

موجز للصحافة

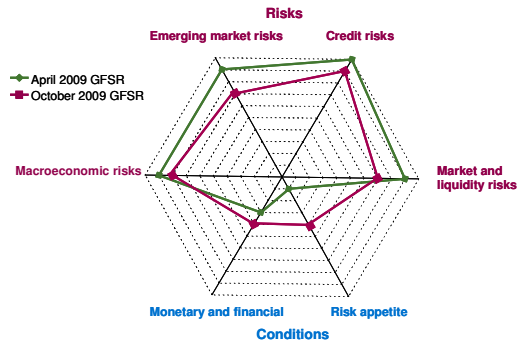
الفصل الأول - خوض غمار التحديات المالية المقبلة

تقرير الاستقرار المالي العالمي، عدد أكتوبر ٢٠٠٩

النقاط الأساسية

- شهد الاستقرار المالي العالمي تحسُّناً، ولكن لا تزال المخاطر مرتفعة.
- تشير التقديرات إلى تحسُّن الخسائر العالمية ببلوغها ٣,٤ تريليون دولار أمريكي. ولكن يُتوقع أن يزداد تدهور قروض البنوك - إذ لم يتم بعد إثبات أكثر من نصف تخفيضات قيم أصولها.
- يواجه صانعو السياسات تحديات ملموسة على المدى القريب. وتشمل هذه التحديات ضمان كفاية نمو الائتمان لدعم تعافي الاقتصاد، ووضع استراتيجيات خروج مناسبة، وإدارة المخاطر الناشئة عن الاقتراض الحكومي المكثف.

Figure 1. Global Financial Stability Map

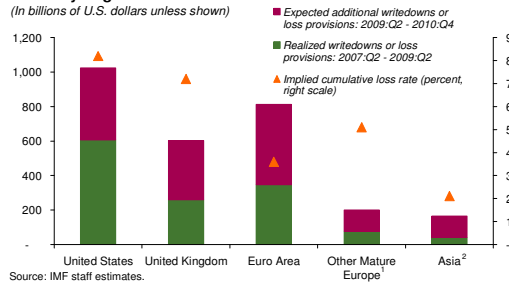


Source: IMF staff estimates.
Note: Closer to center signifies less risk, tighter monetary and financial conditions, or reduced risk appetite.

شهد الاستقرار المالي العالمي تحسُّناً في أعقاب الإجراءات غير المسبوقة التي أُخذت على مستوى السياسات وظهور دلائل التعافي الاقتصادي. وغير أن المخاطر لا تزال مرتفعة ككل ومخاطرة تبدل المسار كبيرة (الشكل البياني ١). وتشير تقديراتنا للخسائر العالمية الناجمة عن الأزمة بالنسبة للفترة من ٢٠٠٧-٢٠١٠ إلى بلوغها في الوقت الحالي نحو ٣,٤ تريليون دولار أمريكي (أي أقل من تقديرات العدد الأخير من تقرير الاستقرار المالي العالمي بنحو ٦٠٠ مليار دولار أمريكي)، مما يرجع في معظمه لتزايد قيم الأوراق المالية.

ولا تزال المؤسسات المالية تواجه ثلاثة تحديات أساسية - إعادة بناء رؤوس أموالها، وتعزيز أرباحها، والانسحاب تدريجياً من الدعم التمويلي الحكومي. ورغم أن تخفيضات قيم الأصول من جانب المؤسسات المالية بدأت تتناقص، فإن

Figure 2. Realized and Expected Writedowns or Loss Provisions for Banks by Region
(In billions of U.S. dollars unless shown)

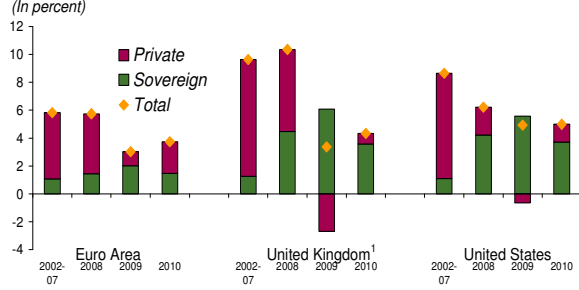


Source: IMF staff estimates.
Includes Denmark, Iceland, Norway, Sweden, and Switzerland.
Includes Australia, Hong Kong SAR, Japan, New Zealand, and Singapore.

