

### الصدمة الاقتصادية الكلية تفرض تحديات جديدة على الأسواق العالمية

شهدت الستة أشهر الأخيرة طائفة كبيرة من التطورات الإيجابية والسلبية على الصعيد المالي والاقتصادي الكلي. وأدت هذه التطورات، في محصلتها الصافية، إلى زيادة المخاطر التي يتعرض لها الاستقرار المالي.

فعلى الجانب الإيجابي، مثلما أوضح عدد إبريل ٢٠١٥ من تقرير آفاق الاقتصاد العالمي، من المتوقع أن يكون النمو أعلى بقليل في عام ٢٠١٥ مما كان عليه في ٢٠١٤، ويكون التحسن في الاقتصادات المتقدمة كافياً لموازنة النمو الأبطأ في اقتصادات الأسواق الصاعدة والاقتصادات النامية. ومن المتوقع أيضاً أن يؤدي الانخفاض الحاد في أسعار النفط والسلع الأولية، مصحوباً بانخفاض أسعار الفائدة على أثر التوسع في التيسير النقدي، إلى دعم النمو حتى نهاية ٢٠١٦. وقد اتخذت إجراءات جريئة من خلال السياسة النقدية في كل من منطقة اليورو واليابان لوقف الضغوط الانكماشية وتحويل مسارها إلى الاتجاه المعاكس. ويتيح التيسير الكمي إطاراً قوية لمعالجة مخاطر الانكماش، وهناك قنوات أساسية تعمل بالفعل لنقل تأثير السياسة النقدية. وقد ضاقت فروق أسعار الفائدة على الائتمان في منطقة اليورو، وحدثت طفرة في أسعار الأسهم وانخفاض كبير في سعر صرف كل من اليورو والين، مما ساعد على رفع التوقعات التضخمية.

وفي نفس الوقت، سجل الدولار الأمريكي ارتفاعاً كبيراً يعكس التباعد بين السياسات النقدية. وكان ارتفاع الدولار الأمريكي مقابل العملات الرئيسية أثناء الشهور التسعة الأخيرة أكبر من ارتفاعه في أي فترة سابقة منذ عام ١٩٨١. ونتج عن ذلك تحركات في أسعار الصرف الحقيقية تعبر على وجه العموم عن تغير احتمالات النمو ومستوى التعرض لأثر انخفاض أسعار النفط، ومن المفترض أن تساعد على دعم التعافي العالمي.

غير أن المخاطر التي يتعرض لها الاستقرار المالي حول هذا السيناريو الأساسي تواصل الارتفاع وتتأوب الأدوار. فبالرغم من أن ثمار هذا السيناريو الأفضل موزعة على نطاق واسع وتحقق تدريجياً مع الوقت، فإن التأثير السلبي للصدمة الأخيرة يتسم بالتركز وبدأ يظهر بالفعل في القطاعات والاقتصادات التي تشوبها مواطن ضعف نشأت في فترات سابقة. وفي نفس الوقت، يلاحظ أن استمرار تحمل المخاطر المالية والتغيرات الهيكلية في أسواق الائتمان بدأت تنقل مركز المخاطر التي تهدد الاستقرار المالي من الاقتصادات المتقدمة إلى الأسواق الصاعدة، ومن البنوك العادية إلى بنوك الظل، ومن مخاطر الملاءة إلى مخاطر سيولة السوق.

- يُلاحظ الإفراط في بعض تقييمات الأصول تأثراً باستمرار تحمل المخاطر المالية والبحث عن العائد المرتفع. كذلك يفرض الانخفاض السائد في أسعار الفائدة تحديات أمام أصحاب الاستثمارات طويلة الأجل، ولا سيما الشركات الأوروبية الضعيفة العاملة في مجال التأمين على الحياة.

