

تقرير الاستقرار المالي العالمي

ملخص واف

نظرا لتزايد الاضطرابات في الأسواق المالية العالمية، يتعين اتخاذ تدابير دولية مترابطة وحاسمة على مستوى السياسات حتى يتسنى استعادة الثقة في النظام المالي العالمي. وقد يصبح عدم القيام بهذه المهمة إيذانا بفترة تسودها الفوضى في تنفيذ العملية الجارية لتخفيض نسب الرفع المالي وتُحمّل الاقتصاد الحقيقي تكلفة باهظة. وعلى أي حال، سوف تكون استعادة المنهج المنظم مليئة بالتحديات، إذ أن تحقيق خفض كبير في نسب الرفع المالي هو أمر ضروري وحتمي في آن واحد. وعلى هذه الخلفية من التحديات والتغيرات المستمرة، يحدد تقرير الاستقرار المالي العالمي ملامح الأحداث الأخيرة حتى يخلص إلى تدابير مقترحة على مستوى السياسات يمكن أن تفيد في مواجهة الظروف الراهنة.

تعرضت الثقة في المؤسسات والأسواق المالية العالمية لاهتزازات حادة. فقد اتضحت التهديدات التي يتعرض لها استقرار النظام المالي في سبتمبر الماضي مع انهيار عدة مؤسسات كبرى أو قربها من الانهيار. ويتوقع عدد أكتوبر ٢٠٠٨ من تقرير "آفاق الاقتصاد العالمي" أن يتعمق هبوط النمو العالمي وتسبب في كبح الانتعاش. وعلاوة على ذلك، يتمثل أحد التهديدات الجسيمة في احتمال الدخول في دائرة من الآثار المترتبة السلبية والأكثر حدة فيما بين النظام المالي والاقتصاد ككل. وقد أدى الاقتران بين الخسائر المتزايدة وتراجع أسعار الأصول وتعمق الهبوط الاقتصادي إلى إثارة شكوك كبيرة حول مدى استمرارية مقومات البقاء لدى شريحة واسعة من مؤسسات النظام المالي.

وتسارعت وتيرة العملية الجارية لتخفيض نسب الرفع المالي والمشار إليها في عدد إبريل ٢٠٠٨ من تقرير الاستقرار العالمي، وشاعت فيه الفوضى – التي تجسدت في سرعة انخفاض أسعار أسهم المؤسسات المالية، وارتفاع تكلفة التمويل والوقاية من مخاطر عدم السداد، وضعف أسعار الأصول. ومن نتائج ذلك حالات الفشل التي أصابت المؤسسات مع إعراض الأسواق عن إتاحة رأس المال والتمويل أو استيعاب الأصول (أو عدم قدرتها على القيام بذلك). ولم تتجح عمليات التدخل التدريجية التي استهدفت معالجة ضغوط السيولة المصاحبة وتسوية أوضاع المؤسسات المتعثرة في استعادة ثقة الأسواق، إذ أنها لم تعالج الطابع الشائع الذي يميز المشكلات الأساسية. وتسببت المخاوف المتنامية بشأن مخاطر الطرف المقابل في خلق ما يشبه الإغلاق لأسواق المال العالمية. ويوضح الفصل الأول الأساس الذي يبرر اتباع منهج شامل للسياسات – وهو ما نتظر فيه حاليا بعض البلدان. كذلك يتضمن هذا الفصل تقييما لمدى التقدم في عملية تخفيض نسب الرفع المالي وكم تبقى لاستكمالها، كما يقترح مجموعة شاملة من التدابير التي يمكن أن توقف العملية الهدامة الحالية.

ومما يمكن أن يدعم استعادة الاستقرار المالي في الوقت الراهن أن تقطع السلطات في البلدان المتأثرة التزاما جماعيا معلنا تتعهد فيه بمعالجة القضية على نحو منسق ومتربط. ومع حتمية اختلاف التدابير التفصيلية باختلاف البلدان المعنية، فإن تجربة الأزمات السابقة تشير إلى خمسة مبادئ يمكن الاسترشاد بها في تحديد نطاق وتصميم التدابير التي يمكن أن تشكل أساسا لاستعادة الثقة في هذه الظروف الاستثنائية. وتشمل هذه المبادئ ما يلي:

(١) الاستعانة بتدابير شاملة تتخذ في الوقت المناسب وتُعلن بوضوح. وينبغي أن تشمل هذه التدابير التحديات

الكبرى الناشئة عن توترات تخفيض نسب الرفع المالي، أي توفير المزيد من التمويل، وتحسين تكلفته وأجل استحقاقه

حتى تستقر الميزانيات العمومية، وضخ رؤوس الأموال لدعم المؤسسات القادرة على البقاء التي تتمتع بركائز سليمة ولكنها لا تستطيع حالياً تقديم الائتمان الكافي؛ ودعم الأصول المتعثرة عن طريق استخدام الميزانيات العمومية لدى القطاع العام في تعزيز خفض المنظم لنسب الرفع المالي. وينبغي أن تتجنب السلطات مفاومة الآثار المسيرة للاتجاهات الدورية عند تطبيقها القواعد التنظيمية القائمة أو الجديدة. كذلك ينبغي توخي الوضوح في أهداف التدابير المتخذة والشفافية في الإجراءات التشغيلية.

