

مستجبات الأسواق المالية

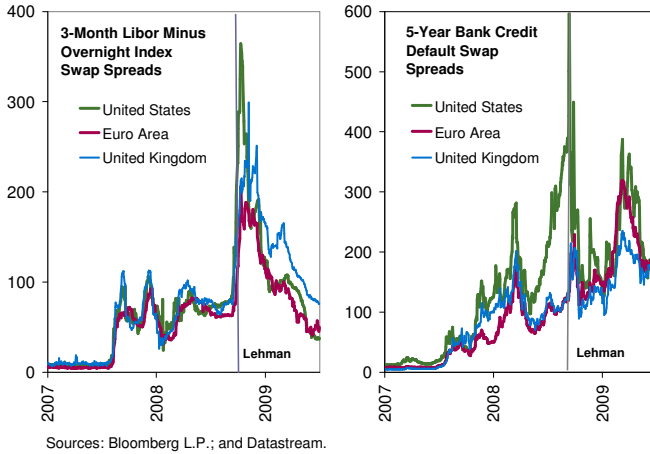
يوليو ٢٠٠٩

إدارة الأسواق النقدية والرأسمالية

السياسات خفضت المخاطر النظامية ولكن مواطن الضعف باقية

تحسنت الأوضاع المالية السائدة وأدى تدخل السياسات غير المسبوق إلى الحد من مخاطر انهيار النظام بينما ازدادت التوقعات بتعافي الاقتصاد. ومع ذلك، لا تزال مواطن الضعف باقية ولا بد من عدم الركون إلى التهاون. فقد تطلب إنقاذ بعض المؤسسات المؤثرة على النظام المالي قدرا هائلا من الدعم الحكومي، مما استتبع تحويل المخاطر من القطاع الخاص إلى العام على نحو منقطع النظير. غير أنه ينبغي في نفس الوقت بدء العمل في رسم استراتيجيات للخروج من سياسات الدعم الحالية على المستويين المالي والنقدي ومستوى المالية العامة، بغية معالجة عدم اليقين السائد في الأسواق. ويتعين أن تكفل السياسات متوسطة الأجل اتساق الخطوات المتخذة لإعادة السياسات والأسواق إلى حالتها الطبيعية مع هدف إنشاء إطار دائم للتنظيم المالي السليم، وأرصدة المالية العامة القابلة للاستمرار، وعدم المساس باستقرار الأسعار.

Figure 1. Bank Systemic Risk Indicators
(In basis points)



غير أن الأوضاع المالية الكلية لا تزال متعسرة بوجه عام. فتمو الائتمان المصرفي المقدم للقطاع الخاص يواصل التباطؤ في الاقتصادات الناضجة، وأسواق التوريق عدا التي يدعمها القطاع العام لا تزال متراجعة، والمقترضون من أصحاب الجدارة الائتمانية المنخفضة لا تتوافر لهم إلا فرصة ضئيلة للحصول على

شهدت المخاطر التي تهدد النظام المالي العالمي بعض الانخفاض عن المستويات الحادة التي أوضحها عدد إبريل ٢٠٠٩ من تقرير الاستقرار المالي العالمي. فقد اتخذت البنوك المركزية والحكومات إجراءات عالمية غير مسبوقة على مستوى السياسات نجحت في إعادة استقرار الموقف المالي في البنوك والحد من ضغوط التمويل وتهدة المخاوف من مخاطر الطرف المقابل، ودعم الطلب الكلي. وقد أدت هذه التدخلات إلى تخفيض مخاطر طرف المنحني التي يمكن أن ترتبط بحدوث إخفاق نظامي آخر على غرار انهيار بنك ليمان برادرز. وقد استأنفت أسواق الديون المصرفية وأسواق المعاملات بين البنوك نشاطها، وإن تم ذلك بدعم هائل من القطاع العام. وتراجعت المخاوف المتعلقة بمخاطر السيولة والطرف المقابل في القطاع المصرفي، حسبما يتضح من انخفاض الفروق بين سعر الفائدة السائد بين بنوك لندن ("ليبور") وسعر مبادلات أسعار الفائدة ومخاطر الائتمان لليلة واحدة (الشكل البياني ١).

