

تقرير الاستقرار المالي العالمي

أكتوبر ٢٠٠٩

ملخص واف

حدث تراجع كبير في المخاطر النظامية على أثر الإجراءات غير مسبوقه التي أُتخذت على مستوى السياسات وبوادر التحسن الوليد في أوضاع الاقتصاد الحقيقي. وتتزايد الثقة حاليا في أن الاقتصاد العالمي تجاوز المنعطف الحرج، وهو ما ارتكز عليه التحسن في جوانب مختلفة من الأسواق المالية. ومع ذلك، لا يزال واردا إلى حد كبير أن تتفاقم مجددا حلقة الآثار المرتدة السلبية فيما بين القطاعين الحقيقي والمالي ما دامت البنوك لا تزال ترزح تحت وطأة الضغوط والبنوك وما دامت الأسر والمؤسسات المالية بحاجة إلى تخفيض نسب التمويل بالديون. ورغم تراجع مؤشرات المخاطر السيادية عما كانت عليه منذ ستة أشهر، فقد تسبب تحويل المخاطر المالية إلى السلطات المعنية بالمالية العامة – مع ما صاحب ذلك من أعباء تمويلية لإحداث التنشيط المالي – في إثارة المخاوف من احتمال إزاحة القطاع الخاص ومدى استمرارية الموارد المالية لدى القطاع العام. وتؤكد جوانب الضعف هذه ضرورة تعزيز أنشطة الوساطة المالية، واستعادة صحة النظام المالي، وأخيرا تخفيض مخاطر القطاع الخاص التي أصبحت تتحملها الميزانيات العمومية السيادية. وسوف يكون من الضروري توشي الحرص البالغ في سحب المساندة الحكومية لكي لا يتسبب في إشعال أزمة تابعة من جراء التبكير بالانسحاب أو يتسبب في تهديد مصداقية السياسات النقدية وسياسات المالية العامة من جراء الانسحاب المتأخر. وهنا يصبح التراخي ضربا من المخاطرة – فمشكلات النظام المصرفي يمكن أن تظل دون حل والإصلاحات التنظيمية الملحة يمكن أن تتأخر أو يقل تأثيرها. وينبغي أن يعجل صناع السياسات بإعداد خطة للإطار التنظيمي الذي يصلح للتطبيق مستقبلا والذي يحد من تراكم المخاطر النظامية، ويشكل ركيزة تستند إليها التوقعات، ويعزز الثقة، ومن ثم يساهم في تحقيق النمو الاقتصادي المستمر.

احتمالات المرحلة المقبلة

حدث تحسن ملحوظ في احتمالات المستقبل القريب ذات الصلة بالنظام المالي منذ صدور عدد إبريل ٢٠٠٩ من تقرير الاستقرار المالي العالمي، كما انحسرت مخاطر أقصى طرف المنحنى. فقد عاد النشاط للأسواق المالية، وتراجعت مخاطر الأسواق الصاعدة، وزادت رؤوس أموال البنوك، وفتحت من جديد أسواق التمويل بالجملة. ومع ذلك، لا تزال قنوات الائتمان ضعيفة ومن المرجح أن يكون الانتعاش الاقتصادي بطيئا. ويبدأ التقرير

في فصله الأول بعرض متسلسل زمنيا لمسار استعادة الوساطة الائتمانية السليمة، كما يتناول مخاطر المدى القريب التي يمكن أن تعطل استعادتها، بما في ذلك تزايد أعباء تمويل الجهات السيادية. ثم ينتقل الفصل الأول إلى مناقشة كيفية إدارة السياسات قريبة المدى لتهيئة أوضاع آمنة يتعافى في ظلها الاقتصاد وإتاحة الفرصة لسحب الدعم الحكومي الاستثنائي الموجه للنظام المالي. كذلك يناقش الفصل الأول بعض خيارات السياسة متوسطة الأجل التي تستهدف إعادة تشكيل المشهد المالي.