(٢) استهداف مجموعة من السياسات المتسقة والمتراصة لتحقيق استقرار النظام المالي العالمي عبر مختلف

البلدان بغية تعظيم الأثر المتحقق وتجنب العواقب السلبية على البلدان الأخرى.

(٣) ضمان الاستجابة السريعة على أساس الرصد المبكر للتوترات الناشئة. ويتطلب هذا درجة عالية من

التنسيق داخل كل بلد، وفي كثير من الحالات عبر الحدود، واعتماد إطار يتيح اتخاذ إجراءات حاسمة لمجموعات قد تكون مختلفة من السلطات القطرية.

(٤) التأكد من أن التدخلات الحكومية العاجلة تقتصر على فترة مؤقتة وضمان توفير الحماية لمصالح دافعي

الضرائب. ومن المهم لجميع الأطراف المعنية ضمان المساءلة بشأن الإجراءات الحكومية، وينبغي أن تتضمن شروط

المساندة مشاركة القطاع الخاص في تحمل مخاطر النتائج دون المتوقعة ومشاركة دافعي الضرائب في الانتفاع بالمزايا

المتجاوزة للتوقعات. ومن الضروري أن تكفل آليات التدخل الحد من الخطر المعنوي، مع الإقرار بالطابع الملح الذي

يتسم به الموقف الحالي والحاجة الواضحة للمساندة الحكومية.

(٥) العمل على تحقيق الهدف متوسط الأجل الذي يتمثل في إرساء نظام مالي أكثر سلامة وتنافسية وكفاءة. ويتطلب تحقيق هذا الهدف عملية منظمة لتسوية أوضاع المؤسسات المالية التي لا تمتلك مقومات البقاء وتقوية إطار الاستقرار الاقتصادي الكلي/المالي الدولي للإسهام في تحسين الرقابة والتنظيم على المستويين المحلي والعالمي، كما يتطلب آليات لرفع فعالية الانضباط السوقي. وينبغي دعم أسواق التمويل والتوريق التي تكتسب أهمية في تسعير الائتمان والوساطة فيه، وهو ما يشمل تخفيض مخاطر الطرف المقابل من خلال أجهزة مقاصة مركزية. وإلى جانب الالتزام بهذه المبادئ الإرشادية، ينبغي اتخاذ إجراءات ملموسة لمعالجة ثلاثة مجالات متداخلة ترتبط بتخفيض نسب الرفع المالي، وهي عدم كفاية رؤوس الأموال وتقلص قيم الأصول واختلال كفاءة أسواق التمويل. ومن الضروري إيقاف دوامة التفاعل المتواصل فيما بين هذه العناصر الثلاثة حتى تتحقق عملية تخفيض نسب الرفع المالي بأسلوب أكثر نظاما.

رأس المال: تشير التقديرات الواردة في تقرير الاستقرار المالي العالمي إلى أن الحفاظ على نمو الائتمان في القطاع الخاص، حتى وإن كان بمعدل متواضع، مع زيادة نسب رأس المال المصرفي، يتطلب توافر رؤوس أموال مقدارها ٦٧٥ مليار دولار تقريبا لدى البنوك العالمية الكبرى على مدار عدة سنوات قادمة. ويمكن النظر في عدة تدابير في هذا الخصوص:

- فمع الصعوبة المتزايدة التي يلقاها الكثير من المؤسسات المالية في تدبير رؤوس الأموال الخاصة، قد تحتاج السلطات إلى ضخ رؤوس أموال إلى المؤسسات التي تمتلك مقومات البقاء. وبينما توجد سبل

متعددة لتحقيق هذا الهدف، يفضل أن تتضمن الخطة المختارة بعض الاحتمالات الأكثر إيجابية لصالح

دافعي الضرائب، مصحوبة بحوافز للمساهمين الحاليين والجدد تشجعهم على تقديم رأس المال.

- رغم الصعوبة السياسية التي تتطوي عليها التسوية المنظمة لأوضاع البنوك التي لا تمتلك مقومات

البقاء، فمن الممكن أن يبرهن تنفيذ هذه العملية على وجود التزام بإقامة نظام مصرفي قادر على المنافسة

يرتكز على قاعدة رأسمالية سليمة.

