



المجلة العراقية للعلوم الاقتصادية
Iraqi Journal For
Economic Sciences



PISSN : 1812-8742

EISSE ONLIN : 2791-092X

Arcif : 0.375

The effectiveness of the precautionary institutional framework for precautionary monetary policy in containing the crisis (Brazil's experience before and after the global financial crisis)

فعالية الاطار المؤسسي التحوطي للسياسة النقدية الاحترازية في احتواء الازمة
تجربة البرازيل قبل وبعد الازمة المالية العالمية

أ.د. فلاح حسن ثويني

Falah Hassan Thuwaini

flah_adm@uomustansiriyah.edu.iq

م.م انور عبدالزهره شلش

Anwar Abdulzahra

anwarcharger@gmail.com

كلية الادارة والاقتصاد / الجامعة المستنصرية

Abstract

This study aims to analyze the role of prudential monetary policy in confronting the global financial crisis in Brazil before and after 2008. The study focuses on how prudential monetary tools are used to reduce financial and systemic risks. The study consists of two chapters to shed light on this topic from theoretical and practical aspects. The first chapter includes the macroeconomic conditions and prudential monetary policy in Brazil before and during the crisis. In this chapter, a framework is presented on the macroeconomic conditions and prudential monetary policy in Brazil before and during the crisis, and its effects. The various tools used in this policy are also reviewed, such as capital and liquidity requirements, credit restrictions, and macro-financial supervision. This chapter aims to provide a comprehensive understanding of the foundations and practical measures of the Brazilian Central Bank (BCB) during the crisis and the coordination of macro policies. The second chapter includes the role of prudential monetary policy and macroeconomic management after the crisis and analyzes how the BCB's prudential tools are used and their impact on economic stability. The study concludes by summarizing the main findings and providing recommendations to strengthen the prudential monetary policy. It is emphasized that there is a need to strengthen the legal and regulatory framework to support these policies, improve financial oversight capabilities, and enhance coordination between different government agencies to ensure effective implementation of policies. It is emphasized that there is a need to follow global developments and adapt local policies to meet future challenges.

Keywords: Prudential monetary policy, Global financial crisis

المستخلص:

تهدف هذه الدراسة إلى تحليل دور السياسة النقدية الاحترازية في مواجهة الأزمة المالية العالمية الاقتصادية في البرازيل قبل وبعد عام 2008. تركز الدراسة على كيفية استخدام الأدوات النقدية الاحترازية للحد من المخاطر المالية والنظامية. تضمنت المبحث الأول

الظروف الاقتصادية الكلية والسياسة النقدية الاحترازية في البرازيل قبل واثاء الازمة، في هذا المبحث تم تقديم إطارا عن الظروف الاقتصادية الكلية والسياسة النقدية الاحترازية في البرازيل قبل واثاء الازمة ، وآثارها. كما يتم استعراض الأدوات المختلفة المستخدمة في هذه السياسة، مثل متطلبات رأس المال والسيولة، والقبود على الائتمان، والإشراف المالي الكلي. يهدف هذا المبحث إلى تقديم فهم شامل للأسس والتدابير العملية للبنك المركزي البرازيلي BCB اثناء الازمة وتنسيق السياسات الكلية. في حين تضمن المبحث الثاني دور السياسة النقدية الاحترازية وادارة الاقتصاد الكلي بعد الازمة وتحليل كيفية استخدام الأدوات الاحترازية ل BCB وتأثيرها على الاستقرار الاقتصادي. تختتم الدراسة بتلخيص النتائج الرئيسية وتقديم توصيات لتعزيز السياسة النقدية الاحترازية. يتم التأكيد على ضرورة تعزيز الإطار القانوني والتنظيمي لدعم هذه السياسات، وتحسين قدرات الإشراف المالي، وتعزيز التنسيق بين الجهات الحكومية المختلفة لضمان تنفيذ السياسات بشكل فعال. يتم التأكيد على ضرورة متابعة التطورات العالمية وتكييف السياسات المحلية لمواجهة التحديات المستقبلية.

الكلمات الرئيسية: السياسة النقدية الاحترازية , الازمة المالية العالمية

المقدمة:

تعد السياسة النقدية الاحترازية إحدى الأدوات الرئيسية التي تستعملها البنوك المركزية لتحقيق الاستقرار المالي والحفاظ على النمو الاقتصادي. تُعرف هذه السياسة بأنها مجموعة من الإجراءات والتدابير التي ترمي إلى الوقاية من الأزمات المالية المحتملة وتقليل مخاطر النظام المالي. تشمل هذه التدابير ضبط معدلات الفائدة، والتحكم في السيولة النقدية، وتنظيم الائتمان المصرفي. تعد البرازيل من الدول الناجحة في السياسات الاحترازية الكلية. وتوضح التجربة خلال فترة الأزمة العلاقة التكاملية بشكل جيد بين السياستين. وتم استخدام الأدوات الاحترازية الكلية لاحتواء التراكم المحتمل للمخاطر النظامية الناجمة عن السياسات التوسعية ومسيرة السياسة النقدية للسياسة المالية وتأثير البيئة الدولية للافراط في السيولة، وكانت تدفقات رأس المال القوية تؤدي في الواقع إلى تفاقم الضغوط التضخمية التي عانت منها بالفعل الاسواق الناشئة نتيجة لتوسع الطلب المحلي وارتفاع اسعار السلع الاساسية على مستوى العالم وزادت تدفقات رأس المال من الضغوط التضخمية المحلية لأنها ادت الى تفاقم مسيرة القطاعات المالية المحلية للدورة الاقتصادية في الاقتصادات المتلقية فقد ساهمت في التوسع المفرط في الائتمان المحلي عن طريق خفض تكاليف التمويل وتخفيف معايير الائتمان المحلية. ولم يؤدي التمويل الاجنبي الوافر للمؤسسات المالية المحلية إلى تكثيف الدافع نحو اجمالي الطلب وخاصة فيما يتعلق بالجانب الاستهلاكي فحسب، بل أدى إلى اضعاف انتقال التشديد النقدي المحلي، لذلك، فإن أي زيادات في تدفقات رؤوس الأموال، يمكن أن تؤدي إلى فقاعات في الائتمان وأسعار الأصول، بما في ذلك سعر صرف السلع المصدرة. وتزامنا مع هذه الفترة، كان مزيج السياسات مناسباً لتحقيق هدفين هما استقرار الأسعار والاستقرار المالي.