تقلصت المخاطر النظامية المتطرفة، لكن التراخي في إصلاح النظام المصرفي لا يزال مصدرا للقلق

وهناك مسألة مهمة يتناولها هذا الفصل، وهي ما إذا كان بوسع النظام المالي توفير الائتمان الكافي للحفاظ على تعافي الاقتصاد. وقد استفادت الموازنات العمومية المصرفية في الآونة الأخيرة من جهود تعبئة رؤوس الأموال وما تحقق من عائدات موجبة. ومع ذلك، لا تزال المخاوف كبيرة من أن يستمر التدهور الائتماني في فرض ضغوط على الميزانيات العمومية في البنوك. وتفيد تحليلاتنا بأن البنوك الأمريكية اجتازت أكثر من منتصف الطريق المؤدي إلى نهاية دورة الخسارة في عام ٢٠١٠، في حين أن إثبات الخسائر في أوروبا لا يزال في مرحلة أقل تقدما بسبب اختلافات الدورة الاقتصادية.

ورغم ما تمثله أرباح البنوك من دعم لمستويات رأس المال، فمن غير المتوقع أن تكون تعويضا كاملا عن تخفيضات قيم الأصول في فترة الثمانية عشرة شهرا القادمة. وعلاوة على ذلك، يرجح أن تكون الأرباح المستقرة أكثر انخفاضا في ظروف ما بعد الأزمة. وسوف تزداد قدرة البنوك على تحقيق الربح وتتنعش أنشطة الإقراض إذا ما أُخذت إجراءات أكثر فعالية لمعالجة مشكلة الأصول متراجعة القيمة. ومن المتوقع أن يكون تشديد التنظيم المصرفي الجاري مؤديا إلى تخفيض صافي الإيرادات وأن تتطلب تأمينا ذاتيا عالي التكلفة من خلال رفع مستويات رأس المال والسيولة.

انحسرت مخاطر الأزمة في الأسواق الصاعدة، ولكن بعض مكامن الخطر لا تزال قائمة

انخفضت مخاطر طرف المنحنى في الأسواق الصاعدة بفضل قوة تدابير السياسة المتخذة – بما في ذلك زيادة موارد الصندوق. فقد خفت الضغوط المالية بدرجة ملحوظة في أوروبا الصاعدة، ولكن مكامن الخطر لا تزال كبيرة. وبينما تبدو بنوك أوروبا الغربية قادرة على استيعاب تدهور الأوضاع الائتمانية في بلدان أوروبا

الصاعدة، فهي قد تفتقر إلى رأس المال الكافي لدعم الانتعاش في المنطقة. وقد حققت آسيا وأمريكا اللاتينية أكبر استفادة من الاستقرار الذي أحرزته الأسواق الأساسية ومن الانتعاش الذي شهدته تدفقات الحافظة الاستثمارية الوافدة. ورغم تحسن التدفقات الدولية الموجهة إلى ديون الأسواق الصاعدة فقد تحولت في اتجاه المقترضين ذوي الجدارة الائتمانية المرتفعة، تاركة كثيرا من الشركات في مواجهة مخاطر جسيمة تتعلق بتجديد الديون، لا سيما في أوروبا الصاعدة. وينبغي أن تواصل السياسات المالية دعم التصحيح المنظم للميزانيات العمومية في القطاع المصرفي وقطاعي الشركات والأسر. ومن المفيد أيضا التوسع في الاتفاقيات التي تكفل الحفاظ على استمرارية قنوات التمويل المصرفي عبر الحدود أو حتى زيادتها.

قنوات الائتمان الضعيفة قد تجد صعوبة حتى في تلبية الطلب الواهن من القطاع الخاص

نظرا لاستمرار الضغوط الناشئة عن خفض نسب الرفع المالي في البنوك وفي ضوء التخلخل الذي شهدته أسواق التوريق، تتوقع سيناريوهاتنا استمرار هبوط المعروض من الائتمان المصرفي في الفترة المتبقية من عام ٢٠٠٩ وإلى ما بعد بداية عام ٢٠١٠ في الولايات المتحدة وأوروبا. وعند مقارنة العرض بالطلب المتوقع على الائتمان من القطاعين العام والخاص، يبدو أن العرض قد لا يكفي لتلبية الطلب، حتى الطلب الواهن من القطاع الخاص. ونتيجة لذلك، قد تزداد الضغوط على أسعار التمويل، كما يمكن أن ينخفض الطلب على الائتمان، وهو الذي يدعم الانتعاش. وتسلط النتائج الضوء على المجالات التي يرجح أن تمر بأشد الظروف الائتمانية والتي يتطلب الأمر فيها تدخلات مطولة على مستوى السياسة لضمان تدفق الائتمان بالقدر الكافي، وخاصة مع هدف السلطات المتمثل في الحفاظ على انخفاض أسعار الفائدة.

