

تقرير الاستقرار المالي العالمي

ملخص واف

الفصل الأول - تراجع المخاطر الحادة: اتخاذ الإجراءات اللازمة مطلوب لترسيخ الاستقرار المالي العالمي

تحسنت الأوضاع المالية والسوقية العالمية بشكل ملحوظ في السنة أشهر الماضية، مما أمد الاقتصاد بدعم إضافي وأدى إلى صعود حاد في أسعار الأصول الخطرة. وتعكس هذه الأوضاع المواتية مزيجاً من التزامات السياسة الأعمق، ودفعة التنشيط النقدية الجديدة، ودعم السيولة المستمر. وقد استطاعت هذه الإجراءات مجتمعة أن تحد من مخاطر الأحداث المتطرفة كما عززت مستوى الثقة ودعمت آفاق الاقتصاد. غير الأوضاع المالية لا يمكن أن تتحسن، في ظل ظروف الاقتصاد العالمي الضعيفة حتى الآن، إلا باتخاذ مزيد من إجراءات السياسة لمعالجة المخاطر الأساسية التي تهدد الاستقرار وتشجيع استمرار التعافي الاقتصادي. وسيطلب استمرار التحسن مزيداً من التقدم في معالجة خلل الميزانيات العمومية في القطاع المالي وإزالة أعباء الديون المفرطة في القطاعين العام والخاص على نحو سلس. ويمكن أن تعود المخاطر إلى الظهور إذا تعثرت خطى التقدم في معالجة هذه التحديات متوسطة الأجل. وقد تتحول الأزمة المالية العالمية إلى مرحلة مزمنة أشد وطأة تتسم بتدهور الأوضاع المالية وتكرار نوبات عدم الاستقرار المالي.

أزمة منطقة اليورو: تراجع المخاطر الحادة، لكن جهوداً كبيرة لا تزال مطلوبة

في منطقة اليورو، حدث تراجع كبير في المخاطر الحادة التي تهدد الاستقرار على المدى القريب. فقد تحسنت أوضاع التمويل في الأسواق بالنسبة للكيانات السيادية والبنوك والشركات. ورغم هذا التقدم الملحوظ، فلا يزال العديد من البنوك في بلدان الهامش يواجه تحديات في التعامل مع تكلفة التمويل المرتفعة، وجودة الأصول الآخذة في التدهور، والأرباح الضعيفة. ولا يزال نقل الائتمان ضعيفاً في العديد من الاقتصادات نظراً للتباين في معالجة خلل الميزانيات العمومية لدى البنوك، بينما يستمر التشتت بين بلدان منطقة اليورو الرئيسية والهامشية. وتتأثر الشركات في بلدان الهامش تأثراً مباشراً بضعف الميزانيات العمومية المصرفية، والتأثيرات المعاكسة الدورية، وكذلك ديونها المفرطة في كثير من الحالات. ويشير التحليل الوارد في هذا التقرير إلى ضخامة أعباء الديون السابقة التي تتحملها الشركات المدرجة في البورصة في بلدان الهامش - إذ تصل نسبتها إلى خمس الديون القائمة. وللحد من حجم التخفيض المطلوب في نسب التمويل بالديون في قطاع الشركات، يتعين استمرار الجهود للحد من التشتت وتخفيض تكاليف التمويل، بالإضافة إلى خطط إعادة الهيكلة الجارية لتحسين الإنتاجية. وعلاوة على ذلك، قد يلزم لتخفيض أعباء الديون مزيج من عمليات بيع الأصول أو التخفيضات في الأرباح الموزعة والاستثمار.

