

Al-Manara University

جامعة المنارة

Faculty of Business Administration

كلية إدارة الأعمال

"Credit Management"

Chapter 7 :

فقاعات الأسعار، استجابة البنوك المركزية

""Price Bubbles, Responses of Central Banks

Lect. Hadi KHALIL

Email: hadi.khalil@hotmail.fr

استجابة البنوك المركزية للفقاعات في أسعار الأصول

- في الحقيقة يجمع الخبراء الاقتصاديين أنه لا ينبغي على البنك المركزي أن يستجيب للفقاعات، ويعود السبب في ذلك إلى أنه غالبًا من المستحيل تشخيص الفقاعات عند حدوثها.
- ولكن وإن حدث وتوفرت لدى البنوك المركزية أو المسؤولون الحكوميون مقدرة معرفة أن هناك فقاعة في سوق الأصول، فلماذا لا تتوفر تلك المقدرة أيضًا لدى المشاركين في السوق Market Participants (المستثمرون والسماسرة)؟
- إذا كان المشاركون في السوق يدركون بالفعل أن هناك فقاعة تتطور في السوق، فمن غير المرجح أن تستمر هذه الفقاعة، لأنهم سيعرفون أن الأسعار أعلى بكثير من القيم الحقيقية للأصول، وبالتالي لن يستمر الطلب عليها وبالتالي لن تستمر أسعارها في الارتفاع.

استجابة البنوك المركزية للفقاعات في أسعار الأصول

- ينطبق هذا المنطق بالضبط على النوع الثاني من فقاعات أسعار الأصول المرتبطة بالتوقعات غير العقلانية، كما هو الحال غالبًا في الفقاعات في سوق الأسهم.
- بعبارة أخرى، هناك مبرر واحد فقط يسمح للبنك المركزي أو المسؤولين الحكوميون بالتدخل خلال فترة حدوث الفقاعات وهو أن يتمتعوا بحنكة تفوق تلك الموجودة لدى المشاركين في السوق، وهو أمر مستبعد نظرًا للأجور المرتفعة التي يحصل عليها هؤلاء.
- لذلك هذا يشكل سببا قويا يستخدمه الاقتصاديون الذين يؤدون فكرة عدم تدخل البنك المركزي في الفقاعات.



استجابة البنوك المركزية للفقاعات في أسعار الأصول

- من ناحية أخرى، عندما تترافق فقاعات أسعار الأصول مع فترة يسودها التراخي في معايير وشروط الائتمان (منح القروض)، يزداد احتمال أن تنحرف أسعار الأصول عن قيمها الحقيقية كما ذكرنا سابقاً.
- في هذه الحالة، من المؤكد أن يستطيع البنك المركزي توقع حدوث الفقاعة والارتفاع في أسعار الأصول.
- السبب في ذلك هو أن مسؤولو البنك المركزي بالتأكيد ستكون لديهم معلومات تفيد بأن المقرضين (البنوك) قد أضعفوا معايير وشروط الإقراض وبالتالي سيتوقعون فترة من التوسع في الائتمان، أي حدوث حلقة (أسعار الأصول-الائتمان) التي تحدثنا عنها.