تحويل مخاطر القطاع الخاص إلى الميزانيات العمومية السيادية يتطلب الحرص في إدارته

نظرا لتحويل المخاطر إلى الميزانيات العمومية الحكومية في سياق العمليات التي أجريت لإنقاذ النظام المالي وما اتخذ من تدابير تنشيطية مالية، ثارت المخاوف من احتمال أن يتسبب الحجم القياسي الذي بلغته الإصدارات السيادية في رفع أسعار الفائدة والإضرار بالتعافي الاقتصادي الوليد. ففي هذا السياق، يمكن أن تصبح الطاقة الائتمانية في وضع يصعب معه حتى تلبية الطلب الواهن من القطاع الخاص، بينما يُحتمل أن يؤدي استمرار تقلص الموارد العامة إلى تعريض الجدارة الائتمانية السيادية للخطر. وينبغي أن تعمل البلدان على

تخفيف هذه المخاطر برسم خطط متوسطة الأجل لضبط أوضاع المالية العامة تراعي سياسات تحقيق الاستقرار في القطاع المالي وتأخذ الالتزامات الاحتمالية في الاعتبار.

المؤسسات المالية بحاجة إلى إعادة هيكلة إضافية لضمان قدرتها على الإقراض ودعم التعافي الاقتصادي

تشير قيود الطاقة الائتمانية إلى عدم وجود متسع للتراخي في تنقية الميزانيات العمومية لدى البنوك من الأصول متراجعة القيمة وغير السائلة وإنعاش أنشطة التوريق. وينبغي إجراء إصلاح مالي أعمق وتسوية أوضاع البنوك الضعيفة في بلدان كثيرة قبل أن يتسنى للسلطات أن تخرج خروجاً كاملاً من مرحلة الإمداد بالسيولة والتمويل، وهو ما يتطلب بذل الجهود من جديد لزيادة رؤوس أموال البنوك وتنقية ميزانياتها العمومية من الأصول المتعثرة. وتمثل الاختبارات الرسمية لقياس القدرة على تحمل الضغوط أدوات مهمة لتشخيص حالة البنوك بهدف رسم الاستراتيجيات الملائمة لإعادة رسملة القادرة على البقاء منها والعمل بعناية على تسوية أوضاع البنوك التي لا تمتلك مقومات البقاء. غير أنه ينبغي عدم التفكير في إعلان نتائج كل بنك على حدة ما لم يكن من الممكن أن يقترن ذلك بتقديم حلول فعالة لمعالجة أي نقص في رؤوس الأموال، علماً بأن عدم الإفصاح لا يعني عدم وجود مثل هذه الحلول إذا دعت الحاجة إليها.

الحوافز عامل حاسم في إصلاح سوق التوريق واستئناف نشاطه

نظراً لأهمية إصلاح أوضاع الوساطة الائتمانية، يبحث الفصل الثاني في دور التوريق الخاص ويجري تقييماً للمقترحات المطروحة من أجل استئناف نشاط السوق. وسوف يتعين الجمع بين وضع قواعد تنظيمية جديدة وتحسين ممارسات القطاع الخاص بغية تحقيق الاتساق بين الحوافز المقدمة للمؤسسات المشاركة في التوريق وتلافي إسهام هذا النشاط مرة أخرى في الاختلالات النظامية. ولدى إعادة تصميم القواعد التنظيمية وممارسات السوق، ينبغي الحفاظ على المزايا التي يحققها تحويل المخاطر الائتمانية إلى خارج النظام المصرفي وقدرة المقرضين على تنويع مصادر التمويل.