التحديات المصرفية: خفض التمويل بالديون ونماذج العمل وتحديات السلامة المصرفية

اتخذت البنوك في الاقتصادات المتقدمة خطوات مهمة لإعادة هيكلة ميزانياتها العمومية، لكن التقدم الذي حققته متباين في هذا الصدد نظرا لاختلاف مراحل معالجة الخلل في النظم المختلفة. لقد أشرفت هذه العملية على الانتهاء في الولايات المتحدة، لكنها تتطلب جهودا أكبر في بعض البنوك الأوروبية. وتواجه بنوك بلدان الهامش في منطقة اليورو على وجه الخصوص تحديات كبيرة تعطل قدرتها على دعم التعافي الاقتصادي. ويلاحظ أن ضغوط الميزانية العمومية أقل حدة في البنوك الأوروبية الأخرى، إلا أن عملية إزالة المخاطر وخفض التمويل بالديون لم تكتمل بعد. وبالنسبة للبنوك في اقتصادات الأسواق الصاعدة، يتمثل التحدي الأساسي في مواصلة دعم النمو مع الوقاية من مواطن الضعف المتنامية. ويلاحظ أيضا أن البيئات التنظيمية والسوقية الجديد تجعل البنوك على مستوى العالم مضطرة لإعادة تشكيل نماذج العمل التي تطبقها، حتى تصبح أصغر وأبسط وأكثر تركيزا على أسواقها المحلية.

تصاعد مخاطر السياسات النقدية التيسيرية التي تهدد الاستقرار

لا يزال الطلب الكلي يستمد الدعم الضروري من استخدام السياسات النقدية غير التقليدية في الاقتصادات المتقدمة. وتواصل هذه السياسات تحقيق قدر كبير من إعادة التوازن في محافظ الاستثمارات الخاصة بزيادة التركيز على الأصول التي تنطوي على مخاطر أكبر، وهو ما يتوافق مع الغرض المقصود. لكن استمرار التيسير النقدي الاستثنائي لفترة مطولة يمكن أن يدفع بإعادة توازن المحافظ الاستثمارية وحجم الإقبال على المخاطرة إلى درجة تتسبب في آثار جانبية سلبية كبيرة. وعلى الرغم من أن المنافع الصافية التي تحققها السياسات غير التقليدية لا تزال مواتية للغاية في الوقت الراهن، فإن هذه الآثار السلبية يجب أن تخضع للمتابعة والرقابة بشكل دقيق. ومما يثير قلقا خاصا في هذا الصدد احتمال سوء تسعير المخاطر الائتمانية، واتخاذ صناديق التقاعد وشركات التأمين الأضعف مراكز تنطوي على مخاطر أكبر، وارتفاع مخاطر السيولة، ولا سيما في البلدان الأكثر تقدما في مسيرة التعافي الاقتصادي. وهناك تصاعد في نسب الرفع المالي لدى الشركات في الولايات المتحدة، وقد وصلت بالفعل إلى ثلث الطريق في دورة نمطية. ومن التداعيات الأخرى فرط التدفقات الرأسمالية الداخلة إلى الاقتصادات الصاعدة، إذ نجد أن الشركات - ذات الموارد المالية السليمة حاليا بوجه عام - تتحمل مزيدا من الديون والانكشاف لمخاطر النقد الأجنبي على أثر انخفاض تكاليف الاقتراض. وبشكل أعم، قد تؤدي بيئة التمويل المواتية في اقتصادات الأسواق الصاعدة إلى إيجاد حالة من التراخي إزاء التحديات المتنامية التي تواجه الاستقرار المالي المحلي. ولم تصل تقييمات الأصول حتى الآن إلى مستويات مبالغ فيها (إلا في عدد قليل من مواقع تركيز الأزمة)، لكن الحساسية تجاه أسعار الفائدة العالمية وتقلب الأسواق زادت في جميع فئات الأصول، حتى في اقتصادات الأسواق الصاعدة. وإذا استمر التيسير النقدي لفترة مطولة سيتسبب في زيادة مواطن الضعف والحساسية تجاه ارتفاع أسعار الفائدة.

تنشيط برنامج الإصلاح التنظيمي

لا تزال عملية الإصلاح غير مكتملة رغم كثرة الجهود المبذولة نحو تحسين القواعد المنظمة للقطاعات المالية العالمية والمحلية. فالقطاعات المصرفية لا تزال تسير في طريق الإصلاح، ووتيرة الإصلاح تحولت إلى الاعتدال بدرجة مناسبة لتجنب زيادة الصعوبة التي تواجه البنوك في إقراض الاقتصاد وهي مستمرة في اكتساب مزيد من القوة. لكن وتيرة عملية الإصلاح تعكس أيضا صعوبة الاتفاق على مسار للتقدم في الإصلاحات الأساسية، نظرا للمخاوف المتعلقة بما يواجه البنوك من تحديات أكثر هيكلية.

