محددات تطور التركيبة التمويلية

د. مصطفى بابكر

الأنظمة النقدية واستهداف الإقلال من التضخم

د. مصطفى بابكر

الأنظمة النقدية واستهداف الإقلال من التضخم

- يتفق كم من الأكاديميين وصناع السياسة على أن التضخم المرتفع (وما يرتبط به من قابلية عالية للتغير) يشوه القرارات التي يتخذها القطاع الخاص بشأن الاستثمار والادخار والإنتاج، ويؤدي في النهاية إلى نمو اقتصادي أكثر بطئا .

- قامت أعداد متزايدة من الدول خلال الخمس عشرة سنة الأخيرة أو نحوها بمنح الاستقلال المؤسسي للبنوك المركزية وألزمتها قانونا بتوجيه السياسة النقدية أساسا لتحقيق نوع ما من استقرار الأسعار.

- بعد سنوات من التضخم المرتفع دخل العالم فترة من استقرار الأسعار في التسعينيات ، وساعدت البنوك المركزية هذا الاتجاه الملائم بالعمل بصورة متزايدة على إعلان المسار المقبل للمتغيرات الاسمية الرئيسية كطريقة للتأثير على التوقعات التضخمية.

- وتساعد مثل هذه الأهداف (أو القواعد) الوسيطة المعلنة على تحسين مصداقية السياسة، وذلك بالحد من دوافع البنك المركزي لاستقلال المفاضلات قصيرة الأجل بين تحركات الإنتاج والتضخم والتي يمكن بدون ذلك أن يؤدي إلى وجود ميل نحو التضخم.

- من الناحية العملية، فإن الصلة بين هذه الأهداف الوسيطة ذات شقين:

  - فهي تمنع الصدمات المحلية أو الخارجية من أن تؤدي إلى مستوى تضخم أعلى بصفة دائمة.
  - تجعل الالتزام طويل المدى باستقرار الأسعار أمراً ملموسا بدرجة أكبر.

- إن تلك الأهداف تكون ركيزة اسمية، تلزم البنوك المركزية بتطبيق سياسات متسقة بينما توفر في الوقت نفسه مقياسا شفافا يمكن للعامة استخدامه في متابعة تطبيق السياسة.

استهداف لسعر الصرف أو الإجماليات النقدية؟

- من الناحية التقليدية، كان ستهداف رقم وسيط يتطلب الإعلان مسبقا عن معدل لسعر الصرف أو لإجماليات نقدية محددة. وفي ظل قواعد سعر الصرف تكون السياسة النقدية مقيدة بصورة صارمة، أنها موجهة فقط لسعر الصرف، وبذلك تقيد مقدرة البنك المركزي على التصدي للصدمات المحلية والخارجية.

- وفي المقابل، فإنه بالنسبة للدول التي تتبع ترتيبات مرنة لسعر الصرف، تصبح الإجماليات النقدية هي الهدف الوسيط للسياسة النقدية، وهذا النوع من الأنظمة يشار إليه عادة بالتوجيه النقدي.

- ويقوم البنك المركزي في ظل هذا النظام، بتحريك أدواته (مثل أسعار الفائدة) للسيطرة على الإجماليات النقدية، التي تعتبر المحددات الرئيسية للتضخم على المدى الطويل. وعلى ذلك، فإن السيطرة على الإجماليات النقدية يكون معادلا لاستقرار معدل التضخم حول القيمة المستهدفة.

- ومن الواضح أن مقدرة الإجماليات النقدية على العمل بفاعلية كأهداف وسيطة تقوم على كل من الاستقرار لعلاقاتها التطبيقية مع المتغير المستهدف (معدل التضخم) وعلى علاقتها مع أدوات السياسة النقدية.

- يتبع حوالي ثلثي الدول النامية ترتيبات أكثر مرونة لسعر الصرف، بالرغم من ذلك، فإن عددا من الدول النامية والدول التي في مرحلة التحول، ما يزال يتبع أسعار صرف ثابتة أو شبة ثابتة، بينما استخدمت بعض الدول ذات الاقتصادات عالية التضخم سابقا، أسعار صرف لعملاتها مرتبطة بعملات أخرى للحد من التضخم بسرعة.