تدهور الائتمان سيظل هو السبب في زيادة خسائر القروض على مدار السنوات القليلة القادمة. وبينما وصلت التخفيضات المحققة في قيم حيازات البنوك من القروض والأوراق المالية في الفترة بين منتصف عام ٢٠٠٧ ومنتصف ٢٠٠٩ إلى ١,٣ تريليون دولار أمريكي، فإن تقديراتنا تشير إلى أنه سيتم إثبات تخفيضات فعلية ومحتملة بمبلغ ١,٥ تريليون دولار أمريكي حتى نهاية عام ٢٠١٠ (الشكل البياني ٢). وفي حين تحسنت مراكز وآفاق رؤوس أموال

البنوك بدرجة كبيرة منذ العدد الأخير من تقرير الاستقرار المالي العالمي، فمن غير المتوقع أن توازن أرباحها تخفيضات قيم الأصول بالكامل في الفترة القادمة. وعلى الرغم من أن البنوك لديها رؤوس الأموال الكافية التي تمكنها من البقاء، فإنها لا تزال تترزح تحت الضغوط الناشئة عن خفض نسب الرفع المالي. ومع ترجيح زيادة انخفاض الأرباح في الحالة المستقرة في أوضاع ما بعد الأزمة، سوف يتعين اتخاذ إجراءات أقوى لتعزيز رؤوس أموال البنوك وقدرتها على تحقيق الأرباح من أجل دعم أنشطة الإقراض.

Figure 3. Growth of Nonfinancial Sector Debt: History and Projected Borrowing Needs
(In percent)



Source: IMF staff estimates.

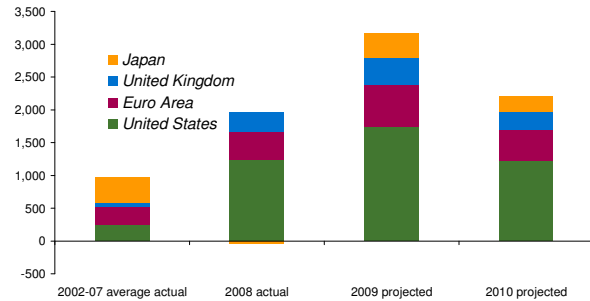
Note: Data for 2002-07 represent average annual totals while 2009 and 2010 are projected borrowing needs. Total growth is broken down into private and sovereign contributions.

¹There was no reliable fit for corporate credit demand in the United Kingdom, so the U.S. model was used as a proxy.

ويواصل ائتمان القطاع الخاص انكماشه في الإقتصادات الرئيسية مع ما يفرضه ضعف النشاط وخفض نسب الرفع المالي في قطاع الأسر من قيود على الطلب على الائتمان في القطاع الخاص ونتيجة استمرار ضعف القدرة التمويلية للقطاعين المصرفي وغير المصرفي (الشكل البياني ٣). غير أن احتياجات الاقتراض الكلية لا تتراجع بنفس السرعة، نتيجة تفاقم العجز في القطاع العام. والأرجح أن يؤدي ذلك إلى ضيق الائتمان المتاح. وقد يلزم توفير الدعم المستمر من البنوك المركزية للمساعدة في تخفيف هذا الضيق.

وانخفضت مخاطر طرف المنحنى في الأسواق الصاعدة بفضل قوة تدابير السياسة المتخذة. وقد حققت آسيا وأمريكا اللاتينية أكبر استفادة من استقرار الأسواق الأساسية وحدث انتعاش في تدفقات استثمارات الحافظة. غير أن مخاطر إعادة التمويل والتوقف عن السداد في قطاع الشركات لا تزال مرتفعة نسبياً، حيث تواجه الشركات في السنتين القادمتين أعباء إعادة تمويل ديون مقومة بالعملة الأجنبية بقيمة ٤٠٠ مليار دولار أمريكي. والوضع أشد قسوة في أوروبا الصاعدة، حيث تتراجع إيرادات الشركات تراجعا حادا نتيجة الركود وقد وقعت بالفعل عدة حالات كبيرة من حالات التوقف عن السداد، غير أن هذا الوضع يشكل مصدر قلق أيضا للشركات الأصغر الممولة بالديون في آسيا وأمريكا اللاتينية. والبلدان الأشد اعتمادا على التمويل الخارجي والعاير للحدود هي الأكثر عرضة للمخاطر.

