

تقرير الاستقرار المالي العالمي، عدد إبريل 2017

ملخص واف

تحسّن الاستقرار المالي

1- استمر تحسن الاستقرار المالي منذ عدد أكتوبر 2016 من تقرير الاستقرار المالي العالمي. وكما يوضح عدد إبريل 2017 من تقرير آفاق الاقتصاد العالمي، زاد زخم النشاط الاقتصادي وسط أوضاع نقدية ومالية تيسيرية بشكل عام، وهو ما بعث الآمال في إنعاش الاقتصاد. وارتفعت أسعار الفائدة طويلة الأجل فساعدت على زيادة أرباح البنوك وشركات التأمين. وتشير المكاسب في كثير من أسعار الأصول إلى أن الآفاق المتوقعة أصبحت أكثر مدعاة للتفاؤل. وقد وصلت أسواق الأسهم في الولايات المتحدة إلى مستويات مرتفعة قياسية في مارس الماضي في ضوء تقرب المستثمرين للإصلاح الضريبي والإنفاق على البنية التحتية والتراجع عن القواعد التنظيمية السابقة. كذلك شهدت الأسواق خارج الولايات المتحدة صعودا مطردا على مدار الستة أشهر الماضية، مدفوعا في جانب منه بزيادة توقعات النمو وارتفاع أسعار السلع الأولية. وفي نفس الوقت، انخفضت علاوات المخاطر وأصبح النقلب أقل حدة.

2- فالى أي حد ينبغي هذا التفاؤل على أسباب وجيهة؟ إن تعزيز النمو والحفاظ على ما تحقق من تحسينات في الأوضاع المالية يقتضي من صناعات السياسات تنفيذ المزيج الصحيح من السياسات، وهو ما يشمل (1) تشجيع تحمل المخاطر الاقتصادية، وخاصة في الولايات المتحدة، عن طريق سياسات ترفع الناتج الممكن، وتزيد من من استثمارات الشركات، وتتجنب زيادة المخاطر التي تهدد الاستقرار المالي؛ (2) معالجة الاختلالات المحلية والخارجية لتعزيز صلابة اقتصادات الأسواق الصاعدة؛ (3) اتباع منهج أكثر استباقية في الاستجابة للقضايا الهيكلية طويلة الأمد في النظم المصرفية الأوروبية.

عدم اليقين بشأن السياسات من أهم المخاطر المعاكسة

3- هناك أخطار جديدة بدأت تهدد الاستقرار المالي مع زيادة عدم اليقين المحيط بالمشهد السياسي والسياسات الاقتصادية على مستوى العالم. ففي الولايات المتحدة، إذا تمخضت الإصلاحات الضريبية المرتقبة والإلغاء المنتظر للقواعد التنظيمية السابقة عن دخول النمو والمديونية في مسارات أقل إيجابية من المتوقع، يمكن أن يحدث ارتفاع حاد في علاوات المخاطر ودرجة النقلب، مما يؤثر على الاستقرار المالي. وإذا حدث تحول نحو الحمائية في الاقتصادات المتقدمة، يمكن أن يتراجع النمو والتجارة العالمية، وتظهر عقبات أمام التدفقات الرأسمالية، ويضعف المزاج السائد في السوق. وفي أوروبا، يمكن أن يعود القلق على الاستقرار المالي بسبب التوترات السياسية المقترنة بالتقدم الضعيف في مواجهة التحديات الهيكلية في الأجهزة المصرفية ومعالجة مستويات المديونية المرتفعة. أما احتمال التراجع عن القواعد التنظيمية المالية بشكل عام - أو فقدان أواصر التعاون العالمي - فمن الممكن أن يقوض الإنجازات التي تحققت بصعوبة في إرساء الاستقرار المالي. ولا تزال الأسواق تعتقد رؤية إيجابية نسبيا تجاه هذه المخاطر المعاكسة، مما يشير إلى احتمال إعادة تسعير المخاطر على وجه السرعة إذا ما تحولت السياسات إلى اتجاه مخيب للآمال.

