

تقرير الاستقرار المالي العالمي - إبريل ٢٠١٤

تحول الأسواق من النمط القائم على السيولة إلى النمط المدفوع بالنمو

ملخص واف

يجتاز النظام المالي العالمي عددا من التحولات الصعبة على مسار تعزيز الاستقرار. ومع تقدم الاقتصاد الأمريكي في مسيرة التعافي الجاري، بدأت السياسة النقدية الأمريكية تعود إلى طبيعتها. وتواصل اقتصادات الأسواق الصاعدة التحول إلى نمو أكثر استمرارية في القطاع المالي، مع معالجة أوجه الضعف التي تشوب الاقتصاد الكلي وسط بيئة مالية خارجية أقل إيجابية. وتعمل منطقة اليورو على تعزيز أوضاع رأس المال في القطاع المصرفي في سياق الانتقال من حالة التجزؤ إلى إطار تكاملي أكثر قوة.

ولا تزال هذه التحولات بعيدة عن الاكتمال، كما يظل الاستقرار بعيدا عن وضعه الطبيعي. ومنذ أكتوبر الماضي، أبرزت نوبات الاضطراب المالي ما يلزم من تصحيح كبير في المرحلة القادمة. ففي الاقتصادات المتقدمة، لا تزال الأسواق المالية تعتمد على التيسير النقدي الاستثنائي والسيولة الميسرة. وينبغي أن تبتعد عن هذا الدعم النقدي حتى تتمكن من إرساء بيئة للنمو تمتلك أدوات الدعم الذاتي، وتتميز بزيادة استثمارات الشركات وتوظيف العمالة.

تحول الأسواق من النمط القائم على السيولة إلى النمط المدفوع بالنمو

United States Normalizing monetary policy: *a goldilocks exit?*

Emerging markets As the tide of liquidity ebbs: *more financial balancing needed*

Euro area From fragmentation to robust integration: *progress, but picture still mixed*

Japan From deflation to reflation: *so far so good, but much work lies ahead*

وبالنسبة للاقتصادات المتقدمة واقتصادات الأسواق الصاعدة على حد سواء، يتطلب تحول الأسواق من "النمط القائم على السيولة" إلى "النمط المدفوع بالنمو" وجود عدد من المقومات، ومنها عودة الولايات المتحدة إلى السياسة النقدية الطبيعية التي تتجنب المخاطر على الاستقرار المالي؛ واستعادة التوازن المالي في اقتصادات الأسواق الصاعدة في سياق أوضاع مالية خارجية

أكثر ضيقا؛ وتحقيق مزيد من التقدم في انتقال منطقة اليورو من حالة التجزؤ إلى التكامل القوي؛ والنجاح في تنفيذ سياسة "أبينوميكس" لتحقيق استمرارية النمو واستقرار التضخم في اليابان.

وتصدر الولايات المتحدة البلدان الأكثر تقدما في التحول إلى نمو قادر على الاستمرار ذاتيا، حيث نشهد بواكير التعافي الاقتصادي، مثلما يرد في عدد إبريل ٢٠١٤ من تقرير "آفاق الاقتصاد العالمي". وي طرح التحول الأمريكي تحديات متعددة أمام الاستقرار المالي. فمن الملاحظ أن "البحث عن العائد المرتفع" يزداد امتدادا لفترة أطول، مع تزايد الرفع المالي في قطاع الشركات وتراجع معايير ضمان القروض في بعض الجيوب في أسواق الائتمان الأمريكية. ويمكن أن يؤدي ضعف

أسواق السيولة وسرعة نمو أدوات الاستثمار المعرضة لمخاطر الاسترداد إلى تضخيم الصدمات المالية أو الاقتصادية. وفي هذه الفترة الانتقالية، يمكن أن يكون لتخفيض التيسير النقدي في الولايات المتحدة تداعيات مهمة على اقتصادات الأسواق المتقدمة والأسواق الصاعدة على حد سواء في الوقت الذي يتم فيه تعديل المحافظ وإعادة تسعير المخاطر.

وفي غمار هذا التحول في البيئة العالمية، تواجه اقتصادات الأسواق الصاعدة تحدياتها الانتقالية الخاصة بها، لكن الفروق بينها كبيرة في هذا الخصوص. فقد زاد الرفع المالي في الميزانيات العمومية الخاصة والعامة منذ بداية الأزمة، مما زاد من حساسيتها لتغيرات الأوضاع الداخلية والخارجية. وزادت الاختلالات الاقتصادية الكلية في عدد من الاقتصادات في السنوات القليلة الماضية، بينما تؤدي زيادة مشاركة المستثمرين الأجانب في أسواق السندات المحلية إلى تعريض بعض الاقتصادات لمصدر إضافي من مصادر التقلب والضغط على التدفقات الرأسمالية.

