

تقرير الاستقرار المالي العالمي

مستجدات الأسواق المالية

يوليو ٢٠٠٨

إدارة الأسواق النقدية والرأسمالية

تقرير الاستقرار المالي العالمي

مستجدات الأسواق المالية

٢٨ يوليو ٢٠٠٨

شهدت الشهور العديدة الماضية تعديلات كبيرة أجرتها الأسواق المالية وتدخلات استثنائية اضطلع بها صانعو السياسات. ومع ذلك فلا تزال الأسواق العالمية هشة ومؤشرات المخاطر النظامية مرتفعة. فمع تراجع أسعار المساكن وتباطؤ النمو الاقتصادي بدأ انخفاض الجودة الائتمانية في كثير من فئات القروض. ورغم نجاح البنوك في تدبير رؤوس أموال إضافية، فهناك ضغوط جديدة تتعرض لها الميزانيات العمومية، إلى جانب الهبوط الحاد الذي لحق بأسعار الأسهم المصرفية. وأدى ذلك إلى صعوبة أكبر في تدبير المزيد من رأس المال كما عزز احتمالات التفاعل السلبي بين عملية التكيف في الجهاز المصرفي وبين الاقتصاد الحقيقي. وفي نفس الوقت، نلاحظ الصعوبة المتزايدة التي أصبحت تتطوي عليها المفاضلة على مستوى السياسات بين خيارات التضخم والنمو والاستقرار المالي. وتمر الأسواق الصاعدة باختبار لقدرتها على تحمل الاضطرابات العالمية في سياق يتسم بتقلص التمويل الخارجي وضرورة تعامل صانعي السياسات مع معدلات التضخم المتصاعدة.

استعراض التطورات

لا تزال المخاطر الائتمانية كبيرة رغم ما اتخذ من إجراءات رسمية للحد من التوترات النظامية في أسواق التمويل، إضافة إلى استمرار مستوى الإقبال المنخفض على المخاطر. ولم ترجع الأسواق المالية بعد إلى مستويات المخاطر النظامية المرتفعة التي شهدتها في فصل الربيع، ولكن ذلك أصبح مصحوبا بقلق متزايد تجاه الاحتمالات المتوقعة للاقتصاد الكلي.

المخاطر الائتمانية الكبيرة مستمرة

رغم أن الخسائر المتوقعة لا تزال مرتفعة من جراء الانكشاف للقروض العقارية عالية المخاطر في الولايات المتحدة، فقد تم الاعتراف بمعظم هذه الخسائر بالفعل. أما القلق المتزايد فيرجع إلى انتشار التدهور في جودة القروض مع الزيادة الحادة في حالات تأخر السداد وحبس الرهن في سوق المساكن الأمريكية والهبوط المتواصل في أسعار المساكن. ولا يزال تدهور الجودة الائتمانية مستمرا في معظم القروض العقارية الأمريكية الممنوحة

مؤخرا. وقد أصبح شطب القروض اتجاهها متناميا في جميع فئات الائتمان الرئيسية على مستوى الولايات المتحدة، وإن كانت البداية من مستوى منخفض، مما يثير المخاوف من احتمال حدوث خسائر مستقبلية لدى بعض البنوك التجارية الأمريكية الكبرى، وهي مخاوف يعززها انهيار مؤسسة "إندي ماك" المصرفية.

وأدى عدم التيقن من الخسائر المستقبلية واحتياجات رأس المال إلى هبوط حاد في أسعار أسهم المؤسسات التي ترعاها الحكومة وتعمل في سوق المساكن الأمريكية. ونظرا لاتساع قاعدة المستثمرين في سندات الدين الصادرة عن هذه المؤسسات (والتي تحمل البنوك الأمريكية والمستثمرون الأجانب قدرا كبيرا منها)، واعتماد السوق الأمريكية في عمليات التمويل العقاري حاليا على توريق قروض المؤسسات العامة، يتبين أن الضرر كان يمكن أن يقع على النظام ككل إذا ما اهتزت الثقة في جودة سندات الدين الصادرة عن المؤسسات تحت الرعاية الحكومية. ويتمثل التحدي الراهن على مستوى السياسات في التوصل إلى حل واضح ودائم مع استمرار الدعم لأنشطة توريق التمويل العقاري في الولايات المتحدة.