هل تتمتع الشركات الأمريكية بالقوة الكافية لتسريع وتيرة التوسع على نحو آمن؟

4- قد يتأثر قطاع الشركات إلى حد كبير بمقترحات السياسة التي تناقشها الإدارة الأمريكية الجديدة حالياً فيما يتعلق بالإصلاح الضريبي والتراجع عن القيود التنظيمية. وتمثل سلامة الميزانيات العمومية في قطاع الشركات شرطا أساسيا لكي تكتسب هذه المقترحات الفعالية المطلوبة وتتمكن من تشجيع المخاطرة الاقتصادية. وهناك بالفعل شركات غير مالية عديدة تمتلك ميزانيات عمومية قادرة على التوسع في الاستثمار، وقد يكون لتخفيف أعباء ضرائب الشركات أثر إيجابي على تدفقاتها النقدية. ولكن الإصلاحات قد تحفز أيضا زيادة تحمل المخاطر المالية، وقد تؤدي في بعض القطاعات إلى زيادة الرفع المالي عن مستوياته العالية بالفعل. وتتركز أعلى مستويات الرفع المالي في القطاعات الأكثر استثمارا، وسيؤدي اللجوء إلى تمويل استثمارات إضافية بالديون إلى زيادة مواطن الضعف التي تعرضها للخطر. وطبقا لهذا السيناريو الذي يتسم بتصاعد علاوات المخاطر العالمية، يمكن أن يكون لزيادة الرفع المالي عواقب سلبية على الاستقرار. وفي مثل هذا السيناريو، يمكن أن تزداد أصول الشركات الأقل قدرة على خدمة الدين لتصل إلى 4 تريليون دولار أمريكي، أو قرابة ربع أصول الشركات موضع البحث.

اقتصادات الأسواق الصاعدة تواجه فترة عصبية في الأسواق العالمية

5- واصلت اقتصادات الأسواق الصاعدة تعزيز قدرتها على الصمود في مواجهة الصدمات، عن طريق تخفيض الرفع المالي في الشركات والحد من مواضع الانكشاف للمخاطر الخارجية. ومن المتوقع أن يستمر تحسن النمو في هذه الاقتصادات، مدفوعا بالمكاسب المحققة في البلدان المصدرة للسلع الأولية والآفاق الإيجابية لانتقال تداعيات النمو من الاقتصادات المتقدمة. ولكن الاستقرار المالي لا يزال معرضا لمخاطر عالية بشكل عام، حيث تفتح أجواء عدم اليقين المحيطة بالمشهد السياسي والسياسات الاقتصادية قنوات جديدة للتداعيات السلبية. ومن شأن حدوث تحول مفاجئ في مزاج السوق أو تحول عالمي نحو السياسات الحمائية المغلقة أن يحفز خروج التدفقات الرأسمالية ويضر بأفاق النمو، مما يشكل اختبارا لمدى صلابة هذه الاقتصادات.

6- ومع تضيق الأوضاع المالية العالمية أو اتخاذ إجراءات تجارية معاكسة، يمكن أن تنشأ تحديات لا سيما أمام البلدان ذات الروابط الدولية القوية على المستويين المالي والتجاري. وقد تتسبب هذه المخاطر في تفاقم مواضع الانكشاف الحالية في قطاع الشركات، وزيادة الديون المعرضة للخطر في الشركات الأكثر ضعفا بمقدار 130-230 مليار دولار أمريكي. ويمكن أن يؤدي التحول الحاد عن البيئة الخارجية الداعمة حالياً إلى زيادة المخاطر في البلدان التي تواجه فيها أضعف البنوك تحدي الحفاظ على جودة الأصول ورصد احتياطات كافية لمواجهة القروض الرديئة بعد فترات طويلة من الرواج الائتماني.