ويفيد هذا الفصل بأن إقامة سوق قوية للتوريق الخاص يقتضي اتخاذ إجراءات على مستوى السياسة في عدة مجالات، منها الإشراف من هيئات التصنيف الائتماني؛ والممارسات المحاسبية الملائمة؛ ورسوم رأس المال؛ وسياسات تجنيد احتياطي المخاطر. ويتعين تنسيق هذه الإجراءات بين الهيئات التنظيمية داخل البلد الواحد وكذلك

على المستوى الدولي. ويوضح هذا الفصل المخاطر المحتمل أن تنشأ عن التحركات غير المنسقة عن طريق دراسة الأثر المترتب على سياسات تجنيد الاحتياطات ومتطلبات رأس المال الإلزامي المفروضة على منشئي سندات الدين، كما يوضح أن هذه التحركات قد تعجز في بعض الحالات عن تشجيع عمليات الغزيلة والمراقبة، أو قد تؤدي في حالات أخرى إلى الوصول بتكلفة التوريق إلى مستوى باهظ. ومن شأن إجراء دراسات دقيقة عن الأثر المتوقع قبل تطبيق القواعد التنظيمية الجديدة أن يضمن الإلمام مسبقا بكيفية تفاعلها مع المتغيرات الأخرى ومدى إمكانية أن تسفر عن عواقب ضارة غير مقصودة.

ويبحث هذا الفصل أيضا مختلف المزايا والتكاليف التي ينطوي عليها إصدار السندات المغطاة برهن عقاري والتي تُجمَع فيها التدفقات النقدية الناشئة عن القروض ولكنها تظل مدرجة في الميزانية العمومية لجهة الإصدار. ويتمتع هذا الأسلوب بميزة إعطاء جهة الإصدار حافزا لغزيلة القروض ومراقبتها، ولكن الاحتفاظ برأسمال في مقابلها أمر لازم نظرا لاستمرار إدراجها في الميزانية العمومية، مما يقلل من مزايا التوريق. ومع ذلك، فإن مزايا التمويل بأسلوب الأسواق الرأسمالية – أي بيع السندات للمستثمرين – يسمح بحدوث المزيد من الوساطة. وعلى وجه العموم، يخلص هذا الفصل إلى أن هذا النموذج أيضا ينبغي تشجيعه بإصدار القوانين والقواعد التنظيمية الملائمة.

السياسات اللازمة كركيزة لتعافي النظام المالي وإصلاحه

كان رد فعل السياسات غير مسبوق في مواجهة اهتزازات أسواق التمويل والائتمان، وهناك أدلة أولية إيجابية بشكل عام رغم صعوبة استخلاص نتائج قاطعة بشأن المزايا طويلة الأجل. ويلقي الفصل الثالث نظرة مبكرة على التأثير الفوري قصير الأجل والآثار الأكثر تركزا في الأجل المتوسط والناشئة عن ردود أفعال السياسة التقليدية وغير التقليدية، بما في ذلك مدى إرسائها الاستقرار في الأسواق المالية وقت إعلانها.

بعض السياسات غير التقليدية كانت أكثر دعما من سواها

ينظر هذا الفصل في تأثير تصريحات التدخل الصادرة عن ١٣ اقتصادا من الاقتصادات المتقدمة. وقد بلغت التدخلات الرامية إلى دعم السيولة أقصى درجات الفعالية قبل أحداث انهيار بنك "ليمان براذرز"، ولكنها باتت أقل فعالية بعد أن اتضح أن الأزمة المالية أصبحت في عدد من البلدان أزمة إفسار وليس أزمة سيولة. وفي

المقابل، حققت تصريحات ضخ رؤوس الأموال أقصى درجات الفعالية في الحد من مخاطر توقف البنوك عن السداد في مرحلة ما بعد بنك ليمان، وهو ما ينطبق أيضا على ما أُعلن من احتمال اللجوء إلى عمليات شراء الأصول. وهناك نتيجة مهمة أخرى هي أن التدخلات التي استهدفت المؤسسات أو الأسواق المحلية كان لها آثار انتشارية ملموسة في البلدان الأخرى، وبأحجام نسبية تجاوزت في بعض الأحيان ما أحدثته في البلد الأصلي. ومن هنا تتأكد الأهمية البالغة التي تُعلق على تنسيق ردود الأفعال التي تصدر عن السياسات.