Figure 4. Net Sovereign Debt Issuance in Mature Markets
(In billions of U.S. dollars)



Source: IMF staff estimates.

Note: Numbers are converted to U.S. dollars at current exchange rates. Net issuance includes bonds and bills.

ويؤدي تحويل المخاطر من القطاع الخاص إلى الميزانية العمومية للقطاع العام إلى إثارة المخاوف من احتمال تعرض أسعار الفائدة الأطول أجلا إلى ضغوط باتجاه الصعود ما لم تلتزم الحكومات بصدق بتأمين استمرارية أوضاع المالية العامة في الأجل المتوسط وتثبيت التوقعات. ورغم أنه يتوقع تراجع صافي الإصدارات السيادية في الفترة ٢٠١٠-٢٠١٢ مقارنة

بتوقعات عام ٢٠٠٩، فمن المرجح أن يستمر أعلى كثيرا من متوسطه في الفترة ٢٠٠٢-٢٠٠٧، مع بقاء عجز المالية العامة مرتفعا (الشكل البياني ٤). ويشير تحليل بيانات السلاسل الزمنية المقطعية التاريخية إلى أن زيادة مستمرة بمقدار نقطة مئوية واحدة في عجز المالية العامة كنسبة من إجمالي الناتج المحلي يؤدي إلى حدوث زيادة في أسعار الفائدة طويلة الأجل قدرها ١٠ إلى ٦٠ نقطة أساس.

وعلى الرغم من تراجع المخاطر النظامية، فإن التحديات على مستوى السياسات لا تزال كبيرة. ويتعين على صانعي السياسات (١) ضمان كفاية النمو الائتماني لدعم التعافي الاقتصادي الوليد؛ و(٢) وضع استراتيجيات خروج مناسبة؛ و(٣) إدارة المخاطر المرتبطة بالضغط على الميزانيات العمومية السيادية؛ و(٤) الحفاظ على التوازن بين القواعد التنظيمية وقوى السوق في الحد من المخاطر النظامية مستقبلا. وفيما يتعلق بالأجل المتوسط، ينبغي أن يسعى صانعو السياسات إلى استعادة انضباط السوق، والتصدي للمخاطر التي تفرضها المؤسسات ذات الأهمية بالنسبة للنظام المالي، وتأسيس منهج لسياسة السلامة الاحترازية الكلية، وتعزيز الإشراف على المؤسسات المالية عبر الحدود.

موجز للصحافة

الفصل الثاني – استئناف النشاط في أسواق التوريق: مقترحات ومزالق

تقرير الاستقرار المالي العالمي، عدد أكتوبر ٢٠٠٩

إعداد: جون كيف، جودي سكارلاتا، أندرياس جوبست، مايكل كيسر

النقاط الأساسية

- يحقق التوريق السليم منافع مهمة – من أجل زيادة الكفاءة في تخصيص الائتمان، وتحويل مخاطر الائتمان من القطاع المصرفي إلى مؤسسات استثمارية أكثر تنوعاً، وتهينة المخاطرة والعائد بمزيد من الدقة كي تتلاءم مع احتياجات المستثمرين النهائيين المحتملين.
- في حالة عدم استئناف نشاط التوريق، سوف تكون التكلفة هي إطالة أمد الضغوط التي يفرضها التمويل المصرفي وتقلص الائتمان واستمرار ضرورة أن تتحمل البنوك المركزية والحكومات أي نقص.
- ينبغي ألا يلتفت نموذج التوريق الجديد إلى الأسواق البارزة التقليدية وأن ينشئ أسواقاً تفي بالاحتياجات التمويلية للمقرضين دون زيادة تعقد المنتجات الائتمانية أو زيادة الرفع المالي.
- هناك مقترحات متنوعة لاستئناف التوريق على أساس قابل للاستمرار – مثل زيادة رأس المال الإلزامي، وتشديد المعايير المحاسبية للكيانات خارج الميزانية العمومية، وشروط تجنب الاحتياطات، وشروط الإفصاح المعززة – وكلها مقترحات في الاتجاه الصحيح.
- غير أن اقتران هذه المقترحات، إذا نُفذت مجتمعة، يمكن أن يتسبب في تكلفة باهظة. وعلى ذلك، ينبغي إجراء دراسات لتحديد تأثيرها قبل أن تدخل حيز التنفيذ بغية التأكد من أن اقترانها يعزز التوريق السليم – ولا يتسبب في خنقه.