مشكلة البحث: رغم أهمية السياسات النقدية الاحترازية في الحد من هذه الأزمات، إلا أن هناك نقصاً في الدراسات المحلية التي تناولت تطبيق هذه السياسات بشكل مفصل. هذا النقص يشكل فجوة معرفية تعيق فهم الدور الفعلي للسياسة النقدية الاحترازية في تحقيق الاستقرار الاقتصادي. بناءً على ذلك، تسعى هذه الدراسة إلى سد هذه الفجوة من خلال تحليل دور السياسة النقدية الاحترازية في مواجهة الأزمة المالية العالمية في البرازيل.

فرضية البحث: تفترض الدراسة أن تطبيق السياسات النقدية الاحترازية في البرازيل قبل الازمة العالمية كان فعالاً للحد من تأثير الأزمة العالمية وتعزيز الاستقرار المالي مابعد الازمة.

أهداف البحث:

1. تحليل طبيعة الأزمة العالمية واثارها الاقتصادية في البرازيل.
2. استعراض الأدوات والسياسات النقدية الاحترازية المتاحة وتطبيقاتها.
3. تقييم فعالية السياسات النقدية الاحترازية التي تبنتها دولة البرازيل قبل وبعد عام 2008.

حدود البحث:

1. البعد المكاني: دولة البرازيل، لبيان السياسات الاحترازية التي اتبعتها البنك المركزي البرازيلي قبل وبعد الازمة.

فعالية الاطار المؤسسي التحوطي للسياسة النقدية الاحترازية في احتواء الازمة وتجربة البرازيل قبل وبعد الازمة المالية العالمية

2. البعد الزمني : استهدفت الدراسة السياسات الاحترازية في البرازيل للمدة من 2006 إلى 2012.

المحور الاول: الظروف الاقتصادية الكلية والسياسة النقدية الاحترازية في البرازيل قبل وأثناء الأزمة :
أولاً: ظروف الاقتصاد الكلي في البرازيل قبل الازمة: تمكنت البرازيل من تجاوز الأزمة المالية العالمية بشكل جيد إلى حد معقول، على الرغم من تعرضها لضربة شديدة في البداية. لقد شعرت البرازيل بالأزمة المالية بشكل أقوى في نهاية عام 2008 وتأثرت الصناعة بشكل خاص انخفضت بنحو 37٪. ومع ذلك، بدأ الوضع في التحسن في الربع الثاني من عام 2009. عندما يتعلق الأمر بالأسباب والحيثيات، كان الإطار المؤسسي القوي والسياسة النقدية الحذرة مفتاحاً لإدارة الأزمة، مما أدى إلى إبقاء التضخم تحت السيطرة واتجاهه نحو الانخفاض. وهذا أفضل من البلدان المتقدمة وأفضل كثيراً من بلدان مثل روسيا والمكسيك (الجدول 1).

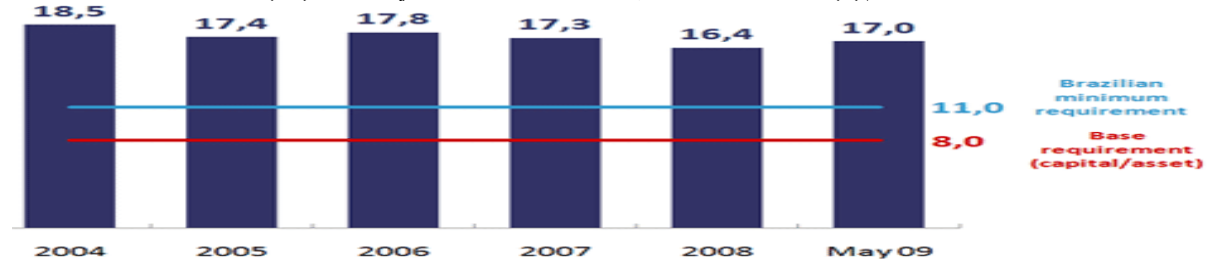
جدول رقم (1). نمو الناتج المحلي الإجمالي (التباين من ربع إلى ربع، مع التعديل الموسمي)

(%)	Brazil	US	Europe	Mexico	Russia
1Q08	1.80	-0.20	0.80	1.06	1.90
2Q08	1.00	0.40	-0.20	-0.36	0.80
3Q08	1.10	-0.70	-0.40	0.05	0.20
4Q08	-2.90	-1.40	-1.90	-2.42	-1.80
1Q09	-0.90	-1.60	-2.40	-6.45	-9.00
2Q09	1.10	-0.30	-0.20	-0.27	-0.20

Source: The Impact of the International Financial Crisis on Brazil (ARI), OECD : 2010 : <https://www.realinstitutoelcano.org/en/analyses/the-impact-of-the-international-financial-crisis-on-brazil-ari/>

وهذا راجعاً إلى الظروف الاقتصادية التي كانت قائمة في بداية الأزمة. ففي عام 2006 كانت البرازيل قد دخلت للتو في دورة نمو واسعة وفائض في الميزان التجاري. وكانت الشركات تتمتع بسلامة مالية في العديد من القطاعات. وكانت ديون المستهلكين منخفضة، وكانت التزامات المستهلكين قصيرة الأجل بشكل عام. وعلى النقيض من حالة أوروبا والولايات المتحدة، كانت ديون الرهن العقاري مرتفعة للغاية. والواقع أن قروض العقارات لم تشكل سوى 2.3% من الناتج المحلي الإجمالي للبرازيل في ديسمبر/كانون الأول 2008 (Jose Roberto, 2010). ان البنوك البرازيلية استغلت فترة ما قبل ليمان براذرز من السيولة العالمية المرتفعة والتصنيفات الائتمانية السيادية المرتفعة. لزيادة إصدارات الديون والأسهم للمستثمرين المحليين والأجانب. وعلى وجه التحديد، في عام 2007، أصدر 11 بنكاً صغيراً ومتوسطاً (بقيمة صافية لا تقل عن 7 مليارات يال برازيلي) و 6.2 مليار يال برازيلي في صورة أسهم (عروض أولية وثانوية) بمشاركة كبيرة من المستثمرين الأجانب (Mario Mesquita, 2008,p114). وفي الوقت نفسه، نفذ البنك المركزي البرازيلي تنظيماً احترازياً قوياً منذ الأزمة المصرفية في تسعينيات القرن العشرين. ولا يزال الحد الأدنى المطلوب من الرفع المالي للبنوك 11% وهو أعلى من نسبة 8% التي توصي بها اتفاقيات بازل. ولكن الحذر كان أشد، حيث كانت نسبة رأس المال إلى الأصول 16% وهي تعبر عن الموقف الفعلي للنظام المصرفي كما في (الشكل 1).