استجابة البنوك المركزية للفقاعات في أسعار الأصول : تدخل أم لا

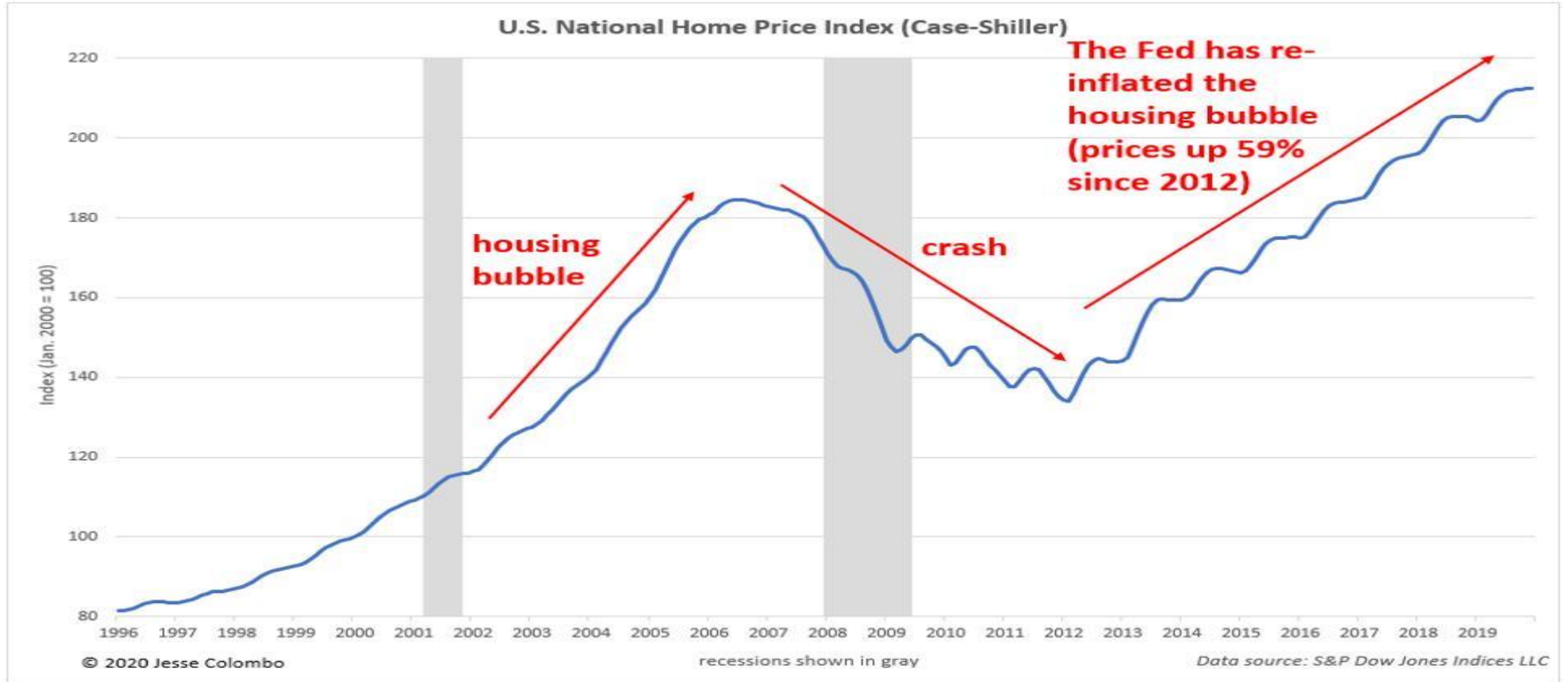
• بعد النقاش حول قدرة البنك المركزي على استكشاف فقاعات أسعار الأصول، يجب علينا أن نعرف ماذا بعد، أي هل ينبغي للبنك المركزي أن يتدخل ويفجر هذه الفقاعات في مرحلة مبكرة؟

• والسؤال هنا: ماهي الأداة المناسبة التي يجب استخدامها؟ هل يجب تفجير فقاعة أسعار الأصول المرتبطة بطفرة ائتمانية من خلال رفع سعر الفائدة فوق مستواه التوازني (أي المطلوب للحفاظ على الاقتصاد في وضع متوازن)؟ أم أن هناك تدابير أخرى أكثر ملاءمة للتعامل مع هذه الفقاعات؟

استجابة البنوك المركزية للفقاعات في أسعار الأصول : تدخل أم لا

- هناك ثلاث أسباب قوية تقف ضد استخدام رفع أسعار الفائدة في تفجير الفقاعات وخاصة عندما يتم رفعها فوق المستوى المطلوب لتحقيق استقرار الأسعار وتقليل التقلبات الاقتصادية.
- أولاً، في حال كانت فقاعة أسعار الأصول من النوع المدفوع بالائتمان، وبالتالي يمكن تحديدها، فإنه من غير المؤكد الحصول على التأثير المطلوب على أسعار الأصول من خلال رفع أسعار الفائدة.
- على الرغم من أن بعض التحليلات الاقتصادية تشير إلى أن رفع أسعار الفائدة يمكن أن يقلل من ارتفاع أسعار الأصول، إلا أنه قد يكون غير فعال للغاية في كبح الفقاعة، لأن المشاركين في السوق Market Participants من الممكن أن يحافظوا على توقعاتهم بالحصول على معدلات عائد عالية عند شرائهم الأصول الخاضعة للفقاعة.

