

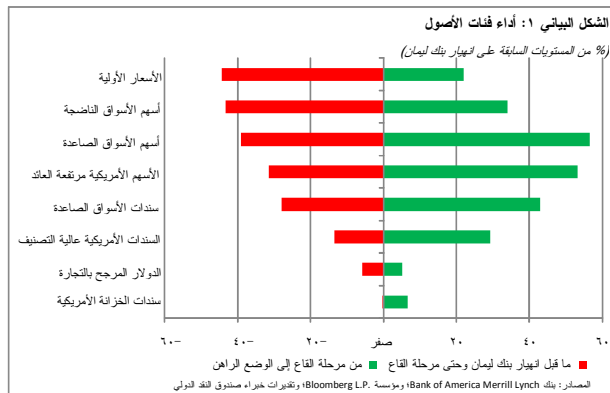
مستجدات الأسواق المالية

يناير ٢٠١٠

إدارة الأسواق النقدية والرأسمالية

استقرت النظم المالية، لكن المهمة التالية هي الخروج من مرحلة التنشيط الاستثنائي والإصلاح ومواجهة التحديات المالية

واصلت المخاطر النظامية انحسارها مع تحسن أساسيات الاقتصاد واستمرار الدعم الحكومي الكبير. وبالرغم من التحسن في عدة جوانب، فلا يزال الاستقرار المالي هشاً في كثير من البلدان المتقدمة وبعض بلدان الأسواق الصاعدة المتضررة بشدة. وتُعلق أولوية قصوى على تحسين صحة هذه النظم المصرفية لضمان عودة قناة الائتمان إلى وضعها الطبيعي. كذلك فإن تحويل المخاطر المالية إلى الميزانيات العمومية السيادية وارتفاع مستويات الدين العام تضيف إلى المخاطر التي تهدد الاستقرار المالي وتجعل عملية الخروج من مرحلة التنشيط الرهانة مهمة معقدة. وقد بدأت تدفقات رؤوس الأموال إلى بعض بلدان الأسواق الصاعدة تتغير مخاوف بشأن ضغوط أسعار الأصول وأسعار الصرف. وقد يحتاج صانعو السياسات في هذه البلدان إلى الخروج في وقت مبكر من مرحلة السياسات الداعمة بغية احتواء المخاطر على الاستقرار المالي. وبالنسبة لجميع البلدان، يتمثل الهدف في الخروج من مرحلة التدخلات الحكومية الاستثنائية إلى مرحلة إيجاد نظام مالي عالمي أكثر أماناً ولكنه يحتفظ بالديناميكية اللازمة لدعم النمو القابل للاستقرار.

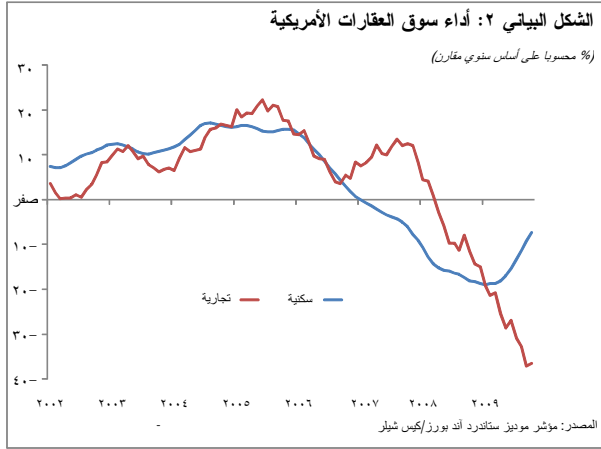


تعافت الأسواق المالية بقوة منذ فترات القاع الأخيرة، مدفوعة بتحسن أساسيات الاقتصاد والدعم المستمر من السياسات (راجع عدد يناير ٢٠١٠ من تقرير مستجدات آفاق الاقتصاد العالمي). وقد عاد إقبال المستثمرين على المخاطر، وتحسنت أسواق الأسهم، واستأنفت أسواق رأس المال نشاطها. ونتيجة لذلك، حدث ارتداد إيجابي كبير في أسعار طائفة كبيرة من الأصول بعد مستوياتها المنخفضة التاريخية، حيث لم تتحقق مخاوف المستثمرين من حدوث انهيار في النشاط الاقتصادي والمالي (الشكل البياني ١).