الأصول: مع تخلص القطاع الخاص من بعض الأصول في ميزانياته العمومية لتخفيض نسب الرفع المالي، يمكن

أن يساعد استخدام الميزانيات العمومية التابعة للقطاع العام على الحيلولة دون عمليات التصفية التي تتم عن طريق

البيع البخس والتي تهدد بتخفيض رؤوس أموال البنوك.

- البلدان ذات المؤسسات المصرفية عالية الانكشاف لمخاطر الأصول المورقة أو المتعثرة يمكن أن تنظر في

اعتماد آليات حكومية لشراء هذه الأصول أو توفير التمويل طويل الأجل اللازم لها، وهو ما يفترض أن

يؤدي إلى زيادة اليقين بشأن سلامة الميزانيات العمومية. ويتيح إنشاء شركة لإدارة الأصول إطاراً لهذه

العملية يقوم على الوضوح والمساءلة القانونية.

- السماح بدرجة أكبر من التقدير الاستثنائي في تطبيق قواعد التقييم حسب سعر السوق قد يسمح بتجنب

التعجيل باحتياجات رأس المال عن طريق تخفيض الضغوط الدافعة إلى تقييم الأوراق المالية بأسعار البيع

البخس. ويتطلب هذا التقدير الاستثنائي رقابة دقيقة كما ينبغي أن يقترن بالإفصاح الكافي لتجنب إضعاف

الثقة في الميزانيات العمومية للمؤسسات القائمة.

التمويل: تواجه المؤسسات المالية التي تعتمد على التمويل بالجملة، لا سيما في الأسواق عبر الحدود، مخاطر حادة ومتصاعدة تتعلق بإعادة التمويل. ولذلك تستكشف البنوك المركزية المزيد من السبل التي تكفل منح تمويل محدد الأجل لتلبية احتياجات المؤسسات. ومن المفترض أن تتيح التدابير الموضحة آنفا والرامية لتعزيز رأس المال وإرساء ركيزة لتقييمات الأصول، وكذلك التدابير المتخذة بالفعل لتوفير السيولة، الدعم الضروري لكي تعمل الأسواق بالكفاءة المطلوبة لإعادة إرساء الثقة. وسوف يساعد في هذا الخصوص أيضا استمرار التقدم في تخفيض مخاطر الطرف المقابل.

ولكن تجربة الأزمات السابقة تشير إلى ضرورة اتخاذ تدابير إضافية في بعض الظروف. ففي حالات الضرورة القصوى:

- يمكن التوسع في تأمين الودائع في بعض حسابات التجزئة بما يتجاوز الحدود العادية. غير أن توسيع حدود التأمين على الودائع، أو استخدام ضمان شامل في حالة ازدياد تدهور الأوضاع، ينبغي أن يطبق كإجراء مؤقت للطوارئ وأفضل وسيلة لتطبيقه هي التي تقوم على التنسيق بين البلدان.
- يمكن أن تغطي الضمانات التزامات الدين الممتاز أو الثانوي لفترة زمنية مؤقتة. وينبغي أن تتضمن هذه الأنواع من الضمانات في الوضع الأمثل بعض التكلفة على المؤسسات التي تحصل على التغطية، مثل رسوم الانتفاع أو اختبارات الصلاحية أو غيرها من المعايير.

ورغم أن هذه التدابير تمثل منهجا واسع النطاق، فقد أدخلت فيها السلطات القطرية المختلفة تفاصيل ذات خصوصية، وهناك دلائل مشجعة على أن النظر جار في اعتماد المزيد منها. ومن التطورات المشجعة أيضا عزم

السلطات وتصميمها على اتخاذ إجراءات حاسمة؛ والتعديلات الكبيرة الجارية بالفعل في الميزانيات العمومية؛ والتقبل العام لفكرة إعادة النظر في الإطار التنظيمي العالمي. وتتيح هذه التطورات فرصة سانحة لتحسين الاتساق بين القواعد التنظيمية والحوافز المتوافرة في مختلف مناطق الاختصاص على المدى المتوسط. غير أن التركيز الأساسي في الوقت الراهن ينصب على احتواء العوامل الموجودة المسببة للاضطراب.