7- وتواجه الصين مخاطر متصاعدة على استقرارها المالي مع استمرار ارتفاع الائتمان بمعدل سريع. وتبلغ أصول البنوك في الصين حالياً أكثر من ثلاثة أضعاف إجمالي ناتجها المحلي، كما أن هناك مؤسسات مالية غير مصرفية أخرى زادت من الانكشاف لمخاطر الائتمان. ولا يزال كثير من المؤسسات المالية شديد الاعتماد على تمويل الجملة، مع قدر كبير من عدم الاتساق بين الأصول والخصوم ومستوى مرتفع من مخاطر السيولة والائتمان. وتوضح الاضطرابات الأخيرة في أسواق المال مواضع الانكشاف للمخاطر التي لا تزال قائمة في النظام المالي الصيني بما يشهده من تزايد في الحجم واللاشفافية والترابط.

النظم المصرفية الأوروبية يجب أن تعالج التحديات الهيكلية

8- حقق القطاع المصرفي الأوروبي تقدماً كبيراً على مدار الأعوام القليلة الماضية، وساعد التفاؤل بشأن الصعود الدوري المرتقب في الاقتصادات المتقدمة على رفع أسعار أسهم البنوك الأوروبية. غير أن المرجح، حسب التقييم الوارد في عدد أكتوبر 2016 من تقرير الاستقرار المالي العالمي، ألا يكون التعافي الدوري كافياً بمفرده لاستعادة ربحية البنوك التي تعاني من ضعف مزمن. وبالرغم من أن كثيراً من البنوك تواجه تحديات في الربحية، فإن هذا يصدق بوجه خاص على البنوك المحلية، التي هي الأشد تعرضاً لمخاطر اقتصاداتها المحلية؛ فقد تحققت عائدات ضعيفة في قرابة ثلاثة أرباع هذه البنوك في عام 2016 (وهو ما يعني أن العائد على أسهمها أقل من 8%). وينظر التقرير في المواصفات الهيكلية على مستوى النظام والتي تتسبب في تقادم تحديات الربحية. ومن التحديات الهيكلية وجود كثافة مصرفية زائدة، وهو ما يتباين في طبيعته ودرجته من بلد إلى آخر. وتتضمن الأمثلة الأخرى النظم المصرفية ذات الأصول الكبيرة مقارنة بحجم الاقتصاد، أو التي تضم عدداً كبيراً من البنوك الضعيفة، أو عدداً كبيراً من البنوك ذات التركيز الإقليمي أو نطاق الصلاحيات الضيق. ويمكن أن تتسبب هذه السمات في محدودية فرص الإقراض أو ارتفاع عدد الفروع نسبة إلى الأصول في الجهاز المصرفي، مما يضيف إلى التكاليف ويخفض أوجه الكفاءة التشغيلية. وبالرغم من الإجراءات الجاري اتخاذها لمعالجة قضايا الربحية، فإن الحاجة قائمة لمزيد من التقدم في تخفيض الكثافة المصرفية الزائدة في البلدان التي تواجه أكبر التحديات.

9- ولا تعتبر العوامل المعاكسة على مستوى النظام مشكلة داخل البلدان فقط، بل إنها قد تؤثر على ربحية البنوك الكبيرة ذات الأهمية النظامية في أوروبا. فهذه المؤسسات تجد صعوبة في مواكبة منافسيها العالميين، وقد يكون أحد أسباب ذلك في بعض الحالات هو مشكلات الربحية في بلدانها الأصلية. وإلى أن تتم معالجة هذه المعوقات الهيكلية، لا يرجح تحقيق ربحية كافية بمجرد إجراء إعادة هيكلة بسيطة لنماذج أعمالها. وإذا ما تركزت هذه المشكلات دون حل، فسكون معوقة للتعافي وقد يعود ظهور المخاطر النظامية تائراً باقتران الربحية الضعيفة مع عدم القدرة على الوصول إلى رأس المال الخاص وثقل أعباء الديون الرديئة.