- مع التكامل المتنامي لأسواق المال العالمية خلال العقدين الماضيين وتزايد التقلب في تدفقات رأس المال منذ أزمة النظام النقدي، وأصبحت ظروف الإبقاء على نظام سعر صرف ثابت أكثر صعوبة. نتيجة لذلك، فإن الاقتصادات النامية والتي لا تزال تحتفظ بسعر صرف ثابت كمصدر استقرار اسمي للسياسة النقدية، تتعرض لضغط متزايد للتحرك في اتجاه إجراءات أكثر مرونة أو في الاتجاه الأقصى المقابل، مثل مجالس النقد أو الدولرة الكاملة .

- إلا أنه خلال عقد الثمانينات أصبحت تجربة الدول في التوجيه النقدي غير مرضية. ومع قيام المؤسسات المالية بتطوير بدائل للنقود، فإن الطلب على النقود أصبح غير مستقر بصورة متزايدة، وبات من الواضح أنه بالرغم من تزايد ارتباطها على المدى البعيد، فإن النقود والتضخم ليسا مرتبطين بدرجة كافية على المدى القريب.

- ونتيجة لذلك، ففي أوائل التسعينات تبنى العديد من دول منظمة التعاون والتنمية ونيوزيلندا– أولاً نيوزيلندا ثم كندا وإسرائيل والمملكة المتحدة واستراليا وفنلندا واسبانيا والسويد – التوجيه الصريح للتضخم كاستراتيجية لتنفيذ السياسة النقدية.

الجوانب العملية لتوجيه التضخم:

- إن استهداف تقليل التضخم هو إطار لسياسة نقدية تلزم البنك المركزي بتحقيق معدل تضخم منخفض. وتبدأ العملية عادة بإعلان رسمي مشترك من جانب البنك المركزي والحكومة (عادة وزارة المالية) بهدف كمي واضح للتضخم يتم تحقيقه خلال فترة زمنية محددة – كمثال تحديد نسبة للتضخم مقدارها 2% في السنة خلال العامين التاليين.

- يصبح البنك المركزي – الذي لابد أن يكون حرا في كيفية استخدام أدواته (استقلال الأدوات) – مسؤولاً عن تحقيق هذا الهدف وأن يوفر بصفة منتظمة معلومات عامة عن إستراتيجيته وقراراته. ويساعد هذا الالتزام بالشفافية في الحد من عدم اليقين بشأن المسار المقبل للسياسة النقدية بينما يزيد من مصداقية البنك المركزي وخضوعه للمسائلة.

- يقوم البنك المركزي التقليدي في توجيه التضخم بضبط أدواته – مثلاً أسعار الفائدة – عند مستوى معين اليوم يجعل توقعات التضخم – بالنسبة لعام أو عامين قادمين مثلاً – قريبة من التضخم في ذلك الوقت من المستقبل. وتقوم توقعات بدور الهدف الوسيط، ويدفع الفارق بين التضخم المتوقع والمستهدف اختيارات السياسة لرأب الفجوة بينهما .

- يقرر البنك المركزي عادة، المسار المقبل للسياسة النقدية بعد تقويم المعلومات التي يتم الحصول عليها من عدة مؤشرات، مثل:

  - توقعات التضخم التي تهيئها نماذج الاقتصاد الكُلي.
  - والتوقعات التي تقدم بوسائل أكثر آلية – مثل نماذج النقل ذاتية الانحدار.
  - وعمليات المسح القائمة على أساس توقعات التضخم.

- كما تنظر السلطات النقدية في تطورات المتغيرات المالية والنقدية الرئيسية، مثل النقود والائتمان، والهيكل الزمني لأسعار الفائدة، وأسعار الأصول وظروف سوق العمل. وعندما يوحي أكثر من واحد من هذه المؤشرات بأن التضخم المقبل يحتمل أن يتجاوز الهدف، عندها تصبح الحاجة إلى تنشيط الأدوات أكثر وضوحا.

الشفافية في ظل تحديد هدف للتضخم:

- تكون السياسة النقدية أكثر كفاءة عندما تفهم الأسواق أهداف السياسة والروابط بين تدابير السياسية النقدية وتلك الأهداف.

