

موجز للصحافة

الفصل الثالث – الأصول الآمنة: أهي حجر الزاوية في النظام المالي؟

تقرير الاستقرار المالي العالمي، إبريل ٢٠١٢

إعداد: سيلفيا يور غوفا (رئيسة الفريق)، عبد الله الحسن، كن شيكادا، ماكسيميليان فاندل،
خان مرسى، يوكا بيلمان، كريستيان شمايدر، تياغو سيفIRO، تاو سن.

النقاط الأساسية

- تتسبّب تشوّهات السوق في تزايد التحدّيات أمام قرة الأصول الآمنة – التي تشمل سندات الخزانة الأمريكية، وسندات البنك المركزي الألماني، أو ربما سندات الشركات عالية التصنيف – على أداء دورها المحوري في الأسواق العالمية. ولا يزال الطلب على الأصول الآمنة في زيادة مستمرة تأثراً بزيادة عدم اليقين، والإصلاحات التنظيمية، والإجراءات الاستثنائية التي اتخذتها البنوك المركزية في الاقتصادات المتقدمة بعد الأزمة.
- تقلّص عرض الأصول الآمنة مع تراجع قدرة القطاعين العام والخاص على إنتاج هذه الأصول. وقد انخفض عدد الكيانات السيادية التي تعتبر ديونها في عداد الأصول الآمنة، كما أدى ضعف التوريق إلى الحد من دور الأدوات المالية المورقة كأصول آمنة.
- يتعرّض الاستقرار المالي العالمي لانعكاسات سلبية من جراء انكماش فئة الأصول الآمنة واستمرار الزيادة في ضغوط الطلب. وسوف تؤدي ندرة الأصول الآمنة إلى رفع سعر الأمان وإرغام المستثمرين على القبول بمستوى أدنى من الأمان وهو يتکالبون على الأصول الشحيحة. وستؤدي هذه الندرة أيضاً إلى زيادة الارتفاعات الحادة في درجة التقلب على المدى القصير ونقص الضمانات الإضافية عالية التصنيف.
- يتعين زيادة المرونة في تصميم السياسات وتتنفيذها حتى يتتسنى للأسوق التكيف مع تطورات الأصول الآمنة بسهولة ويسر. وفي هذا السياق، ينبغي أن يتحقق صناع السياسات توازناً ملائماً بين الرغبة في ضمان سلامة المؤسسات المالية من ناحية، وتکاليف مشتريات الأصول الآمنة التي يحتمل أن تتم بسرعة مفرطة لتحقيق هذه الأهداف من ناحية أخرى.

بعد وقوع الأزمة المالية العالمية وتصاعد المخاوف بشأن إمكانية الاستمرار في تحمل الديون السيادية في كثير من الاقتصادات المتقدمة، اتضح أن أيّاً من الأصول لا يمكن اعتباره آمناً بشكل مطلق. فقد تم مؤخراً تخفيض المراتب

الائتمانية للسندات السيادية التي كانت تعد شبه خالية من المخاطر، مما أكد مجدداً أن التعرض للمخاطر يطال حتى الأصول عالية التصنيف. وقد نشأ شعور زائف بالأمن قبل وقوع الأزمة المالية نتيجة لفكرة الأمان المطلق – المتضمنة في المراتب الائتمانية العليا التي تحدها الهيئات المختصة بالتصنيف الائتماني والمضمورة في قواعد التنظيم الاحترازي والتقويضات التي تُمْنَح للمؤسسات الاستثمارية. وبينما يظهر انعكاس بعض سمات الأمان بدقة أكبر في الوقت الراهن، تجدر الإشارة إلى أن الإصلاحات التنظيمية والسوقية المرتفعة واستراتيجيات إدارة الأزمات في البنوك المركزية، مقترنة بعدم اليقين المستمر وتتقاض عرض الأصول التي تعتبر آمنة، كل ذلك سيؤدي إلى زيادة سعر الأمان بما يتتجاوز سعره في غياب هذه التشوّهات.