من الضروري تحديد مزيج السياسات الصحيح

10- لتأمين ما تحقق من تحسينات في مستوى الاستقرار وتوقعات الأسواق والبناء عليها، يتعين أن يبذل صناع السياسات جهوداً منسقة ودقيقة على المستويين الوطني والعالمي. وعلى صناع السياسات تعديل مزيج السياسات القائم لإرساء مسار أقوى للنمو الاحتوائي طويل الأجل مع تجنب السياسات المنغلقة التي تعتبر موانية من المنظور السياسي ولكنها تسفر عن نتائج عكسية في نهاية المطاف. ففي الولايات المتحدة، ينبغي أن يتوخى صناع السياسات اليقظة في مراقبة زيادة الرفع المالي وتدهور جودة الائتمان. وينبغي أن تعمل الأجهزة التنظيمية على اتباع منهج استباقي لمعالجة الإفراط في تحمل المخاطر المالية. كذلك ينبغي اتخاذ إجراءات احترازية ورقابية إذا أدت الدفعة التشغيلية التي تقدمها السياسات إلى ارتفاع الاستثمار الممول بالديون وتزايد مواضع انكشاف الشركات للمخاطر. ويمكن أن تساعد الإصلاحات الضريبية الخافضة لحوافز التمويل بالديون على تخفيف مخاطر زيادة تراكم الرفع المالي، وقد تشجع الشركات أيضاً على تقليص الرفع المالي القائم ذي الميزة النسبية.

11- وفي أوروبا، ينبغي اتخاذ مزيد من الإجراءات لمعالجة التحديات التي تواجه ربحية البنوك والمشكلات الموروثة. وتتحمل البنوك المسؤولية الأولى عن إيجاد إيرادات قابلة للاستمرار عن طريق معالجة مشكلات نماذج

الأعمال من خلال عمليات الدمج وترشيده الفروع المصرفية والاستثمار في التكنولوجيا لرفع الكفاءة على المدى المتوسط. ومن المشجع أن الأجهزة الرقابية توجه اهتماما متزايدا في أطرها الرقابية إلى فحص نماذج عمل البنوك. ولتحديد الحلقات الضعيفة في الأجهزة المصرفية التي تواجه تحديات كبيرة فيما يتعلق بجودة الأصول، يمكن النظر في إجراء مراجعات موجهة لجودة الأصول في البنوك التي لم تخضع لمثل هذه المراجعات. ومن ثم ينبغي للأجهزة التنظيمية أن تحل المؤسسات التي لا تمتلك مقومات الاستمرار بغية التخلص من الطاقة الزائدة. وعلى السلطات أن تركز أيضا على إزالة العقبات التي تعوق الربحية على مستوى النظام، بما في ذلك معالجة القروض المتعثرة ووضع أطر لتسريع وتيرة التعافي.

12- وينبغي لاقتصادات الأسواق الصاعدة معالجة مواضع الانكشاف للمخاطر على المستوى المحلي من أجل تعزيز صلابتها في مواجهة الصدمات الخارجية. وعليها السعي للحفاظ على الاستقرار المالي باتخاذ خطوات أخرى لإحكام الرقابة والحوكمة المصرفية مع الحفاظ على مجموعة قوية من الأدوات الاحترازية الكلية. وينبغي للأجهزة التنظيم المصرفي أن تراقب بدقة مواضع الانكشاف للمخاطر في البلدان ذات المراكز الكبيرة الصافية بالعملة الأجنبية أو فجوات آجال الاستحقاق بالعملة الأجنبية. ويتعين أن يركز صناع السياسات على تعزيز سلامة الشركات والنظام المصرفي باستخدام منهج استباقي في مراقبة مواضع الانكشاف للمخاطر والحد منها وتحسين آليات إعادة الهيكلة. وفي الصين، بالرغم من أن السلطات أدركت الحاجة الملحة لتخفيض نسب الرفع المالي في النظام المالي وقامت بإجراءات تصحيحية جوهرية في هذا الصدد، فإن على الأجهزة الرقابية أن تركز اهتمامها على المخاطر الناشئة في البنوك، وخاصة سرعة نمو الأصول بين البنوك الصغيرة، وزيادة الاعتماد على تمويل الجملة، والمخاطر النابعة من الروابط المتبادلة بين منتجات الظل وأسواق التعامل بين البنوك. ولكن اجتتاب حدوث نوبات أخرى من عدم الاستقرار في الأسواق - ومن ثم عدم استقرار الاقتصاد الكلي في نهاية المطاف - سيتطلب اتخاذ إجراءات لمعالجة تجاذب السياسات بين الحفاظ على مستوى مرتفع من النمو والحاجة إلى تقليص الرفع المالي.