- تلعب الشفافية دوراً أساسيا في أن تنقل إلى المشاركين في الأسواق فكرة إمكانية الاعتماد على البنوك المركزية لما تحققه من نتائج، تؤدي بدورها إلى زيادة انضباط النظام في رسم السياسة وفي تطبيقها. وبقدر ما يتم الإعلان عن أهدافٍ السياسة، بما فيها الأهداف الوسيطة، توجد الشفافية ايضاً في ظل التوجيه النقدي. إلا أن مؤيدي توجيه التضخم يرون أن اسلوبهم يزيد الشفافية والاتصالات المفتوحة.

- ومن أسباب ذلك أن فهم الإعلان الواضح عن أهداف التضخم أسهل من فهم الإعلان عن معدل النمو لإجماليات نقدية معينة.

- كذلك فإنه نظراً لأن تكاليف التضخم لا تنجم فقط عن معدله ولكن أيضا عن تقلباته، فإن الأهداف الصريحة للتضخم تعمل بالحد من عدم اليقين حول المسار المستقبل للتضخم، على تحسين قرارات الإدخال والاستثمار، وبذلك ترفع معدل الإنتاجية الشاملة.

- يضاف إلى ذلك أن إيضاح نوايا البنك المركزي يساعد في الحد من التقلبات في الأسواق المالية، مع ما يترتب على ذلك من أثار مفيدة لتخفيض المخاطر وعلاوات سعر الصرف.

- وفي هذا الإطار تقوم كل البنوك المركزية المشاركة في توجيه التضخم بإصدار تقارير دورية عن السياسات النقدية أو ما يسمى تقارير التضخم، توضح نوايا البنوك المركزية حول المسار المقبل للسياسة النقدية، كما تفسر الفوارق بين معدلات التضخم الفعلية والمستهدفة.

- ولتحسين فهم الجمهور لمنطق البنك المركزي، تتضمن تلك التقارير أيضا وصفا لكيفية التوصل إلى التوقعات حول التضخم (بما في ذلك تقويم مخاطر الصعود والهبوط) إضافة إلى بيان الكيفية التي يتصرف بها البنك المركزي إزاء مجموعة من المسائل التطبيقية الإضافية. ويؤدي هذا البيان المسبق إلى الحد من احتمالات إساءة فهم رد فعل البنك المركزي إزاء تلك المسائل.

مسائل تطبيقية إضافية:

- أية معايير للتضخم سيتم استخدامها:
  - مؤشر أسعار المستهلكين.
  - عامل انكماش الناتج المحلي الإجمالي.

- المسالة الأولى: معيار أسعار المستهلكين له مزايا تطبيقية واضحة:
  - فهو المؤشر المألوف من قبل الجمهور.
  - وعادة ما يتوفر على أسس شهرية في وقت مناسب، ونادرا ما يتعرض لعمليات التنقيح.

- ما إذا كان على السياسة النقدية أن تضع أهدافا لكل التحركات في مجال التضخم.
- أم أن ينبغي استبعاد التقلبات الصغيرة الأجل والتي تعتبر خارجية.
- ويركز معظم موجهي التضخم جهودهم على التضخم الأساسي. وهذا المعيار يستبعد من مؤشر أسعار المستهلكين التغييرات غير الطبيعية في الأسعار الناجمة عن صدمات العرض المتعلقة ببنود مثل الطاقة والأغذية.

- المسالة الثانية: هي تقرير المستوى المستهدف للتضخم. وقد اختار معظم الدول الصناعية ذات المعدل المنخفض للتضخم، أهدافا للتضخم من 3-1 في المائة.

  - لا أنه من غير المرغوب فيه بالمثل، أن يكون معدل التضخم المستهدف صفرا، ذلك أن وجود اتجاهات نزولية جامدة في الأجور والأسعار الاسمية سوف يدعو إلى معدل إيجابي للتضخم يسمح بالتغييرات اللازمة في الأجور الفعلية وغيرها من الأسعار النسبية.

- كذلك فإن التضخم المستهدف بمعدل صفر لا يدع مجالا لأن تصبح أسعار الفائدة الحقيقية سلبية خلال فترة دورة الأعمال، إذا كانت هناك حاجة لذلك. بل أن التجربة اليابانية الحديثة تدل على الحاجة لتحقيق معدلات فائدة حقيقية سلبية لحفز إجمالي الطلب.