شكل رقم (1) نسبة رأس المال إلى الأصول لأكثر 50 بنكاً في البرازيل (%)



Source: The Impact of the International Financial Crisis on Brazil (ARI), OECD : 2010 :

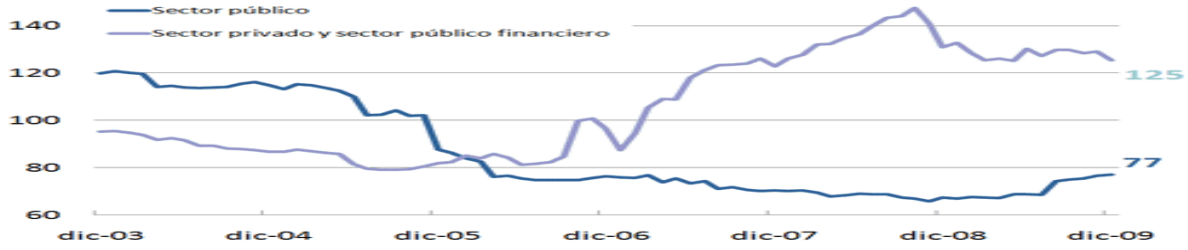
<https://www.realinstitutoelcano.org/en/analyses/the-impact-of-the-international-financial-crisis-on-brazil-ari/>

وقد حصلت البلاد مؤخراً على تصنيف استثماري، وهو ما أدى إلى توحيد تدفقات رأس المال واحتياطيات النقد الأجنبي، حيث بلغت 197 مليار دولار أميركي في أكتوبر/تشرين الأول 2008. واستمر الدين الخارجي في الانخفاض

فعالية الاطار المؤسسي التحوطي للسياسة النقدية الاحترازية في احتواء الازمة وتجربة البرازيل قبل وبعد الازمة المالية العالمية

ليبلغ 214 مليار دولار أميركي بحلول نهاية عام 2008. وانخفض الدين العام إلى 67 مليار دولار أميركي، ولم تعد الخزانة الوطنية، بعد عقود عديدة، مدينة أجنبية بل أصبحت دائنة (الشكل 2).

شكل رقم (2) تطور الدين الخارجي في البرازيل (مليار دولار أميركي)



Source: The Impact of the International Financial Crisis on Brazil (ARI), OECD : 2010 :

<https://www.realinstitutoelcano.org/en/analyses/the-impact-of-the-international-financial-crisis-on-brazil-ari/>

ولهذا فإنّ خفض قيمة الريال البرازيلي لن يؤدي إلى أي نوع من الضغوط المالية على الحكومة. بل على العكس من ذلك، أدت مكاسب النقد الأجنبي الناتجة عن ذلك إلى خفض الدين في البداية (Jose Roberto, 2010,p78).

في يونيو/حزيران 2007 ويونيو/حزيران 2008 ارتفعت أسعار الأسهم (مؤشر الأسهم البرازيلي - IBOVESPA) بنسبة 20% (بالعملة المحلية) و (44% بالدولار الأميركي). وشهد سوق رأس المال المحلي إصدار 165 مليار ريال برازيلي أي ما يعادل نحو 5.6% من الناتج المحلي الإجمالي (وهو رقم قياسي جديد للنشاط)، الأمر الذي ساعد بالتالي في تمويل الشركات البرازيلية. وفي الوقت نفسه، ارتفع الائتمان المصرفي من 32% إلى 36% من الناتج المحلي الإجمالي. وليس من المستغرب أن يتسارع الاقتصاد، حيث لم يتراجع نمو الناتج المحلي الإجمالي إلا بنسبة 1% على أساس سنوي من 6.1% إلى 5.1% بين الربع الثالث من عام 2007 والربع الثالث من عام 2008، في حين ارتفع نمو الطلب المحلي بقيادة الطلب المحلي، تحول رصيد الحساب الجاري من فائض يعادل 1.1% من الناتج المحلي الإجمالي إلى عجز بنسبة 1.4% من الناتج المحلي الإجمالي، في حين ارتفع التضخم المتراكم من 3.6% في عام 2007 إلى 5.7% في عام 2008. وهو ما تجاوز الهدف المركزي البالغ 4.5%. وعلى هذا فقد تعهد البنك المركزي البرازيلي بتشديد السياسة النقدية، بهدف موازنة سرعة نمو الطلب الكلي والعرض، فضلاً عن كبح جماح توقعات التضخم، مع الهدف النهائي المتمثل في إعادة التضخم إلى هدفه. وعلى الصعيد التنظيمي، اتخذ البنك المركزي البرازيلي تدابير في عام 2007 للحد من تعرض المؤسسات المالية لتقلبات أسعار الصرف. وقد أثبتت هذه التدابير جدواها في حالة الذعر التي سادت في عام 2008، وذلك من خلال الحد من تعرض البنوك البرازيلية المباشر لانخفاض قيمة العملة القوي الذي شهدته الفترة بين أغسطس/آب وديسمبر/كانون الأول 2008 (Mario Mesquita, 2008,p113).

ثانياً: التدابير الاحترازية لـ BCB أثناء الازمة وتنسيق السياسات: استجابة للآثار التي خلفتها الازمة، وضعت البرازيل إطاراً سياسياً شاملاً يجمع بين سياسات وأدوات الاستقرار المالي التي تهدف إلى التخفيف من الضعف والحفاظ على سلامة النظام المالي. يتضمن الإطار الإشراف الاحترازي الجزئي، والسياسة الاحترازية الكلية، وإدارة الأزمات، وآليات الحل. يلعب البنك المركزي البرازيلي (BCB) ومجلس النقد الوطني (CMN). دوراً بارزاً في صياغة السياسات الاحترازية الكلية واللوائح ذات الصلة بالاستقرار المالي، يتولى CMN صياغة سياسات النقد والائتمان في حين يتمتع (BCB) بسلطة تنفيذية على تنفيذ السياسات. الجهات التنظيمية الأخرى المعنية بصياغة المقترحات لـ (CMN) هي وزارة المالية، وهيئة الأوراق المالية والبورصة البرازيلية، والإشراف على التأمين الخاص، والإشراف الوطني على التقاعد (Maurício Costa,p78).