13- وقد أدى جدول أعمال الإصلاحات بعد الأزمة إلى تعزيز الإشراف على النظام المالي، وزيادة رأس المال والسيولة الوقائية لدى المؤسسات المنفردة، وتحسين التعاون بين الأجهزة التنظيمية. وينبغي توخي الحذر عند النظر في أي تراجع مستقبلي عن القواعد التنظيمية القائمة. فالتنظيم لا يأتي أبدا بدون تكلفة، ولكن إلغاؤه مكلف أيضا؛ ذلك أن تكلفة ضعف المعايير التنظيمية هي ارتفاع المخاطر التي تهدد الاستقرار المالي. ويمكن أن تؤدي قرارات الانسحاب غير المنسق أو الأحادي من القواعد التنظيمية المشتركة المستقرة إلى حالة من التشتت المالي وقد تهدد بعودة حالة من "التسابق نحو القاع" في جودة المعايير التنظيمية. ومن الضروري استكمال جدول أعمال الإصلاحات التنظيمية لضمان معالجة مواطن الضعف والحد من عدم اليقين. وبالرغم من إمكانية النظر في تأثير الإصلاحات وعواقبها غير المقصودة، فإن مثل هذه المراجعة ينبغي ألا تقوض التحسينات واسعة النطاق التي تحققت في تعزيز صلابة النظام المالي العالمي.

14- ويتضمن التقرير أيضا فصلين مخصصين لتحليل الانعكاسات طويلة المدى التي تقع على الوساطة المالية بسبب انخفاض النمو وأسعار الفائدة، ومدى قدرة سلطات البلدان على التأثير في الأوضاع المالية المحلية في عالم يسوده الاندماج المالي.

استمرار انخفاض النمو وأسعار الفائدة لفترة ممتدة من شأنه خلق تحديات أمام الوساطة المالية

15- مرت الاقتصادات المتقدمة بفترة ممتدة من الانخفاض في أسعار الفائدة والنمو منذ الأزمة المالية العالمية. ومن منظور أطول أجلا، نجد أن أسعار الفائدة الحقيقية كانت على مسار تنازلي مطرد على مدار الثلاثة عقود الماضية. ورغم بوادر ارتفاع العائدات طويلة الأجل في الأونة الأخيرة، ولا سيما في الولايات المتحدة، تشير تجربة اليابان إلى أن الخروج الوشيك والدائم من مرحلة أسعار الفائدة المنخفضة ليس مضمونا بالضرورة، وخاصة بالنظر إلى شيوع العوامل الهيكلية بطيئة الحركة، مثل الشيخوخة الديمغرافية في كثير من الاقتصادات المتقدمة. ويحل الفصل الثاني التأثير المحتمل طويل الأجل لسيناريو استمرار انخفاض النمو وأسعار الفائدة الحقيقية والاسمية على نماذج عمل البنوك، وشركات التأمين، وصناديق معاشات التقاعد، وعلى المنتجات التي يقدمها القطاع المالي. ويخلص الفصل إلى أنه من المرجح أن تتسطح منحنيات العائد، مما يخفض أرباح البنوك - ولا سيما المؤسسات الصغيرة والأقل تنوعا والتي تستمد التمويل من الودائع - ويفرض تحديات طويلة الأمد على شركات التأمين على الحياة والصناديق التي تقدم معاشات تقاعدية محددة المزايا. وإذا كان من المتعذر هبوط أسعار الفائدة على الودائع المصرفية إلى أقل من الصفر (بكثير)، فمن شأن هذا أن يعرض أرباح البنوك لمزيد من الضغوط. وفي هذا السياق، سيقع الضرر الأكبر على البنوك الصغيرة الأقل تنوعا والتي تستمد تمويلها من الودائع. ومع سعي البنوك لتحقيق العائد، قد تنشأ تحديات جديدة على الاستقرار المالي في الأسواق المحلية والمضيفة.