ولإرساء الاستقرار السوقي يتعين القضاء على حالة الهبوط الراهنة في سوق المساكن الأمريكية، مما يساعد كلا من قطاع الأسر والمؤسسات المالية على التعافي من الأزمة. ولا توجد نهاية واضحة حتى الآن لتدهور الأوضاع في سوق المساكن الأمريكية؛ غير أن بعض التطورات التي طرأت مؤخرا على إمكانية تحمل تكلفة السكن قد تدعم أسعار المساكن بما يحقق لها الاستقرار. وثمة تراجع في أسعار المساكن حدث مؤخرا في بعض بلدان "منظمة التعاون والتنمية في الميدان الاقتصادي" (OECD) (لا سيما أيرلندا وأسبانيا والمملكة المتحدة)، مما يثير المخاوف من احتمال وقوع خسائر مستقبلية في قروض الموجهة لتمويل الرهن العقاري وأنشطة البناء والعقارات التجارية.

الضغوط متواصلة في القطاع المصرفي

برغم إجراء تخفيضات على القروض العقارية وسندات الدين تجاوزت قيمتها الإجمالية ٤٠٠ مليار دولار أمريكي، فقد نجحت البنوك في الولايات المتحدة وأوروبا وآسيا بشكل عام في زيادة رأس المال. غير أن الخسائر التي تم الإفصاح عنها تجاوزت حتى الآن قيمة رأس المال الإضافي، وتواجه البنوك مصاعب في الحفاظ على مستوى أرباحها في ظل تراجع الجودة الائتمانية، وتقلص الدخل من الرسوم المصرفية، وارتفاع تكلفة التمويل، حجم الانكشاف لمخاطر شركات التأمين أحادية النشاط وشركات التأمين على الرهن العقاري. وبالتالي، حدث هبوط حاد في أسعار الأسهم المصرفية وارتفعت مقاييس مخاطر عدم السداد. وبالنظر إلى الأسعار السائدة في السوق للأوراق المالية المضمونة بأصول والتجربة الحالية فيما يتصل بتأخر سداد المدفوعات، لا يوجد سبب واضح يدعو لتغيير تقديرات الخسائر الكلية بالقيمة السوقية والتي سبق نشرها في عدد إبريل من تقرير الاستقرار المالي العالمي.

ومع شروع البنوك في خفض نسبة التمويل بالديون عن طريق زيادة رأس المال واستعادة هامش السيولة الاحتياطي، لا تزال أسعار الإقراض بين البنوك مرتفعة كما ازدادت تكاليف التمويل طويل الأجل، بالرغم من

التسهيلات التمويلية التي أنشأتها بعض البنوك المركزية لتوفير السيولة الطارئة. وتشهد فروق العائد على سندات دين المؤسسات المالية اتساعاً متزايداً بالنظر إلى عدم التيقن من مدى التخفيض المستقبلي لقيمة الائتمان، واستيعاب الكيانات خارج الميزانية العمومية، وطاقة الربح في المستقبل.

ضيق أوضاع الائتمان وتحديات أمام السياسة النقدية

مع سعي البنوك لتخفيض نسبة التمويل بالديون والحرص على رأس المال، يجري بيع الأصول وتشديد أوضاع الائتمان، مما يتسبب في إبطاء النمو الائتماني في الولايات المتحدة ومنطقة اليورو. وإذ تواصل مخاطر التضخم ارتفاعها، ازداد ضيق المجال المتاح للسياسة النقدية كي تدعم الاستقرار المالي. ففي الربع الأول من عام ٢٠٠٨، تراجع نمو اقتراض القطاع الخاص الأمريكي حتى بلغ ٥,٢% - وهو مستوى لم يتحقق منذ الفترة التي أعقبت الركود في عام ٢٠٠١. وقد يصبح هذا النمو أكثر بطئاً حسب الوارد في عدد إبريل من تقرير الاستقرار المالي العالمي إذا ما استمرت الضغوط لتخفيض نسبة التمويل بالديون لدى البنوك. ومن التطورات الإيجابية في هذا السياق استمرار صمود إصدارات السندات في المرتبة الاستثمارية، وإن ظلت أسواق الائتمان مرتفع العائد والائتمان المهيكلة مغلقة بالفعل.