1. انشا البنك المركزي البرازيلي نافذة لإقراض احتياطي النقد الأجنبي، والتي تهدف إلى دعم التمويل التجاري. وقد اعتبر إقراض الاحتياطيات، بدلاً من بيعها، نهجاً أكثر حكمة وكفاءة من مجرد بيع الاحتياطيات. ولأن الهدف كان ضمان الحد الأدنى من المعروض من السيولة لتمويل التجارة، فقد كانت مزادات القروض مفتوحة لجميع البنوك العاملة في

سوق النقد الأجنبي وبلغ البرنامج بأكمله 12.6 مليار دولار أمريكي، منها 9 مليارات دولار أمريكي كانت مستهدفة لسوق العملة الأجنبية (Mario Mesquita, 2008,p116).

2. وبالإضافة إلى توفير السيولة لسوق العقود الفورية، عمل البنك المركزي البرازيلي أيضًا في أسواق المشتقات وتحديدًا سوق مقايضة النقد الأجنبي. ففي فترة الطفرة التي سبقت الأزمة، بنى البنك المركزي البرازيلي مركزًا طويل الأجل بالدولار الأمريكي في مقايضات النقد الأجنبي، والذي بلغ 23 مليار دولار بحلول يونيو 2008. وقد أدى تعرض الشركات غير المالية لمشتقات النقد الأجنبي إلى اختلالات كبيرة في سوق العقود الآجلة، الأمر الذي أضف حتمًا إلى الضغوط على سوق العقود الفورية. وفي ظل هذه الظروف، بدأ البنك المركزي البرازيلي في التخلص من مركزه في المقايضة العكسية (مركز طويل الأجل بالدولار الأمريكي) ومنذ بداية أكتوبر، بدأ في بيع مقايضات تقليدية (مركز قصير الأجل بالدولار الأمريكي)، وبالتالي توفير أداة تحوط لأطرافه المقابلة.

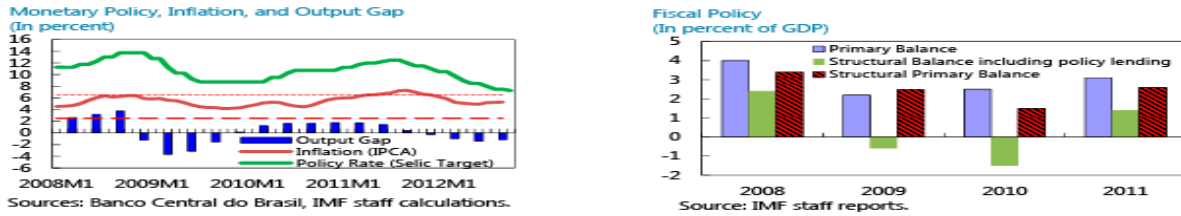
3. ونظرًا لعدم اليقين الكبير بشأن حجم التعرض لمشتقات النقد الأجنبي بين الشركات غير المالية، فقد ارتفعت تقلبات سوق الصرف الأجنبي بشكل كبير. وبالتالي، كان من المهم التحرك بسرعة لإعادة إرساء الظروف الطبيعية وتحديد الأسعار في سوق العقود الآجلة. وفي هذا الصدد، أعلن البنك المركزي البرازيلي في 23 أكتوبر/تشرين الأول 2008 أنه سيبيع ما يصل إلى 50 مليار دولار من مقايضات النقد الأجنبي. وقد تم تحديد هذا المبلغ من خلال الأخذ في الاعتبار الحجم المقدر لتعرضات النقد الأجنبي، ومن ثم حجم الطلب المحتمل على التحوط، وحجم احتياطات النقد الأجنبي. وكان الجانب الأخير مهمًا لأن الإعلان عن عرض مبالغ فيه من المقايضات (بالنسبة إلى الاحتياطات الإجمالية) ربما أدى إلى تصور أن البنك المركزي البرازيلي يريد منع العملة من التعديل، مما أثار ذلك النوع من الرهانات أحادية الاتجاه التي تميز الهجمات المضاربة. وبالتالي، فإن الحجم المعلن الذي يصل إلى 50 مليار دولار يعادل حوالي 27٪ من احتياطات ما قبل الأزمة. ومع التأثيرات الإيجابية لحزمة التدابير والتطبيع التدريجي للظروف المالية الدولية، لم تصل المبيعات الفعلية للمقايضات إلا إلى 12 مليار دولار (Tito Belchior, 2012,p172-173).

المحور الثاني / السياسة النقدية الاحترازية وإدارة الاقتصاد الكلي بعد الازمة

بعد ريعين من الاتجاه النزولي، وصل الاقتصاد البرازيلي إلى أدنى مستوياته في الربع الثاني من عام 2009 وعاد إلى النمو. لقد خرجت البلاد من الأزمة بسرعة نسبية. ولكن لا يزال هناك سؤالان مهمان: ما هي تكلفة برامج التحفيز والدعم؟ وهل سيكون العودة إلى النمو مستدامة بعد الازمة؟

وعلى هذا فقد نفذ البنك المركزي البرازيلي والمجلس النقدي الوطني سلسلة من تدابير إدارة السيولة، وتكييف استجابة السياسة مع الظروف المتغيرة في الاقتصاد. عملت السياسات الاحترازية الكلية بشكل إيجابي نحو تحقيق أهداف سياسات الاقتصاد الكلي. ومع ذلك، ربما كان لقرارات السياسة الاحترازية الكلية آثار غير مرغوب فيها من منظور سياسة الاقتصاد الكلي. حتى أوائل عام 2011، تعافى الاقتصاد الحقيقي بقوة من الأزمة المالية العالمية، وأظهرت علامات الاحتراز، وكان التضخم مدفوعًا بالطلب المحلي القوي وأسعار الغذاء والسلع المرتفعة. ومع ذلك، تباطأ الاقتصاد بشكل حاد فيما بعد، وتراجع التضخم ابتداء من النصف الثاني من عام 2011 نتيجة لتشديد السياسة النقدية وفي ظل بيئة عالمية أكثر تقلبًا وغموض (Jacome, 2012,p6-8). تم استخدام السياسة النقدية (شكل 3) بشكل معاكس للدورة الاقتصادية في إدارة الاقتصاد الكلي خلال فترة ما بعد الأزمة. واستجابة "لارتفاع التضخم والانتعاش الاقتصادي السريع قام (BCB) برفع سعر الفائدة من 9.9% عام 2010 إلى 11% في النصف الأول من عام 2011. ولكن بما أن التدهور الاقتصادي العالمي أثر سلبًا على الثقة والتجارة، والذي ساهم في في تباطؤ حاد في النشاط الاقتصادي، تم مؤخرًا تخفيف سعر الفائدة بشكل كبير إلى 7.9% في عام 2012 (IMF,2012,p33).

