

# تقرير الاستقرار المالي العالمي -- إبريل ٢٠١٠

## ملخص واف

تراجعت المخاطر التي كانت تهدد الاستقرار المالي مع اكتساب التعافي الاقتصادي مزيدا من القوة، لكن المخاوف بشأن المخاطر السيادية المرتبطة بالبلدان المتقدمة يمكن أن تتال من مكاسب الاستقرار وتتسبب في طول مدة الانهيار الائتماني. وبغير إعادة الميزانيات العمومية في القطاع المالي وقطاع الأسر إلى وضعها السليم، يمكن أن تتفاقم مستويات الدين العام غير القابلة للاستمرار وتنتقل مجددا إلى النظم المصرفية أو إلى البلدان عبر الحدود. وعلى ذلك ينبغي وضع سياسات تحقق ما يلي: (١) تخفيض مكانم الخطر السيادي، بما يشمل ذلك من ضرورة تقديم معلومات موثوقة عن خطط ضبط أوضاع المالية العامة على المدى المتوسط؛ (٢) ضمان استمرار العملية الجارية لتخفيض نسب التمويل بالديون على نحو سلس؛ (٣) المضي بحزم في استكمال جدول الأعمال التنظيمي بغية الانتقال إلى نظام مالي عالمي أكثر أمانا وصمودا وديناميكية. وبالنسبة لبلدان الأسواق الصاعدة، حيث أدت طفرة التدفقات الرأسمالية الداخلة إلى ظهور مخاوف من احتمالات التضخم وفعالات أسعار الأصول، يُنصح باعتماد منهج عملي يجمع بين السياسات الاقتصادية الكلية والسياسات المالية الاحترازية.

انحسرت المخاطر التي كانت تهدد الاستقرار المالي مع استمرار تحسن الاقتصاد العالمي (راجع عدد إبريل ٢٠١٠ من تقرير آفاق الاقتصاد العالمي). ومع ذلك فقد تغيرت ملامح المخاطر العالمية بسبب تدهور أرصدة المالية العامة وسرعة تراكم الدين العام، فأصبحت المخاوف بشأن مدى استمرارية الميزانيات العمومية الحكومية هي المنبع الأساسي والمتزايد لمكانم الخطر القائمة. وفي بعض الحالات، يمكن أن تتحول مخاوف الإعسار على المدى الأطول إلى ضغوط قصيرة الأجل في أسواق التمويل حيث يشترط المستثمرون عائدا أعلى لتعويض المخاطر المستقبلية المحتملة. ويمكن أن تتسبب هذه الضغوط في تكثيف تحديات التمويل قصير الأجل التي تواجه بنوك البلدان المتقدمة وقد يكون لها انعكاسات سلبية على تعافي الائتمان الخاص. وكل هذه التفاعلات يغطيها الفصل الأول من هذا التقرير.

وثمة تحسن عام في صحة النظام المصرفي بالتوازي مع تعافي الاقتصاد واستمرار تخفيض نسب التمويل بالديون واستعادة الأوضاع الطبيعية في الأسواق. وقد تراجعت تقديراتنا لتخفيضات قيم القروض المصرفية منذ بدء الأزمة وحتى عام ٢٠١٠ إلى ٢,٣ تريليون دولار بعد أن بلغت ٢,٨ تريليون دولار في عدد ٢٠٠٩ من تقرير آفاق الاقتصاد العالمي. ونتيجة لذلك، حدث انخفاض كبير في احتياج البنوك لرؤوس الأموال، وإن كانت بعض قطاعات النظم المصرفية في بعض البلدان لا تزال تعاني نقصا في رأس المال، الأمر الذي يرجع في الأساس إلى خسائر العقارات التجارية. وبالرغم من هبوط احتياجات رأس المال، فلا تزال البنوك تواجه تحديات كبرى تتمثل في التمويل الضخم قصير الأجل الذي ينبغي إعادة تمويله في العامين الراهن والقادم، ورأس المال الأكبر والأفضل جودة الذي يرجح أن يكون مطلوبا لطمأنة المستثمرين على خلفية التشديد المرتقب في المعايير التنظيمية، وحالة الخسائر التي لم يشطب بعضها حتى الآن. وإضافة إلى هذه التحديات، سوف تتطلب القواعد التنظيمية الجديدة من البنوك أن تعيد النظر في استراتيجيات العمل المطبقة لديها. ومن المرجح أن تفرض كل هذه العوامل ضغوطا خافضة للربحية.