ترجع الزيادة الكبيرة والمستمرة في أنشطة التوريق خلال الفترة ٢٠٠٥-٢٠٠٧ إلى عدم اتساق الحوافز التي تقدمها المصادر المختلفة – حيث تفاعلت جهود جهات الإصدار وهيئات التصنيف الائتماني لتتسبب في فرط تقويم الأوراق المالية، وأدت المراجعة التنظيمية والمحاسبية إلى حفز الهياكل والمنتجات الاستثمارية غير الملائمة، وتلقت أنشطة الإصدار دفعة حافزة من نظام الأجور الذي يركز على الأجل القصير ويقوم على معيار الأداء. كذلك أخفق الكثير من المستثمرين في تطبيق إجراءات العناية الواجبة الملائمة على مراكزهم الاستثمارية في مجال التوريق، وهو ما يُعزى

في الغالب إلى عدم توافر المعلومات اللازمة بسهولة. وعندما برزت أوجه الضعف القائمة — التي كان من أسباب بروزها تزايد حالات عجز المقترضين على السداد وانهيار التسعير — حدث هبوط كبير في أسعار المنتجات المورقة وإصداراتها وتوقف العمل فعليا في جانب كبير من السوق خلال عامي ٢٠٠٨ و ٢٠٠٩.

وينظر هذا الفصل في صعود وهبوط أسواق الأوراق المالية ذات العلامة الخاصة ويجري تقييمها لمبادرات متنوعة تهدف إلى استئناف العمل فيها على أساس قابل للاستمرار. وتتوخى هذه المقترحات تصحيح عدم اتساق الحوافز والحد من فرص مراجعة القواعد التنظيمية، الأمران اللذان شكلا عبئا على كفاءة توزيع المخاطر، وتسببا في إضعاف الانضباط السوقي، وشجعا الخروج عن معايير الرقابة وضمان الاكتتاب. وتتضمن المقترحات الجاري مناقشتها زيادة الرسوم على رأس المال التنظيمي، وتشديد المعايير المحاسبية المطبقة على نقل الأصول إلى خارج الميزانية العمومية، وزيادة شروط الاحتياطات المجنبية الإلزامية على منشئي الأصول المورقة، وزيادة شروط الإفصاح.

وعلى وجه الخصوص، يتضمن هذا الفصل تقييمها للمبادرات المطروحة في الولايات المتحدة وأوروبا لتنفيذ شرط ينص على تجنب احتياطات لا تقل نسبتها عن ٥% بما يجعل لمنشئي الأصول المورقة مصلحة أكبر يحرصون عليها ("skin in the game")، مع التأكد من أن هناك من يضطلع بمسؤولية المراقبة وضمان الاكتتاب مُراعيا في ذلك العناية الواجبة. ويوضح الفصل أن مرونة التنفيذ أمر لازم لتحقيق اتساق واسع النطاق في الحوافز المقدمة، نظرا لما يتاح لمنشئي المنتجات المورقة من حوافز متفاوتة في درجة حثها على غربة القروض، كلما تغيرت احتمالات عدم السداد واختلفت الظروف الاقتصادية ومستويات جودة القروض.

المقترحات على مستوى السياسات

تنبثق عن هذا الفصل عدة مقترحات تتعلق بالسياسات، بعضها يشمل الأنشطة الموضوعية قيد الدراسة بالفعل والتي تبني على مقترحات وردت في أعداد سابقة من تقرير الاستقرار المالي العالمي.

- ينبغي أن تعمل السياسات على الحد من حوافز "التسوق" للمفاضلة بين أسعار الفائدة ومراجعة المتطلبات التنظيمية المتعلقة بمرتبة التصنيف الائتماني، وهو ما يشمل اشتراط إفصاح الهيئات المختصة بالتصنيف الائتماني عن منهجياتها المتبعة ونشرها البيانات المتوافرة لديها عن أداء مراتب التصنيف الائتماني، مع الحد من اعتماد الأجهزة التنظيمية على المراتب الائتمانية.
- ينبغي تحديد الشروط المتعلقة بتجنب الاحتياطات تبعا لنوع المنتج المالي، والمخاطر التي ينطوي عليها، والظروف الاقتصادية المرتقبة — وما لم يتحقق ذلك، يتعين أن يختار صانعو السياسات نظاما لتجنب الاحتياطات يمثل البديل الأفضل الثاني الذي يغطي معظم النتائج.