وقد أنشأت هذه التطورات حالة من "عدم الاتساق في تدفقات السيولة النظامية"، أي الانفصال بين الحجم المحتمل للتدفقات الرأسمالية الخارجة وقدرة المؤسسات المحلية وصانعي الأسواق (لا سيما في البنوك الدولية) على الوساطة فيها. ويمكن أن يؤدي عنق الزجاجة هذا إلى تضخيم أثر أي صدمات تنشأ عن الاقتصادات الأخرى وتوسيع الأثر على أسعار الأصول، وخاصة إذا سعى مديرو الأصول إلى التحوط لمخاطر معاملاتهم باتخاذ مراكز في أسواق أكثر سيولة ولكنها غير مرتبطة. ويمكن أن يتسبب عدم الاتساق في نشأة ظروف قد تضطر فيها السلطات إلى توفير السيولة لأسواق متعثرة بعينها بغية الحفاظ على استمرارية عمل أسواق السندات والمال المحلية واحتواء التداعيات عبر الاقتصادات.

وبالنسبة لقطاع الشركات في اقتصادات الأسواق الصاعدة، يشير هذا التقرير إلى توافر احتياطات وقائية لدى الشركات في كثير من الحالات بما يكفي لمواجهة الصدمات العادية المحلية أو الدولية، وإن كانت هناك بعض جوانب الضعف الواضحة. وفي السيناريوهات السلبية التي تتصاعد فيها تكاليف الاقتراض وتراجع العائدات إلى حد كبير، يمكن أن يطرأ ارتفاع قدره ٧٤٠ مليار دولار أمريكي في الديون المعرضة للخطر لدى الشركات الأضعف التي تعتمد على الرفع المالي الفائز، بزيادة متوسطة تصل إلى بهذه الديون إلى ٣٥% من مجموع ديون الشركات في عينة الشركات المستخدمة. ولا تزال معظم اقتصادات الأسواق الصاعدة تمتلك من رؤوس الأموال المصرفية الاحتياطية المعلنة ومن الربحية بشكل عام ما يكفي لاستيعاب الصدمات المتوسطة التي تتعرض لها الشركات غير المالية. ومع ذلك، قد تنشأ مشكلات بسبب ضعف مخصصات الخسائر وانخفاض مستويات رأس المال المصرفي إذا ازداد تدهور الميزانيات العمومية في قطاع الشركات.

وفي الصين، يواجه صناع السياسات تحدي إدارة هذه الفترة الانتقالية غير المنظمة نحو مزيد من الانضباط السوقي في النظام المالي، بما في ذلك إلغاء الضمانات الضمنية. وفي هذه الأثناء، سيضطر المستثمرون والمقرضون إلى تحمل بعض تكاليف التجاوزات المالية السابقة، وسيتمتع تعديل أسعار السوق حتى تكون انعكاساً أدق للمخاطر القائمة. وفي هذا السياق، تمثل الوثيرة الملائمة عنصراً مهماً. فإذا كان التعديل مفرطاً في السرعة، تنشأ مخاطر الاضطرابات؛ وإذا كان مفرطاً في البطء، فسوف يسمح لأوجه الضعف بأن تستمر في الزيادة. ومن المفاتيح الأخرى لنجاح التحول المنظم تعزيز

قدرة البنك المركزي على معالجة التحولات التي يتعدّر التنبؤ بها في الطلب على السيولة وتنفيذ نظام تأمين الودائع وتحرير سعر الفائدة في الوقت المناسب، وتدعيم إطار تسوية أوضاع المؤسسات المالية الفاشلة.

وفي منطقة اليورو، تدعم السياسات المطبقة على المستويين الوطني والأوروبي التحول إلى إطار تكاملي أقوى، لكن هناك تحديات مهمة باقية. فقط تعطلت إعادة هيكلة قطاع الشركات المثقل بالديون في منطقة اليورو بسبب عدم الانتهاء من معالجة الخلل في الميزانيات العمومية المصرفية. وبالإضافة إلى ذلك، لا تزال أوضاع الائتمان صعبة في اقتصادات اليورو المجهدّة. وبالرغم من التحسن الملموس في مشاعر السوق تجاه البنوك والكيانات السيادية المجهدّة، فربما يكون في ذلك استباقا لمعالجة الخلل اللازم في الميزانيات العمومية. وهكذا يجب على صناع السياسات الأوروبيين أن يمضوا قدما في عملية تقييم دقيقة وشفافة لصحة النظام المصرفي حاليا، تعقبها عملية دؤوبة لتتقّية الميزانيات العمومية وإبعاد البنوك التي لم تعد تمتلك مقومات البقاء.