الهشاشة التي أبرزها عدد إبريل ٢٠٠٩ من تقرير الاستقرار المالي العالمي مستمرة دون تغيير.

وكان عدد إبريل ٢٠٠٩ من تقرير الاستقرار المالي العالمي قد سلط الضوء على ثلاثة مجالات رئيسية للخطر: (١) أن مواطن الضعف في القطاعات المصرفية بالاقتصادات المتقدمة يمكن أن تشكل عبئا أكبر على نمو الائتمان والتعافي الاقتصادي؛ (٢) أن الأسواق الصاعدة لا تزال معرضة لخطر تباطؤ تدفقات رؤوس الأموال الداخلة أو توقفها؛ (٣) أن العائدات على سندات الديون السيادية قد تشهد ارتفاعا بالغاً فتفضي إلى مزاحمة مقترضي القطاع الخاص وإقصائهم ما لم تتم إدارة العبء الواقع على الميزانيات العمومية للقطاع العام بشكل موثوق. وبالرغم من إحراز تقدم في هذه المجالات، فلا تزال المخاوف قائمة.

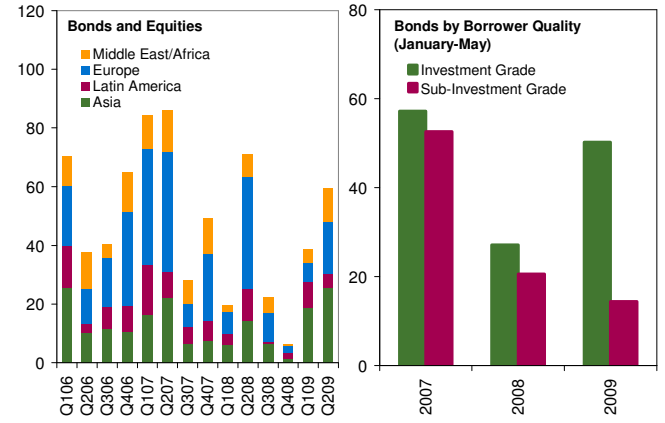
ينبغي استعادة صحة الميزانيات العمومية في البنوك

قلّت احتمالات وقوع أزمة مصرفية واسعة النطاق ويرجح حدوث بعض التراجع في التخفيضات المتوقعة لقيم الأصول نتيجة لارتفاع تقييماتها المسجلة بسعر السوق، لكن رسمة البنوك لا تزال مصدراً للقلق حيث يتوقع حدوث تخفيضات إضافية في هذه القيم. وقد تعززت الثقة في الجهاز المصرفي الأمريكي بفضل نتائج إيراداته التي تجاوزت التوقعات، ونجاح إجراءات اختبار القدرة على تحمل الضغوط، والتزام الحكومة الأمريكية بمساندة البنوك التسعة عشرة الكبرى، بالإضافة إلى عمليات رفع رؤوس أموال البنوك. غير أن المتوقع أن يستمر ارتفاع نسب خسائر القروض.

التمويل من أسواق رأس المال. وعلاوة على ذلك، أسفرت تدخلات القطاع العام التي شكلت الركيزة لانخفاض مخاطر القطاع الخاص عن حدوث زيادة موازية في مخاطر القطاع العام وتزايد في الأعباء المعوقة لاستمرارية أوضاع المالية العامة.