وأثمرت هذه التطورات المواتية تراجعاً في المخاطر النظامية ككل. فقد تقلصت المخاطر الائتمانية والسوقية الكلية، مما يعكس آفاقاً اقتصادية أكثر إيجابية وانخفاضاً في

الائتمان جارية، بدعم من الزيادة المستمرة في رؤوس الأموال. وسوف يتم في عدد إبريل ٢٠١٠ من تقرير الاستقرار المالي العالمي تحديث تقديراتنا للتخفيضات المتوقعة في قيم القروض. ويشير انتعاش أسعار الأوراق المالية في الميزانيات العمومية المصرفية إلى أن التقدير يمكن أن يصبح أدنى من المقدر سابقا إذا أُعيد حسابه في الوقت الراهن.

وبالنظر إلى المستقبل، وبالرغم من زيادة رأسمال بعض البنوك، فقد يتطلب الأمر رأسمال إضافيا كبيرا لدعم انتعاش النشاط الائتماني والحفاظ على النمو الاقتصادي في ظل معايير بازل الجديدة المتوقعة لكفاية رأس المال، والتي يبدو أنها في تقارب مستمر مع معايير الأسواق التي كانت أساسا ارتكزت عليه حسابات عدد أكتوبر ٢٠٠٩ من تقرير الاستقرار المالي العالمي لاحتياجات رأس المال المتبقية.



ومن المتوقع حدوث زيادة كبيرة في خسائر الائتمان الناشئة عن حالات الانكشاف لمخاطر العقارات التجارية (الشكل البياني ٢). ويلاحظ أن تخفيضات قيم القروض المتوقعة تتركز في البلدان التي مرت بأكبر ارتفاعات سعرية وتصحيحات لاحقة، كما أنها تتفق مع تقديراتنا السابقة.

المخاطر التي تهدد الاقتصاد الكلي، إلى جانب الدعم المستمد من الأوضاع النقدية والمالية التيسيرية. كذلك تراجعت مخاطر الأسواق الصاعدة. ورغم النفع الذي تحققه الأوضاع النقدية والمالية التيسيرية في الوقت الراهن، فإنها تشير في نفس الوقت إلى تحديات مستقبلية ينبغي الحرص في إدارتها.

ولكن حتى مع التحسن الكلي، فإن معالجة أوضاع القطاع المالي لا تزال بعيدة عن الاكتمال، ولا يزال الاستقرار المالي هشاً والتحديات الملحة التي فرضتها الأزمة قائمة. وفي نفس الوقت، بدأت مخاطر جديدة في الظهور نتيجة للدعم الاستثنائي المستمد من السياسات الجديدة. فقد كان ثمن الدعم غير المسبوق من السياسات هو زيادة ملحوظة في المخاطر على الميزانيات العمومية السيادية وما ترتب على ذلك من زيادة في أعباء الديون السيادية بما يزيد من المخاطر التي تهدد الاستقرار المالي في المستقبل. وفي نفس الوقت، شهدت بعض اقتصادات الأسواق الصاعدة الكبرى ارتدادا إيجابيا قويا بالفعل، مما يثير مخاوف مبدئية بشأن الضغوط الرافعة لكل من أسعار الأصول وأسعار الصرف. ومن ثم يتعين على صناع السياسات أن يتعاملوا بمهارة مع توقيت الخروج من المرحلة الراهنة إلى نظام مالي جديد مكتمل الإصلاحات، ومع التسلسل الملائم لمراحل هذا الخروج وكيفية تنفيذه.

البنوك والائتمان

التحدي الكبير الأول هو استعادة صحة النظام المصرفي وأنشطة تقديم الائتمان بشكل أعم. ولذلك يتعين أن تظل عملية تخفيض نسب الرفع المالي الجارية في النظام المصرفي عملية منظمة وألا تتطلب تعديلات كبيرة تتسبب في إضعاف التعافي. ولا تزال عملية امتصاص خسائر

المصرفي إلى استمرار تضيق شروط الإقراض في منطقة اليورو والولايات المتحدة، وإن كان مستوى التضيق قد انخفض بدرجة ملحوظة. وبالرغم من أن عوامل عرض الائتمان تساهم بدور في هذا الصدد، فإن الطلب الائتماني الضعيف حاليا يبدو هو العامل الأساسي في تقييد نشاط الإقراض ككل.