ويتعين أيضا اتخاذ تدابير إضافية لتحسين قنوات الائتمان والأسهم غير المصرفية. وسيساعد ما يحققه ذلك من تحسن ملموس في الميزانيات العمومية على دعم التفاؤل الذي زاد في الأسواق المالية.

وفي اليابان، يتعين استمرار التيسير النقدي ولكنه غير كاف لترسيخ الحيوية العائدة للاقتصاد. ويتعين تشريع إصلاحات هيكلية مقنعة للانتقال إلى نمو مستمر بمعدلات أعلى ومستوى أقل من المخاطر المرتبطة بالديون. وقد حققت المراحل الأولى من سياسة "آينوميكس" نجاحا كبيرا في تحويل التوقعات بشأن الانكماش، لكن مواصلة الجهود تظل ضرورية لتعزيز هذه المكاسب في الاستقرار المالي وتوسيع نطاقها.

وبشكل أعم، قد يتبين أن هناك تحديات تحيط بمساعي الحفاظ على الزخم والقوة الدافعة للإصلاح والسياسات الجيدة في فترة مزدحمة بالأحداث الانتخابية في كثير من البلدان. كذلك يمكن أن تفرض المخاطر الجغرافية-السياسية المرتبطة بأوكرانيا تهديدا كبيرا لاستقرار المالي إذا تصاعدت. وقد تحدث تداعيات أكبر على النشاط تتجاوز بلدان الجوار من الشركاء التجاريين إذا أدت زيادة الاضطرابات إلى نوبات جديدة من زيادة العزوف عن المخاطر في الأسواق المالية العالمية، أو من جراء الاضطرابات التي تصيب التجارة والتمويل. وعلى هذه الخلفية، ينبغي اتباع إجراءات معززة وتعاونية على صعيد السياسات للمساعدة في تخفيف مخاطر تجدد الاضطرابات في الاقتصاد العالمي، عن طريق الحد من الاختلالات الخارجية وما يرتبط بها من تشوهات داخلية وتحسين ثقة الأسواق. وبالإضافة إلى ذلك، يمكن أن يساعد توثيق الحوار بين الأجهزة الرقابية في الاقتصادات المتقدمة واقتصادات الأسواق الصاعدة على منع الاضطرابات في تدفقات السيولة والائتمان العابرة للحدود.

ويناقد الفصل الثاني المشهد المتغير لاستثمارات الحافظة في اقتصادات الأسواق الصاعدة على مدار الخمسة عشرة عاما الماضية. وقد تعمقت الأسواق المالية في هذه البلدان وأصبحت أكثر انخراطا في العولمة. ومع زيادة المشاركة المباشرة من المستثمرين العالميين نشأت شرائح سوقية لفئات جديدة من الأصول، بما في ذلك أسواق الديون السيادية

المقومة بالعملية المحلية. كذلك تغير مزيج المستثمرين العالميين، وزاد بروز دور صناديق السندات - وخاصة الصناديق المقومة بالعملية المحلية، وصناديق الاستثمار المفتوحة التي تتيح خيارات استرداد سهلة، والصناديق التي يقتصر نشاطها في الأسواق الصاعدة على الاستثمار بطريقة انتهاز الفرص. ويهدف الفصل الثاني إلى تحديد انعكاسات هذه التغيرات على استقرار تدفقات الحافظة وأسعار الأصول في الأسواق الصاعدة، عن طريق مجموعة من الأساليب التي تستخدم بيانات غير مستغلة نسبياً.