ورغم أنه من السابق لأوانه إجراء قياس أكيد لآثار إجراءات السياسة المذكورة على المدى الأطول، فإن الأدلة الأولية تشير إلى أن بعض التسهيلات أثبتت فعاليتها في دعم أنشطة التمويل وإصدار السندات. ومن أمثلة ذلك الضمانات التي فرضتها عدة بلدان على التزامات البنوك، وبرنامج تسهيلات الإقراض بضمان السندات المدعومة بأصول" في الولايات المتحدة وتأثيره على فروق أسعار الفائدة في الأسواق الثانوية وعلى إصدار سندات التمويل الاستهلاكي المدعومة بأصول، وقرار البنك المركزي الأوروبي القيام بعمليات شراء مباشرة للسندات المضمونة برهن عقاري، مما ساهم في تقليص فروق أسعار الفائدة وإنعاش نشاط الإصدار.

من السابق لأوانه سحب سياسات الدعم الرسمي، إنما يتعين رسم استراتيجية لإنهاء التدخل

رغم أنه لا يزال من المبكر إلغاء جميع السياسات التقليدية وغير التقليدية المنتهجة – حيث إن بعض البلدان ربما يكون بحاجة إلى موارد عامة إضافية – فقد حان الوقت لكي يبدأ صانعو السياسات النظر في كيفية إلغائها وتسلسل الخطوات الملائم لتحقيقه، ثم تشكيل خطة واضحة المعالم استعدادا للتنفيذ. غير أن توقيت التنفيذ يخضع لتعقيدات تتمثل في احتمال أن يكون بعض هذه السياسات فعالا حتى مع استخدامه المحدود، إذ أنه قد يكون معززا للثقة أو داعما لفئة من المؤسسات أو المستثمرين.

ويوضح الفصل الثالث بعض الاعتبارات المتعلقة بكيفية إلغاء السياسات غير التقليدية وتوقيت تنفيذه. وبوجه عام، إذا كان إيقاف العمل بأحد التسهيلات أمرا ممكنا عن طريق رفع تكاليفه أو الحد من توافره، فمن الممكن محاولة سحب الدعم الحكومي بالتدرج من القطاع الخاص. وينبغي النظر أولا في سحب السياسات عالية التكلفة أو التي لا تتسق تكاليفها مع المنافع المتحققة منها، وكذلك السياسات ذات الأثر التشويهي الملحوظ على الأسواق المالية. وتجدر الإشارة إلى أن طابع الأزمة العالمي واختلاف أنواع السياسات غير التقليدية المتبعة يحتمل توجيه اهتمام إلى تأثير إلغاء هذه السياسات عبر الحدود. وقد يكون التنسيق مفيدا في هذا الخصوص،

وخاصة فيما يتصل بسحب ضمانات الديون المصرفية عبر البلدان المختلفة حيث يُحتمل نشوء فرص للمراجعة. ويشكل التواصل الواثق بشأن استراتيجية الانسحاب عنصرا حاسما أيضا. وفي هذا السياق، قد يكون من الأجدى للتأثير على توقعات السوق استخدام علامات إرشادية – أي مؤشرات لأوضاع السوق وليس تواريخ نهائية قاطعة. ونظرا لأن هذا المنهج يمثل لصانعي السياسات أرضا غير مطروقة، فقد يكون من الملائم إجراء بعض التجارب لاختبار ظروف السوق. وهنا ينبغي ألا يُنظر إلى إعادة بعض التسهيلات السابق إلغاؤها، إذا استدعى الأمر ذلك، باعتباره انتكاسة في المسار المقرر.

الرؤية الواضحة لكيفية تنظيم النظام المالي في المستقبل أمر ضروري لتحقيق الوضوح وتعزيز الثقة

إلى جانب ما يحققه رسم استراتيجية محددة الملامح لإيقاف العمل بالسياسات التقليدية، فسوف تتعزز الثقة في النظام المالي مع تحقق الوضوح بشأن الإصلاحات التنظيمية المطلوبة مستقبلا لمعالجة المخاطر النظامية. وينبغي ألا يكون انخفاض مخاطر الأحداث المتطرفة في الآونة الأخيرة دافعا لتراخي الجهود التي تبذلها السلطات لرسم المسار الملائم صوب نظام مالي أكثر صلابة. ويتعين صياغة منهج شامل يسهل فهمه حتى يتسنى للقطاع الخاص التخطيط على النحو الملائم.