الفصل الأول

بناء على ما تقدم، يتضمن الفصل الأول من تقرير الاستقرار المالي العالمي تقييماً لمدى الخسائر الإضافية التي تتعرض لها المؤسسات العالمية، وقياس التخفيض اللازم لنسب التمويل بالديون في النظام المالي، كما يقدر حجم الأصول التي يتعين التخلص منها ويحسب حجم رأس المال اللازم تدبيره. ويخلص هذا التحليل إلى ضرورة استخدام الموارد العامة لضمان عودة الاستقرار المالي وتخفيض نسب الرفع المالي في عملية أكثر نظاماً تتجنب حدوث ضائقة ائتمانية حادة. ولا يزال الخطر الأكبر هو تفاقم دائرة الآثار المرتدة السلبية فيما بين النظام المالي والاقتصاد الحقيقي.

ولأن الولايات المتحدة لا تزال هي محور الأزمة المالية، ينظر الفصل الأول في آفاقها المتوقعة بشيء من التفصيل. فالهبوط المتواصل في سوق الإسكان الأمريكية واتساع نطاق التباطؤ الاقتصادي يسهمان في حدوث تدهور جديد في جودة القروض – حيث تتزايد حالات التأخر في سداد رهون الدرجة الأولى وقروض العقارات التجارية، فضلاً على قروض الشركات والقروض الاستهلاكية. وإذا لم تصل معدلات العجز عن السداد إلى مستوى الذروة حتى الآن وفي ضوء زيادة حدة العسر المالي مؤخراً في الأسواق، فمن المرجح أن تزداد خسائر القروض والأصول

المورقة المعلنة في الولايات المتحدة لتصبح في حدود ١,٤ تريليون دولار، بارترفاع كبير عن التقدير الوارد في عدد إبريل ٢٠٠٨ من تقرير الاستقرار المالي العالمي. ومع انتشار تباطؤ النشاط الاقتصادي، سوف تواجه المؤسسات المالية خسائر متزايدة على الأصول غير الأمريكية أيضا. وتجدر الإشارة إلى أن هذه المصاعب آخذة في التفاقم في بعض البلدان الأوروبية أيضا بسبب أسواق الإسكان المحلية التي تزداد ضعفا.

وقد عملت المؤسسات المالية على تعبئة رؤوس الأموال لتقوية ميزانياتها العمومية، وهي جهود كللت بالنجاح في البداية، ولكن احتمالات المضي في الإصدار أصبحت أكثر محدودة وأعلى تكلفة في الوقت الحاضر، مما يرجع إلى زيادة ضعف الثقة في امتلاك المؤسسات مقومات البقاء الأساسية. ومن ثم يشير الفصل الأول إلى أن تخفيض نسب الرفع المالي في القطاع المصرفي سوف يشمل عدة جوانب: البيع اللازم للأصول، وإبطاء نمو الأصول الجديدة، وإجراء تغييرات جذرية في نماذج عمل البنوك نظرا لتلاشي العديد من مصادر الدخل بشكل شبه كلي. وتجري حاليا عملية تخفيض مشابهة لنسب الرفع المالي في كثير من المؤسسات غير المصرفية مثل الصناديق التحوطية، حيث تراجعت بشدة قدرتها على استخدام عمليات التمويل بالهامش وأسواق إعادة الشراء الخاصة لاتخاذ مراكز معززة بالرفع المالي. وأدت التوترات في أسواق التمويل إلى زيادة عمليات استرداد الأصول من صناديق سوق المال وتفاقم مخاطر تمديد ديون المؤسسات المقترضة. وتتضح شدة تأثير الأحداث التي لا تزال تتكشف إذا ما نظرنا إلى اختفاء بنوك استثمارية كبرى قائمة بذاتها من المشهد المالي الأمريكي في غضون أسبوع واحد. ورغم أن الانعكاسات طويلة الأجل ليست مؤكدة، فمن المرجح حدوث اندماجات في القطاعات المالية، كما أن هناك حاجة لاعتماد نماذج عمل جديدة، ويرجّح أن يقل في المستقبل المنظور اعتماد الشركات على الرفع المالي في مزاولة أنشطتها.

وقد أدى استمرار عدم التيقن من تقييم الأصول التي كان يُعتَقَد أنها محدودة المخاطر إلى مصاعب في الحكم على مدى كفاية رأس المال. ويشير الفصل الأول إلى أن معظم المشاركين في السوق وهيئات التصنيف الائتماني والأجهزة التنظيمية تتفق في الرأي على أن نسب رأس المال الوقائي ينبغي أن ترتفع عما كان متصورا من قبل. فضلا على ذلك، ينبغي أن يكون رأس المال الوقائي قائما على تحليل استشرافي للمخاطر وليس على تنفيذ آلي للنسب التنظيمية. ولما كان من الضروري التحول بصورة دائمة إلى نسب أعلى لرأس المال، فإن تنفيذ هذا التحول ينبغي أن يتم بالتدريج حتى لا يتسبب في تضخيم الهبوط الاقتصادي الدوري الراهن. وبالرغم من أن تحقيق مستويات أعلى سوف يقود إلى مزيد من البطء في وثيرة استعادة الأوضاع الائتمانية الطبيعية، فمن الضروري أن تكون هذه العملية قيد التنفيذ مع أواخر عام ٢٠٠٩ حتى تصل بالمؤسسات المالية إلى وضع يسمح لها بدعم الانتعاش.