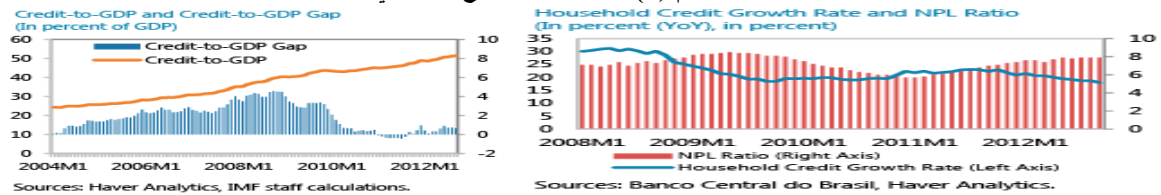
شكل رقم (3). البرازيل: ظروف الاقتصاد الكلي واستجابات السياسات



أولاً. واقع النمو الائتماني في البرازيل: تظهر التجربة الدولية ان فترات التوسع الائتماني السريع كانت مرتبطة في كثير من الاحيان بزيادة حالات الهشاشة، وقد اعتدل نمو الائتمان نسبة الى GDP في البرازيل مما ادى الى تقليص الفجوة بين الائتمان وGDP خلال المدة 2009-2008 ومع ذلك لا يزال اتجاه نمو الائتمان قويا. وتشير التجارب الدولية الى ان طفرات الائتمان غالبا ما تنتهي بالكساد فالتوسع بسرعة أكبر مما ينبغي قد يؤدي الى نقاط ضعف من خلال معايير القروض، والافراط في الاستدانة، و فقاعات اسعار الاصول (IMF, 20 Jul, 2012).

توسع الائتمان بسرعة منذ عام 2004، مما دعم النمو الاقتصادي والاندماج المالي، لكنه شكل مخاطر ايضا لا سيما على قطاع الأسر (الشكل 4). زادت نسبة الائتمان إلى الناتج المحلي الإجمالي في البرازيل بشكل سريع، (من 26% من الناتج المحلي الإجمالي في عام 2002 إلى 49% في عام 2011). ولا يزال مستواه منخفضاً نسبياً وفقاً للمعايير الدولية علاوة على ذلك، تراجعت وتيرة توسع الائتمان مؤخراً، مما أدى إلى انخفاض الفجوة المقدره بين الائتمان والناتج المحلي الإجمالي بشكل كبير. وعلى الرغم من أن ديون الأسر لا تزال تتماشى مع نظرائها في المنطقة، إلا أن نسبة خدمة الديون إلى الدخل ونسبة المديونية المعمول بها عالية مقارنة بتلك النظراء، مما يعكس ارتفاع معدلات الإقراض وقصر آجال الاستحقاق، والتي تعتبر من مصادر الضعف. على الرغم من أن نمو الائتمان للأسر تباطأ إلى حد ما خلال فترة ما بعد الأزمة، إلا أن نسبة خدمة الديون إلى الدخل ارتفعت إلى 23 في المائة (18% في نهاية عام 2008)، وارتفع معدل الديون المتعثرة إلى 8% (IMF, 2013, p9-10).

الشكل رقم (4). البرازيل: التوسع الائتماني



ثانياً. التدابير الاحترازية لـ (BCB) بعد الازمة: استخدم البنك المركزي البرازيلي التدابير الاحترازية الكلية، مثل الاحتياطي ورأس المال المتطلبات لإدارة السيولة واحتواء التراكم المحتمل للمخاطر النظامية من النمو الائتماني السريع والرفع المالي للأسر. قام البنك المركزي البرازيلي بتغيير معدلات الاحتياطي بشكل متكرر لإدارة الدورات الائتمانية بطريقة معاكسة للدورة الاقتصادية. مباشرة بعد بداية الأزمة المالية العالمية، قام البنك المركزي البرازيلي بتخفيف نسبة الاحتياطي القانوني لتجنب حدوث أزمة ائتمانية. منذ ذلك الحين، واستخدم BCB سياسات انكماشية مما أدى إلى انخفاض نمو الائتمان الإجمالي، بالتزامن مع اتخاذ تدابير أكثر استهدافاً بشأن القروض الاستهلاكية (Tovar, Camilo, 2012, p13).

1. التغيير في وزن المخاطر وقيم LTV: في ديسمبر 2010، قام (BCB) بمضاعفة وزن المخاطر (RW) إلى 150%. على قروض السيارات الجديدة ذات الأجل الطويلة ونسبة القروض إلى القيمة العالية (LTV). كانت قروض السيارات تنمو بوتيرة سريعة، في حين كانت آجال الاستحقاق طويلة وكان الحد الأقصى لنسبة القروض إلى القيمة في ازدياد. اعتبر البنك المركزي البرازيلي هذا الاتجاه مؤشراً قلقاً، الامر الذي اثار المخاوف. كما أشارت القروض المتعثرة

فعالية الاطار المؤسسي التحوطي للسياسة النقدية الاحترازية في احتواء الازمة تجربة البرازيل قبل وبعد الازمة المالية العالمية

حسب التصنيف أيضًا إلى أن الوضع قد يكون أسوأ من الوضع الذي يصوره المؤشر التقليدي للقروض المتعثرة الذي استمر في الإشارة إلى استقرار معدلات التأخر في السداد. علاوة على ذلك، أشارت أسعار الفائدة المفروضة على هذه القروض إلى وجود احتمال لسعر غير مناسب للمخاطر.

ونظرًا لأن قروض السيارات تمثل حصة كبيرة في أصول النظام المالي البرازيلي (في ديسمبر 2010، كانت تمثل 25٪ من القروض الاسرية القائمة و 11٪ من إجمالي القروض)، قرر البنك المركزي البرازيلي اتخاذ تدابير احترازية (الجدول 2) لتحفيز المعايير السليمة لقروض السيارات. وبهذا الصدد، استنتج البنك المركزي البرازيلي أنه من المناسب زيادة (RW) لتلك القروض التي تجمع بين اجال الاستحقاق ونسبة (LTV). لمعايرة التدابير التي انتهى بها البنك المركزي إلى مضاعفة (RW)، تم استخدام البيانات التاريخية حول حالات التأخر في السداد وقابلية الاسترداد كبديل لاحتمالية التعثر والخسارة. واعتبرت نسبة (RW) 150٪ متحفظة بدرجة كافية لتوفير الحوافز المناسبة ولمراعاة المخاطر الأعلى في قروض السيارات. نجح هذا الاجراء وفي عام واحد انخفض انشاء القروض ذات نسبة القرض الى القيمة المرتفعة واجال الاستحقاق الطويلة من 74٪ في ديسمبر 2010 الى 60٪ في ديسمبر 2011. (Tarsila S,2015,p4).