وفي مثل هذا المناخ السائد، يُرجح أن يصبح الائتمان المقدم للقطاع الخاص محدودا، حيث يكون الطلب على الائتمان ضعيفا وحجم المعروض منه منخفضا. وينبغي أن تعمل الأسر والشركات على تخفيض مستويات مديونيتها واستعادة سلامة ميزانياتها العمومية. وحتى مع مستوى الطلب المنخفض، قد تصطدم احتياجات التمويل السيادية المتضخمة مع حجم العرض الائتماني المحدود، مما يساهم في الضغوط الرافعة لأسعار الفائدة (راجع القسم "دال" في الفصل الأول) وفي تكثيف ضغوط التمويل على البنوك. كذلك يُلاحظ أن المؤسسات الصغيرة والمتوسطة تستشعر تأثير انخفاض الائتمان. وعلى ذلك، قد يكون اعتماد سياسات لمعالجة نقص المعروض أمرا لا يزال مطلوبا في بعض الاقتصادات.

وفي المقابل، شهدت بعض اقتصادات الأسواق الصاعدة طفرة جديدة في التدفقات الرأسمالية. وتأتي تدفقات رؤوس أموال الحافظة الداخلة إلى آسيا (باستثناء اليابان) وأمريكا اللاتينية (راجع القسم "هاء" في الفصل الأول والفصل الرابع) على خلفية حالات التعافي القوي، وتوقعات ارتفاع أسعار صرف العملات، ووفرة السيولة وانخفاض أسعار الفائدة في البلدان المتقدمة الكبرى. ورغم أن استئناف التدفقات الرأسمالية يشكل تطورا محل ترحيب، فقد أدى في بعض الحالات إلى مخاوف من احتمال نشوء الضغوط التضخمية وبقاعات أسعار الأصول، مما يمكن أن يهدد الاستقرار النقدي والمالي. غير أن الأدلة المتوافرة محدودة على حدوث ذلك بالفعل، عدا ما تشهده بعض أسواق العقارات المحلية.

ومع ذلك فإن الأوضاع الراهنة تدعو إلى نظرة متحفظة وإجراءات عاجلة على مستوى السياسات كي لا يتعرض الاستقرار المالي للخطر. ويشير الفصل الرابع إلى وجود روابط وثيقة بين توسع السيولة العالمية وأسعار الأصول في الاقتصادات "المتناقية للسيولة". ويوضح الفصل أن التدفقات الرأسمالية الداخلة تتطوي على مشكلات أقل في البلدان المتناقية كلما كانت أسعار الصرف مرنة ودخول التدفقات الرأسمالية أكثر تحررا من القيود. وإضافة إلى ذلك، يُنصح صناع السياسات في هذه الاقتصادات باستخدام مجموعة كبيرة ومتنوعة من خيارات السياسة لمواجهة طفرة التدفقات – أي السياسات الاقتصادية الكلية والقواعد التنظيمية الاحترازية. وإذا لم تكن هذه التدابير كافية ويرجح أن تكون التدفقات الرأسمالية عارضا مؤقتا، يمكن النظر في استخدام ضوابط رأس المال بحرص.

### أهم الرسائل بشأن السياسات

ولمعالجة المخاطر السياسية، ينبغي اعتماد خطط موثوقة تحظى بتأييد جماهيري لضبط أوضاع المالية العامة على المدى المتوسط، وهو ما يمثل التحدي الأكبر أمام الحكومات في الأجل القريب. وينبغي أن تتسم هذه الخطط بالشفافية وأن تتضمن تدابير للطوارئ تحسبا لاحتمال نقص الموارد العامة عن المستوى المتوقع. وسوف يساعد تحسين أطر المالية العامة وإجراء إصلاحات هيكلية داعمة للنمو على ترسيخ ثقة الجماهير في توافق العملية الجارية لضبط أوضاع المالية العامة مع أهداف النمو طويل الأجل.