ولا يمثل التأخر في استكمال جدول أعمال الإصلاح مصدرا للضعف المستمر فحسب، بل إنه مصدر لعدم اليقين التنظيمي الذي قد يؤثر على مدى استعداد البنوك للإقراض. ويتسبب هذا التأخر في كثرة المبادرات غير المنسقة التي تشكل قيودا مباشرة على النشاط المصرفي في مناطق الاختصاص المختلفة، نظرا للمقتضيات السياسية الملحة التي تستلزم اتخاذ الإجراء الملائم. وقد تتعارض هذه المبادرات مع جهود تنسيق معايير الحد الأدنى العالمية، كما أنها قد تحد من فعالية جدول أعمال الإصلاح الذي وضعته مجموعة العشرين، بدلا من أن تكون جهدا مكملا له.

لذلك يجب على صناع السياسات أن يتخذوا إجراءات حاسمة لإعادة هيكلة البنوك الضعيفة ويعملوا على بناء هوامش وقائية جديدة من رأس المال والسيولة في سياق تنفيذ قواعد بازل ٣ على أساس منسق دوليا. ويظل من الضروري تحسين إعداد التقارير المالية وعمليات الإفصاح المصرفي لتشجيع مزيد من الشفافية وتقييم الأصول المرجحة بأوزان المخاطر على أساس أكثر حذرا واتساقا. وسيساعد تعزيز الإفصاح على تحسين الانضباط السوقي وإعادة الثقة في البنوك. كذلك ينبغي وضع أنظمة تسوية فعالة تسمح للبنوك غير القادرة على الاستمرار بالخروج المنظم من السوق، وهو ما يشمل إبرام اتفاقيات فعالة للمعاملات عبر الحدود لتصفية البنوك الفاشلة التي تعمل في هذا المجال. وأخيرا، ينبغي بذل مزيد من الجهود للتعامل مع مشكلة المؤسسات التي تعد "أكبر من أن تفشل"، وإصلاح المشتقات المالية المتداولة خارج البورصة، والتقارب المحاسبي، وتنظيم صيرفة الظل.

والمطلوب حاليا هو تجديد الالتزام السياسي على المستويين العالمي والمحلي لاستكمال جدول أعمال الإصلاح، وهو التزام حيوي للحد من عديم اليقين التنظيمي ومعاملات المراجعة بغية الحد من التشتت المالي. فما لم يكن هناك تحرك أسرع للتعاون الدولي وإعادة الهيكلة الشاملة في القطاع المصرفي، ستظل الميزانيات العمومية الضعيفة عبئا على التعافي وخطرا مستمرا على الاستقرار العالمي.

السياسات اللازمة لضمان الاستقرار المالي وتعافي الاقتصاد

ينبغي أن تتخذ السياسات مزيداً من الإجراءات لمعالجة أوجه الضعف في الميزانيات العمومية لدى القطاعين العام والخاص، وتحسين تدفق الائتمان لدعم التعافي، وتقوية النظام المالي العالمي. وينبغي الاستمرار في دعم هذه الإجراءات من خلال السياسات النقدية التيسيرية.

وفي منطقة اليورو، تتمثل الأولويات في معالجة خلل الميزانيات العمومية لدى البنوك واتخاذ الخطوات نحو وضع إطار للإشراف المالي على القطاع المالي في الاتحاد الأوروبي.

- ينبغي تقوية الميزانيات العمومية ونماذج العمل لدى البنوك من أجل تحسين ثقة المستثمرين والحد من التشتت المالي، وتحسين عرض الائتمان الموجه إلى المشروعات الصغيرة والمتوسطة ذات الملاءة. ومما سيساعد على استعادة الثقة في الميزانيات العمومية المصرفية وتحسين الانضباط السوقي أن يزداد الإفصاح من جانب البنوك ويتم إجراء مراجعات انتقائية للتحقق من جودة الأصول.