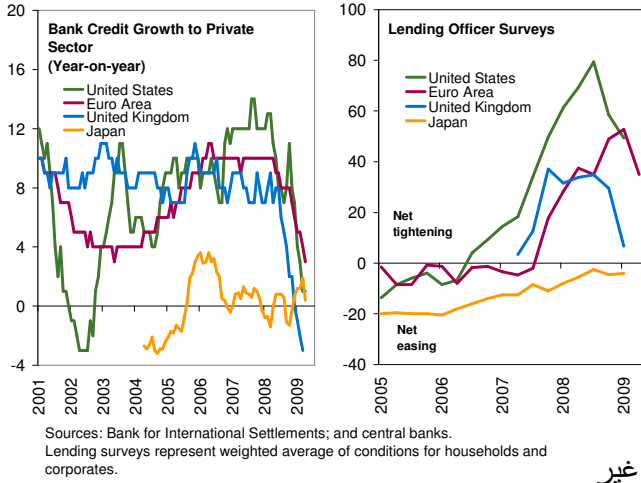
وقد تراجعت مخاطر الركود الحاد بفضل التدابير التنشيطية المنسقة بين سياسة المالية العامة والسياسة النقدية (كما ورد في عدد يوليو ٢٠٠٩ من تقرير مستجدات آفاق الاقتصاد العالمي)، مما ساعد على تشجيع عودة بعض الإقبال على المخاطر والانخفاض في شدة التقلبات، مع تحرك المستثمرين نحو الاستثمار في الأصول عالية المخاطر وابتعادهم عن الملاذات الآمنة. ورغم تراجع مخاطر الائتمان المتصورة، حسبما يتبين من ضيق فروق العائد وانخفاض المعدلات المتوقعة للتوقف عن السداد، فلا تزال مستوياتها مرتفعة. كذلك انخفضت المخاطر في الأسواق الصاعدة، نتيجة انتعاش أسعار السلع الأولية واستئناف تدفقات الحافظة الوافدة وتساعد أسعار الأصول (الشكل البياني ٢). ولم يكن توزيع هذه التحسينات متكافئاً، كما أن التدفقات المصرفية الخارجية إلى الأسواق الصاعدة لا تزال ضعيفة. وقد تراجعت المخاطر في أوروبا الصاعدة أيضاً، وإن ظلت الضغوط قائمة ومواطن

Figure 2. Emerging Market External Securities Issuance
(In billions of U.S. dollars)



Sources: Bond Radar Ltd.; and Dealogic.

Figure 3. Credit and Lending Conditions
(In percent)



غير

أن الإقراض المصرفي لا يزال محدوداً رغم اعتماد سياسات غير تقليدية تهدف إلى تنشيط تدفق الائتمان إلى المستهلك النهائي. فلا يزال نمو الائتمان المصرفي في تراجع متواصل بوجه عام مع استمرار الضغوط الناشئة عن تخفيض نسب الرفع المالي (الشكل البياني ٣). ولا تزال أسواق التوريق متراجعة، عدا الأسواق التي تحصل على دعم مباشر من برامج حكومية أو تسهيلات من البنوك المركزية (الشكل البياني ٤).

تحسن مزاج الأسواق الصاعدة، لكن الأسواق لا تزال معرضة لمخاطر التدفقات الرأسمالية الخارجة

استفادت أصول الأسواق الصاعدة من انتعاش أسعار السلع الأولية وتحسن توقعات النمو، لا سيما في آسيا. وأدت عودة الإقبال على المخاطر إلى استئناف التدفقات الداخلة من استثمارات الحافظة. وعادت أسهم الأسواق الصاعدة الارتفاع منذ نهاية فبراير الماضي بزيادة تتراوح بين ٣٠% و ٦٠%، متمشية بذلك مع أسهم الأسواق الناضجة أو متجاوزة لها. وضائق فروق العائد على سندات الدين السيادي حسب "مؤشر سندات

ففي أوروبا، استفادت البنوك الشاملة أيضاً من تحسن الإيرادات وزيادات رأس المال، إلا أن التوقعات تشير إلى ارتفاع معدلات الخسارة. وتقوم "لجنة مراقبي البنوك الأوروبية" (Committee of European Banking Supervisors) حالياً بإجراء اختبار منسق لقياس القدرة على تحمل الضغوط يشمل النظام المصرفي بكامله ويُنتظر أن يساعد على استعادة ثقة الأسواق فيه. غير أن فعالية تنفيذ التدابير الكفيلة بمعالجة مشكلة الأصول متراجعة القيمة في الميزانيات العمومية للبنوك تواجه مصاعب على جانبي الأطلسي، مما يعرض البنوك لمخاطر تدهور جديد في جودة هذه الأصول إذا ما أصبح الهبوط العالمي أكثر عمقا وأطول أمداً مما تشير التوقعات.