- وتأثرت البلدان والشركات المصدرة للنفط والأسعار الأولية تأثراً شديداً بتراجع تقييمات الأصول وتساعد مخاطر الائتمان. وكان الضرر بالغاً بوجه خاص في شركات الطاقة والسلع الأولية العاملة في الأسواق الصاعدة، وهي المُصدرة لأكثر من ثلث سندات الشركات غير المالية المقومة بالعملة الصعبة منذ عام ٢٠٠٧. ويخضع قطاع النفط والغاز لضغوط تؤثر في قدرته على سداد الديون، وهو ما يظهر الآن بوضوح أكبر في شركات الأرجنتين والبرازيل ونيجيريا وجنوب إفريقيا بسبب انخفاض أسعار النفط، وكذلك في الكيانات السيادية التي تعتمد على الإيرادات النفطية مثل نيجيريا وفنزويلا.
  - وأدت سرعة انخفاض أسعار الصرف إلى زيادة الضغوط على الشركات التي حصلت على قروض كبيرة بالعملات الأجنبية كما تسببت في تدفق قدر كبير من رؤوس الأموال إلى خارج العديد من الأسواق الصاعدة. ويمكن أن تصيف هذه التطورات إلى الضغوط التي تشهدها الكيانات السيادية في مجموعة الأسواق الصاعدة والتي زادت من تعرضها لمخاطر القروض المقومة بالعملة الأجنبية وحيازات المستثمرين الأجانب للدين المقوم بالعملة المحلية.
  - وزاد تقلب أسعار صرف العملات الرئيسية أكثر مما حدث في أي فترة سابقة منذ وقوع الأزمة المالية العالمية. فمع انخفاض السيولة في كل من أسواق الصرف الأجنبي والدخل الثابت، بالإضافة إلى تغيير تكوين قواعد المستثمرين في هذه الأسواق، زادت المعوقات أمام إجراء تعديلات في المحافظ. وأدى ذلك إلى توترات في الأسواق المالية العالمية أدت بدورها إلى زيادة مخاطر السوق والسيولة، نظراً لأن نوبات التقلب المفاجئة قد تزداد انتشاراً ووضوحاً.
- وتساهم تحديات التركة القائمة في زيادة هذه الضغوط، مما يرفع المخاطر على الاستقرار المالي ككل.

### **الاستقرار المالي ليس راسخاً تماماً في الاقتصادات المتقدمة، والمخاطر زادت في كثير من الأسواق الصاعدة**

تراجع العائد على السندات طويلة الأجل في كثير من الاقتصادات المتقدمة نظراً لمخاوف الانكماش واحتمال استمرار التيسير النقدي. وفي منطقة اليورو، أصبح العائد سالبا في نسبة تكاد تصل إلى ثلث السندات السيادية قصيرة الأجل وطويلة الأجل. ولكن استمرار أسعار الفائدة المنخفضة لفترة طويلة سيفرض تحديات حادة على عدد من المؤسسات المالية. فشركات التأمين على الحياة متوسطة الحجم الأوروبية الضعيفة تواجه مخاطر كبيرة ومتزايدة تهدد بالعسر المالي - وتوضح اختبارات تحمل الضغوط (التي أجرتها الهيئة الأوروبية للتأمين ومعاشات التقاعد المهنية) أن ٢٤% من شركات التأمين قد لا تتمكن من الوفاء بنسب رأس المال المحققة للملاءة في ظل سيناريو يستمر فيه انخفاض أسعار الفائدة لفترة طويلة قادمة. وتمتلك هذه الصناعة محفظة أصول بقيمة ٤,٤ تريليون يورو في الاتحاد الأوروبي، مع درجة عالية ومتزايدة من الترابط مع النظام المالي الأوسع، مما ينشئ مصدراً محتملاً للتداعيات.