- ولترسيخ الاستقرار المالي في منطقة اليورو وإدارة الأزمة المستمرة، يتعين تحقيق تقدم سريع ومستمر نحو "آلية موحدة للرقابة" الفعالة وإتمام تأسيس الاتحاد المصرفي. وينبغي إقامة "آلية تسوية موحدة" أيضاً على أن تدخل حيز التنفيذ في نفس الوقت تقريباً. ويتوأكب هذا مع التوصل إلى اتفاق حول خارطة طريق محددة زمنياً لإنشاء سلطة موحدة للتسوية ونظام مشترك لضمان الودائع يركز على موارد احتياطية مشتركة. وينبغي القيام على الفور بتنفيذ الاقتراحات الرامية إلى تنسيق متطلبات رأس المال، وتسوية الأوضاع المصرفية، وإقامة نظم مشتركة لضمان الودائع، وإنشاء أطر لمراقبة الأنشطة التأمينية على مستوى الاتحاد الأوروبي. ومن المهم أيضاً تحديد الطرائق المطلوبة وترتيبات الحوكمة التي تتيح استخدام "آلية الاستقرار الأوروبي" بشكل مباشر لإعادة رسملة البنوك.

- وتؤكد التطورات في قبرص على ضرورة التحرك العاجل لإكمال الإصلاحات في أنحاء منطقة اليورو بغية التخلص من التشتت المالي وتعزيز صلابة الأسواق.

وعلى المستوى العالمي، ينبغي توشي اليقظة لضمان عدم ظهور تجاوزات ائتمانية جديدة من جراء السياسات النقدية التيسيرية واستمرار أسعار الفائدة المنخفضة لفترة طويلة، وهو ما يكتسب أهمية خاصة في الولايات المتحدة. وينبغي تشديد الرقابة المالية للحد من درجة التجاوزات المذكورة، وسيكون من الضروري أن يساهم التنظيم بدور استباقي أكبر في هذه الدورة على مستوى السلامة الاحترازية الكلية والجزئية. وسيظل من أهم الأهداف في هذا الصدد الحيلولة دون حدوث زيادة شديدة في نسب الرفع المالي وتشجيع اعتماد معايير حذرة لضمانات القروض.

وفي اقتصادات الأسواق الصاعدة، ينبغي أن يظل صناع السياسات متنبهين للمخاطر الناجمة عن زيادة التدفقات الرأسمالية العابرة للحدود وتزايد أوجه الضعف المالية على المستوى المحلي.

وستؤدي هذه السياسات مجتمعة إلى تعزيز المكاسب التي تحققت مؤخرا في مجال الاستقرار المالي، وتقوية النظام المالي العالمي، ودعم التحسن المستمر في آفاق الاقتصاد.

الفصل الثاني: مبادلات مخاطر الائتمان السيادي

تكثف النقاش الدائر بشأن مدى جدوى أسواق مبادلات مخاطر الائتمان السيادي مع نوبة الضغوط السيادية التي تعرضت لها منطقة اليورو مؤخرا. وينظر الفصل الثاني بمزيد من التدقيق فيما إذا كانت أسواق مبادلات مخاطر الائتمان السيادي تصلح مؤشرات جيدة لمخاطر الائتمان السيادي وتتيح حماية كافية للباحثين عن التغطية، أم أنها معرضة لتجاوزات المضاربة وتؤدي إلى تكاليف أعلى على التمويل السيادي كما تزيد من الاستقرار المالي. ويخلص الفصل إلى أن كثيرا من التصورات السلبية لا أساس لها من الصحة. فأسواق كل من مبادلات مخاطر الائتمان السيادي والسندات السيادية تتشابه في قدرتها على أن تكون مرآة لأساسيات الاقتصاد وعوامل السوق. وتميل أسواق مبادلات مخاطر الائتمان السيادي إلى نقل المعلومات الجديدة بسرعة أكبر من أسواق السندات الحكومية أثناء فترات الضغوط، وإن كان ذلك لا يحدث في الفترات الأخرى، لكن أسواق مبادلات مخاطر الائتمان السيادي لا تبدو أكثر عرضة للتقلب الكبير مقارنة بالأسواق المالية الأخرى. ورغم ما تم رصده من استجابات سعرية مفرطة في بعض أسواق مبادلات مخاطر الائتمان السيادي في منطقة اليورو أثناء نوبة الضغوط الأخيرة، فلا توجد أدلة تُذكر على أن الزيادات "المفرطة" في فروق التأمين على مبادلات مخاطر الائتمان السيادي في أي بلد تمكن أن تؤدي إلى ارتفاع تكاليف التمويل السيادي بوجه عام. أما مسألة ما إذا كان الأرجح أن تنتقل العدوى من أسواق مبادلات مخاطر الائتمان السيادي أكثر مما تنتقل من الأسواق الأخرى فهو سؤال تصعب الإجابة عنه لأن الكيانات السيادية والمؤسسات المالية أصبحت الآن أكثر ترابطا من ذي قبل، ومن ثم لا يمكن عزل المخاطر المتضمنة في هذه المبادلات عن غيرها من مخاطر النظام المالي.