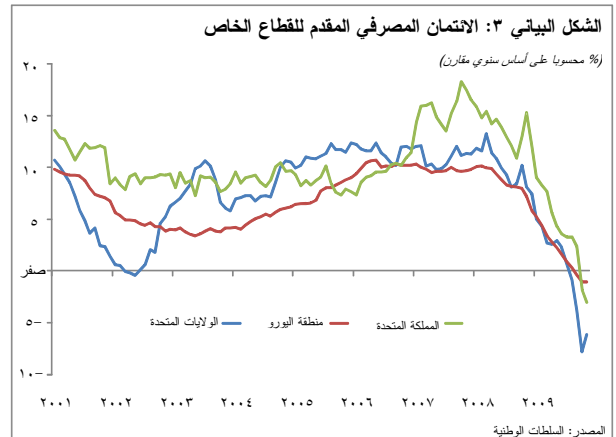
ويواصل نمو الائتمان المصرفي مساره الانكماش مع الانتقال إلى مرحلة جديدة في الدورة الائتمانية. ورغم اقتراب مرحلة قاع الدورة، فإن احتمالات الارتداد الإيجابي القوي تخضع لدرجة كبيرة من عدم اليقين. وقد حدث تحسن قوي في مصادر الائتمان غير المصرفي مثل إصدارات سندات الشركات، لكنها غير كافية في كثير من الحالات لموازنة انخفاض الإقراض المصرفي وغالبا ما تُستخدم في إعادة تمويل الدين القائم. وسوف تؤدي الآفاق الاقتصادية الآخذة في التحسن إلى تعزيز كل من الطلب على الائتمان واستعداد البنوك للإقراض، لكن قدرتها على الإقراض قد تشكل قيودا أكثر إلزاما مع استمرار تصديدها لتحديات رأس المال والتمويل. وقد تتأثر قرارات الإقراض المصرفي أيضا بعدم التيقن من الإطار التنظيمي المستقبلي.

ومن المتوقع أن تتقيد ربحية البنوك في المستقبل إذا اقترن استمرار التخفيضات في قيم القروض المصرفية بضغط التمويل ورأس المال والنمو الائتماني الضعيف، الأمر الذي يسلط الضوء على ضرورة اتخاذ خطوات أكثر حسمًا نحو تشجيع إعادة هيكلة البنوك، لضمان توافر الهوامش الكافية لكي تتجاوز الصدمات المستقبلية وتولد قدرًا إضافيًا من رؤوس أموال الاحتياطية الوقائية.

وليس مهمة البنوك مقصورة على تعبئة المزيد من رأس المال، إنما ينبغي أن تعمل أيضا على معالجة القصور المحتمل في التمويل. وكما ورد في عدد أكتوبر ٢٠٠٩ من تقرير الاستقرار المالي العالمي، هناك "جدار" من آجال الاستحقاق المتقاربة في الفترة من ٢٠١١ إلى ٢٠١٣. وهذا التجمع لاحتياجات التمويل هو تركة مما خلفه تقصير آجال الاستحقاق خلال فترة الأزمة. وعلى ذلك فإن تراجع الثقة في المستقبل يمكن أن يتسبب في إضعاف شديد لقدرة البنوك على تمديد هذه الديون.

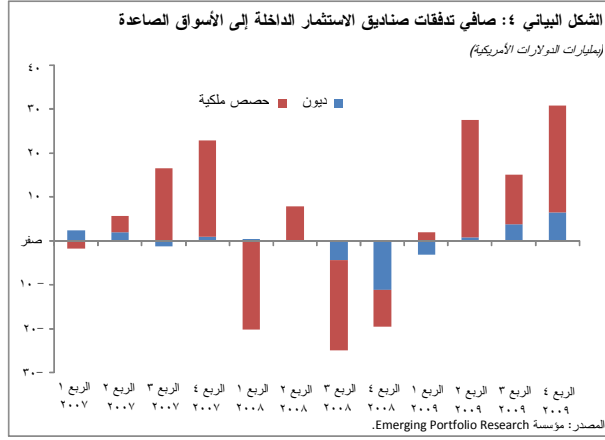
ومن الشواغل الأكثر إلحاحا في الوقت الراهن عملية سحب تسهيلات السيولة الخاصة التي أتاحتها البنوك المركزية والضمانات التي قدمتها الحكومة على القروض المصرفية. ورغم انخفاض اللجوء إلى هذين النوعين من البرامج الداعمة في ظل استقرار أسواق المال والتمويل، فإن بعض البنوك لا يزال أكثر اعتمادا عليها مقارنة بالبنوك الأخرى. وما لم تُعالج مواطن الضعف في هذه البنوك في سياق سحب تدابير الدعم التمويلي، يمكن أن يتجدد العسر المالي في البنوك ويعود فقدان الثقة الكلي الذي يمكن أن تترتب عليه انعكاسات نظامية.