وينظر هذا الفصل في مختلف الأدوار التي تؤديها الأصول الآمنة، والآثار المترتبة على تشوّهات التنظيم والسياسة والسوق باختلاف أنواعها، ومواطن الضغوط التي يُحتمل ظهورها في المستقبل من جراء هذه التشوّهات. فعلى جانب الطلب، لا يزال الاتجاه الصاعد مستمراً بسبب زيادة عدم اليقين، والإصلاحات التنظيمية، والإجراءات الاستثنائية التي اتخذتها البنوك المركزية لمواجهة الأزمة. وقد كان أهم العوامل الخارجية قبيل الأزمة هو اختلالات الحسابات الجارية العالمية التي شجعت مديري الاحتياطيات وبعض صناديق الثروة السيادية على شراء الأصول الآمنة، والآن أصبح الاهتمام مركزاً على قرابة الأصول الآمنة على استيفاء الشروط الاحترازية الجديدة؛ وعلى زيادة مطالبات الضمان الإضافي على معاملات المشتقات المتداولة خارج المقصورة أو تحويلها إلى جهات مقابلة مركبة؛ وزيادة استخدام هذه الأصول في عمليات البنوك المركزية. وعلى جانب العرض، تسببت المخاوف المتعلقة بالمالية العامة في انخفاض درجة الأمان المتصورة للديون السيادية. وبوضوح التحليل أن حوالي ٩ مليارات دولار (أو نحو ٦% من الديون السيادية المتوقعة) يمكن أن تخرج من معروض الأصول الآمنة بحلول عام ٢٠١٦. كذلك تراجع إنتاج القطاع الخاص من الأصول الآمنة نثراً بضعف التوريق وما أسف عنه من تلوّث استخدام هذه السندات.

ويتعرض الاستقرار المالي العالمي لانعكاسات سلبية بسبب انكماش فئة الأصول المتصور أنها آمنة وتزايد الطلب على هذه الأصول. وسوف تؤدي ندرة الأصول الآمنة إلى رفع سعر الأمان وإرغام المستثمرين على القبول بمستوى أدنى من الأمان وهو يتكلّبون على الأصول الشحيحة. ويمكن أن تؤدي هذه الندرة أيضاً إلى زيادة الارتفاعات الحادة في درجة التقلب على المدى القصير ونقص الضمانات السائلة المستقرة التي يمكن أن تقوم بدور "المُيسِّر" أو بديل الثقة في المعاملات المالية.

مقترنات بشأن السياسة

ينبغي أن تترك تحركات السياسة بعض المرونة والتدرج في التنفيذ من أجل تخفيف المخاطر التي يمكن أن يتعرض لها الاستقرار المالي بسبب التكيف غير المتنسق مع سعر الأمان الجديد.

وي ينبغي أن تتيح القواعد الاحترازية الجديدة التمييز الكافي بين الأصول الآمنة المؤهلة من حيث مواصفات الأمان. ويتعين إجراء مراجعات على فترات ملائمة تشمل تقسيم الأصول المؤهلة من حيث المخاطر المصاحبة لها، سواء فيما يتصل بالجدارة الائتمانية أو السيولة، وذلك للتأكد من أن هذا التقسيم يعكس المخاطر المتمايزة بين مختلف الأصول.

وبتحقيق التمايز الكافي في تقسيم مخاطر الأصول يمكن اجتناب ما يسمى "آثار المنحدر" (cliff effects) التي يمكن أن يؤدي فيها تدهور أوضاع السوق وخفض المراتب الائتمانية إلى حدوث تخفيض تلقائي في تصنيف الأصول وهبوط مفاجئ في الأسعار. وبالنسبة لمتطلبات كفاية رأس المال، يعني هذا أن الديون السيادية ينبغي أن تقترب في النهاية بأوزان المخاطر المخصصة لها والتي تعكس بدرجة أكبر من الدقة المخاطر الائتمانية النسبية للكيان السيادي القائم بالإصدار. وبالنسبة لمتطلبات السيولة، يشير هذا إلى إجراء تعديلات منتظمة في قياس هوامش الضمان التي تتلاعماً مع نسبة تغطية السيولة.

ومن خلال المرونة في تعريف الأصول الآمنة المقبولة، يمكن تخفيف ضغوط الطلب المرتبطة باستخدام هذه الأصول على سبيل الضمان الإضافي في الصناديق التي تخصص لتغطية مخاطر عدم السداد من جانب الطرف المقابل المركزي. فإذا تم تأمين نطاق واسع ومتعدد من الضمانات الكافية — بما في ذلك هوامش الضمان الملائمة حسب مستوى المخاطر ومعايير الحد الأدنى للتضمين — تستطيع الأجهزة المشرفة على الأطراف المقابلة المركزية تخفيف الضغوط المفرطة على أنواع معينة من الأصول الآمنة دون تهديد السلامة المالية للطرف المقابل المركزي.

