

تقرير الاستقرار المالي العالمي

مستجدات الأسواق المالية

يناير ٢٠٠٩

إدارة الأسواق النقدية والرأسمالية

تقرير الاستقرار المالي العالمي

مستجدات الأسواق المالية

٢٨ يناير ٢٠٠٩

تعكس الأوضاع السائدة في الأسواق المالية العالمية استمرار الضغوط الناشئة عن تخفيض نسب الرفع المالي على خلفية هبوط يزداد عمقا في النشاط الاقتصادي. فبالرغم من وفرة السياسات القائمة في هذا الخصوص، يُلاحظ أن النظام المالي لا يزال خاضعا لضغوط مكثفة، وأن تفاقم الأوضاع الاقتصادية يُولد تخفيضات كبيرة مستمرة في قيم أصول المؤسسات المالية. ولمواجهة هذه الأوضاع، يجري العمل على تقليص الميزانيات العمومية عن طريق مبيعات الأصول وسداد القروض التي يحل أجل استحقاقها. وقد أسفرت هذه الإجراءات عن تكثيف الضغوط الخافضة لأسعار الأصول والحد من توافر الائتمان. وتمثل استعادة القدرات الوظيفية للقطاع المالي وتعزيز الثقة فيه عنصرين ضروريين لتعافي الاقتصاد. غير أن الضرورة تقتضي اتخاذ إجراءات أكثر حسمًا من جانب صانعي السياسات والأطراف المشاركة في السوق حتى تتم العملية اللازمة لتخفيض نسب الرفع المالي بشكل أقل افتقارا إلى النظام. وينبغي العمل على سرعة التنفيذ الكامل لمنهج شامل من ثلاث ركائز – بما في ذلك توفير السيولة، وضخ رؤوس الأموال، والتصرف في الأصول المتعثرة بغية التشجيع على تنقية الميزانيات العمومية. وفي نفس الوقت، سوف يتطلب الأمر تعاونًا دوليًا يكفل الترابط والاتساق اللازمين لوضع أسس يقوم عليها الاستقرار المالي.

تكثفت المخاطر على الاستقرار المالي منذ أكتوبر ٢٠٠٨. فقد زادت المخاطر الاقتصادية الكلية مع حدوث تراجع عالمي حاد اقترن بتباطؤ شديد في النشاط التجاري العالمي. كذلك ازدادت مخاطر الائتمان مع الارتفاع المستمر في خسائر القروض. وفي نفس الوقت، ارتفعت تكاليف التمويل نتيجة الهروب من الأصول عالية المخاطر والافتقار إلى السيولة السوقية، بينما انخفضت أسعار التمويل الخالي من المخاطر في ظل تيسير السياسة النقدية. وتستنشر بلدان الأسواق الصاعدة أيضا آثار المشكلات المالية والاقتصادية التي تمر بها الاقتصادات المتقدمة، ومن المحتمل أن يؤدي انسحاب المستثمرين على نحو مفاجئ من الاستثمار في أصول الأسواق الصاعدة وارتفاع تكاليف التمويل إلى إضاعة بعض المكاسب الاقتصادية التي تمكنت هذه البلدان من تحقيقها في السنوات الأخيرة.

وقد تحسنت القدرات الوظيفية في السوق مع نهاية عام ٢٠٠٨ بالنسبة لعدد من فئات الأصول. غير أن التفاعل السلبي ازداد كثافة بين الاقتصاد والقطاع المالي مع تأزم الضائقة الائتمانية وانتشارها في بلدان العالم المختلفة، مع استمرار الاضطراب السائد في مستويات الثقة بين المؤسسات المالية المقابلة. وبالفعل، تسببت الصدمة التي لحقت مؤخرا بأرباح البنوك وغير ذلك من الأخبار الاقتصادية السيئة في فرض ضغوط خافضة لأسعار أسهم البنوك، كما أن اتساع فروق العائد على مبادلات مخاطر الائتمان يشير إلى استمرار المستوى المرتفع للمخاطر النظامية (الشكلان البيانيان ١-١ و ٢-١). ورغم عمليات ضخ رؤوس الأموال التي قامت بها الحكومة، فإن كثيرا من البنوك حول العالم قد لا يمتلك هامشا كافيا من رأس المال يسمح باجتتاب هبوط عميق في النشاط الاقتصادي العالمي.