ولا تزال مستويات الدين المرتفعة تعوق النمو والاستقرار المالي في القطاع الخاص. وقد ساعدت السياسات النقدية التيسيرية في الاقتصادات المتقدمة على تخفيض نسب مديونية القطاع الخاص عن طريق دعم التضخم والنمو وزيادة أسعار الأصول. غير أن افتراضات النمو والتضخم في هذا التقرير تشير إلى أن مستويات دين القطاع الخاص ستظل مرتفعة في عدد من

الاقتصادات المتقدمة الكبرى. ويتطلب استمرار هذا الدين المرتفع استجابة إضافية لمعالجة أزمة وإطلاق الإمكانيات الكامنة في الاقتصاد. ومن المتوقع أن يظل مستوى الدين الإجمالي لقطاع الشركات في فرنسا وإيطاليا والبرتغال وإسبانيا أعلى من ٧٠% من إجمالي الناتج المحلي أو قريبا من هذه النسبة بحلول عام ٢٠٢٠، وأن يظل مستوى الدين الإجمالي في قطاع الأسر مرتفعا في البرتغال والمملكة المتحدة مقارنة بالمستوى المقابل في غيرها من الاقتصادات المتقدمة الكبرى.

وفي نفس الوقت، هناك احتمال واضح بارتفاع أسعار الفائدة إلى مستوى يتجاوز التوقعات في الولايات المتحدة. وسوف يعود العمل بالسياسة النقدية الطبيعية في الولايات المتحدة في ظل سيناريوهين ممكنين: سيناريو التخلي عن السياسة الاستثنائية بصورة سلسة ومع مراعاة الإفصاح الكافي عن المعلومات ذات الصلة، أو سيناريو المسار المتعثر رغم الإفصاح الواضح مع سرعة توسيع الفوارق بين علاوات الأجل بما يسبب ارتفاعا متسارعا في العائد وزيادة كبيرة في درجة التقلب. وقد أدت بالفعل انخفاضات السيولة الهيكلية في أسواق الدخل الثابت في اقتصاد الولايات المتحدة وغيرها إلى تضخيم استجابات أسعار الأصول للصددمات، مما زاد من التداعيات الممكنة. ومع التطور التكنولوجي، وزيادة التنظيم، والتحول في تكوين الأطراف المشاركة في السوق، تغير الهيكل الدقيق لأسواق الدخل الثابت. وأصبحت أحداث فقدان السيولة تتداعى إلى فئات أصول أخرى وعلى الأسواق الصاعدة، مثلما حدث في سوق سندات الخزنة الأمريكية وفي ظروف عدم الاستقرار التي سببتها السياسات في أسواق الصرف الأجنبي عقب إلغاء الحد الأقصى للفرنك السويسري. وتبرز هذه التطورات بعض مواطن الضعف الأساسية في أسواق رأس المال ونظام الظل المصرفي.

وتقف الأسواق الصاعدة في مهبط هذه التيارات العالمية المتقاطعة، في الوقت الذي تعالج فيه تحدياتها المحلية. فكثير من اقتصادات الأسواق الصاعدة يستفيد من انخفاض أسعار السلع الأولية وتراجع الضغوط التضخمية، مما يتيح لسياساتها النقدية حيزا لمكافحة تباطؤ النمو. غير أن البلدان المصدرة للنفط والسلع الأولية والبلدان ذات الديون الأجنبية المرتفعة تواجه مخاطر أكثر جسامة. وبالرغم من أن ارتفاع سعر الدولار يمكن أن يساعد على تحسين التنافسية في اقتصادات الأسواق الصاعدة بوجه عام، وتؤدي إلى ارتفاع النمو، فإن التحركات الحادة في أسعار السلع الأولية وفي أسعار صرف العملات في كثير من اقتصادات الأسواق الصاعدة خلال السنة أشهر الماضية تركت أثرا كبيرا بالفعل على التقييمات السوقية للشركات في هذه الاقتصادات. وقد حصل الكثير من الشركات على قروض ضخمة من الأسواق الدولية - مع إحلال الاقتراض من البنوك بالعملة المحلية محل الاقتراض الدولي بالدولار - مما يمكن أن يؤدي إلى ضغوط على ميزانياتها العمومية.