وينبغي إعطاء الأولوية لإصلاح البيئة التنظيمية بغية إحداث انخفاض كبير في احتمالات عودة الأزمة. ولا يقتصر هذا الإصلاح على تحديد مقدار الزيادة اللازمة في رأس المال ومخصصات الخسائر واحتياطيات السيولة، وإنما يمتد أيضا إلى تحديد كيفية استعادة الانضباط السوقي عقب مرحلة الدعم المكثف من القطاع العام للمؤسسات ذات الأهمية النظامية في كثير من البلدان. وهناك بالفعل مقترحات من شأنها أن تقطع شوطا نحو إزالة الطابع المسامر للاتجاهات الدورية الذي يتسم به النظام المالي وأن تزيد من احتياطيات مواجهة الخسائر واضطرابات السيولة. ولكن العمل الشاق سيأتي لاحقا عند تحديد غرامات عدم كفاية رأس المال، وأقساط التأمين، وقواعد الرقابة وتسوية الأوضاع، وسياسات المنافسة التي تحول دون الاعتقاد بأن أي مؤسسة "أكبر من أن تفشل". ومن المفيد في هذا المسعى تقديم إرشادات مبكرة تحدد المعايير التي تُعرّف على أساسها المؤسسات والأسواق ذات الأهمية النظامية – على غرار الإرشادات التي يقوم بصياغتها صندوق النقد الدولي ومجلس الاستقرار المالي وبنك التسويات الدولية لمجموعة العشرين. وبمجرد تحديد هذه المؤسسات والأسواق، سيتعين صياغة وتطبيق نوع من الرسوم الإضافية على مساهماتها الحدية في المخاطر النظامية أو إيجاد حوافز سلبية تحول دون هذه المساهمات.

يلزم اتباع منهج عالمي يقوم على السلامة الاحترازية الكلية في صنع السياسات حتى يتسنى استعادة الانضباط السوقي وضمان وضمان الحفاظ على مزايا التكامل المالي

يتمثل التحدي الآخر في وضع هذه الإصلاحات ضمن إطار متكامل للسياسة يقوم على السلامة الاحترازية الكلية ويتيح لكل من المؤسسات المحلية والخارجية أن تعمل في بيئة آمنة. وهناك إدراك سائد حالياً بأن مزيجاً من سياسات السلامة الاحترازية الجزئية والسياسات الاقتصادية الكلية كان يعمل على في اتجاه معاكس للدورة الاقتصادية وأدى إلى تزايد الرفع المالي وتراكم المخاطر النظامية. وعلى صانعي السياسات أن ينظروا في السبل التي تؤدي إجراءاتهم من خلالها إلى تفاقم المخاطر النظامية، بغض النظر عما إذا كانوا يشرفون على السياسة النقدية أو سياسة المالية العامة أو السياسة المالية.

وينبغي أن يمتد التعاون والاتساق في مجال السياسات إلى ما وراء الحدود. فالعلاقات عبر الحدود بين المؤسسات والأسواق أصبح يستحيل معها أن يعمل صانعو السياسات على نحو أحادي الجانب دون أن يسفر ذلك عن عواقب على البلدان الأخرى. غير أن هناك خطر نشأ في أعقاب الأزمة هو أن بعض البلدان سوف يرغب في تطويق مؤسساته والانسحاب من الأسواق العالمية لحماية اقتصاداته المحلية من الصدمات الخارجية. لكن ما نحتاجه الآن هو طريقة تكفل لنا الاستفادة من تزايد التكامل المالي، مع ضمان احتواء الآثار الانتشارية السلبية المحتملة ووضوح أدوار السلطات في بلد الموطن والبلد المضيف. وبينما يمضي صانعو السياسات في تنفيذ هذه المهمة الصعبة، يمكن أن يقوم الصندوق بدور حافز من خلال أنشطته الرقابية وعمله المعني بالروابط الاقتصادية الكلية والمالية العالمية.