ومن حيث المدى القريب، لا يزال من الضروري توجيه الاهتمام إلى النظم المصرفية في عدد من البلدان حتى يعاد تحديد مجموعة أساسية من البنوك التي تتمتع بأوضاع سليمة تتيح لها الاستمرار في مزاوله النشاط وتستطيع إعادة التدفقات الائتمانية إلى القطاع الخاص. ويتعين أن تركز السياسات على "ترشيح حجم" النظام المالي الذي ينبغي أن يكون حيويا

وسليما. ذلك أن ضغوط التمويل والضغوط على جانب الالتزامات في الميزانيات العمومية للبنوك بدأت تحتل موقعا بارزا في الآونة الأخيرة، رغم أن تخفيض نسب التمويل بالديون جاء في معظمه على جانب الأصول في هذه الميزانيات. ولا يزال من الضروري بذل جهود أكبر لمعالجة أوضاع عدد من البنوك الضعيفة حتى تخرج دون مشكلات من مرحلة الاعتماد على الدعم الاستثنائي الذي تقدمه البنوك المركزية في شكل تمويل وسبولة. والمهم في هذا الخصوص هو أن يكفل صناع السياسات المنافسة العادلة بما يتوافق مع إرساء نظام مصرفي كفاء وآمن. وبينما قد تتطلب الظروف من بعض البنوك المركزية والحكومات الاستمرار في تقديم بعض الدعم، فإن البنوك الأخرى ينبغي أن تظل مستعدة لاستئناف تقديم الدعم عند الاقتضاء، بغية تجنب العودة إلى انقطاع التمويل في الأسواق.

وبالنظر إلى فترة مستقبلية أبعد، تبدو ضرورة المضي العاجل في الإصلاحات التنظيمية بعد موامتها، والبدء في تطبيقها على أساس يراعي الظروف الاقتصادية والمالية الراهنة. ومن الواضح بالفعل أن زيادة أمان النظام المالي تستتبع إصلاحات مؤدية إلى زيادة رأس المال وتحسين جودته وإجراء تحسينات في إدارة السيولة وتجنب قدر من السيولة الاحتياطية. وسوف تساعد هذه التدابير الاحترازية الجزئية على الاستفادة من الطاقة الإنتاجية الزائدة والحد من تراكم التمويل بالديون. وفي حين أن اتجاه الإصلاحات غير واضح، فإن حجمه لا غموض فيه. وإضافة إلى ذلك، لا تزال التساؤلات مطروحة حول الطريقة التي سيتعامل بها صناع السياسات مع المؤسسات الأهم من أن تفشل والتي يمكن أن تضر بالنظام المالي وتحمّل القطاع العام ودافعي الضرائب تكاليف كبيرة. وعلى وجه الخصوص، سوف يتعين الاعتماد على مزيج من التدابير الوقائية المسبقة والآليات المحسنة لتسوية الأوضاع على أساس لاحق. وسيساعد تبديد عدم اليقين التنظيمي الراهن المؤسسات المالية على وضع خطط أفضل وتطويع استراتيجيات العمل المعتمدة لديها.

وفي سياق التقدم في الإصلاحات التنظيمية لمعالجة المخاطر النظامية، ينبغي توخي الحرص في وضع التدابير اللازمة بحيث تحقق التوازن الصحيح بين الأمان والابتكار والكفاءة في النظام المالي. ومن السبل الجاري بحثها لزيادة أمان النظام المالي تطبيق رسوم رأسمالية تتحدد حسب مساهمة كل مؤسسة في المخاطر النظامية. ويعرض الفصل الثاني منهجية لوضع رسم إضافي على رأس المال يقوم على مدى ترابط المؤسسات المالية – بحيث يعتمد في الأساس على تحصيل الرسوم من المؤسسات المؤثرة على النظام المالي نظرا للعامل الخارجي الذي تفرضه على النظام ككل – أي التأثير الذي يمكن أن يُحدثه فشلها على المؤسسات الأخرى، وإن كان ذلك لا يعني بالضرورة تأييد هذا الفصل لاستخدام هذا الرسم. وتعتمد المنهجية على أساليب إدارة المخاطر التي تستخدمها الأجهزة الرقابية والقطاع الخاص بالفعل. وبطبيعة الحال، يمكن استخدام تدابير تنظيمية أخرى، كالتالي يناقشها القسم واو في الفصل الأول، وهي تستحق مزيدا من التحليل.

وعلى قدر أهمية أنواع القواعد التنظيمية المطلوب تطبيقها تُعلّق أهمية مماثلة على الطرف الذي يضطلع بهذه المهمة. وفي هذا الصدد يتساءل الفصل الثاني عما إذا كانت بعض مقترحات الإصلاح الأخيرة التي تضيف مهمة مراقبة المخاطر النظامية إلى دور الأجهزة التنظيمية من شأنها المساعدة على تخفيف تلك المخاطر. ويخلص الفصل إلى أن توحيد الجهاز التنظيمي – بحيث يشرف على قضايا السيولة والإعسار – يزيل بعض الحوافز المتضاربة التي تنشأ عن الفصل بين هذه الصلاحيات، وإن كان يظل أقل صرامة في التعامل مع المؤسسات المؤثرة على النظام المالي عنه مع المؤسسات الأخرى إذا أُوكلت إلى الجهاز التنظيمي مهمة الإشراف على المخاطر النظامية. والسبب في ذلك أن فشل إحدى هذه المؤسسات