ويخلص الفصل إلى أن المزيج الجديد من مستثمري الحافظة العالميين من المرجح أن يؤدي إلى زيادة حساسية تدفقات الحافظة ككل تجاه الصدمات المالية العالمية. فقد ارتفعت نسبة تدفقات السندات الأكثر تقلباً، ويمكن أن تؤدي زيادة المشاركة الأجنبية في الأسواق المحلية إلى نقل حالة جديدة من عدم الاستقرار. ومن المحتمل أن يكون النشاط المتزايد للمؤسسات الاستثمارية أكثر استقراراً، لكنها يمكن أن تتسحب بشكل أكثر قوة واستمراراً عند التعرض لصدمة حادة، مقارنة بمديري الأصول الآخرين. ورغم أهمية أوضاع الاقتصاد الكلي المحلية كعامل مؤثر، لا تزال المحاكاة الجماعية سلوكاً قائماً بين الصناديق العالمية، ولا توجد دلائل تُذكر على زيادة التمييز حسب أساسيات الاقتصاد الكلي المحلية على أثناء الأزمات على مدار الخمسة عشرة عاماً الماضية.

غير أن الأسواق الصاعدة أصبحت أقل حساسية تجاه الصدمات المالية العالمية بفضل ما حققته هذه الأسواق حتى الآن في توسيع قواعد المستثمرين المحلية وتعميق القطاعات المصرفية وأسواق رأس المال وتحسين المؤسسات. ويمكن أن يساعد استمرار هذه الجهود اقتصادات الأسواق الصاعدة على أن تجني ثمار العولمة المالية مع الحد من تكاليفها المحتملة.

وينظر الفصل الثالث في مدى التغير الذي طرأ في السنوات القليلة الماضية على الدعم الضمني للتمويل المقدم إلى البنوك التي تعتبر أهم من أن تفشل (TITF). وهناك مشكلات متعددة تتسبب فيها الحماية الحكومية للبنوك المصنفة بأنها أهم من أن تفشل: عدم تكافؤ الفرص، والإفراط في تحمل المخاطر، والتكاليف الكبيرة على القطاع العام. ولأن دائني هذه المؤسسات الأهم من أن تفشل لا يتحملون تكلفة الفشل بالكامل، نجدهم مستعدين لتقديم التمويل دون انتباه كافٍ لخصائص المخاطر التي تنسم بها البنوك، مما يشجع الرفع المالي وتحمل المخاطر. وقد تدخلت الحكومات أثناء الأزمة المالية العالمية بقدر كبير من الأموال لدعم البنوك المتعثرة وحماية الاستقرار المالي، الأمر الذي لم يترك شكاً يذكر في استعدادها لإنقاذ المؤسسات الأهم من أن تفشل. وأدت هذه التطورات إلى تعزيز حوافز البنوك لكي تصبح أكبر حجماً، وزاد بالفعل تركُّز القطاع المصرفي في كثير من الاقتصادات.

ويُجري الفصل الثالث تقييماً لمدى كفاية هذه الجهود المبذولة على مستوى السياسات لتخفيف مشكلة المؤسسات الأهم من أن تفشل، وذلك بالنظر في تطور المزايا المصاحبة لتكلفة تمويل البنوك المؤثرة على النظام المالي (SIBs). ويعد توقع المساندة الحكومية لهذه المؤسسات في حالة العسر المالي بمثابة دعم حكومي ضمني لهذه البنوك. وقد حدث ارتفاع في هذا الدعم أثناء الأزمة. ورغم أنه تراجع في معظم الاقتصادات منذ ذلك الحين، فهو لا يزال مرتفعاً، وخاصة في منطقة

اليورو، الأمر الذي يرجح أن يكون انعكاسا لاختلاف السرعات التي تتم بها معالجة خلل الميزانيات العمومية فضلا على الفروق بين إجراءات السياسة المتخذة لمواجهة مشكلات القطاع المصرفي. ومع ذلك، لا تزال احتمالية إنقاذ البنوك المؤثرة على النظام المالي في أوقات العسر كبيرة في كل المناطق.

ورغم أن التدابير المطلوبة لم تنفذ بالكامل بعد، فلا يزال المجال متسعا لتعزيز الإصلاحات المطلوبة. وتتضمن هذه الإصلاحات زيادة متطلبات رأس المال الإلزامي لدى البنوك المؤثرة على النظام المالي أو إلزامها بتقديم مساهمة لدعم الاستقرار المالي تبعا لحجم التزامات كل بنك. وينبغي تحقيق تقدم أيضا في تيسير الرقابة على المؤسسات المالية العابرة للحدود وتسوية أوضاعها. ويعتبر التنسيق الدولي في هذه المجالات مطلبا حيويا لتجنب أي تشوهات جديدة وأي تداعيات سلبية عبر الحدود، الأمر الذي ربما يكون قد ازداد بسبب إصلاحات السياسة التي يجريها كل بلد على حدة.