وقد وقعت الأسواق الصاعدة تحت طائلة الضغوط مؤخرا بالرغم من بقائها صامدة في البداية أمام الاضطرابات المالية العالمية. فتكلفة التمويل ارتفعت وتوافره ازداد صعوبة، وحدث تصحيح حاد في أسواق الأسهم، وإن كان قد بدأ من مستويات مرتفعة. وتكثفت تدفقات رؤوس الأموال الخارجة، مما أدى إلى أوضاع أكثر صعوبة فيما يتعلق بتوافر السيولة الدولية، وكذلك المحلية في بعض الحالات. وسوف يواجه المقترضون والمؤسسات المالية في الأسواق الصاعدة بيئة اقتصادية كلية أكثر تأزما – كما سيواجه صانعو السياسات تحديات مع تباطؤ النمو العالمي واستمرار التأخر في انتقال للضغوط التضخمية المحلية – وكل ذلك على خلفية انخفاض مستوى الثقة وتحول اتجاه التدفقات التي كانت تفتد إلى هذه الأسواق. وهناك خطر جدير بالاهتمام يتمثل في احتمال أن يؤدي تضافر هذه الظروف إلى بدء مرحلة الهبوط في دورة الائتمان المحلية بداية مبكرة في بعض اقتصادات الأسواق الصاعدة.

ويوضح الفصل الأول بعض انعكاسات السياسة على السلطات العامة بتفصيل أكبر مما ورد أعلاه، استناداً إلى التحليل الذي يتضمنه الفصل والنتائج التي خلصت إليها الأعداد السابقة من تقرير الاستقرار المالي العالمي. وبالرغم من التركيز على ما يتعين أن يقوم به القطاع العام، فلا يزال لمؤسسات القطاع الخاص دور حيوي في تحديد مواطن القصور وتصحيحها بغية وضع الوساطة المالية على مسار أسلم. وفيما يلي أهم العناصر التي ينبغي تعزيزها من خلال المساندة التي تقدمها الجهات التنظيمية والرقابية:

- مواصلة تخفيض نسب الرفع المالي في إطار عملية منظمة: ينبغي أولاً أن تركز المؤسسات المالية على تقوية ميزانياتها العمومية – ويفضل أن يتم ذلك عن طريق جذب رؤوس الأموال الجديدة بدلاً من بيع الأصول؛ ثم ينبغي لها العمل على ضمان مصادر التمويل الكافي الذي يتلاءم مع نموذج عملها المعتمد.
- تدعيم نظم إدارة المخاطر: ينبغي أن تسعى الشركات إلى تحسين الاتساق بين حزم الأجور والمزايا بما يكفل المكافأة على العائد استناداً إلى منهج التعديل حسب المخاطر باستخدام ممارسات أفضل لإدارة المخاطر، مع مزيد من التركيز على التعويضات طويلة الأجل.
- تحسين أساليب إجراء التقييم وإعداد تقاريره: سوف يقل عدم اليقين مع تنفيذ المبادئ التوجيهية للإفصاح التي أصدرها منتدى الاستقرار المالي وزيادة تواتر تقييمات الأصول وحادثة البيانات التي يتم الإفصاح عنها، كما أن هذه الأمور مجتمعة تشكل خطوات مهمة يمكن أن تسهم في إتاحة معلومات بشأن سلامة الأوضاع المالية الخاصة بالأطراف المقابلة.

- إيجاد آليات أفضل لمقاصة وتسوية المنتجات المتداولة خارج البورصة: ينبغي أن تستمر بخطى حثيئة جهود القطاع الخاص لإقامة تسهيلات للمقاصة والتسوية تضمن الحد من مخاطر الطرف المقابل، لا سيما في سوق مبادلات مخاطر الائتمان حيث يوجد عدد من قضايا التسوية التي يتعين معالجتها على وجه السرعة. ويمكن أن تساعد في هذه الخصوص زيادة الرسوم الرأسمالية على الانكشاف لمخاطر الطرف المقابل، وهي مسألة قيد النظر من عدة هيئات تنظيمية.