أسواق سندات الشركات استأنفت النشاط، ولكن نمو الائتمان المصرفي لا يزال بطيئاً

استأنفت أسواق سندات الشركات نشاطها بشكل أقرب إلى الطبيعي، وهو تطور بالغ الأهمية بالنسبة للبلدان الأشد اعتماداً على تمويل السوق غير المصرفي، لا سيما بالنسبة للولايات المتحدة. فقد ضاقت إلى حد كبير فروق العائد على سندات ائتمان الشركات والسندات المضمونة بأصول، وزادت الإصدارات مع سعي الشركات للحصول على مصادر تمويل بديلة للائتمان المصرفي الذي أصبح شحيحاً. كذلك ازداد مؤخراً إصدار السندات ذات العائد المرتفع ولكنها ظلت مقصورة على الائتمان عالي الجودة، كما استمرت فروق العائد كبيرة بالمقاييس التاريخية.

وبالتالي، فإن خفض نسب الرفع المالي عبر الحدود يعمل على إنهاء العولمة المالية السريعة التي شهدتها السنوات العشر الماضية. ويرجح استمرار هذا الاتجاه، مع فرض ضغوط إضافية على النظم المصرفية التي تعتمد اعتمادا كبيرا على التمويل الخارجي. ويلاحظ أن بلدان أوروبا الصاعدة وكومنولث الدول المستقلة معرضة بشكل خاص لانكماشات التمويل عبر الحدود وأنها لم تستفد من انتعاشة الأسواق بنفس القدر المشاهد في البلدان الأخرى.

المخاوف تتزايد بشأن أسواق الدين السيادي

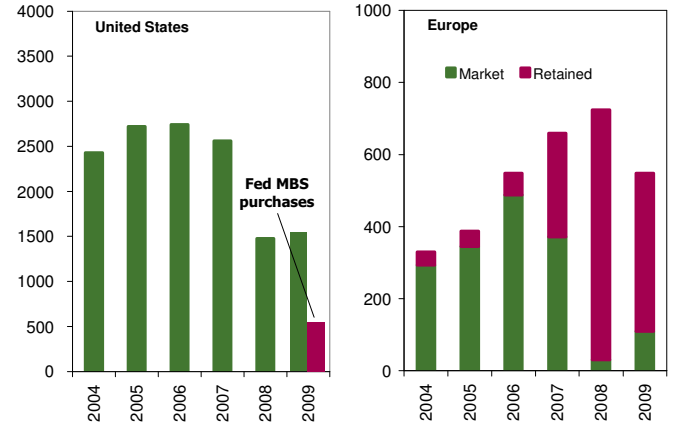
اتجهت منحنيات العائد على سندات الدين السيادي نحو الانحدار الشديد على مستوى العالم، حيث نجح التيسير التقليدي للسياسة النقدية في تثبيت أسعار الفائدة قصيرة الأجل، بينما اتجه طرف المنحنى الأطول نحو الارتفاع الحاد، مما يرجع في جانب منه إلى تحسن احتمالات الانتعاش وتراجع مخاطر الانكماش. ومع ذلك، فإن المخاوف المحيطة بقدرة الأسواق على استيعاب المعروض من السندات الحكومية الجديدة ربما يكون عاملا مساهما أيضا في ارتفاع العائدات (الشكل البياني ٦). وبينما يتوقع حدوث ارتفاع شديد في مستويات الدين العام لدى الكثير من اقتصادات الأسواق الناضجة، فإن زيادة التركيز على استمرارية أوضاع المالية العامة ربما يكون قد انعكس في بقاء فروق العائد على مبادلات مخاطر الائتمان السيادية أعلى بكثير من مستويات ما قبل الأزمة.