وإذا حدث تقليص للصناعات ذات الاستثمارات المفرطة، وتعديلات في القطاع العقاري، وانخفاضات في أسعار العقارات - وخاصة في الصين - يمكن أن يتسبب ذلك بدوره في انتقال التداعيات إلى الأسواق الصاعدة على نطاق أوسع. وإذا حدث تدهور مفاجئ في سلامة أوضاع الشركات، يكون حجم المخاطر الائتمانية هو العامل المحدد لمدى التأثير الذي يتعرض له استقرار النظام المصرفي على نطاق أوسع. ويعادل حجم التعرض لهذه المخاطر في القطاع العقاري الصيني (باستثناء القروض العقارية) حوال ٢٠% من إجمالي الناتج المحلي، ويمكن أن يؤدي الإجهاد المالي بين الشركات العقارية إلى تداعيات مباشرة عبر الحدود، نظرا للزيادة الكبيرة في إصدار السندات الخارجية منذ عام ٢٠١٠. ومن بين ٢١ نظاما مصرفيا في الأسواق الصاعدة تم تحليلها في هذا التقرير، هناك ١١ نظاما تشكل قروض الشركات أكثر من نصف محفظة قروضه المصرفية، مما يجعلها أكثر تعرضا لمخاطر ضعف الشركات، وخاصة في نيجيريا وبيرو وتركيا وأوكرانيا.

وفي سيناريو التطورات السلبية، يمكن أن تزداد الضغوط على عملات الأسواق الصاعدة وعلى أسواق الأصول إذا زاد الارتفاع السريع في سعر الدولار والارتفاع المفاجئ في أسعار الفائدة الأمريكية، مع ارتفاع المخاطر الجغرافية-السياسية. وبعد فترة طويلة من التدفقات الداخلة، يمكن أن يقوم المستثمرون الأجانب بخفض مفاجئ لحيازاتهم من الدين المقوم بالعملة المحلية، مما يكثف الاضطرابات وينشئ تحديات تتعلق بتمديد الدين. كذلك تبدو الأسواق متهاونة بشأن المخاطر الجغرافية-السياسية والمخاطر السياسية. وكما يوضح عدد إبريل ٢٠١٥ من تقرير آفاق الاستقرار العالمي، يمكن أن تتكثف التوترات ويتكرر تعطل حركة التجارة العالمية والمعاملات المالية بسبب الأحداث الجارية في روسيا وأوكرانيا والشرق الأوسط وأجزاء من إفريقيا. وهناك روابط مالية مباشرة محدودة بين روسيا وبقية أنحاء العالم، لكن الروابط غير المباشرة مع البلدان المجاورة يمكن أن تنشئ مخاطر على الاستقرار المالي. وقد أدى تعزيز الأطر المؤسسية في منطقة اليورو إلى الحد من مخاطر العدوى من اليونان، ولكن المخاطر ومواطن الضعف لا تزال قائمة.

### **يتعين اعتماد مجموعة من السياسات الإضافية لزيادة فعالية السياسات وترسيخ الاستقرار**

يتضمن هذا التقرير تقييماً لاستجابات سياسة البنك المركزي في كل من الاقتصادات المتقدمة والأسواق الصاعدة. ومن الرسائل الأساسية المستخلصة أنه يتعين اعتماد إجراءات إضافية - بخلاف السياسات النقدية - للخروج من الأزمة على أسس سليمة. ويجب أن تعالج السياسات تركة الأزمة وأن تيسر تحمل المخاطر الاقتصادية على أساس قابل للاستمرار مع احتواء التجاوزات المالية عبر الأسواق العالمية.

ولتعظيم أثر التيسير الكمي في منطقة اليورو، يجب استكمال إجراءات البنك المركزي بتدابير لاستعادة سلامة الميزانيات العمومية في القطاع الخاص، وإزالة العوائق من قنوات الائتمان، وتعزيز سلامة المؤسسات غير المصرفية، ودعم الإصلاحات الهيكلية. وعلى وجه الخصوص:

- يتطلب إزالة العوائق من قنوات الائتمان اتخاذ إجراءات شاملة لمعالجة عبء القروض المتعثرة. ورغم تحسن مرونة البنوك في أعقاب التقييم الشامل الذي أجراه البنك المركزي الأوروبي واستحداث "آلية الرقابة الموحدة"، فلا يزال تدهور جودة الأصول مستمراً، وإن كان بوتيرة أبطأ، حيث تجاوز مجموع القروض المتعثرة حالياً ٩٠٠ مليار يورو. وينبغي تشجيع البنوك على تنمية واستخدام القدرات الداخلية والخارجية المتخصصة لمعالجة رصيد الأصول المتعثرة، وإدارة مخصصاتها بصورة نشطة، وشطب أصولها المتعثرة. وينبغي تكثيف الجهود لتحسين فعالية الأطر القانونية الحاكمة لإفلاس الشركات والأفراد. فبدون إجراءات تصحيحية على صعيد السياسات، يمكن أن تقتصر طاقة الإقراض المصرفي على نسبة ضئيلة يتراوح متوسطها بين ١ و ٣% سنوياً.
- ويتعين أيضاً سرعة معالجة التحديات التي تواجه شركات التأمين عن الحياة. وينبغي أن تقوم الأجهزة التنظيمية بإعادة تقييم جدوى المنتجات القائمة على الضمان والعمل على الوصول بضمانات الحد الأدنى من العائد التي تقدم لحملة عقود التأمين إلى مستوى يتفق مع الاتجاهات طويلة الأجل لأسعار عقود التأمين. وينبغي اتخاذ إجراءات تنظيمية ورقابية عاجلة للحد من انتقال التداعيات المضرة الناجمة عن المصاعب المحتملة التي تواجه شركات التأمين المنفردة. ويمكن زيادة مرونة هذه الصناعة باستخدام شبكة أمان اجتماعي أكثر اتساقاً.

- وينبغي تنويع مصادر التمويل بالابتعاد عن البنوك والتركيز على أسواق رأس المال. فرغم طفرة الاقتراض في أسواق رأس المال، فإن هذه الأسواق لا تمثل إلا حوالي ٣٦% من النظام. ومن شأن تعميق وتوسيع أسواق رأس المال أن يتيح المزيد من التمويل، ولا سيما للشركات الصغيرة، ويعزز كفاءة الأسواق المالية. وفي منطقة اليورو، يتطلب تشجيع استخدام أسواق رأس المال ضمان الاتساق بين قانون الشركات وحوكمة الشركات ونظم الإعسار والنظم الضريبية من ناحية، وآخر اقتراح أصدرته المفوضية الأوروبية بشأن اتحاد أسواق رأس المال من ناحية أخرى.

وفي اليابان، تعتمد فعالية التيسير الكمي على السياسات الداعمة له. ومن الضروري المثابرة في تنفيذ السهمين الثاني والثالث في سياسة "آينوميكس" الاقتصادية (وهما إصلاحات المالية العامة والإصلاحات الهيكلية). وما لم تكتمل هذه الإصلاحات، فإن نجاح الجهود المبذولة لانتشال الاقتصاد من دائرة الانكماش سيكون احتمالاً أبعد. وينبغي لبنك اليابان أن ينظر في دعم ما تُحدثه زيادة مشتريات الأصول من استعادة توازن المحافظ الاستثمارية، عن طريق زيادة نسبة الأصول الخاصة في هذه المشتريات والتوسع في البرنامج ليشمل السندات الحكومية الأطول أجلاً، وفق ما يقتضيه الوصول بالتضخم إلى مستواه المستهدف الذي يبلغ ٢%. ولزيادة تنشيط القروض المصرفية المقدمة للقطاع الخاص، ينبغي أن تتوسع السلطات في تسهيلات الإقراض الخاصة؛ وإعطاء دفعة البداية لسوق توريق قروض المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ورهونها العقارية؛ وزيادة توفير رأس المال المخاطر، بما في ذلك تشجيع زيادة الإقراض القائم على الأصول وإزالة الحواجز أمام دخول وخروج المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من السوق.