استجابة البنوك المركزية للفقاعات في أسعار الأصول : تدخل أم لا



استجابة البنوك المركزية للفقاعات في أسعار الأصول : تدخل أم لا

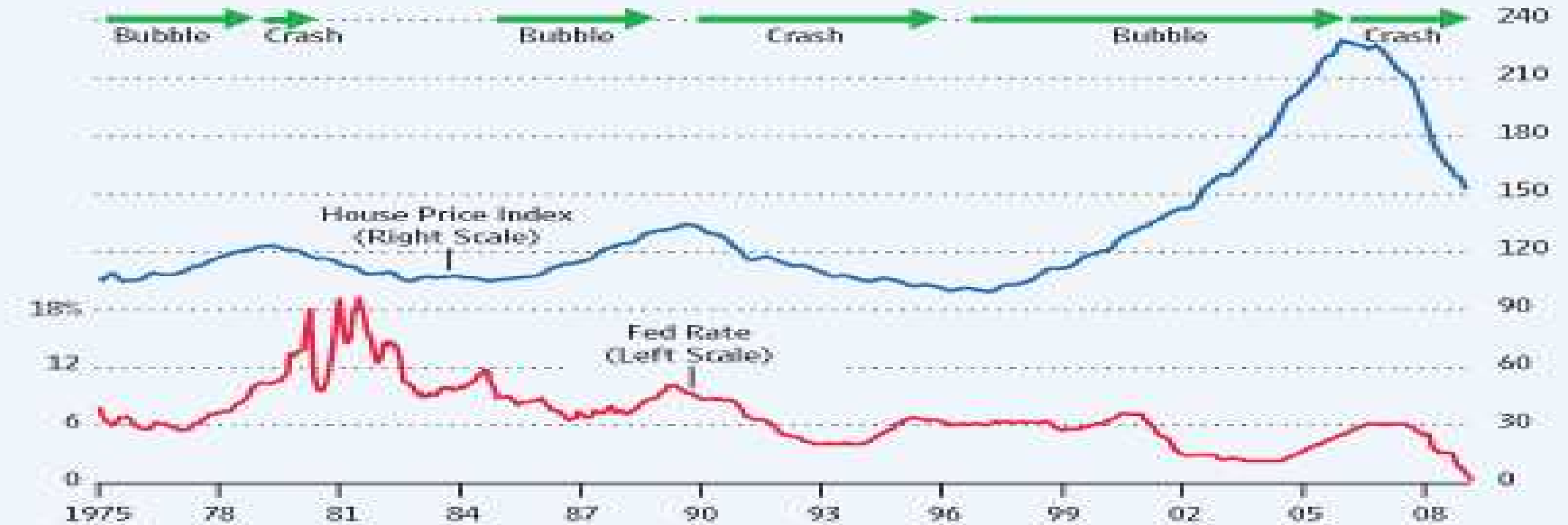
• علاوة على ذلك، هناك مخاوف بأن يتسبب رفع أسعار الفائدة في انفجار الفقاعة بشكل أكثر حدة، وبالتالي زيادة الأضرار التي لحقت بالاقتصاد. بعبارة أخرى، أن الفقاعات هي خروج عن السلوك الطبيعي، ومن غير الواقعي أن نتوقع أن الأدوات الطبيعية للسياسة النقدية ستكون فعالة في ظروف غير طبيعية.

• ثانياً، هناك أنواع عديدة من الأصول في السوق المالي، وقد تكون الفقاعة موجودة في نوع محدد فقط من الأصول. لكن إجراءات السياسة النقدية تعتبر غير حميدة في مثل هذه الحالة، لأنه من المرجح أن تؤثر هذه الإجراءات النقدية على أسعار الأصول بجميع أنواعها، بدلاً من التأثير على نوع الأصول الذي يعاني من الفقاعة فقط.