- ينبغي تعزيز الإفصاح عن الكشوف المالية ومراعاة الشفافية فيها، وخاصة فيما يتعلق بالانكشافات المدرجة في الميزانية العمومية. غير أن عمليات الإفصاح ينبغي أن تركز على المعلومات ذات الأهمية النسبية الملموسة وألا تُثقل كاهل المورقين أو المستثمرين ببيانات مفرطة غير ذات علاقة وثيقة.
 - ينبغي إجراء تعديل في مستحقات شركة التوريد بحيث تغطي أفقا زمنيا أطول، وهو هدف تقربنا إليه التغييرات في المعايير المحاسبية المطبقة على عمليات التوريد.
 - ينبغي تبسيط المنتجات المورقة وتوحيدها من أجل تحسين السيولة، بما يضمن أن تكون الأسعار انعكاسا أصدق للمعاملات الفعلية.
- وعلى ذلك فإن الرسالة الأساسية التي يتضمنها هذا الفصل هي ضرورة الحرص في تقييم التفاعل بين كل هذه التدابير قبل تنفيذها، وإن كان كل منها يستهدف الوجهة الصحيحة بمفرده. وينبغي إجراء دراسات لتحديد الأثر بغية التأكد من أنها مجتمعة تشجع التوريد على أساس قابل للاستمرار.

موجز للصحافة

الفصل الثالث – التدخل في السوق أثناء الأزمة المالية: ما مدى فعاليته

وكيف يمكن إنهاؤه؟

تقرير الاستقرار المالي العالمي، عدد أكتوبر ٢٠٠٩

إعداد: إيفي بساليدا، فوتر إسنبرغ، أندرياس جوبست، كازوهيرو ماساكي، سيلفيا نوفاك

النقاط الأساسية

- رغم أنه من السابق لأوانه إجراء تقييم شامل لفعالية التدخلات المضادة للأزمة في الأجل الطويل، فإن التحليل التجريبي الذي يتضمنه هذا الفصل يشير إلى أن ما صدر من تصريحات عن التدخل لمعالجة الأزمة أثبتت فعالية في تهدئة الأسواق المالية المتراجعة.
- بالنظر إلى هدف تهدئة الأسواق على المدى القصير، يُلاحظ أن تصريحات دعم السيولة بلغت أعلى درجات الفعالية في المراحل الأولى من الأزمة، بينما بلغت الرسملة المصرفية وعمليات شراء الأصول أعلى درجات الفعالية في مراحلها الأخيرة.
- من حيث الفعالية على المدى الطويل، تشير استنتاجاتنا الأولية إلى أن أسعار السوق بدأت تستقر بالنسبة لبعض المنتجات المالية وأن إصدار سندات الدين بدأ ينشط استجابة للتدابير غير المسبوقّة المتخذة في القطاع العام لمواجهة الأزمة.
- ينبغي الاسترشاد بمعيّار عودة الثقة الدائمة في صحة المؤسسات والأسواق المالية عند تحديد إمكانية إنهاء التدخلات المضادة للأزمة. وللحفاظ على استقرار الأسواق وإدارة التوقعات، تُعلّق أهمية على التواصل الواضح بشأن إلغائها – ليس فقط فيما يتصل بتوقيت البدء فيها وإنما أيضا من حيث كيفية تصميم العملية بأكملها.

يتضمن هذا الفصل تقديرا للتدخلات التي أعلنتها السلطات في الأسواق المتقدمة الكبرى وقامت بتنفيذها أثناء الأزمة المالية الراهنة من حيث فعاليتها في تهدئة الأسواق المتراجعة واستعادة الاستقرار المالي. وإلى جانب النظر المبدئي في تأثير هذه التدخلات المضادة للأزمة على الأسواق المستهدفة المقصودة، يناقش هذا الفصل عملية إنهاؤها في سياق مناقشة وجيزة لقضايا التوقيت وتسلسل الخطوات وتشوهات السوق.