ولم يتحقق الانتعاش بعد لنمو الائتمان المصرفي في الأسواق الناضجة، رغم التحسن الذي شهدته مؤخرا آفاقها الاقتصادية (الشكل البياني ٣). وتشير مسح مسؤولي الإقراض



التدفقات الداخلة إلى الأسواق الصاعدة

وحتى الآن لا يمكن اعتبار الارتفاع في أسعار الأصول مفرطاً أو واسع الانتشار، وإن كانت الضغوط قد ازدادت

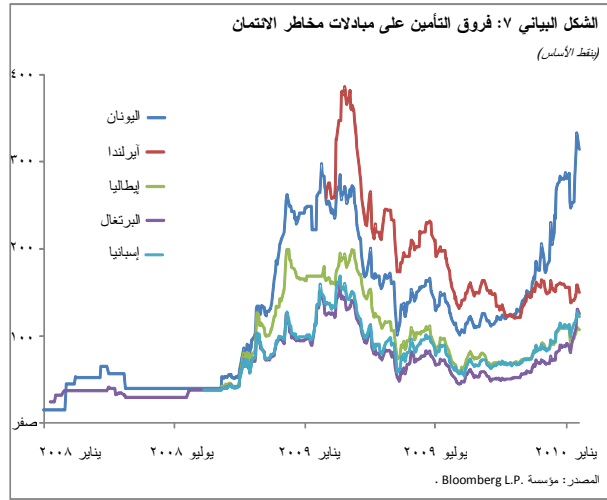


رغم أن التدفقات المصرفية إلى الأسواق الصاعدة لم تنتعش بعد، فقد أدى الارتداد الإيجابي في تدفقات الحافظة إلى عملية جني أرباح على أصول الأسواق الصاعدة، لا سيما الأسهم، وكذلك العقارات وإن كان بدرجة أقل. وقد أثرت مخاوف من أن تؤدي هذه التدفقات الداخلة إلى فقاعات في أسعار الأصول كما فرضت ضغوطاً رافعة لأسعار الصرف. ويمكن أن يتسبب ذلك في تعقيد تنفيذ السياسات النقدية وسياسات سعر الصرف، وخاصة في البلدان التي تطبق نظاماً أقل مرونة لسعر الصرف.

بدرجة كبيرة في بعض البلدان والأسواق. أما تضخم أسعار العقارات فهو في حدود المعايير التاريخية، مع بضعة استثناءات محدودة النطاق.

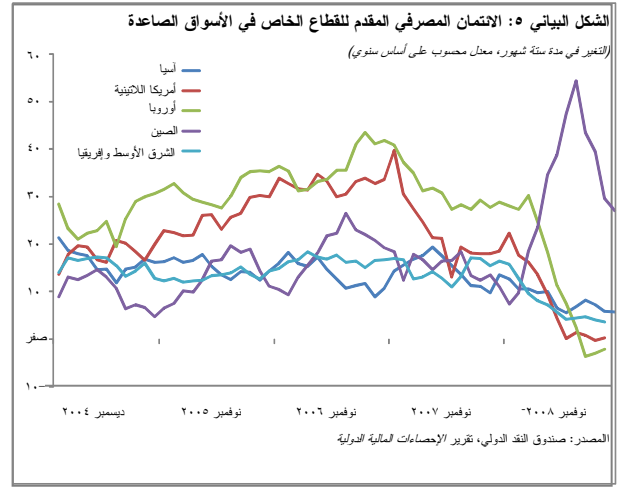
وإضافة إلى ذلك، لم يتعاف النمو الائتماني بدرجة ملحوظة حتى الآن في كثير من الأسواق الصاعدة، عدا الصين (الشكل البياني ٥)، وهو ما يفيد بأن الرفع المالي لم يصبح بعد محركاً أساسياً لارتفاع أسعار الأصول. غير أن الظروف لا تسمح لصناع السياسات بالتهاون إزاء تأثير التدفقات الداخلة وتضخم الأصول. فكلما ازداد رسوخ التعافي، زادت إمكانية أن تعمل السيولة المتولدة عن التدفقات الداخلة على تشجيع التوسع الائتماني المفرط وزيادات أسعار الأصول غير القابلة للاستمرار.