الفصل الثاني

أدى اقتران مخاطر السيولة والملاءة إلى فترة من الاتساع في فروق أسعار الفائدة قصيرة الأجل والانخفاض الشديد في حجم المعاملات، مع استمرار الضغوط في أسواق التمويل لفترة طويلة غير مسبوقه. ويستفيض الفصل الثاني في دراسة استمرار عجز أسواق التمويل المصرفي عن أداء دورها في توزيع السيولة على البنوك وأشباه البنوك وتبعات ذلك على انتقال تغيرات السياسة النقدية عن طريق قناة أسعار الفائدة.

ويشير الفصل في البداية إلى أن إجراءات تحديد أسعار الفائدة قصيرة الأجل، بما في ذلك أسعار الفائدة السائدة بين بنوك لندن ("ليبور") وبين بنوك أوروبا ("يوريبور")، ليست إجراءات معيبة، ولكن المحبذ تحسينها نظرا لما تشير إليه التقديرات الحالية من أن أسعار "ليبور" هي الأساس المستخدم في عقود للمشتقات المالية تبلغ قيمتها حوالي ٤٠٠ تريليون دولار أمريكي. وبالرغم من أن معظم التحليل الوارد في الفصل سبق الارتفاع الحاد الأخير في أسعار "ليبور"، فلا تزال التوصيات الأساسية دون تغيير. وبدراسة أسباب اتساع الفروق بين سعر "ليبور" والسعر السائد في

سوق مبادلة أسعار الفائدة لليلة واحدة (OIS)، يؤكد الفصل أن مخاوف عدم السداد أصبحت تمثل العنصر الغالب في تفسير الفرق بين "ليبور" وسعر مبادلة الفائدة لليلة واحدة على الدولار الأمريكي في أوائل عام ٢٠٠٨. وإضافة إلى ذلك، تمثل فروق الفائدة على مبادلات العملة تفسيراً للفروق بين سعر يوريبور ومبادلات الفائدة لليلة واحدة وكذلك بين ليبور ومبادلات العملة، مما يعني أن ضغوط السيولة الدولارية بدأت تنتشر إلى العملات الأخرى.

وينظر الفصل أيضاً في كيفية تأثير الأزمة على انتقال تغيرات السياسة النقدية عن طريق قناة أسعار الفائدة، وذلك في ضوء ثلاثة اتجاهات عامة أطول أجلاً: زيادة نمو النشاط في المؤسسات شبه المصرفية، والاستخدام الأكثر كثافة لأسواق التمويل بالجملة، والابتعاد عن قاعدة الودائع الثابتة لصالح نسبة أكبر من التمويل بأجال استحقاق قصيرة. وبالرغم من أن هذه الاتجاهات قد جعلت انتقال تغيرات أسعار الفائدة أكثر استقراراً بشكل عام على مدار السنة الماضية، فقد حدث تغير حاد في العلاقات السلسلة التي كانت قد نشأت بين سعر الفائدة على أدوات السياسة النقدية وأسعار الفائدة على الإقراض، لا سيما في الولايات المتحدة. ومنذ منتصف عام ٢٠٠٧ وحتى يونيو ٢٠٠٨، انخفضت موثوقية التنبؤ بأسعار الفائدة على القروض لكل من الولايات المتحدة منطقة اليورو، وإن كان الانخفاض أكبر في حالة الولايات المتحدة.

ويوصي الفصل بما يلي:

- تحسين البنبة التحتية في أسواق التمويل: بالنسبة لحساب سعر "ليبور" على وجه التحديد، يمكن أن يتولد مستوى أكبر من الثقة في هذه الأسعار المعيارية إذا ما استخدمت عينة أكبر من البنوك والأسعار المعروضة

التي تشمل أيضا مصادر غير مصرفية للتمويل غير المضمون ذي الأجل المحدد، مع نشر بيانات الحجم الإجمالية.

- توجيه السلطات المعنية اهتماما أكبر لمخاطر كل من الائتمان والسيولة: نظرا لأن اتساع فروق الفائدة بين البنوك كان ناجما في المقام الأول عن مخاطر العسر المالي في البنوك (وهو ما يشمل كلا من مخاطر الائتمان ومخاطر السيولة)، فليس من المرجح أن يقل الضغط المستمر في أوضاع التمويل بين البنوك عندما يصبح الحصول على السيولة العاجلة من البنوك المركزية ميسورا أكثر من أي وقت مضى. ومن هنا ينبغي أن تواصل السلطات الحكومية معالجة مخاطر الطرف المقابل، نظرا للصعوبة المتزايدة التي تواجه المؤسسات الخاصة في أداء هذا الدور.