وقد تأثرت قدرة صانعي السياسات على معالجة الأزمة بصعوبة متابغة الزيادة المستمرة في حجم ونطاق عمليات تخفيض قيم الأصول التي تتحملها المؤسسات المالية، إلى جانب استمرار ضغوط التمويل الكبيرة. وهناك ضعف حاد في الوساطة الائتمانية وفي مستوى الثقة فيها، وهو ما سترك أثرا كبيرا على احتمالات تعافي الاقتصاد وقدرة المؤسسات على جذب رأس المال اللازم من مستثمري القطاع الخاص. وما لم يتخذ صانعو السياسات مزيدا من الإجراءات الحاسمة في هذا الصدد، فإن هذا الوضع ينذر بالتفاقم، نظرا لأن البنوك، سواء كانت مؤسسات في بلدان متقدمة أو بلدان أسواق صاعدة، وبدرجة أقل كيانات ذات سيادة، تواجه مخاطر عدم القدرة على تجديد جانب كبير من الديون القائمة في السنوات القادمة.

وبخلاف النظام المصرفي، تتزايد المخاوف النظامية تجاه شركات التأمين وصناديق التقاعد. فشركات التأمين تتسم بانكشافها الكبير لمخاطر أصول تشهد تدهورا حادا في مستوى جودتها. أما صناديق التقاعد فقد ألحقت بها الأزمة ضررا بالغا أيضا على جانب الأصول.

استمرار التخفيضات في قيم الأصول

تمكنت البنوك حتى الآن من الحصول على رأس مال كاف لتحييد أثر التخفيضات الحالية في قيم الأصول، وإن كان ذلك يرجع في الأساس إلى عمليات ضخ رؤوس الأموال الضخمة التي قام بها القطاع العام في الربع الرابع من العام (الشكل البياني ٢). وبسبب تفاقم أوضاع الائتمان التي تؤثر على مجموعة واسعة من الأسواق، رفعنا تقديرونا للتدهور الممكن في الأصول الائتمانية المنشأة في الولايات المتحدة والتي تحملها بنوك وغير بنوك من ١,٤ تريليون دولار أمريكي في عدد أكتوبر ٢٠٠٨ من تقرير الاستقرار المالي العالمي إلى ٢,٢ تريليون دولار أمريكي. وقد حدث الجانب الأكبر من هذا التدهور في شريحة الأصول التي تقوم بسعر السوق (ومعظمها من الأوراق المالية)، وخاصة سندات دين الشركات والعقارات التجارية، ولكن التدهور حدث أيضا في محافظ القروض لدى البنوك، وهو ما يمثل انعكاسا لضعف آفاق الاقتصاد. وبالنظر إلى الفترة المقبلة، سوف تحتاج البنوك إلى رؤوس أموال إضافية أيضا مع استمرار

ارتفاع الخسائر المتوقعة. ومن الصعوبة بمكان وضع تقديرات محددة في هذا الخصوص على مستوى العالم، ولكن تقديراتنا التقريبية لتخفيضات قيم الأصول المتوقعة خلال عامي ٢٠٠٩ و ٢٠١٠، والتي تقابلها بشكل جزئي الإيرادات المرتقبة على مدار نفس الفترة، تشير إلى نقص صاف في رأس المال بواقع نصف تريليون دولار أمريكي على الأقل بالنسبة لبنوك أوروبا والولايات المتحدة (بما في ذلك انكشاف هذه البنوك للأصول المقيمة ليس في الولايات المتحدة فقط وإنما أيضا في أوروبا والأسواق الصاعدة). ويعني ذلك بالنسبة للبنوك الأوروبية والأمريكية معا أن هذا الكم من رأس المال الجديد ضروري لمجرد الحيلولة دون زيادة التدهور في رؤوس أموالها. وإضافة إلى ذلك، فإن رفع مستوى الثقة في النظام المصرفي يتطلب ضخ رؤوس أموال إضافية، مع اتخاذ تدابير قوية لتخليص الميزانيات العمومية للبنوك من الأصول المتعثرة.

وقد أصيبت بضرر جسيم أيضا صناديق التحوط وصناديق الاستثمار المشترك، حيث تكبدت خسائر في أصولها المدارة إذ تحول المستثمرون لفئات من الأصول الأكثر أمانا. ويشير اقتران انخفاضات أسعار الأصول بعمليات الاسترداد إلى انكماش الميزانيات العامة لصناديق التحوط بمقدار النصف تقريبا في الربع الأخير من عام ٢٠٠٨، وهو ما يمثل مصدرا خاصا للقلق بالنسبة للأسواق التي تسهم فيها هذه الصناديق بنسبة كبيرة من سيولة التداول في الأسواق.