وتحتسب تدابير السياسة المعنية بجانب العرض أن تقضي على ضغوط ارتفاع الأسعار التي تخضع لها الأصول الآمنة المطلوبة بشدة. ويلزم وضع استراتيجيات لتخفيف مستويات المديونية، وتحسين إدارتها، وإنشاء بنى تحتية مالية أفضل، نظراً لما تحققه من تحسن في مستوى الجدارة الائتمانية للحكومات، وتخفيف تكاليف الافتراض، وتعزيز الاحتمالات المتوقعة للنمو الاقتصادي. وإذا حدث تعافٍ أكثر استقراراً في نشاط التوريق وتواترت هياكل للسندات المغطاة تتصف بسلامة التصميم والتنظيم، يمكن أن يدعم ذلك الإنتاج الخاص للأصول الآمنة — وهو مصدر مهم لعرض هذه الأصول. كذلك يمكن الحد من الاختلالات في أسواق الأصول الآمنة العالمية عن طريق تعزيز طاقة الاقتصادات الصاعدة على إصدار أصولها الآمنة الخاصة بها من خلال تحسين البنية التحتية المالية على المستوى المحلي.

موجز للصحافة

الفصل الرابع – تأثير مخاطر طول العمر من المنظور المالي

تقرير الاستقرار المالي العالمي، إبريل ٢٠١٢

إعداد: ستيفان إيريك أوبرز (رئيس الفريق)، كن شيكادا، فرانك آيك، باتريك إمام،
جون كيف، مايكل كيسر، موريشيو سوتو، تاو سن

النقاط الأساسية

- أصبحت الأعمار في هذا العصر أطول مما كانت عليه في السابق، وهو تطور إيجابي مرغوب أدى إلى تحسن رفاهية الفرد. غير أن هناك تكاليف مالية تترتب على ارتفاع متوسط العمر المتوقع، وتحمل أعباءها الحكومات من خلال خطط التقاعد ونظم الضمان الاجتماعي للموظفين، والشركات التي تستخدم خططا تقاعدية محددة المزايا، وشركات التأمين الادخاري، وكل الأفراد الذين لا يملكون مزايا تقاعدية مضمونة.
- وهناك انعكاسات مالية كبيرة تترتب على زيادة طول الأعمار مقارنة بالمتوقع (ما يسمى مخاطر طول العمر). فإذا زادت متوسطات الأعمار مع حلول عام ٢٠٥٠ بواقع ثلات سنوات عن المتوقع حاليا، سترتفع تكلفة التقديم في العمر بمقدار ٥٥% عن مستواها الراهن المرتفع بالفعل.
- ويطلب الأمر حاليا زيادة الاهتمام بمخاطر طول العمر، نظرا لحجم تأثيرها المالي، ولأن التدابير الفعالة لتخفييف هذا الأثر تستغرق وقتا طويلا حتى تؤتي ثمارها.
- ولتحييد الآثار المالية لمخاطر طول العمر، يتبعن الاعتماد على مزيج من الإجراءات يجمع بين رفع سن التقاعد (إما بالنص على ذلك قانوناً أو على أساس طوعي)، وزيادة المساهمات في خطط التقاعد، وتخفيض المزايا التي يتم صرفها من هذه الخطط.
- وتحتاج الحكومات إلى الإجراءات التالية: (١) القيد المحاسبى لمخاطر طول العمر؛ (٢) وضع أساليب لتحسين اقتسام المخاطر فيما بين الحكومات وجهات الشركات الخاصة الراعية لخطط التقاعد والأفراد؛ (٣) تشجيع نمو الأسواق المتخصصة في تحويل مخاطر طول العمر؛ (٤) تقديم معلومات أفضل عن طول العمر وتوعية أفضل بشأن تمويل التقاعد.

يسلط هذا الفصل الضوء على الانعكاسات المالية لمخاطر طول العمر – أي مخاطر امتداد الأعمار لسنوات أطول من المتوقع – والتي يمكن أن تكون كبيرة للغاية. ويحدد الفصل هذه المخاطر، مع بيان حجمها وتقديم تقديرات لآثارها على الميزانيات العمومية المالية ومؤسسات الأعمال.

ومع تقدم السكان في العمر خلال العقود القادمة، سيستهلك الأفراد المتقدمون في العمر نسبة متزايدة من الموارد، مما يفرض ضغوطاً على الميزانيات العمومية في القطاعين العام والخاص. وتواصل الحكومات والكيانات الخاصة التي تقدم معاشات تقاعدية استعداداتها للعواقب المالية الناجمة عن الشيخوخة. غير أن هذه الاستعدادات تقوم على التنبؤات الأساسية للأعمار السكان والتي كانت تقديراتها السابقة أقل باستمرار من واقع الحال.