مخاطر الفترة المقبلة

ناقش عدد إبريل ٢٠٠٩ من تقرير الاستقرار المالي العالمي تحديات السياسة الأنبية الناشئة عن تزايد كثافة التهديدات التي يتعرض لها استقرار النظام المالي وتفاقم ضائقة الائتمان، مؤكدا الحاجة إلى مجموعة من

الأسواق الصاعدة العالمي" (EMBI Global) بأكثر من النصف منذ بلوغها مستوى الذروة في أكتوبر الماضي. ورغم هذه التطورات الإيجابية، لا تزال الآفاق المتوقعة للأسواق الصاعدة معرضة في مجملها لمخاطر انخفاض معدلات النمو العالمي عن المتوقع ومخاطر تشديد قيود الإقراض المصرفي الدولي. وحسبما أبرز عدد إبريل ٢٠٠٩ من تقرير الاستقرار المالي العالمي،

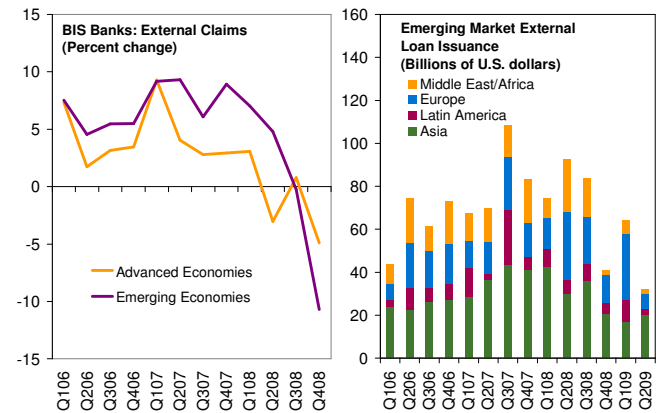
Figure 4. Securitization Issuance
(In billions of U.S. dollars)



Sources: Citigroup; European Securitization Forum; and SIFMA. Issuance data annualized for 2009 and include mortgage-related and asset-backed securities. Purchasing data through end-June.

فقد بدأت البنوك تقلص مراكزها المالية عبر الحدود بمعدل أسرع من ميزانياتها العمومية المحلية، رغم وجود أدلة على أن البنوك الأم لا تزال تحتفظ بنفس مستويات التمويل لمؤسساتها التابعة في الأسواق الصاعدة (الشكل البياني ٥).

Figure 5. Cross-Border Bank Lending



Sources: Bank for International Settlements; and Dealogic.

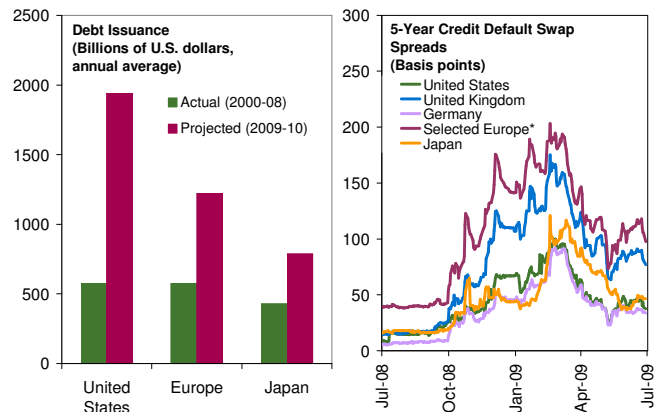
وينبغي بذل المزيد من الجهود لإصلاح أوضاع البنوك والأسواق. ويعني ذلك بالنسبة للبنوك تنفيذ تدابير تم اتخاذها بالفعل في بعض الحالات، بينما يعني في حالات أخرى اعتماد تدابير جديدة. ورغم العمليات التي أجرتها البنوك مؤخرا لزيادة رأس المال، فثمة حاجة لضمان توافر رأس المال الكافي في الفترة المقبلة مع زيادة معدلات التوقف عن السداد، ولتشجيع إعادة الهيكلة حسب مقتضى الحال. وإضافة إلى ذلك، يظل من الضروري اتخاذ إجراءات لمساعدة البنوك على التعامل الفعال مع الأصول المتعثرة. وعندئذ فقط سوف تصبح البنوك في وضع يسمح لها بدعم الاقتصاد الحقيقي في الفترة المقبلة. وبالتوازي مع ذلك، تعلق أهمية خاصة على إيجاد السبل الكفيلة بإعادة فتح سوق التوريق عن طريق وضعها على مسار أسلم، حيث تمثل هذه الأسواق قناة أساسية لتوفير الائتمان.