يمكن أن يلحق بالنظام المالي ضرراً أكبر على نحو غير متناسب مقارنة بما يمكن أن تُحدثه إحدى المؤسسات الأخرى، ومن المعروف أن الأجهزة التنظيمية تبغض رؤية سلاسل من الإخفاقات المتتالية. ولمعالجة المخاطر النظامية بحق، تحتاج الأجهزة التنظيمية إلى أدوات إضافية ترتبط ارتباطاً صريحاً بصلاحياتها في مجال مراقبة المخاطر النظامية – حيث إن تغيير هيكل الأجهزة النظامية لا يكفي لتحقيق هذا الهدف. ويمكن أن تتضمن هذه الأدوات الرسوم الإضافية حسب مستوى المخاطر أو رسوم على المؤسسات ترتبط مباشرة بمدى مساهمة كل منها في المخاطر النظامية، أو ربما حتى الحد من حجم أنشطة بعض الأعمال.

وهناك منهج آخر لتحسين الاستقرار المالي هو تقوية البنية التحتية الذي تركز عليها الأسواق المالية لتصبح أقدر على الصمود في مواجهة أي عسر مالي تتعرض له مؤسسات مالية منفردة. ومن أهم المبادرات في هذا الصدد نقل عقود المشتقات المالية المتداولة خارج البورصة إلى أطراف مقابلة مركزية لأغراض المقاصة. وينظر الفصل الثالث في هذا النقل للمشتقات المالية وكيف يمكن أن يحد من المخاطر الائتمانية النظامية الناشئة عن الطرف المقابل، ولكنه يشير إلى أن إيداع العقود لدى الجهة المركزية يجب أن يقترن بتطبيق معايير مرتفعة لإدارة المخاطر واعتماد خطط احتياطية مرسومة بدقة لمنع انهيار الجهة المركزية ذاتها. وفي السياق العالمي، هناك ما يبرر الإشراف التنظيمي الصارم، بما في ذلك العمل وفقاً لمجموعة من المبادئ الإرشادية الدولية. ويجري حالياً وضع هذه المجموعة من المبادئ بالاشتراك بين المنظمة الدولية لهيئات الأوراق المالية ولجنة نظم الدفع والتسوية.

ويشير الفصل أيضاً إلى أن نقل عقود المشتقات المتداولة خارج البورصة إلى طرف مقابل مركزي يرجح أن يحد من المخاطر النظامية المرتبطة بمخاطر الطرف المقابل التي تنشأ عن تداول هذه العقود، لكنه سيكون مصحوباً أيضاً بتكاليف انتقالية تنشأ عن ضرورة إيداع مبالغ كبيرة على سبيل الضمان الإضافي لدى الجهة المركزية، مما يتطلب الاعتماد على منهج انتقالي تدريجي. غير أن هذه التكاليف قد تجعل الحافز أقل على نقل العقود طواعية إلى البيئة الآمنة وربما تتطلب تشجيعاً أكبر على الصعيد التنظيمي، كأن تتم زيادة رسوم رأس المال أو فرض رسم على معاملات المشتقات المالية التي مثل مدفوعات من المتعاملين للأطراف الأخرى المقابلة لها في حالة إخفاق المتعاملين ذاتهم – أي أن مساهمتهم في المخاطر النظامية في سوق المشتقات المتداولة خارج البورصة تنطوي على خسائر بالنسبة للأطراف المقابلة لهم.

وخلاصة القول إن جدول أعمال الإصلاح المستقبلي في مجال التنظيم المالي لا يزال عملاً قيد الإنجاز، لكن التقدم في تنفيذ بنوده الأساسية على الأقل ينبغي أن يبدأ في القريب العاجل. فقد تضيع الفرصة السانحة لمعالجة مشكلة المؤسسات الأكبر من أن تفشل، وهي فرصة يتعين عدم إهدارها لأسباب ليس أقلها أن بعض هذه المؤسسات قد أصبح أكبر وأكثر هيمنة مما كان عليه قبل تفجر الأزمة. وينبغي ينظر لصناع السياسات النظر بجديّة فيما يجعل هذه المؤسسات مؤثرة على النظام المالي وكيف يمكن تخفيف المخاطر التي تفرضها عليه.