16- وبشكل أعم، يمكن أن يحدث تغير جوهري في طبيعة الوساطة المالية إذا استمرت بيئة أسعار الفائدة المنخفضة لفترة طويلة، مدفوعة بشيخوخة السكان، وزيادة طول العمر، وركود الإنتاجية. فعلى سبيل المثال، من المرجح أن يقل الطلب على الائتمان في هذا السيناريو، بينما يزداد طلب الأسر على خدمات المعاملات. وبالتالي، قد تتطور نماذج عمل البنوك في الاقتصادات المتقدمة لتصبح أميل إلى الخدمات غير الإقراضية مقابل رسوم وخدمات المنفعة العامة. ومن شأن التغيرات الديمغرافية أن تؤدي أيضا إلى زيادة الطلب على التأمين الصحي والرعاية طويلة الأجل، كما أن انخفاض عائدات الأصول من شأنه التعجيل بالتحول إلى خطط التقاعد الخاصة ذات المساهمات المحددة. ويمكن أن يضعف الطلب على منتجات الادخار مضمونة العائد طويلة الأجل التي تقدمها شركات التأمين، بينما يرتفع الطلب على صناديق الاستثمار الساكن المربوطة بمؤشر التي تقدمها شركات إدارة الأصول. ويمكن أن تساعد السياسات في تيسير التكيف مع مثل هذه البيئة. وبوجه عام، سيتطلب الأمر أن تنتج الأطر الاحترازية حوافز لضمان الاستقرار على المدى الأطول بدلا من السقوط فريسة لمطالب التراجع عن القواعد التنظيمية لتخفيف مشقة التكيف على المدى القصير.

يواجه صناع السياسات تحديات توجيه الأوضاع المالية المحلية بشكل فعال في سياق زيادة الاندماج المالي الدولي

17- يوضح الفصل الثالث أن بإمكان البلدان الاحتفاظ بتأثيرها على الأوضاع المالية المحلية في نظام مالي يتسم بالاندماج العالمي. فزيادة الاندماج المالي يمكن أن تتسبب في تعقيد إدارة الأوضاع المالية المحلية، لكنها لا يجب أن تؤدي بالضرورة إلى فقدان السيطرة عليها. ويضع الفصل مؤشرات للأوضاع المالية تتيح مقارنة مجموعة كبيرة من الاقتصادات المتقدمة واقتصادات الأسواق الصاعدة. ويخلص إلى أن الأوضاع المالية العالمية تساهم بنحو 20 إلى 40% من الاختلافات في مؤشرات الأوضاع المالية المحلية، مع ملاحظة ما تنسم به البلدان من تباين كبير في هذا الصدد. ولكن يبدو أن أهمية هذا العامل العالمي لم تشهد زيادة ملحوظة على مدار العقدين الماضيين.

18- ورغم أهمية دور الصدمات المالية العالمية، يبدو أن بمقدور البلدان التأثير على أوضاعها المالية لتحقيق الأهداف المحلية - ولا سيما من خلال السياسة النقدية. ومع ذلك، فنظرا لتأثر الأوضاع المالية المحلية بسرعة وقوة كبيرين للصدمات المالية العالمية، قد تجد البلدان صعوبة في التحرك لمواجهةها في الوقت المناسب من خلال السياسات. وينبغي أن تكون اقتصادات الأسواق الصاعدة مستعدة لمواجهة تضيق الأوضاع المالية الخارجية، بالنظر إلى كونها أكثر حساسية تجاهها. ويمكن للحكومات أن تشجع التعميق المالي على المستوى المحلي لتعزيز الصلابة في مواجهة الصدمات المالية العالمية. وعلى وجه التحديد، يمكن المساعدة في تخفيف أثر الصدمات المالية الخارجية من خلال إنشاء قاعدة للمستثمرين المحليين، بالإضافة إلى زيادة عمق وسيولة أسواق الأسهم والسندات.