تخفيض نسب الرفع المالي ومخاطر طرف المنحني: ما لم تعالج المشكلات المتبقية في بنوك الاقتصادات الناضجة معالجة فعالة، فسوف يصبح تخفيض نسب الرفع المالي اللازم لاستعادة صحة هذه البنوك عملية أكثر حدة مما ينبغي، فتصبح بمثابة عبء أكبر يعطل التعافي الاقتصادي. ولا يزال إصلاح أوضاع البنوك يمثل شرطا أساسيا بالفعل لتحقيق التعافي المستمر. ولما كان جانب كبير من التحسن في الأوضاع المالية يرجع إلى عملية جني الأرباح القوية على الأصول الخطرة منذ مارس الماضي، فهناك احتمال أن تصاب السوق بانتكاسة كبيرة إذا ما ازداد النشاط في الأسواق المالية متجاوزا سرعة التعافي الاقتصادي بفارق كبير. ويمكن بالفعل أن تعاود مخاطر طرف المنحني الظهور إذا ما حدث تصحيح كبير في أسعار الأصول وأدى إلى إضعاف الثقة مجددا في المؤسسات المالية.

السياسات المالية لتخفيف المخاطر التي قد تحول دون تحقق الاحتمالات المتوقعة. ومنذ ذلك الحين، يجري اتخاذ إجراءات غير مسبوقة على مستوى السياسات، الأمر الذي حد من احتمالية حدوث إخفاقات كبيرة، وهو ما يمثل خطوة مهمة نحو استعادة الثقة.

يتعين عدم الركون إلى التهاون: هناك احتمال بأن تسود حالة من التهاون إزاء أوجه التحسن التي شهدتها القطاع المالي مؤخرا. غير أن مواصلة الجهود على صعيد السياسات أمر لازم للحيلولة دون حدوث انتكاسة في بعض المكاسب الأخيرة. ورغم أن النظام المالي قد خرج من مرحلة يغلفها عدم اليقين الشديد، فلا يزال عدم اليقين مرتفعا تمشيا مع الاختلال الوظيفي الحاد الذي أصاب بعض الأسواق. ولا تزال الثقة هشة، كما يمكن أن تعاود مخاطر طرف المنحني الظهور من جديد. ويرجع جانب كبير من التحسن الذي تحقق في الأسواق المالية إلى الدعم واسع النطاق من القطاع العام. وبالتالي فمن غير المؤكد على الإطلاق ما إذا كانت المجموعة

Figure 6. Sovereign Debt



Sources: Bloomberg L.P.; and IMF, *World Economic Outlook*.
* Greece, Ireland, Italy, Portugal, and Spain.

الكبيرة والمتنوعة من الأسواق الضرورية لتحقيق وساطة مالية عالية الكفاءة سوف تنهض مجددا على أساس دائم.

الشركات المقترضة في الأسواق الصاعدة حساسة بشكل خاص لهذه المخاطر نظرا لارتفاع احتياجاتها من عمليات تمديد الديون وقدرتها المحدودة على الوصول إلى مصادر تمويل بديلة. ويمكن أن تنشأ تداعيات أوسع نطاقا أيضا من جراء المشكلات المركزة محليا في بعض الأسواق الصاعدة، ما لم تعالج بشكل فعال.