جدول رقم (2). البرازيل: التغير في وزن المخاطر لقروض السيارات

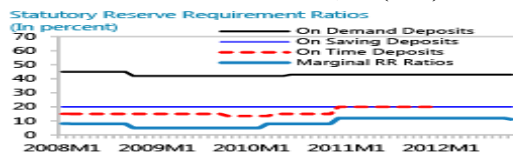
العملية	النمو السريع و (LTV)	تغيير وزن المخاطر من 75% الى 150%
المركبات (التمويل)	24-36 شهر و LTV < 80% 36-48 شهر و LTV < 70% 48-60 شهر و LTV < 60% اكثر من 60 شهر واي قيمة لـ LTV	

Source: Tarsila S. Afanasieff, Fabiana L. C. A. Carvalho, Eduardo C. de Castro, Rodrigo L. P. Coelho and Jaime Gregório, Implementing Loan-to-Value Ratios: The Case of Auto Loans in Brazil (2010-11), BCB, March, 2015, p 7.

في نوفمبر 2011، أعاد البنك المركزي البرازيلي ضبط التدابير عن طريق إلغاء شرط نسبة قيمة القرض إلى القيمة السوقية على قروض السيارات وخفض اوزان المخاطرة على القروض ذات الأجل القصير. تم الإعلان عن زيادة السداد الأدنى لفواتير بطاقات الائتمان إلى 15٪ من 10٪ في ديسمبر 2010 وتنفيذه في يونيو 2011، وتم زيادة ضريبة العمليات المالية (IOF) على عمليات الائتمان الاستهلاكي إلى 3٪ من 1.5٪ في أبريل 2011 (IMF, 20 Jul, 2012).

2. **متطلبات الاحتياطي** كالية احترازية لدعم الاستقرار المالي واعادة توزيع السيولة وكانت الزيادات في الاحتياطي الالزامي فعالة بشكل مؤقت في زيادة هوامش أسعار الفائدة والحد من نمو الائتمان. يُظهر تقرير برنامج تقييم النظم المالية (FSAP) استجابات دفاعية لصدمة تبلغ 1٪ في المتوسط المرجح لمعدلات المخاطر التي تشير إلى تباطؤ معتدل ولكن مؤقت في نمو الائتمان (الشكل 5). أي أنه عندما يتم تشديد معدلات الاحتياطي الإلزامي في اقتصاد معتمد على البنوك مثل البرازيل، تعمل معدلات الاحتياطي الإلزامي كضريبة على البنوك، مما يزيد من معدلات الإقراض مقارنة بأسعار الودائع، ويساهم في انخفاض قيمة العملة، وبالتالي تعزيز التأثير التثبيطي للأسعار المرجحة المشددة على الائتمان (Christian Glocker, 2012, p68).

الشكل رقم (5). البرازيل: آثار تشديد الاحتياطيات الالزامية (1%) على نمو الائتمان



Source: Banco Central do Brasil.



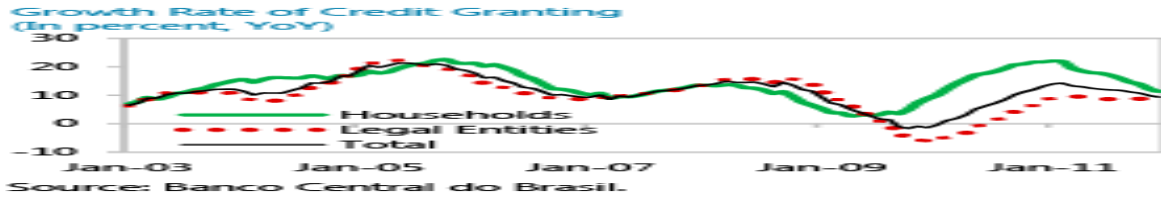
Source: IMF staff calculation.

فيما يخص قواعد الاحتياطي (RR) وكما ذكر اعلاه خلال ازمة 2008-2009 استخدمت البرازيل متطلبات الاحتياطي كالية مهمة لدعم الاستقرار المالي وتسهيل اعادة توزيع السيولة بين المؤسسات المالية وعلى وجه الخصوص من اجل دعم عمليات البنوك الصغيرة والمتوسطة الحجم، سمح (BCB) للبنوك الكبيرة بسحب جزء من احتياطياتها لتوفير السيولة للبنوك الصغيرة والمتوسطة الحجم. تم الغاء هذه التدابير تدريجيا، وفي ديسمبر 2010 اصدر (BCB) اعادة تشكيل

فعالية الاطار المؤسسي التحوطي للسياسة النقدية الاحترازية في احتواء الازمة وتجربة البرازيل قبل وبعد الازمة المالية العالمية

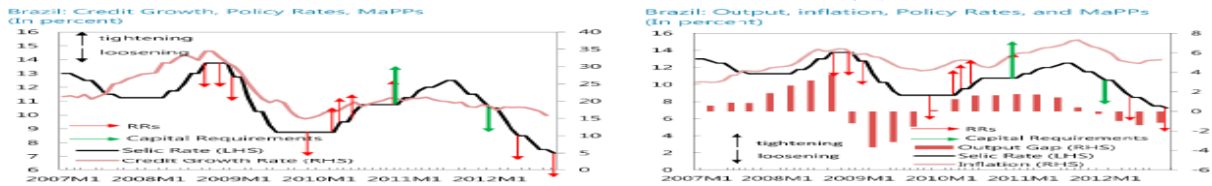
متطلبات الاحتياطي من خلال الغاء هذه التخفيضات تدريجياً وفي عام 2011 استخدم (BCB) متطلبات الاحتياطي مرة أخرى كحاجز لمواجهة التقلبات الدورية من اجل تقييد النمو الائتماني السريع ورفع متطلبات الاحتياطي على الودائع لاجل 15% الى 20% وعلى الودائع تحت الطلب من 8% الى 12%. وساهمت الزيادات في متطلبات رأس المال على القروض الاستهلاكية في خفض نمو الائتمان الاسري (الشكل 6). بعد تنفيذ التدابير في ديسمبر 2010، وانخفض معدل نمو الائتمان للأسر بنسبة 11 نقطة مئوية (من 22 في المئة في ديسمبر 2010 إلى 11% في ديسمبر 2011). وتراجعت نسبة القروض المرتبطة بالمركبات والتي تكون مدة استحقاقها أكثر من 60 شهراً في إجمالي القروض المرتبطة بالمركبات بحوالي 20 نقطة مئوية. رفع البنك المركزي البرازيلي معدل الفائدة بمقدار 375 نقطة أساس وشدد على متطلبات الاحتياطات ورأس المال (Luiz Awazu Pereira da Silva, 2012, p23-24).