اتساع فجوات التمويل

بالرغم من ضخ رؤوس الأموال وتوفير الضمانات، نجد أن أسواق التمويل بدأت تفتح ببطء للبنوك. والأشكال المورقة لقروض الجملة محدودة: فكل القروض المورقة الحالية على وجه التقريب محتفظ بها في الميزانية العمومية لمنشئ القرض لاستخدامها كضمان لدى البنك المركزي، بينما لا تستطيع البنوك إصدار سندات دين غير مضمونة بأصول ولكنها مردودة التكلفة، ما لم تكن مغطاة بضمانات حكومية. ونظرا لتنوع برامج الضمانات الحكومية، بدأت البنوك تجمع مبالغ كبيرة من التمويل محدد الأجل سعيا لتحقيق الاستقرار في ميزانياتها العمومية.

وتحت تأثير ضخ السيولة من البنك المركزي وتخفيض أسعار الفائدة على أدوات سياسته النقدية، تواصل أسعار الإقراض بين البنوك مسارها الهبوطي، ومن المتوقع حدوث انخفاضات تدريجية أخرى في علاوات الاستثمار طويل الأجل (الشكل البياني ٣). غير أن جانبا كبيرا من السيولة التي توفرها البنوك المركزي يعاد تدويره في سوق القروض لليلة واحدة أو ينتهي به الأمر في البنوك المركزية مرة أخرى، رغم احتياج معظم البنوك لسيولة أطول أجلا، مما يزيد من مخاطر تجديد الديون (الشكل البياني ٤). ويعكس هذا النمط استمرار القلق من احتمال وقوع صدمات في السيولة واستمرار المخاوف المتعلقة بالطرف المقابل، فضلا على عدم اليقين السائد بشأن المبالغ المطلوبة لتمويل الأصول في المستقبل.

وبالنظر إلى المستقبل، لا تزال بلدان الأسواق الصاعدة، ولا سيما الشركات المقترضة، معرضة لاستمرار تخفيض نسب الرفع المالي وتقليص أنشطة منح الائتمان. وقد حدث هبوط حاد في الإقراض المشترك للأسواق الصاعدة خلال الربع الرابع من العام، مع انتشار عدوى الأزمة وحدث انخفاض بالغ الحدة في بلدان أوروبا الصاعدة. وقامت أسواق السندات الصاعدة بإغلاق التعاملات تقريبا في فترة معينة من ربع العام الأخير، وإن شهدت هذه الأسواق عمليات استرداد للسندات المُصدرة من جانب كيانات سيادية على مستوى أعلى من الجودة الائتمانية في يناير الجاري (الشكل البياني ٥). ومع توجه الشركات إلى البنوك للحصول على قروض قصيرة الأجل، يزداد بالمثل قصر آجال استحقاق سندات الشركات، مما يزيد من مخاطر التجديد. ولا تزال أسواق رأس المال غير راغبة في الإقراض تحسبا لاحتياجات تجديد الدين الخارجي الكبيرة، كما تواجه الشركات تحديا إضافيا يتمثل في تراجع الإيرادات مع تباطؤ الاقتصاد العالمي، مما يزيد من مخاطر توقف الشركات عن السداد.

ضعف توفير الائتمان

نظرا لاختلال أداء أسواق التعاملات بين البنوك وما يجري حاليا من اكتناز السيولة لدى البنوك، ينبغي أن تتدخل الحكومة لدعم الوساطة المالية في بعض الحالات. وحيثما قامت الحكومة بهذا الدور، استمرت قنوات الوساطة في العمل إلى حد ما. ويتضح ذلك من إصدار سندات الدين المصرفي، حيث أصبحت كل الديون المصرفية المصدرة مؤخرا تقريبا مغطاة بضمان حكومي. وفي الولايات المتحدة، نجح برنامج الأوراق التجارية الذي صممه الاحتياطي الفيدرالي في تنشيط هذه السوق كما تمكن برنامجه المتعلق بشراء السندات المغطاة بضمان عقاري من تشجيع مزيد من الخفض لأسعار الفائدة وزيادة إصدار الأوراق المالية المعادلة. وفي المقابل، كان التحسن ضئيلا في أداء الأسواق التي لم تحصل على دعم رسمي – في الولايات المتحدة، لم يطرأ إلا تحسن طفيف في السندات المضمونة بأصول للسيارات ومدفوعات بطاقات الائتمان كما تدهورت الأوضاع في قطاع العقارات التجارية.

