

# نشرة صندوق النقد الدولي



صالة التداول في البورصة، مدينة ساو باولو البرازيلية: أثبتت الأزمة العالمية واستمرار تراكم الدين الحكومي أنه لا توجد أصول مأمونة بالفعل. (الصورة: Sebastiao Moreira/EPA/Newscom)

تقرير الاستقرار المالي العالمي

## توقعات بارتفاع أسعار الأصول المصنفة ضمن الفئة "المأمونة"

نشرة صندوق النقد الدولي الإلكترونية

١١ أبريل ٢٠١٢

- الطلب على "الأصول المأمونة" يواصل الارتفاع، والعرض يواصل الانكماش
- سعر الأمان سوف يزداد
- تنفيذ السياسات الملائمة ينبغي أن يتم تدريجياً

تواصل أسعار الأصول المصنفة ضمن الفئة المأمونة ارتفاعها المستمر، مع تناقص العرض وتزايد الطلب وسط أجواء عدم اليقين السائد في الأسواق المالية، والإصلاحات التنظيمية الجارية، وزيادة الطلب من البنوك المركزية في الاقتصادات المتقدمة.

يشير الصندوق في آخر تحليل ضمن **تقرير الاستقرار المالي العالمي** إلى إمكانية تأثر الاستقرار المالي العالمي تأثراً سلبياً بتنامي الطلب على الأصول المأمونة – وأغلبها من السندات الحكومية – وانكماش عرضها في الأسواق.

ولضمان عدم تأثير هذه الضغوط على استقرار الأسواق المالية، ينبغي القيام بما يلي:

- ينبغي اتباع منهج تدريجي في تنفيذ إصلاحات التنظيم المالي حتى يتسنى التمييز بصورة أفضل بين مختلف أنواع الأصول حسب مستوى المخاطر المصاحبة لها؛
- ينبغي للحكومات المعرضة لخسارة التصنيف الممنوح لأوراقها المالية كأصول مأمونة أن تصل بالدين المستحق عليها إلى مسار قابل للاستمرار؛
- ينبغي تشجيع القطاع الخاص على إصدار أصول مأمونة تقوم على أساليب شفافة وسليمة.

وفي هذا السياق، قال الصندوق إنه نظراً لأزمة الاقتصاد العالمي وتصاعد المخاوف بشأن الديون الحكومية في بعض الاقتصادات المتقدمة، فقد تبين أنه لا يمكن النظر إلى أي أصل باعتباره مأموناً بشكل مطلق.

وقد أدت فكرة الأمان المطلق – المتضمنة في المراتب الائتمانية العليا التي تحددها الهيئات المختصة بالتصنيف الائتماني والمضمرة في قواعد التنظيم المالي والتفويضات الممنوحة للمستثمرين – إلى خلق شعور زائف بالأمن في الفترة السابقة على الأزمة المالية.

### تزايد الطلب وندرة المعروض

كان تزايد الطلب على الأصول المصنفة في الفئة المأمونة قبل الأزمة مدفوعاً بتراكم الاحتياطات لدى الاقتصادات الصاعدة المزدهرة واستخدامها في شراء كميات كبيرة من الأصول المأمونة.

أما الآن فقد أصبح الطلب على هذه الأصول خاضعاً لضغوط القواعد التنظيمية المالية الجديدة، حسبما ورد في تقرير الصندوق، وهي تشترط على البنوك الاحتفاظ بحجم أكبر من الأصول المأمونة؛ وزيادة الضمان الإضافي على معاملات المشتقات المالية المتداولة خارج المقصورة أو تحويلها إلى جهات مقابلة مركزية؛ وتزايد استخدام الأصول المأمونة في عمليات السياسة النقدية، مثل مشتريات البنوك المركزية من الأوراق المالية الحكومية.

وعلى جانب العرض، أدت المخاوف المتعلقة بمستوى الدين الحكومي المرتفع والعجز المالي الكبير في بعض الاقتصادات المتقدمة إلى انخفاض درجة الأمان المتصورة للديون الحكومية. ويوضح التخفيض الأخير في المراتب الائتمانية للسندات السيادية، والتي كانت تعد شبه خالية من المخاطر، أن التعرض للمخاطر يطال حتى الأصول عالية التصنيف.

وقد انخفض عدد الكيانات السيادية التي تُصنّف سنداتهما في الفئة المأمونة. وتشير تقديرات الصندوق إلى أن عرض الأصول المأمونة يمكن أن يتراجع نحو ٩ تريليون دولار أمريكي – أو حوالي ١٦% من الديون السيادية المتوقعة – بحلول عام ٢٠١٦. كذلك شهدت إصدارات الأصول المأمونة من القطاع الخاص تراجعاً حاداً بسبب ضعف ممارسات التوريق في الولايات المتحدة.

وستؤدي ندرة الأصول المأمونة إلى رفع أسعارها، مع وقوع الأثر الأول على الأصول التي يسود التصور بأنها الأكثر أمناً. وسوف يضطر المستثمرون إلى قبول مخاطر أعلى إذا ما عجزوا عن دفع الأسعار المطلوبة في هذه الأصول بعد ارتفاعها.