وفي الولايات المتحدة، يتطلب تأثير قوة السوق العالمية اعتماد سياسات متوازنة بالقدر الملائم، بما في ذلك استمرار الإفصاح الواضح عن تطورات السياسات النقدية. وستزداد احتمالات التكيف السوقي السلس إذا عقدت مناقشة موسعة وتفسير للمتغيرات الاقتصادية الأساسية نظراً لأن السياسة النقدية أصبحت تعتمد على البيانات. لكن توقعات السوق يمكن أن تختلف عن الإرشادات الاستشرافية التي يصدرها الاحتياطي الفيدرالي، مما يُحدث توترات في السوق ويزيد من مخاطر السوق السيولة.

وفي اقتصاد الولايات المتحدة وغيره من الاقتصادات ذات النظم المالية غير المصرفية الكبيرة، ستكون معالجة عدم السيولة والتداعيات المحتملة عن طريق تعزيز الهياكل السوقية عاملاً مساعداً في دعم الاستقرار. وكما يشير الفصل الثالث، ينبغي تعزيز الإشراف على صناعة إدارة الأصول بحيث تجمع بين تحسين المراقبة الاحترازية للمخاطر على مستوى الاقتصاد الجزئي واعتماد منهج للسلامة الاحترازية على مستوى الاقتصاد الكلي. وينبغي أن تسعى السياسات إلى معالجة عدم الاتساق بين السيولة المتعهد بها لأصحاب الصناديق المشتركة في أوقات الرخاء وتكلفة عدم السيولة عندما يلزم الوفاء بمتطلبات الاسترداد في أوقات الضغوط. ويمكن أن تساعد السياسات على تحقيق هذا الهدف عن طريق الحد من الحوافز التي تدفع أصحاب الأصول إلى السحب الجماعي (عن طريق ضبط شروط استرداد الأموال بما يتوافق مع السيولة التي تتضمنها الأصول المستثمرة)؛ وتعزيز دقة القيم الصافية للأصول؛ وزيادة الاحتياطيات النقدية السائلة في صناديق الاستثمار المشترك؛ وتحسين سيولة وشفافية الأسواق الثانوية، وخاصة أسواق الديون الأطول أجلاً. وينبغي أيضاً زيادة حوافز الأطراف المشاركة في أسواق السندات الحكومية وأسواق النقد الأجنبي الكي تقدم سيولة للأسواق الثانوية. وعلى السلطات إجراء مراجعة لآليات وقف التداول من أجل تعزيز كفاءتها. وينبغي تعزيز إدارة المخاطر والسيطرة عليها، بأن تقدم الأجهزة الرقابية إرشادات منسقة لشركات

التداول، والسماح لها بتطبيق حدود منسقة وملائمة للمخاطر على مستثمري التجزئة المنفردين. وينبغي أن تنظر الأجهزة التنظيمية والسلطات النقدية في العلاقة بين فئات الأصول عند تقييم المخاطر النظامية في الأسواق المالية.

وينبغي أن تهدف **الأسواق الصاعدة** إلى تخفيف أثر التيارات العالمية المعاكسة والحفاظ على مرونة نظمها المالية عن طريق الرقابة المعززة للقطاعات المعرضة للخطر، ولا سيما في المجالات التالية:

- في الصين، يجب أن تكون الأولوية عموماً هي السماح بإجراء تصحيح منظم للتجاوزات، مما يفرض قيوداً على المواضيع الأشد خطراً في صيرفة الظل. وفي نفس الوقت، حتى يتسنى الحد من نسب الرفع المالي بصورة منظمة، يتعين وجود سياسات شاملة تسمح بتباطؤ نمو الائتمان تدريجياً، وتقديم آليات، عند الضرورة، تكفل إعادة الهيكلة المنظمة لديون الشركات، وخروج الشركات غير المؤهلة للاستمرار.
- وفي الأسواق الصاعدة بشكل أعم، تعني النسبة الكبيرة من الدين المقوم بالعملة الأجنبية أن تدابير السلامة الاحترازية على المستويين الجزئي والكلي لها أدوار مهمة في الحد من المخاطر الناشئة عن الصدمات. وينبغي أن تجري الأجهزة التنظيمية اختبارات لقياس تحمل البنوك للضغوط ذات الصلة بمخاطر العملة الأجنبية وأسعار السلع الأولية، وأن تراقب بمزيد من الانتظام والتدقيق مستوى الرفع المالي في الشركات ومدى الانكشاف لمخاطر النقد الأجنبي، بما في ذلك المراكز المتخذة في المشتقات المالية.
- ولضمان سلامة عمل الأسواق، ينبغي أن تكون السلطات مستعدة لفترات نقل فيها السيولة في أسواق السندات المقومة بالعملة المحلية. ويمكن أن تستخدم السلطات القطرية الأرصدة النقدية عند الحاجة، أو تخفض عرض الدين طويل الأجل في السوق بغية خفض الزيادات في فروق العائد على السندات. ويمكن أن تؤدي اتفاقات تبادل العملات الثنائية ومتعددة الأطراف إلى تعزيز الثقة والمساعدة في تخفيض التقلب المفرط في أسواق العملة، عن طريق توفير التمويل بالنقد الأجنبي في أوقات الضغوط. كذلك يمكن أن تتيح الموارد متعددة الأطراف، مثل تسهيلات صندوق النقد الدولي، قدراً إضافياً من الموارد الاحتياطية.

وقد اكتسبت الأطر التنظيمية مزيداً من القوة بدعم من جدول الأعمال الدولي لإصلاح التنظيم المالي الذي يساعد على تعزيز صلابة المؤسسات المالية والنظام المالي العالمي. وينبغي الآن للمؤسسات العالمية المختصة بوضع المعايير والأجهزة التنظيمية الوطنية أن تقدم مزيداً من التوضيح للمعايير التنظيمية - ومن ثم زيادة اليقين بالنسبة للبنوك التي تعمل على تعديل نماذج عملها - وذلك بالانتهاء من ضبط المتطلبات الموضوعية مؤخراً، بما في ذلك نسبة الرفع المالي، والنسبة الصافية للتمويل المستقر، واشتراطات رأس المال الكلي المؤهل لاستيعاب المخاطر. ومن الضروري أيضاً التعجيل بوضع قواعد تنظيمية لتحويل صيرفة الظل إلى مصدر مستقر للتمويل القائم على السوق.

وفي نفس الوقت، ينبغي تقوية سياسات السلامة الاحترازية الجزئية والكلية للمؤسسات غير المصرفية. وقد يتطلب الأمر إعادة تقييم الأطر التنظيمية القائمة حتى تكتسب السلطات فهماً أفضل للجوانب الأقل خضوعاً للتنظيم في القطاع المالي والتي يمكن

أن تسبب مشكلات للنظام المصرفي والاقتصاد بشكل عام، والعمل، حسب الحاجة، على تخفيف مواطن الضعف التي يتم تحديدها.

### **التغيرات في نماذج الصيرفة الدولية خفضت المخاطر في النظم المالية المضيفة**

وفي إشارة أكثر إيجابية، ينظر الفصل الثاني في تغيرات الصيرفة الدولية منذ الأزمة المالية العالمية، ويخلص إلى أن هذه التغيرات من المرجح أن تدعم زيادة استقرار الإقراض المصرفي في البلدان المضيفة. ويخلص أيضا إلى ضرورة توثيق التعاون الدولي في معالجة الصدمات الإقليمية والعالمية لتعظيم منافع الصيرفة العابرة للحدود مع تخفيف مخاطرها.

وقد خفضت البنوك الدولية، وخاصة في أوروبا، عمليات الإقراض عبر الحدود، بينما لم تتغير القروض المحلية التي تقدمها الفروع والمؤسسات التابعة للبنوك الأجنبية في الخارج. وبادرت البنوك المحلية والإقليمية بتعويض النشاط الذي خفضته بنوك منطقة اليورو في بعض المناطق، على الأقل جزئيا. ونتيجة لذلك، تعمقت الروابط البيئية داخل المناطق، وخاصة في آسيا. وكانت التغيرات التنظيمية وأوجه الضعف في الميزانيات العمومية المصرفية قد ساهمت مساهمة كبيرة من قبل في التخفيض المشاهد لأنشطة الإقراض عبر الحدود، بينما يُلاحظ أن السياسات النقدية التيسيرية ربما تكون قد أبطأت وتيرة هذا التخفيض.