شكل رقم (6) البرازيل: فعالية التغييرات في متطلبات رأس المال على القروض الاستهلاكية.



ثالثاً. تنسيق السياسات النقدية والسياسات الاحترازية الكلية: كانت مزيج السياسات فعالة في إدارة الطلب الكلي وضغوط التضخم، وكذلك في تقليل وتيرة نمو الائتمان (الشكل 7). يلاحظ استجابة المتغيرات (التضخم، ومعدل نمو الائتمان) الى معدل سيليك (Selic Rat) (سعر الفائدة المرجعي للاقتصاد البرازيلي، تحديد هدف لسعر سيليك هو الاداة الرئيسية للسياسة النقدية التي يستخدمها البنك المركزي البرازيلي (BCB) للسيطرة على التضخم) والذي يبين فعالية السياسة الاحترازية في امتصاص اثر الازمة في الربع الثاني من عام 2009، وانعكس ذلك في نمو الناتج من -0.1 عام 2009 الى 7.5 عام 2010 والتي تعتبر فترة وجيزة قياساً بالاقتصادات الأخرى. واتباع البنك المركزي البرازيلي سياسات معاكسة للدورة لاستدامة النمو لتتلاءم مع ظروف السوق في كل مرحلة من مراحل الأزمة في عام كما تمت مناقشته اعلاه.

شكل رقم (7) البرازيل: تنسيق السياسات النقدية والسياسات الاحترازية الكلية.



Source: IMF, THE INTERACTION OF MONETARY AND MACROPRUDENTIAL POLICIES, BACKGROUND PAPER, , December 27, 2012, p 37

أن الأزمة لم تكن فشلاً في استهداف التضخم. ولكن ما حدث كان فشل الرقابة المصرفية والمالية في بعض الاقتصادات الناضجة، التي لم تكن كلها تمارس استهداف التضخم. فالاقتصادات مثل البرازيل التي تبنت سياسات نقدية حكيمة وقواعد احترازية متحفظة في ظل استهداف التضخم الكامل، تضررت بالأزمة في مرحلة متأخرة، وخرجت منها بسرعة أكبر وشهدت انحرافات أصغر وأقل استمراراً عن هدف استقرار الأسعار.

رابعاً: اثار واستجابة تنسيق السياسة النقدية الاحترازية pmp: اعتمد (BCB) على مجموعة شاملة من السياسات والتدابير للتعامل مع المخاطر الناشئة من عدم الاستقرار الاقتصادي والمالي في نهاية عام 2010 وبداية عام 2011. تم إدارة الطلب الكلي من خلال (pmp)، للتخفيف من التفاوتات بين العرض والطلب وللسيطرة على توقعات التضخم. وتم اعتماد تدابير احترازية للحد من المخاطر المالية النظامية الناشئة عن النمو الائتماني السريع وتدفقات رؤوس الأموال الكبيرة. ومن المنظور الاحترازي كان (BCB) نشطاً في التنبؤ بمصادر الخطر المحتملة على الاقتصاد البرازيلي ونظامه المالي. فإن الإجراءات التحوطية الرئيسية التي تم تنفيذها كان اهمها:

فعالية الاطار المؤسسي التحوطي للسياسة النقدية الاحترازية في احتواء الازمة وتجربة البرازيل قبل وبعد الازمة المالية العالمية

1. زيادة متطلبات الاحتياطي للبنوك للحد من نقل السيولة العالمية المفرطة إلى سوق الائتمان المحلية.
 2. زيادة متطلبات رأس المال لقطاعات محددة من سوق الائتمان و(القروض الاستهلاكية على وجه الخصوص) بهدف تصحيح التدهور في جودة القروض.
 3. متطلبات احتياطية جديدة على مراكز النقد الاجنبي القصيرة الاجل للبنوك وفرض ضرائب على تدفقات محددة لتصحيح الاختلالات في سوق الصرف الاجنبي والحد من تقلب تدفقات رؤوس الأموال.
- واخيرا تظهر دراسة اجراها صندوق النقد الدولي (2012) بعنوان البرازيل: تقييم استقرار النظام المالي (FSSA) تظهر فيها اختبارات التحمل ان النظام المصرفي يتمتع براس مال جيد وسيولة تمكنه من تحمل الصدمات الشديدة ويستطيع (BCB) ان يتعامل بشكل جيد مع الازمات.

جدول (3) مؤشرات الاقتصاد الكلي لدولة البرازيل

السنوات	نمو GDP %	التضخم %	سعر الصرف %	سعر الفائدة %	البطالة %	الاحتياطيات مليار \$	التغيرات في الاحتياطيات مليار \$ *
2006	4.0	4.2	2.1	13.9	13.9	85.8	30.5
2007	6.1	3.6	1.9	12.0	10.6	180.3	87.4
2008	5.1	5.7	1.8	12.7	11.7	193.7	2.9
2009	0.1-	4.9	2.0	10.1	9.3	238.5	47.5
2010	7.5	5.0	1.7	9.9	8.9	288.5	49.0
2011	4.0	6.6	1.6	11.0	11.0	352.0	58.6
2012	1.9	5.4	1.9	7.9	7.9	373.1	18.9

Source: World Bank Group: <https://data.albankaldawli.org/indicator/BN.CAB.XOKA.GD.ZS?end=2014&locations=TR&start=2014&view=bar>