ويتناول الفصل ثلاث قضايا رئيسية:

ما مدى فعالية ما أُعلن بشأن التدخلات المضادة للأزمة في التوصل إلى تهدئة الأسواق؟

جاء انحسار التوتر في القطاع المصرفي واستعادة شيء من الاكتفاء الذاتي في معظم أسواق الديون المتعثرة ليشكل إشارات واعدة تفيد بأن أعمق تدخلات القطاع العام في القطاع المالي منذ الكساد الكبير قد ساعدت على كبح المخاوف المتعلقة بالمخاطر النظامية. وقد صدرت تجاه الأزمة ردود أفعال سريعة على مستوى السياسات اتسمت ببعض الفعالية أيضا في تهدئة الأسواق المالية وعودة الأسواق إلى العمل.

واستند التحليل إلى دراسة للأحداث تناولت التصريحات المعلنة في ١٣ اقتصادا متقدما في فترة عامين (يونيو ٢٠٠٧ إلى يونيو ٢٠٠٩). وخلصت دراسة الأحداث إلى أن دعم السيولة كان بالغ الفعالية في تهدئة الأسواق المالية في بيئة يخيم عليها عدم اليقين الشديد ومخاطر الطرف المقابل المرتفعة، كالبينة التي سادت في المرحلة المبكرة من الأزمة حينما كانت المخاوف متعلقة بسيولة التمويل في المقام الأول.

ومع تحول الأزمة من أزمة سيولة إلى أزمة إفسار، كانت التصريحات التي أصدرتها السلطات حول إعادة رسملة البنوك وعمليات شراء الأصول بالغة الفعالية، إذ أن هذه التدابير ساعدت على تخفيف مخاطر الائتمان.

ما مدى فعالية التدخلات المضادة للأزمة على المدى الأطول؟

رغم أنه من السابق لأوانه إجراء تقييم شامل للفعالية طويلة الأجل، فمن الممكن الاستفادة من تقييم عدة جوانب إلى أن يصبح الوقت ملائما. ويبحث هذا الفصل مدى الفعالية الأطول أجلا عن طريق النظر في أحجام الإصدارات والتحركات السعرية العامة للأدوات المالية التي حاولت السلطات التأثير عليها. ومن الصعب للغاية ربط كل تدخل محدد يتم عن طريق السياسات بمستوى فعالية التدخلات على المدى الأطول نظرا لتداخل أحداث أخرى وتأثير غيرها من العوامل المُربكة، لكن الاستنتاجات الأولية تفيد بأن بعض أسعار السوق في طريقه إلى الاستقرار وإصدار سندات الدين بدأ يعود إلى الانتعاش.

متى ينبغي أن إنهاء دور القطاع العام في تدابير التصدي للأزمة، وكيف يمكن القيام بذلك؟

على وجه العموم، ينبغي أن تكون عودة الثقة الدائمة في صحة المؤسسات والأسواق المالية هي المعيار المرشد لإنهاء دور البنوك المركزية والحكومات في التدخلات المضادة لأزمة النظام المالي. ونظرا لاختلاف الظروف الاقتصادية والمالية باختلاف البلدان، فلا يوجد نمط موحد لتوقيت إلغاء التسهيلات التي وضعها القطاع العام أثناء الأزمة ولا لتسلسل الخطوات المؤدية إلى إلغائها.

ومع ذلك، لا تزال هناك بعض المبادئ التي تنطبق بشكل عام:

- ١- ينبغي أن تشمل الاستراتيجية التي تحدد التوقيت والكيفية الملائمين لإنهاء تدابير الأزمة على إدارة توقعات السوق والحفاظ على التواصل الواضح من الجانبين حول توقيت البدء وكيفية تنفيذ استراتيجيات الإنهاء.
- ٢- من الأهمية بمكان أن يتم التخطيط لتفادي فرص المراجعة إما عبر القطاعات أو عبر الحدود الوطنية. فعلى سبيل المثال، يُفضّل أن تعمل البلدان، حيثما أمكن، على تنسيق إلغاء الضمانات الحكومية على سندات الدين المصرفي.
- ٣- بالنسبة للتدابير الحكومية في القطاع المالي، ينبغي إعطاء الأولوية للخروج من برامج الدعم القائمة التي تترك أثرا تشويها ملحوظا على الأسواق المالية وتتطوي على التزامات احتمالية كبيرة على الحكومة. ويظل من الضروري الموازنة بين توقيت هذه القرارات وطرائق تنفيذها من ناحية وحالة الأسواق المالية، وخاصة إلى أي مدى لا تزال هشة أو تنقصها السيولة، من ناحية أخرى.