وهناك مجموعة من العوامل المحركة لهذه التدفقات الداخلة. ويبدو أن الطفرة الأولية في هذه التدفقات خلال الربع الثاني من العام الماضي جاءت نتيجة لعوامل دفع متنوعة، أي تغيرات في رغبات المستثمرين (الشكل البياني ٤). فقد عاد الإقبال الشديد على المخاطر مما عاد بالنفع على جميع الأصول الخطرة. وتحول المستثمرون من الملاذات الآمنة بحثاً عن العائد، نظراً لانخفاض أسعار الفائدة في الاقتصادات الصاعدة. ويتضح ذلك من انخفاض الدولار وأسعار سندات الخزنة، والتدفقات الخارجة من صناديق أسواق المال. لكن التدفقات الداخلة مستمرة منذ الربع الثاني من العام بفضل عوامل الجذب، أي تحسن احتمالات النمو بالنسبة للأسواق الصاعدة، لا سيما في آسيا وأمريكا اللاتينية. كذلك أدت توقعات ارتفاع سعر الصرف في هذه المناطق إلى تشجيع دخول تدفقات جديدة.



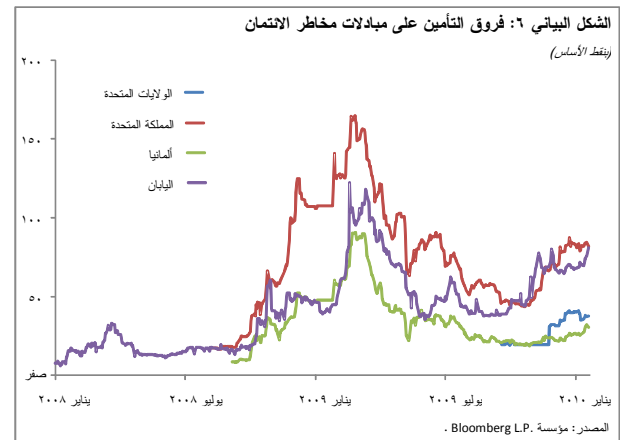
وتشير توقعاتنا لصافي المعروض من ديون القطاع العام إلى زيادة كبيرة في إصدار سندات الدين مقارنة بالمتوسط طويل الأجل على مدار العامين أو الثلاثة القادمة. وتفرض هذه الزيادة في عجز القطاع العام بعض التحديات المهمة أمام صناع السياسات وكما تنشئ مخاطر على الاستقرار المالي.

وعلى أقل تقدير، هناك احتمال بأن يؤدي إصدار سندات الدين العام في السنوات القادمة إلى إزاحة النمو الائتماني بالنسبة للقطاع الخاص، مما يرفع أسعار الفائدة بالتدرج على مقترضي القطاع الخاص ويفرض عبئاً معوقاً لتعافي الاقتصاد. ويمكن أن يحدث ذلك مع انتعاش الطلب الخاص على الائتمان واستمرار تقييد قدرة البنوك على منح الائتمان، وخاصة مع استمرار إلغاء تدابير الدعم المالي. وثمة خطر أكبر ينبع من احتمال الزيادة السريعة في أسعار الفائدة على الدين العام. ويمكن أن يؤدي مثل هذا التصاعد السريع في أسعار الفائدة والانحدار المتزايد في منحنى العائد إلى آثار سلبية على طائفة كبيرة من المؤسسات المالية المتنوعة وعلى مسيرة التعافي في ظل إعادة تسعير الدين السيادي. وأخيراً، هناك احتمال التراجع الشديد في ثقة المستثمرين في



الكيانات السيادية تحت ضغوط

يزداد تركيز الأطراف المشاركة في الأسواق المالية على قضايا استقرار المالية العامة في الاقتصادات المتقدمة. فقد أدت المخاوف بشأن استمرارية أوضاع المالية العامة وأوجه عدم اليقين السياسي القائمة إلى توسيع فروق التأمين على مبادلات مخاطر الائتمان بالنسبة للمملكة المتحدة واليابان في الأسابيع الأخيرة (الشكل البياني ٦). ووقعت بلدان أوروبية أخرى من مصدري السندات، وأبرزها اليونان، تحت ضغوط أوضح بعد تخفيض تصنيفها الائتماني أو مع استمرار عدم اليقين المحيط بخطتها الرامية إلى معالجة اختلالات مالياتها العامة وضبط أوضاعها (الشكل البياني ٧).