ويشهد نمو ائتمان القطاع الخاص المحلي تراجعا في عدد كبير من البلدان، بينما يستمر التوسع في نمو ائتمان القطاع العام (الشكل البياني ٦). ولا تزال هذه التوجهات محكومة بمعايير الائتمان المصرفي المشددة، ولكنها سوف تزداد ارتباطا بتراجع الطلب على الائتمان. ويتضح هذه الاتجاه العام أيضا في نشاط الإقراض المصرفي عبر الحدود، وهو أمر لا يبشر بخير لبلدان الأسواق الصاعدة التي تعتمد على التمويل الخارجي في توسعاتها الائتمانية المحلية أو في تمويل التجارة. والواقع أن تمويل التجارة يبدو أنه انخفض بشكل حاد وأن جزءا منه على الأقل يمكن إرجاعه إلى عدم رغبة البنوك في الإقراض لأنها تسعى لتخفيض نسب الرفع المالي في ميزانياتها العمومية. وبالمثل، لا يزال عدة نظم مصرفية في أوروبا الغربية معرضا بشدة لتدهور جودة الأصول في أوروبا الصاعدة (الشكل البياني ٧). ومع التسليم بمزايا التنوع، هناك احتمال بأن يزداد انتشار الأزمة مع انتقال الصدمات بين النظم المصرفية في بلدان الأسواق الناهضة والصاعدة.

يلزم اعتماد سياسات حاسمة وعاجلة

وبالنسبة لتوصيات السياسة في المجال المالي، ركز عدد أكتوبر ٢٠٠٨ من تقرير الاستقرار المالي العالمي على منهج من ثلاث ركائز لتسوية الأزمة: توفير سيولة غزيرة ودعم التمويل محدد الأجل من البنك المركزي؛ وإعادة رسملة البنوك؛ واتخاذ تدابير لمعالجة الأصول المتعثرة. ويشير التقرير إلى أن فعالية السياسات المالية تتطلب أن تكون هذه السياسات شاملة ومنسقة على المستوى الدولي للحد من انتقال آثار غير مقصودة عبر الحدود.

وحتى الآن، لم تتمكن تدابير السياسة الرامية إلى وضع حدود للخسائر المصرفية المحتملة وضخ رأس المال من تهدئة المخاوف بشأن سلامة النظام المالي. وتبدو العملية مرحلية حتى الآن – توفير رأس المال إذا دعت لذلك حاجة مباشرة؛ ودعم بعض أنواع الأصول وفئات محددة من الإقراض؛ ومنح ضمانات مختلفة. وقد نجحت هذه التدابير في تحقيق استقرار الأوضاع في بعض المؤسسات المالية، ولكنها تكون مصحوبة بمخاطر تشويه القرارات المتعلقة بتخصيص الائتمان، ومزاحمة الأسواق التي لا تحظ بمعاملة خاصة، وعدم الاهتمام بالمؤسسات المالية الأكثر كفاءة التي لا تتطلب الدعم العام، وربما زيادة التكلفة النهائية على دافعي الضرائب. وهناك مخاوف بالفعل حول انعكاسات الضمانات الحكومية وعمليات إعادة الرسملة، والتي تتعكس على هيئة اتساع في فروق العائد على مبادلات مخاطر عدم السداد وعدم يقين بشأن بعض الكيانات السيادية.

وقد تعثرت ردود أفعال السياسات حتى الآن أمام المفاجأة التي شكلتها سرعة وحجم التداعيات التي ولدتها دائرة الآثار المترتبة السلبية بين الاقتصاد والنظام المالي. وينبغي الآن اتخاذ إجراءات حاسمة وعاجلة للقضاء على دوامة الخسائر المتراكمة. ويرجح أن تكون التكلفة أعلى من المبالغ المخصصة لهذا الغرض – وإن كان الكثير يعتمد على مدى سرعة استعادة الثقة. وعلى وجه الخصوص، ينبغي اعتماد منهج شامل ومنسق في إطار استراتيجية إطارية تتضمن العناصر التالية:

- التحرك بسرعة أكبر نحو تنفيذ إعادة الرسملة واتخاذ تدابير للتعامل مع الأصول المتعثرة: ينبغي أن تجري الجهات الرقابية تقييماً استباقياً لخطط عمل البنوك – وتحديد المؤسسات المالية التي تحتاج إلى قروض عامة على أساس امتلاكها لمقومات الاستمرار – وذلك لأن التاريخ يعلمنا أن تكاليف المالية العامة تزداد مع طول الانتظار. وعلى ذلك، تتم إعادة هيكلة وإعادة رسملة البنوك المليئة التي تتوافر لها مقومات الاستمرار رغم أعباء أصولها المتعثرة الثقيلة، بينما يمكن أن يتولى القطاع العام مسؤولية البنوك غير القابلة للاستمرار فيما أن يعيد هيكلتها ثم يعيد بيعها، أو أن يصفها بأسلوب منظم. وعلى وجه العموم، يمكن تطبيق شروط متزايدة الشدة كلما ازدادت المبالغ التي تتلقاها البنوك من الأموال العامة. وعند إعادة الهيكلة، يمكن اتباع منهج يقوم على استخدام

"بنك للقروض الرديئة" من بين البنوك المملوكة للدولة حتى يخلص الميزانيات العمومية للمؤسسات المعنية من الأصول المتعثرة.

- *مراعاة اتساق السياسات والإجراءات الفورية المعتمدة للمدى القصير مع الرؤية طويلة الأجل لهيكل نظام مالي قادر على البقاء: بغير هذه النقطة النهائية، سوف تثار الشكوك حول مدى مصداقية السياسات. وإضافة إلى ذلك، ومن الأهمية بمكان إدراك ضرورة استمرار التصحيح لفترة من الوقت وأن القطاع المالي القادر على الاستمرار في المستقبل سوف يكون أقل اعتمادا على الديون ومن ثم أصغر حجما بالنسبة لبقية الاقتصاد. غير أن الوصول إلى نسب أعلى للرسملة المصرفية ينبغي أن يتم بطريقة تدريجية لتجنب أي آثار ارتدادية سلبية أخرى ولتشجيع منح القروض لمقترضين يتمتعون بسلامة الأوضاع المالية. وتوضح تجارب الأزمات السابقة أن نمو الائتمان يكون بطيئا في العودة إلى سابق عهده ولا يصبح طبيعيا مرة أخرى إلى أن تتم تنقية الميزانيات العمومية للبنوك.*

- *ينبغي الاعتماد على قواعد واضحة ومتسقة في تنفيذ العملية المؤدية إلى نظام مالي أكثر استقرارا: من الضروري لاستعادة الثقة والشفافية والوضوح في كل من إجراءات القطاع الخاص وإجراءات السياسة العامة. فينبغي أن تحافظ السلطات على مبدأ الشفافية في السياسات، واستخدام الدعم العام، وأي قرارات تتخذ بصدد المؤسسات المالية المنفردة. وينطبق هذا الأمر بصفة خاصة على تحديد الأصول وتقييمها، لا سيما التي تُنقل مسؤوليتها من البنوك، كما ينطبق على شروط إعادة رسميتها ومستوى رأس المال الوقائي الذي تراه السلطات ملائما.*

- *إعطاء أولوية قصوى للتعاون الدولي من أجل إنشاء إطار مشترك للسياسات المالية: ينبغي اجتناب تطبيق شروط شديدة الاختلاف عند دعم المؤسسات المالية حتى لا يسفر ذلك عن نتائج غير مقصودة قد تولدها التشوّهات التنافسية ومراجعة القواعد التنظيمية. وهناك حاجة أيضا إلى التنسيق الدولي لتجنب الإفراط في "التحيز القومي" الذي يعطي أفضلية للمؤسسات المحلية أو يعمل على تشجيع منح الائتمان محليا بما يضر مصالح البلدان الأخرى. ومن المفيد أيضا إنشاء إطار أكثر اتساقا لتنظيم عملية الإعسار للمؤسسات المالية.*

ولا يوجد نموذج واحد لإعادة الهيكلة يمكن أن يلائم كل بلد أو كل بنك، ولكن التنسيق الدولي يظل ضروريا حتى مع اختلاف النماذج. وإذا احتاج الأمر إلى حلول مخصصة، ينبغي أن يتم ذلك في ظل استراتيجية مشتركة وإطار يضمن الوضوح وتكافؤ الفرص.

ومن الأمور الجديرة بالترحيب بالالتزام الذي يظهر واضحا في مجموعة السياسات والتدابير الكبيرة والمتنوعة التي تستهدف معالجة الأزمة. وعلى المدى المتوسط، ستكتسب المبادرات الجارية بالفعل لتحسين الأطر التنظيمية والرقابية أهمية حاسمة في بناء نظام مالي قادر على الصمود وقائم على الابتكار.