*Balance of payments at current prices in US dollars

الاستنتاجات والتوصيات

اولا : الاستنتاجات

1. يعد تطبيق السياسة النقدية الاحترازية كجراء وقائي عامل مهم في تحقيق وضمان الاستقرار المالي وسلامة المؤسسات المالية.
2. أظهرت الأزمة أن وجود احتياطيات كافية من النقد الأجنبي أمر بالغ الأهمية: فقد مكن البنك المركزي البرازيلي من استعادة ظروف السيولة في سوق الصرف الأجنبي مع السماح لسعر الصرف بالتكيف مع تبني السياسات. وكذلك مكن البنك المركزي البرازيلي من الدخول في ترتيبات مقايضة العملة مع بنك الاحتياطي الفيدرالي، وهو ما ساعد في احتواء تقلبات العملة.
3. سمح وجود احتياطيات كافية للبنك المركزي البرازيلي بتخفيف سيناريو "الاستنزاف المزدوج"، الذي يتسم بضغوط السيولة في العملات الأجنبية والمحلية.
4. بالإضافة إلى ذلك، أثبت الاعتماد على الذات، بدلاً من الاعتماد على الاحتياطيات المشتركة، فائدته في حالة الأزمات التي كان فيها التحرك في الوقت المناسب ضرورياً.
5. ويمكن تلخيص الاتجاه العام للإجراءات الجديدة التي ظهرت بعد الأزمة على النحو التالي: يمكن تحقيق الاعتماد على الدورة المالية (أي النمو السريع المفرط في الائتمان) من خلال مجموعة من السياسات النقدية والاحترازية الكلية لتحقيق تجنب الهشاشة المالية، ويعتبر الجمع بين السياسات فعالاً بما في ذلك السياسات النقدية والاحترازية الكلية للعمل بطريقة تكاملية لضمان استقرار الاقتصاد الكلي.

ثانيا : التوصيات

1. تشكل تجربة البرازيل في مجال السياسات النقدية والتحوطية الكلية للاعتماد على الدورة المالية والتعامل مع المخاطر الشاملة مثالا للنهج الجديد ومن الممكن تعميم هذا الاتجاه السياسي وتكراره بنجاح في اماكن اخرى.
2. ضرورة التنسيق بين السياستين المالية والنقدية الاحترازية لتفادي تعارض الاهداف وعدم تحقيق الاهداف المرسومة، وهو ما منح دولة البرازيل استجابة سريعة لادارة الازمة.
3. في ضوء تجربة البرازيل، ان النشاط غير الائتماني للمصارف ومصادر الدخل من غير الفائدة تنافس الوظيفة الرئيسة للمصارف، ولا بد من ايلاء هذه المشكلة عناية اكبر مع تزايد دخل المصارف من سوق الصرف وخدمات اخرى. وايضا، تمس الحاجة الى العناية بتحليل الائتمان منهجياً وتقدير المخاطر موضوعياً والسعي بوسائل أكثر فاعلية لخفض نسب الديون. في القطاع المالي تتشكل بمرور الزمن ارتباطات مصالح وثقافة عمل تقاوم السياسات، وتناور الضوابط، بحيث يتطلب الامر اتخاذ تدابير متضافرة وقوية تتسم بالجدرية لاحداث التغيير المنشود .

ويستفاد من دراسات شملت دول بمختلف مراحل التطور الاقتصادي والعمق المالي بان العوامل المؤسسية والابعاد القانونية والتنظيمية لها الفعل الاقوى في تطوير القطاع المالي للدول النامية ومنها العراق.

REFERENCES

1. Jose Roberto Mendonca de Barros, THE IMPACT OF THE INTERNATIONAL FINANCIAL CRISIS ON BRAZIL (ARI), Posted on 12 Apr 2010.
<https://www.realinstitutoelcano.org/en/analyses/the-impact-of-the-international-financial-crisis-on-brazil-ari/>
2. Mario Mesquita and Mario Toros, Brazil and the 2008 panic, BIS Papers No 54 ,
<https://www.bis.org/publ/bppdf/bispap54f.pdf>
3. Macroprudential policy in Brazil, Maurício Costa de Moura and Fernanda Martins Bandeira, JEL classification: E58, G18, G28 .
4. Tito Belchior Silva Moreira and Fernando Antônio Ribeiro Soares, Brazil: the international financial crisis and counter-cyclical policies, april 2012,
5. Jacome, L. I., E. Nier, and P. Imam. 2012. "Building Blocks for Effective Macroprudential Policies in Latin America: Institutional Considerations." IMF Working Paper 12/183, International Monetary Fund, Washington, DC..
6. IMF, THE INTERACTION OF MONETARY AND MACROPRUDENTIAL POLICIES, (EUR), 2012, P 33
7. IMF, Brazil: Selected Issues , Consumer Credit Growth and Risks for Household Financial Stress, 20 Jul 2012 : <https://www.elibrary.imf.org/view/journals/002/2012/192/article>
8. Brazil: Technical Note on Macroprudential Policy Framework, 2013 International Monetary Fund , IMF Country Report No. 13/148 .
9. Tovar, Camilo E, Mercedes Garcia-Escribano, and Mercedes Vera Martin, 2012, Credit Growth and the Effectiveness of Reserves Requirements and Other Macroprudential Instruments in Latin America," IMF Working Paper 12/142 (Washington: International Monetary Fund).
10. Tarsila S. Afanasieff, Fabiana L. C. A. Carvalho, Eduardo C. de Castro, Rodrigo L. P. Coelho and Jaime Gregório, Implementing Loan-to-Value Ratios: The Case of Auto Loans in Brazil 2010-11 , BCB, March, 2015.
11. Christian Glocker and Pascal Towbin , Reserve Requirements for Price and Financial Stability: When Are They Effective?, March 2012 .
12. Luiz Awazu Pereira da Silva and Ricardo Eyer Harris August, Sailing through the Global Financial Storm: Brazil's recent experience with monetary and macroprudential policies to lean against the financial cycle and deal with systemic risks, (BCB), August, 2012 .
13. World Bank, Group: <https://data.albankaldawli.org/indicator/BN.CAB.XOKA.GD.ZS?end=2014&locations=TR&start=2014&view=bar>
14. Tarsila S. Afanasieff, Fabiana L. C. A. Carvalho, Eduardo C. de Castro, Rodrigo L. P. Coelho and Jaime Gregório, Implementing Loan-to-Value Ratios: The Case of : Auto Loans in Brazil (2010-11) , BCB, March, 2015
15. The Impact of the International Financial Crisis on Brazil (ARI), OECD : 2010 : <https://www.realinstitutoelcano.org/en/analyses/the-impact-of-the-international-financial-crisis-on-brazil-ari/>