- المسالة الثالثة: هي إذا كان يتم تبنى رقم محدد لهدف التضخم أم نطاق مستهدف – أي أهداف تضخم ذات مدى محدد سلفا أو ذات نطاقات مقبولة.

- نظراً للصعوبات في عملية التنبؤ بالتضخم، وكذلك عدم اليقين الذي يحيط بالتوقيت الدقيق لحدوث التأثير النقدي، فإن الأمر الأكثر احتمالاً هو عدم تحقيق النقطة المستهدفة وما يتبع ذلك من تأثير على المصداقية.

- كذلك فإن النقطة المستهدفة تتطلب دقة أكبر في السياسة النقدية للتقليل من احتمال عدم التوصل إليها.

- المسالة الرابعة: هي اختيار أفق السياسة – أي المدى الذي يجب أن تكون عليه سرعة الانخفاض للوصول إلى الرقم المستهدف.

- من الناحية العملية، إذا كان المستوى الأولي للتضخم أكبر بكثير من المرغوب فيه، فإن السرعة التي تدفع بها السياسة التضخم نحو الهدف، تعتمد على تقويم تكاليف التحول إلى انعدام التضخم.

- قد يكون من المفضل انتهاج أسلوب المعالجة التدريجية لإزالة التضخم.

مسائل تتصل بالدول النامية:

- أن التجربة الواعدة لرواد توجيه التضخم، إضافة إلى عدد من التجارب الفاشلة في تثبيت سعر الصرف في آسيا وامريكا اللاتينية، قد أقنع بعض الدول النامية بتبني إستراتيجية مماثلة لترويض التضخم، وزيادة المصداقية، وتثبيت التوقعات.

- وعلى سبيل المثال، بعد التخفيض الهائل الذي أجرته البرازيل في سعر الصرف في بداية 1999، كان التضخم لديها أقل من 9% في تلك السنة والمستهدف أن يكون حوالي 8% في عام 2000.

- شيلي لها تجارب أيضاً: فقد تبنت إطار توجيه التضخم في أوائل التسعينات، عندما كانت معدلات التضخم السنوي حوالي 20%. وتم تطبيق المشروع على مراحل وبمرونة، مما يساعد على الحد من التضخم ليصل إلى المستويات الدولية دون مواجهة أية تكاليف إنتاج مهمة.

- إن استهداف تقليل التضخم يمكن أن يفيد الدول النامية بطرق عدة، بتوفير جهاز تنسيق لتوقعات التضخم، وكذلك توفير مقياس معياري لمدى خضوع البنوك المركزية للمساءلة.

- إن الدول النامية لديها مشكلات محددة يمكن أن تجعل توجيه التضخم بالنسبة لها أمرا أكثر صعوبة منه بالنسبة للدول الصناعية. ولأسباب مختلفة أهمها:

- أولاً: العديد من الدول النامية لا يزال لديها معدلات عالية نسبيا من التضخم، ومن الصعب توقع التضخم المستقبل بدقة. ونتيجة لذلك، فإن احتمال عدم تحقيق الأرقام المستهدفة للتضخم فيها يزيد عنه في أكثر الدول تقدما.

- ثانياً: إن درجة الانتقال من تغييرات سعر الصرف إلى تغيرات الأسعار (التي تميل لأن تكون أعلى في الدول النامية)، والأساليب الصريحة والضمنية للربط بين الأسعار والأجور واسعة الانتشار تؤدي إلى قصور ذاتي كبير في التضخم.
- ثالثاً: إن أحد المتطلبات الأساسية لتوجيه التضخم هو عدم الالتزام بأي هدف اسمي أخر. ونظراً لأن العديد من الدول النامية لديها نصيب وافر من الأصول والخصوم مقومة بالعملات الأجنبية، فإن التحركات الكبيرة في سعر الصرف قد تكون لها أثار سلبية خطيرة على التضخم.