ويمثل امتداد العمر لسنوات أطول مما ورد في هذه التنبؤات الأساسية خطراً مالياً تتعرض له الحكومات والجهات التي تقدم معاشات تقاعدية محددة المزايا، إذ يتغير عليها صرف مبالغ أكبر في شكل مستحقات ضمان اجتماعي ومعاشات تقاعد. وفي حين أن الأفراد يستفيدون بالطبع من امتداد الحياة لسنوات أطول، إلا أنهم يواجهون خطراً مالياً يتمثل في احتمال نفاد مواردهم التقاعدية. وتترافق مثل هذه المخاطر المالية مع الوقت، لكن عدم التعجيل بمعالجتها قد يسفر عن آثار سلبية كبيرة على الميزانيات العمومية الضعيفة بالفعل في القطاعين العام والخاص، مما يجعلها أكثر عرضة لصدمات أخرى وقد يؤثر على الاستقرار المالي.

وهناك عدد قليل من الحكومات أو الجهات التي تقدم معاشات تقاعدية تسجل مخاطر طول العمر في حساباتها على النحو الملائم؛ وحيثما فعلت ذلك تجد هذه المخاطر كبيرة. ويوضح هذا الفصل أنه إذا ارتفع متوسط فترة الحياة عن المستوى المتوقع حالياً بمقدار ثلث سنوات مع حلول عام ٢٠٥٠ – تمشياً مع معدلات التقدير الناقص السابقة – فمن الممكن أن تزداد تكاليف الشيخوخة الباهظة حالياً بنسبة ٥٥٪. وعلى سبيل المثال التوضيحي، يشير الفصل إلى تأثير زيادة طول العمر بهذه النسبة على الخطط الخاصة في الولايات المتحدة قائلاً إنها يمكن أن تضيف ٩٪ إلى التزامات التقاعد التي تتحملها هذه الخطط. ونظراً لكبر حجم الالتزامات المتعلقة بالتقاعد، فسوف تضطر الشركات الراعية لخطط التقاعد في معظم الحالات إلى زيادة مساهماتها السنوية المعتادة عدة أضعاف حتى تقي بهذه الالتزامات الإضافية.

وتتطلب معالجة مخاطر طول العمر منهجاً متعدد الأبعاد على مستوى السياسات. أولاً، ينبغي أن تقر الحكومات بمخاطر طول العمر الكبيرة التي تواجهها من خلال الخطط ذات المزايا المحددة لموظفيها ونظم الضمان الحكومي لكتاب السن. ثانياً، ينبغي اقتسام هذه المخاطر بشكل ملائم فيما بين الأفراد والجهات الراعية لخطط التقاعد، والحكومة.

ثالثاً، يمكن استخدام أسواق رأس المال لتحويل مخاطر طول العمر من معاشات التقاعد إلى من هم أقدر على إدارتها. ويسلط الفصل الضوء على عدد من الأدوات في هذه السوق المت坦مية والسبل الممكنة لرفع كفاءتها.

ومن الإصلاحات الضرورية في هذا السياق أن يُسمح برفع سن التقاعد تمشياً مع طول العمر المتوقع. ويمكن فرض هذا الإصلاح عن طريق الحكومة، لكن من الممكن أيضاً تقديم حوافز للأفراد من أجل تأخير تقاعدهم. ويساعد تأخير التقاعد من ناحيتين: مد الفترة التي تتراكم فيها الموارد التقاعدية، وتقصير الفترة التي سوف تستخدم فيها. ومما سيساعد على توضيح العواقب المتوقعة توفير نوعية أفضل بشأن طول العمر وتأثيره المالي. ومن الأهمية بممكان أيضاً إتاحة قدر من المرونة للجهات التي تقدم معاشات التقاعد: فإذا لم تكن زيادة المساهمات أو رفع سن التقاعد أمراً ممكناً، قد يصبح من اللازم تخفيض المزايا التقاعدية.

وينبغي أن يبدأ من الآن تحسين قيد مخاطر طول العمر في الحسابات والعمل على تخفيفها. وسوف يستغرق الأمر سنوات حتى تؤتي هذه الجهود ثمارها وستزداد صعوبة المعالجة إذا تأخر اتخاذ الإجراء العلاجي اللازم. ويمثل الاهتمام بشيخوخة السكان والمخاطر الإضافية المصاحبة لطول العمر جزءاً من مجموعة الإصلاحات المطلوبة لإعادة بناء الثقة في سلامة الميزانيات العمومية لدى القطاعين العام والخاص.