## نقص وارتفاع حاد

ويمكن أن يؤدي نقص المعروض من الأصول المأمونة أيضا إلى زيادة الارتفاعات الحادة قصيرة الأجل في درجة تقلب الأصول، وعدم كفاية الضمانات السائلة المستقرة. فإذا ارتفعت تكلفة الضمانات بدرجة يتعذر تحملها، فستضطر أسواق التمويل إلى قبول ضمانات أقل جودة، مما يؤدي إلى زيادة تكاليف التمويل.

وبالنسبة للبنوك، فمن شأن المعاملة التفضيلية للديون السيادية في اللوائح المصرفية أن تسمح بزيادة تراكم أرصدة الرفع المالي. ويمكن أن يؤدي التحيز نحو الارتفاع فيما يتصل بنسب الرسملة إلى المغالاة في تقدير الاحتياطيات الوقائية المتاحة لمواجهة الضغوط وقت حدوثها. وفي ظل اللوائح الحالية، يعادة ما تُخصص أوزان صفرية لمخاطر حيازات البنوك من سندات الدين التي تصدرها حكوماتها – وفي حالة الاتحاد الأوروبي، حيازاتها من سندات الدين الصادرة عن أي كيان سيادي في الاتحاد.

أوزان المخاطر هي أدوات ضابطة تستند إلى مستوى المخاطر المرتبطة بالأصول، وتستخدم لتحديد مبلغ رأس المال الذي ينبغي أن تحتفظ به البنوك. وعند ضبط هذه الأوزان عند مستوى الصفر، يمكن للبنوك الاحتفاظ بسندات دين حكومية دون أي شروط تتعلق برأس المال اللازم لتغطية الخسائر المحتملة التي ترتبط بهذه الحيازات.

## السياسات الاقتصادية يمكن أن تساعد في تهدئة ضغوط العرض والطلب

أشار الصندوق إلى أن تحركات السياسة الاقتصادية لمواجهة الضغوط في أسواق الأصول المأمونة ينبغي تنفيذها بالتدرج لتجنب التقلبات غير المبررة في أسعار بعض الأصول.

كذلك أوضح الصندوق الصندوق أن تخفيف حدة الضغوط على جانب الطلب يستلزم التمييز في القواعد التنظيمية وتحركات السياسة الاقتصادية تمييزا أفضل بين الأصول المختلفة على أساس المخاطر الأساسية المصاحبة لها. وينبغي إجراء مراجعات منتظمة لتقسيمات الأصول المستندة إلى مستوى المخاطر للتأكد من أنها تعكس هذه المخاطر بشكل ملائم. وعلى وجه التحديد:

- بالنسبة لمتطلبات كفاية رأس المال لدى البنوك، ينبغي أن تكون أوزان المخاطر المخصصة لسندات الدين الحكومي انعكاسا أكثر دقة لمخاطر الائتمان النسبية للكيانات السيادية ذات الصلة.
- وبالنسبة لمتطلبات السيولة لدى البنوك، اقترح الصندوق إدخال تعديلات منتظمة في المستقبل في عملية قياس تخفيضات الأصول السائلة، والتي يُطلق عليها اسم "هوامش الضمان" (haircuts)، عند تقدير نسبة تغطية السيولة التي لم تُنفذ بعد.

- وفي أسواق المشتقات المالية، نادى الصندوق بأن تقوم الهيئات التنظيمية التابعة لها الأطراف المقابلة المركزية بتوفير طائفة من الضمانات المقبولة والمتنوعة بالقدر الكافي – والتي تقترن بتقييمات ملائمة حسب مستوى المخاطر – في صناديق مخاطر عدم السداد، وهي صناديق مخصصة لتغطية الخسائر التي تترتب على عدم سداد أحد الأعضاء المشتركين في المقاصة.

وشدد الصندوق على أن الخطط الموثوقة لخفض مستويات الدين الحكومي وتقوية إدارة الدين على المدى المتوسط من شأنه المساعدة في زيادة عرض الأصول المأمونة. غير أن وتيرة تخفيض الدين والعجز الحكوميين على المدى القصير ينبغي أن تأخذ في الحسبان أي آثار خافضة للنمو الاقتصادي، متى سمحت ظروف التمويل بذلك.

ويمكن أن يعود القطاع الخاص ليصبح مصدرا مهما لعرض الأصول المأمونة. وسيتعين إجراء إصلاحات سليمة وتطبيق قواعد تنظيمية فعالة تحكم تجميع مختلف أنواع الديون التعاقدية ذات التصنيف الأدنى وإدخالها ضمن أدوات مالية تدرج تحت تصنيف أعلى، وذلك من خلال التوريق، على سبيل المثال.

وعن طريق تعزيز قدرة الاقتصادات الصاعدة على إصدار الأصول المأمونة الخاصة بها كلما تحسنت البنية التحتية المالية على المستوى المحلي، يمكن المساهمة أيضا في الحد من الاختلالات في أسواق الأصول المأمونة العالمية.

ورغم أن "سعر الأمان" سوف يرتفع حتما، فمن الممكن ضمان التكيف مع هذا الارتفاع بشكل سلسل إذا كان صناع السياسات على دراية تامة بطابع الإجراءات التي يتخذونها وبالعواقب التي يمكن أن تترتب عليها.