- رابعاً: في كثير من الدول النامية، يكون استقلال البنك المركزي نصا قانونياً أكثر منه حقيقة واقعة، أن قراراته لا تزال تخضع أساسا لحاجة على تمويل العجز المالي. كما لا تزال هناك بعض الهيمنة المالية. وقد قام العديد من الدول النامية بتخفيض العجز المالي للحكومة المركزية بدرجة كبيرة. إلا أن بعض منها لا يزال يعاني التزامات طارئة، تتضمن التزامات تكبدتها الحكومات المحلية والمنشآت العامة، أو تلك الناجمة عن عمليات عجز شبه مالية – تهدد الموقف المالي الموحد للقطاع العام.

- وفي ظل هذه الظروف، قد تتردد البنوك المركزية في رفع معدلات الفائدة لأسباب مالية، بالرغم من أنه قد يكون عليها القيام بذلك لاحتواء التضخم.

- أخيراً قد تواجه بعض الدول النامية صعوبات في الوفاء بالمتطلبات من المعلومات الدقيقة اللازمة للتنبؤ بالتضخم (مثل تقارير عن المؤشرات الرئيسية والنماذج الاقتصادية القياسية الجديرة بالثقة) .

محددات تطور التركيبة التمويلية

- تشتمل أهم المؤشرات القانونية على تطور التركيبة التمويلية المستخدمة في الأدبيات المتخصصة على ما يلي:

  - حقوق الدائنين: تؤثر الدرجة التي يعضد فيها النظام القانوني حقوق الدائنين بطريقة اساسية في عملية التعاقد التمويلي وأداء مؤسسات الوساطة التمويلية. وتختلف الأنظمة القانونية في هذا الصدد فيما يتعلق بحقوق الدائنين في ثلاث مجالات.

- الحقوق في الاستحواذ على الأصول المرهونة أو تصفية الأعمال في حالة عدم الوفاء بالالتزامات تجاه البنوك ومؤسسات الوساطة المالية.
- ويصاغ مؤشر هذه الخاصية كمتغير دمية يأخذ قيمة واحد إذا كان هنالك قيد تلقائي في قوانين القطر يمنع الدائنين من الحصول على الأصول المرهونة، او يمنعهم من تصفية الأعمال، لمقابلة التزامات الدينون ويأخذ قيمة صفر غير ذلك.

- استمرار الإدارة القديمة في تصريف شؤون الأعمال لحين إعادة تنظيم الشركات أو الوحدات الإنتاجية.
- ويصاغ مؤشر هذه الخاصية كمتغير دمية يأخذ قيمة واحد إذا استمرت الإدارة القديمة في أداء أعمالها وصفر غير ذلك.

- ضمان الحقوق القانونية للدائنين. ويصاغ هذا المؤشر كمتغير دمية يأخذ قيمة واحد إذا كانت هنالك أولوية للدائنين في الموارد المتحققة من تصفية الأعمال التي يتخلف ملاكها عن تسديد التزاماتهم ويأخذ قيمة صفر في غير هذه الحالة.

- يمكن الحصول على مؤشر تجميعي للدائنين من المؤشرات الفرعية أعلاه على النحو التالي: مؤشر ضمان الحقوق القانونية ناقص مؤشر الإدارة ناقص مؤشر حقوق الاستحواذ. وتتراوح قيمة هذا المؤشر المركب بين واحد (لأحسن الحالات) وسالب 2 (لأسوء الحالات). ويتوقع أن تتميز الأقطار ذات القيمة العالية لهذا المؤشر بتركيبة تمويلية متطورة.

- هذه المؤشرات القانونية لا تأخذ في الاعتبار جانب تنفيذ متطلبات القانون. وعليه فقد أضيف إليها مؤشرات في هذا الجانب على النحو التالي:

  - مؤشر حكم القانون ليعكس تقاليد سيادة حكم القانون والأمن في القطر المعني ويتراوح من 10 للتقاليد العريقة والسيادة الكاملة لحكم القانون إلى واحد لهشاشة التقاليد أو حداثتها (وهو متوسط للفترة 1995-1985).

- مؤشر تعديل العقود المبرمة، ليقيس مخاطر أن تقوم الحكومة بتعديل العقود المبرمة وتتراوح قيمة المؤشر من 10 للمخاطر المتدنية إلى واحد لمخاطر المرتفعة.
- مؤشر تنفيذ أحكام القانون: وهو متوسط المؤشرين معا . وهو المؤشر الذي عادة ما يستخدم في التطبيقات العملية.