ولا تؤيد نتائج هذا الفصل الحاجة إلى حظر شراء الحماية "غير المضمونة" التي تتيحها لمبادلات مخاطر الائتمان السيادي، وهو ما أقره الاتحاد الأوروبي وأصبح ساري المفعول منذ نوفمبر ٢٠١٢. ومن شأن السياسات الرامية إلى إصلاح المشتقات المالية غير المدرجة في السوق الرسمية - والتي تنص على تحين الإفصاح وتشجيع المقاصة المركزية وتشرط تقديم الضمانات المناسبة على القروض - أن تساعد على تهدئة المخاوف المتعلقة بالتداعيات والعدوى التي قد تنشأ في أسواق المشتقات.

الفصل الثالث: هل تنطوي سياسات البنوك المركزية منذ الأزمة على مخاطر تهدد الاستقرار المالي؟

يعود الفصل الثالث إلى مناقشة السياسات النقدية التيسيرية غير التقليدية وآثارها الجانبية الممكنة، مع المزيد من التحليل المتعمق في هذا الصدد. ويبحث الفصل في سياسات أربعة بنوك مركزية (هي الاحتياطي الفيدرالي وبنك إنجلترا والبنك المركزي الأوروبي وبنك اليابان) تغطي فترة مطولة من أسعار الفائدة الأساسية الحقيقية المنخفضة ومجموعة من التدابير غير التقليدية التي تشمل شراء الأصول. ويبدو أن هذه السياسات، التي يطلق عليها الفصل مصطلح "السياسات النقدية فوق العادة" (MP-plus) أدت إلى تراجع أوجه الضعف في القطاع المصرفي وساهمت في الاستقرار المالي على المدى القصير - تمشيا مع نوايا البنوك المركزية. وحتى الآن، لم يؤثر تدخل البنوك المركزية في بعض أسواق الأصول تأثيرا سلبيا على سيولة السوق. وأدت "السياسات النقدية فوق العادة" إلى تحسّن بعض مؤشرات سلامة البنوك، وإن كانت الأدلة تشير إلى عزوف بعض البنوك عن تنقية ميزانياتها العمومية. وعلى الرغم من أن بعض المخاطر الممكنة التي أثارها "السياسات النقدية فوق العادة" في القطاع المصرفي تبدو حميدة نسبيا حتى الآن، فإن صناع السياسات عليهم الانتباه إلى احتمال أن تكون المخاطر في سبيلها إلى الانتقال لأجزاء أخرى من النظام المالي - مثل بنوك الظل وصناديق التقاعد وشركات التأمين - فيما يرجع جزئيا إلى تزايد الضغوط التنظيمية على البنوك. وينبغي أن يعتمد صناع السياسات على استخدام سياسات احترازية كلية وجزئية موجهة تهدف إلى تقليص مواطن الضعف الناشئة (التي يحددها الفصل الأول) والتي يرجح أن تزداد كلما استمر استخدام "السياسات النقدية فوق العادة". وباستخدام سياسات السلامة الاحترازية الكلية على نحو مدروس، حسب الحاجة، تستطيع البنوك المركزية مواصلة استخدام "السياسات النقدية فوق العادة" لدعم استقرار الأسعار وتحقيق النمو مع حماية الاستقرار المالي.