استجابة البنوك المركزية للفقاعات في أسعار الأصول : تدخل أم لا

The Fed and the Bubble

Federal funds rate and inflation adjusted U.S. housing prices, 1975-2009



Sources: Federal Reserve, Freddie Mac CMHPI (1975-1986) and Case-Shiller index (1987-2008)

استجابة البنوك المركزية للفقاعات في أسعار الأصول : تدخل أم لا

- ثالثاً، يمكن أن يكون لإجراءات السياسة النقدية في تفجير الفقاعات آثار ضارة على الاقتصاد الكلي. إذا تم رفع أسعار الفائدة بشكل كبير، سيتباطأ الاقتصاد وسيفقد الناس وظائفهم ويمكن أن ينخفض التضخم إلى ما دون المستوى المرغوب فيه.
- في الواقع، كما ذكرنا سابقاً، فإن ارتفاع أسعار الفائدة اللازمة لتفجير الفقاعة قد يكون مرتفعاً جداً بحيث يكون له تكلفة كبيرة للعمال والاقتصاد.
- هذا لا يعني أن السياسة النقدية يجب ألا تستجيب للتقلبات في أسعار الأصول، خاصة، كما سنبحث لاحقاً، بأن لها تأثير سلبى على الطلب الكلي وبالتالي على تطور الاقتصاد.

الأدوات الأخرى الممكن استخدامها من قبل البنك المركزي كاستجابة للفقاعات في أسعار الفائدة.

• كما ذكر أعلاه، يمكن للبنوك المركزية أن تستجيب للفقاعات المدفوعة بالائتمان لأنها أكثر قابلية للتحديد ويمكن أن تسبب ضررًا كبيرًا للاقتصاد ، ولكن لا يبدو أن السياسة النقدية مفيدة جدا في هذا المجال.

• من ناحية أخرى، يبدو أن استخدام السياسة التنظيمية Regulatory Policy في التأثير على أسواق الائتمان، والتي غالبا ما يشار إليها باسم التنظيم الاحترازي على صعيد الاقتصاد الكلي Macro-Prudential Regulation، هي الأداة المناسبة في السيطرة على فقاعات أسعار الأصول المرتبطة بالائتمان.

الأدوات الأخرى الممكن استخدامها من قبل البنك المركزي كاستجابة للفقاعات في أسعار الفائدة.

- يمكن للتنظيم والإشراف المالي، من قبل السلطات التنظيمية إما من قبل البنوك المركزية أو غيرها من الكيانات الحكومية، أن تفرض إشراف تحوطي لمنع المؤسسات المالية من الانخراط في أنشطة ذات مخاطرة مرتفعة Risk Taking والتي يمكن أن تؤدي إلى توسع ائتماني، والذي بدوره يقود إلى فقاعة أسعار الأصول.

- تشمل هذا الإشراف إلزام المؤسسات المالية بالإفصاح الكافي عن متطلبات رأس المال، ضرورة التصحيح التلقائي لهذه المتطلبات، و المراقبة الدقيقة لإجراءات إدارة المخاطر.



الأدوات الأخرى الممكن استخدامها من قبل البنك المركزي كاستجابة للفقاعات في أسعار الفائدة.

- بشكل عام، يجب أن تركز قواعد الإشراف التنظيمي على منع حلقات التغذية العكسية في المستقبل والتي يمكن أن تبدأ من الطفرات الائتمانية إلى أسعار الأصول، وبعدها من أسعار الأصول إلى الطفرات الائتمانية، وبعدها من الطفرات الائتمانية إلى أسعار الأصول، وهكذا. كما أظهرت الأزمة المالية عام 2008 ،
- أدى الارتفاع في أسعار الأصول المصاحب للتوسع الائتماني إلى زيادة احتياطي رأس المال في المؤسسات المالية، وهذا ما عزز من قدرتها على الإقراض طالما أن متطلبات رأس المال لم تتغير (بقاء نسبة رأس المال التنظيمي إلى إجمالي الأصول المرجحة بالخطر ثابت).

الأدوات الأخرى الممكن استخدامها من قبل البنك المركزي كاستجابة للفقاعات في أسعار الفائدة.

- وفجأة تدهورت الثقة بالأصول فانخفضت أسعارها، و تدهورت قيمة رأس المال بسرعة، مما أدى إلى خفض الإقراض.

- هنا قد تساعد متطلبات رأس المال المعاكسة للدورة الاقتصادية Countercyclical، أي التي يتم زيادتها أثناء فترة التوسع الائتماني (الازدهار و تخفيضها أثناء فترة التشديد الائتماني (الجمود في الأسواق والكساد)، في القضاء على حلقات التغذية العكسية التي تعتبر السبب في حدوث الفقاعات المدفوعة بالتوسع الائتماني Credit-Driven Bubbles.

Countercyclical Buffer متطلبات رأس المال المعاكسة للدورة الاقتصادية