- بالإضافة إلى المؤشرات القانونية يتأثر تطور البيئة التمويلية بتوفر المعلومات، وقابليتها للمقارنة، حول أداء الشركات والأعمال والتي من شأنها أن تسهل عملية التعاقد .
- تستخدم الأدبيات مؤشر الأسس المحاسبية للدلالة على شمولية التقارير المحاسبية للشركات ومقدرتها على الإفصاح على الحالة المالية للشركات.
- تتراوح قيمة المؤشر من 95 (كأعلى قيمة لتدل على تطور الأنظمة المحاسبية) إلى صفر (كأدنى قيمة لتدل على بدائية أو إنعدام الأنظمة المحاسبية) . وتوفرت معلومات عن هذا المؤشر لعام 1995 .

- يلخص الجدول متوسطات هذه المؤشرات لعينة من الدول التي توفرت لها:

المؤشر	متوسط	وسيط	أقصى	أدنى	انحراف معياري	عدد المشاهدات
مؤشر حقوق الدائنين	0.3 -	0	1	2 -	1.1	44
مؤشر تنفيذ حكم القانون	7.5	8.2	10	3.6	2.0	44
مؤشر الأسس المحاسبية	61.2	64.0	83.0	24.0	13.5	40

- لعينة من 36 قطراً توفرت لها المعلومات تم تقدير دالة لكل من مؤشرات تطور التركيبة التمويلية كمتغيرات معتمدة والمؤشرات القانونية والمحاسبية كمتغيرات مفسرة. هذا ويخلص الجدول التالي نتائج التقديرات بواسطة طريقة المربعات الصغرى العادية حيث النجمة فوق معامل التقدير تعنى المغزوية الإحصائية للمعامل.

المتغيرات المفسرة	الخصوم السائلة	أصول البنوك التجارية من إجمالي أصول القطاع المصرف	الائتمان الخاص
ثابت التقدير	3.88 *	3.64 *	2.56 *
حقوق الدائنين	0.179 *	0.020	0.088
تنفيذ الأحكام	0.229 *	0.014	0.253 *
المحاسبية	0.001 -	0.004 *	0.018 *
دخل الفرد	0.174 -	0.052	0.179 -
معامل التحديد	0.59	0.52	0.69

- توضح النتائج ما يلي:

- إن اختلاف الأقطار فيما يتعلق بالمؤشرات القانونية والمحاسبية يفسر اختلاف تطور التركيبة التمويلية فيما بين الأقطار وذلك بعد التحكم في مستويات الدخول (أو المرحلة التنموية) .
- فيما يتعلق بمؤشر الخصوم السائلة لا تلعب الأسس المحاسبية دوراً مهما كمحدد لتطور التركيبة التمويلية بينما تؤثر مؤشرات حقوق الدائنين وتنفيذ حكم القانون بطريقة معنوية إحصائيا على تطور البيئة التمويلية بحيث كلما تحسنت البيئة القانونية كلما أدى ذلك إلى تطور التركيبة التمويلية .

- فيما يتعلق بأصول البنوك التجارية يؤثر مؤشر الأسس المحاسبية بطريقة مغزوية إحصائياً على تطور التركيبة التمويلية بينما لا تلعب المؤشرات القانونية أدواراً ذات مغزوية إحصائية.
- فيما يتعلق بمؤشر الائتمان الخاص يؤثر كل من مؤشر تنفيذ حكم القانون ومؤشر الأسس المحاسبية بطريقة مغزوية إحصائيًا في تطور التركيبة التمويلية بينما لا يعلب مؤشر حقوق الدائنين دوراً يعتد به.

- استناداً على نتائج علاقة تطور البيئة التمويلية والنمو الاقتصادي، ونتائج محددات تطور البيئة التمويلية، يعتقد بأن الإصلاحات القانونية والمحاسبية التي ترمي إلى تقوية حقوق الدائنين وتنفيذ حكم القانون في مجال التعاقد والتقاليد المحاسبية من شأنها تقوية البيئة التمويلية ومن ثم من شأنها تسريع وتيرة النمو الاقتصادي.