استراتيجيات الخروج المتسقة عالميا: بالرغم من أن الوقت لم يحن بعد للبدء في سحب مختلف أشكال الدعم الرسمي الذي جاء في سياق مواجهة الأزمة، فمن الأهمية بمكان وضع استراتيجيات منسقة ومدروسة بعناية للخروج من مرحلة الدعم الراهنة. ويمكن أن يكون الإعلام بهذه الاستراتيجيات بالغ القيمة في الحد من عدم اليقين السوقي. وينبغي أن يكون استقرار الأسعار والنظام المالي السليم القائم على مبادئ السوق واستمرارية أوضاع المالية العامة هي الأهداف الكلية التي يُسترشد بها في رسم سياسات الخروج. وفي داخل البلدان المختلفة، ينبغي تنسيق عمليات الخروج تلك على مستوى السياسة النقدية والسياسة المالية وسياسة المالية العامة. وينبغي أن تتوافر تحت تصرف البنوك المركزية مجموعة متنوعة من الأدوات الفعالة لسحب السيولة في الوقت المناسب بغية تجنب اضطراب الأسواق. وقد يتطلب الأمر أيضا تفتية الميزانيات العمومية للبنوك المركزية من التدخلات شبه المالية عن طريق التحويلات إلى سلطات المالية العامة، ضمانا لاستقلالية هذه البنوك. ومع عودة الثقة، تتوافر خيارات مختلفة لسياسات سحب الدعم الحكومي الاستثنائي، ومنها التسرب الطبيعي في سياق عودة النشاط للأسواق وسحب تدابير السيولة والتدابير التمويلية على أساس منظم. ومن الاعتبارات الحاسمة طوال عملية الخروج الحفاظ على الاتساق في السياسات عبر البلدان المختلفة للحد من فرص المراجعة التنظيمية والتدفقات المالية

ولا يزال ينبغي اتخاذ تدابير أخرى لاستعادة الثقة في القطاع المصرفي وتيسير الإقراض. وقد اضطلع الكثير من البلدان بدور نشط في تقييم نظمه المصرفية عن طريق إجراء اختبارات لقياس القدرة على تحمل الضغوط والتي يمكن أن تكون أداة فعالة لاستعادة قوة الميزانيات العمومية في البنوك إذا اقترنت بتدابير موثوقة لمعالجة أي قصور في رأس المال. ومن الإنجازات الجديرة بالترحيب في هذا الخصوص التجربة الأمريكية والمبادرات الأوروبية الأخيرة لتنظيم اختبارات منسقة تقيس القدرة على تحمل الضغوط. وبشكل أعم، ينبغي أن يُشترط على البنوك التي تمتلك مقومات الاستمرار وتعاني نقصا في رأس المال أن تقدم خطط عمل لرفع نسب رأس المال لديها. وإذا تعذر إتمام تلك الخطط في الأجل القريب، ينبغي أن تضخ الحكومة وفقا لشروط ملائمة رؤوس أموال مؤقتة في البنوك التي ترى أنها تمتلك مقومات الاستمرار. وفي بعض الحالات، قد يتطلب الأمر إعادة هيكلة البنك بعد ضخ رأس المال، وهو ما يشمل إمكانية البيع أو التصفية لأجزاء منه. أما البنوك التي يُرتأى عدم امتلاكها مقومات الاستمرار فينبغي حلها في أسرع وقت ممكن. وسيكون تنفيذ هذه السياسات تنفيذا حاسما على أساس ملائم من الشفافية عاملا مفيدا في استعادة الثقة في القطاع المصرفي.

وقد تكون أسواق الدين السيادي معرضة لخطر زعزعة الاستقرار إذا رُوي أن عيب تمويل الدين العام قد بلغ مستويات يتعذر الاستمرار في تحملها. ولا تزال الأسواق الصاعدة معرضة للآثار الانتشارية الآتية من الأسواق الناضجة والتي قد تقضي إلى تباطؤ أشمل في تدفقات رؤوس الأموال الداخلة أو إلى توقفها. وتعد

رد فعل مكافئ على مستوى السياسات. وطوال هذه العملية، سوف يكون التوقيت والكيفية عنصرين حاسمين. والسبيل الأمثل هو الاعتماد على آليات السوق حيثما أمكن لضمان محصلة تتناسب مع أهداف الخروج المتمثلة في استقرار الأسعار والنظام المالي السليم واستمرارية أوضاع المالية العامة.

ذات الأثر السلبي. ومن المرجح أن تكون هناك ضغوط سياسية سواء لتأخير الخروج من سياسات الأزمة أو التعجيل بهذا الخروج، وهو ما ينبغي مقاومته للأسباب آنفة الذكر.

وفي هذه المرحلة الحاسمة من مراحل الخروج من الأزمة، ينبغي أن يعمل صانعو السياسات على حماية المكاسب المحققة حتى الآن. فنطاق الأزمة غير المسبوق في حد ذاته والتدابير المتخذة لاحتوائها يتطلبان