وفي بلدان الأسواق الصاعدة التي تحقق تعافيا سريعا، تظل أولويات السياسة هي معالجة التدفقات الرأسمالية الداخلة عن طريق سياسات الاقتصاد الكلي، ومنها زيادة مرونة سعر الصرف واتخاذ تدابير احترازية.

وعلى المدى المتوسط، ينبغي أن تستهدف السياسات ترسيخ الاستقرار المالي الذي يركز عليه النمو العالمي القوي والمتوازن. كذلك وينبغي الحد من المخاطر في القطاع العام عن طريق الضبط الموثوق لأوضاع المالية العامة، بينما ينبغي معالجة المخاطر الناجمة عن الأنشطة المالية الخاصة باعتماد أطر تنظيمية جديدة.

النظام المالي في المستقبل

على وجه العموم، يجب الخروج من تدابير الدعم الاستثنائي المطبقة وقت الأزمة إلى نظام مالي مأمون يتسم بدرجة كافية من الديناميكية والابتكار لدعم النمو القابل للاستمرار. ولن يكون من السهل تحقيق هذا التوازن السليم بين الأمان والديناميكية.

وهناك عدة جوانب في التنفيذ تتطلب اهتماما خاصا. فينبغي أن يراعي صناع السياسات التكاليف المترتبة على عدم اليقين بشأن مستقبل العمليات التنظيمية، حيث يمكن أن يتسبب ذلك في إعاقة خطط المؤسسات المالية بشأن مجالات نشاطها وتقديمها للائتمان. لكنهم ينبغي أن يتجنبوا أيضا مخاطر التسرع في تعميم قواعد تنظيمية جديدة دون إجراء دراسات لتأثيرها الكلي. ومن الأمور الأخرى التي لا تزال تكتسب أهمية حيوية الحد من الاختلافات في تنفيذ الإطار التنظيمي الجديد على المستوى الدولي لتجنب عدم التكافؤ

بعض مُصدري السندات السيادية، مما يولد انعكاسات سلبية على النمو الاقتصادي وأداء الائتمان في البلدان المتأثرة. ورغم أن هذه المشكلة قد تكون محدودة النطاق، فهناك خطر يتمثل في انتشار التداعيات إلى البلدان والأسواق الأخرى وتعرض الثقة لصدمة سلبية.

أولويات السياسة

يواجه صانعو السياسات مشكلة صعبة تتمثل في تحقيق موازنة صعبة في تحديد الوقت المناسب لتطبيق سياسات الخروج من مرحلة الدعم الاستثنائي، ومدى سرعة هذا الخروج وتسلسل خطواته، سواء على جانب السياسة النقدية أو سياسة المالية العامة، مع البدء في تنفيذ استراتيجيات متوسطة الأجل لضبط أوضاع المالية العامة وتخفيض الديون. ويؤدي سحب تدابير الدعم المالي في وقت سابق لأوانه إلى تعريض النظام المالي لعودة الضغوط المكثفة (مثلما هي الحال في البلدان ذات التعافي الضعيف والتي تعاني من جوانب ضعف مالي متبقية)، في حين أن التأخر في سحب هذه التدابير يمكن أن يشعل فتيل الضغوط التضخمية وينثر بذور أزمات أخرى في المستقبل (مثلما هي الحال في البلدان المعرضة لمخاطر التجاوزات المالية وفورة النشاط الاقتصادي).

وعلى المدى القريب، ينبغي أن تركز السياسات على تأمين الاستقرار المالي الذي لا يزال هشا لضمان الحفاظ على التعافي وعدم تكرار حلقة الارتداد السلبي بين الاقتصاد الحقيقي والقطاع المالي. وفي الاقتصادات التي تستمر فيها أوجه الضعف المالي، ينبغي مواصلة الجهود لنتقية الميزانيات العمومية للبنوك، وضمان تجديد التمويل بنفس الشروط، وإعادة هيكلة البنوك.

بين مختلف الأطراف وممارسات المراجعة بين القواعد التنظيمية والتي يمكن أن تشكل خطراً على الاستقرار المالي.

وحتى يكون الإصلاح التنظيمي ناجحاً، ينبغي أن يتحقق التكامل بين القواعد التنظيمية الاحترافية الجزئية والكلية وأن تساعد في تخفيف المخاطر النظامية على نحو فعال. وحينئذ فقط يصبح بمقدور النظام المالي أن يقوم بوظيفته كما ينبغي – وهي الوساطة في التدفقات التي تنتقل من المدخرين إلى المقرضين بطرق تعزز النمو الاقتصادي القابل للاستقرار والاستقرار المالي.