- تقديم دعم غير مباشر محدود لأسواق المال: يتعين توخي العناية في تصميم تسهيلات الإقراض من البنك المركزي والتي تهدف إلى استعادة الأداء الكفء في الأسواق بين البنوك بغية نقل تغييرات السياسة النقدية. ومن المفترض أن تتيح هذه التسهيلات حوافز للأطراف المشاركة في السوق كي تبدأ التعاملات فيما بينها ومن ثم تتيح الفرصة لخروج البنك المركزي من هذه الدائرة بشكل منظم بعد أن تتراجع الضغوط التي ازدادت حدة. ومن الخطوات المتخذة في هذا الاتجاه ما أجراه البنك المركزي الأوروبي من تغييرات في سياساته المتعلقة بالضمان بدءا من العام القادم.

- تشجيع التعاون والتواصل من جانب البنك المركزي: أبرزت التجارب الأخيرة أهمية وجود أسواق لمبادلات العملة تعمل بكفاءة إلى جانب أسواق المال المحلية. وعلى سبيل التحديد، يرجع الفضل في مواجهة نوبة عسر

السيولة الأخيرة إلى الإجراءات التعاونية التي اتخذتها البنوك المركزية الكبرى لتلبية احتياجات التمويل بالعملة الأجنبية. ويمكن الحد من أوجه عدم اليقين إذا وازبطت البنوك المركزية على التعريف بما تتخذه من إجراءات وبالذواعي التي تتطلب اتخاذها. ومن شأن التقارب المستمر بين إجراءات التشغيلية أن يساعد أيضا على تحقيق هذا الهدف.

الفصل الثالث

يخضع الدور الذي تؤديه ممارسات محاسبة القيمة العادلة (FVA) للفحص الدقيق منذ بداية الأزمة. ويبحث الفصل الثالث الدور المسير للاتجاهات الدورية الذي ربما تكون أساليب محاسبة القيمة العادلة قد أسهمت به في بلورة دورة الائتمان الحالية والنتائج المترتبة عليها.

وباستخدام بيانات محاسبية فعلية من خمسة أنواع ممثلة للمؤسسات المالية، تتم في هذا الفصل محاكاة آثار عدة صدمات على الميزانية العمومية بعد معايرتها قياسا على الأحداث الأخيرة. ويؤكد التحليل أن هذه الصدمات تتسبب في تضخيم تذبذبات التقييم الدورية، تبعا لنوع الأصول والخصوم المدرجة في الميزانية العمومية. وتستخدم عمليات المحاكاة أيضا في بحث التعديلات المحتملة التي تقترن بأساليب محاسبة القيمة العادلة، حيث يتبين أن مثل هذه التعديلات تعمل على تمهيد شدة التغيرات الدورية على النحو المتوقع، ولكنها بذلك تجعل التقييمات المعطاة غير ممثلة للتقييم العادلة. غير أن الجدير بالذكر هو أن محاسبة القيمة العادلة يمكن أن تولد أيضا في بعض الحالات قيما لا تعكس

أساسيات الاقتصاد الأطول أجلا وتدفقات السيولة ومخاطرها المعنية – مثلما يحدث في الأسواق شديدة الافتقار إلى السيولة أو في ظروف الوفرة أو العسر.

وإجمالاً، يخلص الفصل إلى أن تطبيق محاسبة القيمة العادلة لا يزال هو الطريق الصحيح، وإن كان الأمر يتطلب المزيد من التحسينات في منهجيات محاسبة القيمة العادلة للعمل على تخفيف الآثار المبالغ فيها التي تترتب على بعض طرق التقييم. وهناك تحد أساسي يتمثل في إثراء إطار محاسبة القيمة العادلة حتى يتمكن من الإسهام في تعزيز الانضباط السوقي والاستقرار المالي. وينبغي التوفيق بين مختلف مناهج التقييم المستخدمة في المحاسبة والأنشطة الاحترازية وإدارة المخاطر حتى تتضافر في العمل على إرساء نظام مالي أكثر استقراراً. ومن الأهمية بمكان أن ذلك سوف يتطلب تعديلات في المجالات الثلاثة لضمان الاتساق.

وفيما يلي التوصيات الصادرة على مستوى السياسات:

- إضافة معلومات بشأن التقييم على أساس انتقائي: ينبغي إكمال التقييمات المحاسبية بمعلومات إضافية، مثل التغيير المتوقع في تقييمات القيمة العادلة، وأساليب إنشاء النماذج والافتراضات، حتى يتمكن مستخدمو البيانات من وضع تقييم سليم للمخاطر التي تهدد المؤسسة.
- تعبئة رأس المال الوقائي والمخصصات الاحتياطية: مما يسهم في الوقاية من مغبة هبوط الدورة الاقتصادية رفع مستويات رأس المال الوقائي ورصد مخصصات للمستقبل. وتشير نماذج المحاكاة إلى أن الوقاية من كافة مظاهر الهبوط في الدورة الاقتصادية تتطلب بناء احتياطات رأسمالية وقائية تتجاوز المستويات العادية في أوقات اليسر بما يتراوح بين ٣٠ و ٤٠% لامتناع أشد الصدمات.