ومع التحول النسبي من الإقراض عبر الحدود إلى مزيد من الإقراض المحلي من خلال الفروع، يُتوقع أن يتحسن الاستقرار المالي في البلدان المضيفة. وتتسم تدفقات الإقراض العابرة للحدود بدرجة أكبر من الحساسية تجاه الصدمات العالمية مقارنة بتدفقات الإقراض المحلي وتدفقات الحافظة الدولية. وغالبا ما يؤدي الإقراض العابر للحدود أيضا إلى تضخيم أثر صدمات الائتمان المحلية المعاكسة. وفي المقابل، يتسم إقراض المؤسسات التابعة الأجنبية بدرجة أعلى من المرونة مقارنة بقروض البنوك المحلية أثناء الأزمات المحلية إذا كانت البنوك الأم على درجة جيدة من الرسمة وأقل اعتمادا على مصادر التمويل غير الودائع. غير أن القيود على الإقراض العابر للحدود قد تهدد مزايا أخرى لا يعرض لها هذا الفصل.

### **الإشراف على مديري الأصول يجب أن يتناسب مع المخاطر التي ينشئونها في النظام المالي**

يخلص الفصل الثالث إلى ضرورة أن تعمل صناعة إدارة الأصول على تعزيز إطارها الإشرافي في مجالين أساسيين: تحسين المراقبة الاحترازية للمخاطر على المستوى الجزئي واعتماد بعض القضايا المتعلقة بالسلامة الاحترازية الكلية بحيث تصبح جزءا ثابتا من توجهها. ويمكن أن توفر شركات إدارة الأصول الائتمان للاقتصاد العيني حتى عند تعثر البنوك، وهي تتمتع بمزايا تتفوق فيها على البنوك من منظور الاستقرار المالي. غير أن نمو هذا القطاع والتغيرات الهيكلية في النظم المالية صعّدت المخاوف بشأن الاستقرار. وبالرغم من الاعتراف واسع النطاق بالمخاطر التي تفرضها صناديق التحوط وسوق المال التي تعتمد على الرفع المالي، فإن هناك آراء متباينة حول المنتجات الاستثمارية النمطية البسيطة (plain vanilla) الأقل اعتمادا على الرفع المالي.

ولكن حتى المنتجات البسيطة قد تشكل خطرا على الاستقرار المالي من خلال قناتين: (١) مشكلات تتعلق بالحافز لدى المستثمرين النهائيين ومديري المحافظ (مما يمكن أن يشجع سلوك المحاكاة، بين أمور أخرى)، و (٢) مخاطر السحب الجماعي الناشئة عن عدم اتساق السيولة. ويشير التحليل التجريبي إلى أدلة على وجود كثير من هذه الآليات المنشئة

للمخاطر، رغم اختلاف أهميتها باختلاف أسواق الأصول. ودون تقديم رأي نهائي فيما إذا كان ينبغي تصنيف كبرى شركات إدارة الأصول باعتبارها شركات ذات أهمية نظامية، يشير التحليل إلى أن موضع تركيز استثمارات الصناديق يكتسب أهمية أكبر نسبياً من حجمها عند تحديد مدى مساهمتها في المخاطر النظامية.

وتشير هذه النتائج إلى أن أجهزة الرقابة على الأوراق المالية ينبغي أن تتحول إلى نموذج رقابي أكثر اعتماداً على الأساليب العملية المباشرة، تدعمه معايير رقابية عالمية وبيانات أفضل ومؤشرات أكفأ للمخاطر. كذلك ينبغي إعادة النظر في الأدوار التي تؤديها أدوات إدارة المخاطر المالية القائمة وفي مدى ملاءمتها، حتى يؤخذ في الاعتبار دور صناعة إدارة الأصول في المخاطر النظامية ومدى تنوع منتجاتها.