مخاطر الأسواق الصاعدة في ارتفاع

لا تزال الأسواق الصاعدة قادرة على الصمود نسبياً في مواجهة الاضطرابات الائتمانية. غير الأزمة طويلة الأمد، وأوضاع التمويل الخارجي تزداد ضيقاً، وبدأت بعض الأسواق الصاعدة توضع تحت المجهر، لا سيما بشأن سياساتها المتبعة لمعالجة تصاعد الضغوط التضخمية.

وتوجد الآن دلائل واضحة على أن المستثمرين أصبحوا أكثر حذراً في الإضافة إلى مراكزهم. فقد جاء أداء أسواق الأسهم في الاقتصادات الصاعدة أقل بدرجة طفيفة من أداء الأسواق المناظرة في الاقتصادات المتطورة منذ تحقيق مستوى الذروة الأخير في أواسط مايو الماضي. وكانت الأسواق الآسيوية التي تنسم بأعلى مستويات المخاطر التضخمية ومخاطر النمو دون المتوقع هي التي شهدت أعلى مستويات التدفقات الخارجة من صناديق استثمار الأسهم في الأسواق الصاعدة.

ومع ارتفاع أسعار السلع الأولية وضعف الإقبال على المخاطر وضيق أوضاع التمويل الخارجي، أصبحت الأسواق حريصة بشكل متزايد على التمييز بين البلدان فيما يتعلق بمخاطر الاختلالات الخارجية الكبيرة. وهكذا بدأت علاوات المخاطر تعود إلى مستوياتها المرتفعة المسجلة في أواسط مارس الماضي في الأسواق الصاعدة ذات الاختلالات الخارجية الكبيرة (وهي عجز الحساب الجاري بمقدار ٥% من إجمالي الناتج المحلي أو أكثر) وأصبح أداء أسواق الأسهم في هذه البلدان دون مستوى الأداء المشاهد في البلدان ذات الاختلالات الخارجية الأقل حجماً.

استجابة السياسة

نجحت الخطوات التي اتخذتها البنوك المركزية حتى الآن في احتواء المخاطر النظامية عن طريق إطالة آجال الاستحقاق والتوسع في أنواع الضمان والأطراف المقابلة. غير أن مخاطر الائتمان لا تزال مرتفعة في سياق العملية الجارية لتخفيض نسبة التمويل بالديون وفي ظل عدم التيقن من قيم الأصول، مما يشير إلى احتمال الحاجة إلى المزيد من رأس المال الإضافي في عدد من المؤسسات. وفي المرحلة الحالية من الأزمة، يصبح التركيز أشد على طبيعة الاستراتيجيات المعتمدة لتسوية الأوضاع ومدى المساندة التي تقدمها الحكومة.

ونظرا لتأثير المؤسسات التي ترعاها الحكومة على النظام المالي، فقد اتخذت الإدارة الأمريكية تدابير قصيرة الأجل لضمان حصولها على السيولة اللازمة لدعم عملياتها. إلا أن جانبا من المشكلة ينبغ من الإطار التنظيمي الذي تستند إليه هذه المؤسسات حاليا، وهو الذي سمح بتوسع ميزانياتها العمومية حتى بلغت حجمها الحالي بما يُحدثه من تأثير على النظام. وبمجرد استقرار الأوضاع، سوف يصبح من الضروري إجراء دراسة متعمقة لنموذج العمل والنظام الإشرافي في هذه المؤسسات. ويتضمن القانون الذي طرحه الكونغرس الأمريكي مؤخرا النص على إنشاء هيئة تنظيمية مستقلة.

وقد أبرزت تطورات الأزمة أهمية المضي قدما في الإصلاحات اللازمة حسبما أشارت اللجنة الدولية للشؤون النقدية والمالية ومنتدى الاستقرار المالي. وهناك تقدم أحرزته المؤسسات والمنتديات المعنية فيما يتصل بالسياسات قصيرة الأجل ومتوسطة الأجل. وقد حدد صندوق النقد الدولي أولويات عمله في مجالات اختصاصه الرئيسية ضمن جدول أعمال المبادرات على صعيد السياسات، بما في ذلك تقييم ومراقبة مجالات رأس المال والسيولة، والشفافية والتقييم، وأطر إدارة وتسوية الأزمات.