- تقديم تقارير للإفصاح عن مخاطر محددة: ينبغي أن تنتظر الشركات في إعداد تقارير أكثر تركيزا تهدف إلى تلبية الاحتياجات المختلفة للمستخدمين. وقد يكون إعداد تقارير أقصر بمعدل تواتر أكبر أفضل من التقارير الطويلة التي تصدر بمعدل تواتر منخفض، وذلك حسب الأطراف الموجهة إليها.

الفصل الرابع

لم تكن بلدان الأسواق الصاعدة في مقدمة البلدان المتأثرة بالأزمة، وإن كان ينبغي عدم الاستهانة بحجم تعرضها للتبعات اللاحقة. وينظر الفصل الرابع في أوضاع أسواق الأسهم في بلدان الأسواق الصاعدة لتقدير مدى مسؤولية العوامل الخارجية/العالمية والمحلية/الأساسية عن تقييمات الأسواق. ويؤكد الفصل أهمية العوامل العالمية في تفسير تحركات أسعار الأسهم في بلدان الأسواق الصاعدة بقدر أهمية الأساسيات المحلية في تفسيرها. وباستخدام مقاييس الارتباط المختلفة، يخلص الفصل الرابع أيضا إلى أن نطاق انتشار الآثار إلى أسواق الأسهم الصاعدة قد اتسع، مما يشير إلى وجود قناة متنامية لانتقال تحركات أسعار الأسهم. ويمكن أن يؤدي ذلك بدوره إلى التأثير على الاستهلاك والاستثمار في الأسواق الصاعدة، بالرغم من أنه تبين أن هذه الروابط الاقتصادية الكلية/المالية محدودة وتظهر تدريجيا في أغلب الأحيان. ومع ذلك فهو يشير إلى ضرورة أن يعكف صانعو السياسات على المدى الأطول في بناء قدرة أسواقهم المالية المحلية على الصمود أمام التقلبات.

ويلاحظ على وجه التحديد أن السياسات النمطية التي يمكن أن تساعد على إكساب الأسواق قدرة أكبر على

التحمل في المدى المتوسط هي سياسات معروفة وعادة ما تشمل السياسات التالية:

- العمل على إيجاد قاعدة مستثمرين أوسع نطاقا وأكثر تنوعا: تشجيع التنوع بين المستثمرين، وهو ما يشمل المؤسسات الاستثمارية مثل صناديق التقاعد وشركات التأمين، مما يؤدي في الغالب إلى تحقيق آفاق زمنية أطول للاستثمارات.
- المساعدة في استكشاف الأسعار: إزالة المعوقات أمام عملية استكشاف الأسعار عن طريق تجنب التأخير المصطنع في الكشف عن الأسعار أو الحد من التحركات السعرية.
- دعم تطوير البنية التحتية: اعتماد قواعد قانونية وتنظيمية واحترازية تتسق مع أفضل الممارسات الدولية.
- ضمان السير الكفء لبورصات الأوراق المالية: مما يمكن أن يسهم في تطوير أسواق رأس المال أيضا وجود بيئة للتداول تتميز بالكفاءة في بورصات الأوراق المالية وبنية تحتية داعمة لتداول الأسهم والأدوات المالية الجديدة، وإن كان يتعين مراعاة التسلسل السليم في إجراء التعزيزات وإدخال الابتكارات.

بدأ مؤخرا تطبيق عدد من الدروس المستخلصة من الأزمة على صعيد السياسات، ويتعين صياغة وتقييم

المزيد من الدروس قبل وضعها موضع التنفيذ. ويشارك صندوق النقد الدولي مشاركة نشطة في المناقشات الجارية

حول عدد من البنود التي يغطي بعضها العدد الأخير من تقرير الاستقرار المالي العالمي. ولا تزال التوصيات التي

أوردها عدد إبريل ٢٠٠٨ بشأن السياسات صالحة للتطبيق، رغم عدم تكرارها بالكامل في العدد الحالي. وسوف يواصل صندوق النقد الدولي جهوده التعاونية مع منتدى الاستقرار المالي، ومتابعة ما يتحقق من تقدم في القضايا ذات الاهتمام، ومساعدة بلدانه الأعضاء عن طريق رقابته الثنائية، بما في ذلك برنامج تقييم القطاع المالي (FSAPs) وأنشطة المساعدة الفنية لتعزيز سلامة نظمها المالية وزيادة قدرتها على الصمود في مواجهة المخاطر التي تتعرض لها القطاعات المالية عالمياً.