع تعددية الأطراف. فليس لدى الاحتياطي الفيدرالي سوى خمسة خطوط دائمة لتبادل العملة من النوع الأول، جميعها مع الاقتصادات المتقدمة، لكن العديد من البنوك المركزية الأخرى، خاصة في الأسواق الصاعدة، يمكن أن تستفيد منها، في ظل دلالة بنوكها وصادراتها. وتشعر البنوك المركزية في الاقتصادات المتقدمة بقلق مشروع من إمكانية عدم التزام البنوك المركزية المتلقية بخطوط تبادل العملة وكذلك من إمكانية انخفاض قيمة العملة الأجنبية المحتفظ بها إذا كان سعر الصرف شديد التقلب. والصندوق هو أفضل من يقوم بتقييم هذه المخاطر، واختيار الهامش الذي يطبق على سعر الصرف الجاري، وضمان مخاطر هذه العقود. ولن يتحمل البنك المركزي المنشئ أي مخاطر، ولا ينبغي له ذلك. فإذا تخلف البنك المركزي المتلقي وحكومته عن السداد، يمكن لصندوق النقد الدولي التحكم في مقدار العملة المحلية التي يبدأ تداولها، وفي مقدار القروض التي يقدمها، ومقدار رأس ماله المعرض للخطر. ورغم أن قروض الصندوق وخطوط تبادل العملة أدواتان مختلفتان للغاية، فإن الصندوق يمكنه المساهمة بدور في الثانية لتكون عنصرا مكملا للأولى. ¹⁹

ريكاردو ريس هو أستاذ كرسي إيه دبليو فيليبس في الاقتصاد بكلية لندن للاقتصاد والعلوم السياسية.