

عدد أكتوبر ٢٠١٣ من تقرير الاستقرار المالي العالمي - ملخص واف

يمر النظام المالي العالمي بسلسلة من التحولات على المسار المؤدي إلى زيادة الاستقرار المالي. ومع تقدم الولايات المتحدة في ترسيخ جذور التعافي الاقتصادي، ربما تنتقل قريباً إلى تطبيق سياسات نقدية على درجة أقل من التيسير وأسعار فائدة أعلى للمدى الطويل. وبعد فترة مطولة استمر فيها دخول تدفقات الحافطة بقوة كبيرة إلى الأسواق الصاعدة، تواجه هذه الأسواق تحولا نحو أوضاع خارجية أكثر تقلبا وعلاوات مخاطر أعلى. وثمة حاجة في بعض البلدان إلى معالجة مواطن الضعف المالية والاقتصادية الكلية واكتساب مزيد من الصلابة في سياق تحولها إلى نظام يتسم بمزيد من التوازن والاستمرارية في قطاعاتها المالية. وتتحرك اليابان صوب نظام سياسات "أبينوميكس" الجديد الذي يتميز بدرجة أكبر من التيسير النقدي، مصحوبا بإصلاحات مالية وهيكلية. أما منطقة اليورو فتتحرك نحو قطاع مالي أكثر قوة وأمانا، بما في ذلك اتحاد نقدي أقوى يركز على إطار مشترك لتخفيف المخاطر، مع تعزيز النظم المالية وتخفيض مستويات الدين المفرطة. وأخيرا، يواصل النظام المصرفي الدولي تطبيق معايير تنظيمية أقوى على مراحل متدرجة. وينظر الفصل الأول في التحديات والمخاطر المصاحبة لكل من هذه التحولات.

ويتعلق التحدي الأولي الناشئ عن هذه التغيرات بإدارة الآثار الجانبية للسياسة النقدية التيسيرية في الولايات المتحدة ثم إلغاء العمل بها في نهاية المطاف. ومن المنتظر أن يساعد هذا التحول، بما في ذلك المزايا التي تتحقق من إرساء اقتصاد أمريكي قوي، في الحد من المخاطر التي تهدد الاستقرار المالي والمرتبطة بامتداد فترة تطبيق أسعار الفائدة المنخفضة. غير أن إدارة التحول بشكل سلس قد تكون محفوفة بالتحديات، حيث يقوم المستثمرون بتعديل محافظهم تمشيا مع نظام جديد ينطوي على أسعار فائدة أعلى ودرجة تقلب أكبر. ويبرز التحليل الوارد في الفصل الأول المخاطر المتعلقة باحتمال ارتفاع أسعار الفائدة طويلة الأجل ارتفاعا حادا يتجاوز التوقعات الحالية. ويمكن أن تتضخم هذه الزيادات في أسعار الفائدة وتنتقل تداعياتها إلى الأسواق العالمية مع حدوث انخفاضات هيكلية في سيولة السوق ومراكز الرفع المالي في أسواق التمويل قصير الأجل ونظام صيرفة الظل (في قطاع صناديق الاستثمار في الرهن العقاري، على سبيل المثال).

وتنتشر التحديات المحيطة بالاستقرار المالي في كثير من اقتصادات السوق الصاعدة أيضا. فقد أصبحت أسواق السندات أكثر حساسية للتغيرات التي تطرأ على السياسات النقدية التيسيرية في الاقتصادات المتقدمة لأن المستثمرين الأجانب تزاموا إلى داخل الأسواق المحلية وقد تؤدي التطورات إلى انسحابهم. ويلاحظ أن أساسيات الاقتصاد في الأسواق الصاعدة قد أصابها الضعف في السنوات الأخيرة، بعد فترة مطولة من التوسع الائتماني وتساعد نسب الرفع المالي في قطاع الشركات. وهناك مهمة رئيسية أمام صناعات السياسات تتمثل في إدارة مخاطر التحول إلى قطاع مالي أكثر توازنا وقدرة على الاستمرار، مع الحفاظ على النمو القوي والاستقرار المالي.

وبينما تقوم البنوك المركزية في أماكن أخرى من العالم ببحث الاستراتيجيات الممكنة للخروج في نهاية المطاف من مرحلة تطبيق السياسات النقدية غير التقليدية، نجد أن اليابان تعزز دفعها التنشيطية النقدية في إطار سياسات "أبيوميكس"، سعياً لانتشال الاقتصاد من هاوية الانكماش. ويؤدي النجاح في تنفيذ مجموعة كاملة من السياسات ذات الإصلاحات المالية والهيكلية إلى تعزيز الاستقرار المالي الداخلي، بينما يرجح أن يعطي دفعة للتدفقات الرأسمالية الخارجة. لكن البرنامج قد تصاحبه مخاطر كبيرة على الاستقرار المالي إذا لم يتم تنفيذ الإصلاحات المالية والهيكلية بالكامل. ويمكن أن يؤدي الفشل في سن هذه الإصلاحات إلى عودة الانكماش وزيادة حيازة السندات الحكومية لدى البنوك، مما يزيد من الرابطة السيادية-المصرفية الوثيقة في الأصل. وطبقاً لسيناريو آخر أكثر ارتباكاً يرتفع فيه التضخم وتزداد علاوات المخاطر، يمكن أن يتعرض الاستقرار المالي المحلي والعالمي لمخاطر أكبر أيضاً، بما في ذلك الارتفاعات السريعة في عائدات السندات ودرجة التقلب، والزيادات الحادة في التدفقات الخارجة.

وفي منطقة اليورو، تم تنفيذ إصلاحات على المستوى الوطني واتخاذ خطوات مهمة نحو تحسين بنين الاتحاد النقدي، مما ساعد على تخفيض ضغوط التمويل على البنوك والكيانات السيادية. غير أن اقتصادات إيطاليا والبرتغال وإسبانيا الخاضعة للضغوط لا تزال محاطة بالتحديات التي تفرضها أعباء الديون الثقيلة في قطاع الشركات وحالة التجزؤ المالي السائدة. وحتى إذا زال التجزؤ المالي على المدى المتوسط، يقدر هذا التقرير أن آثار الديون المفرطة ستظل قائمة، لتصل إلى خمس الدين المجمع لقطاعات الشركات في إيطاليا والبرتغال وإسبانيا. وبافتراض عدم تحسن الأوضاع الاقتصادية والمالية فيما يمثل نتيجة أسوأ من التحسن الدوري المطروح في السيناريو الأساسي في عدد أكتوبر ٢٠١٣ من تقرير آفاق الاقتصاد العالمي، قد يتطلب الأمر من بعض البنوك في هذه الاقتصادات أن تنشئ مزيداً من مخصصات الخسائر لمواجهة التدهور المحتمل في جودة الأصول التي تتضمنها محافظ قروض الشركات، وهو ما يمكن أن يستوعب نسبة كبيرة من أرباح البنوك في المستقبل. وقد ساعدت الجهود التي بذلت مؤخراً لتقييم جودة الأصول ودعم مخصصات خسائر القروض وزيادة رؤوس الأموال في تعزيز طاقة استيعاب الخسائر لدى البنوك، لكن من الضروري بذل جهود أكبر لتنقية الميزانيات العمومية المصرفية والانتقال إلى اتحاد مصرفي كامل. وكخطوة مكملة لهذه الإجراءات، ينبغي إجراء تقييم واستراتيجية شاملين لمعالجة آثار الديون المفرطة في الشركات غير المالية.

وهناك عدد من إجراءات السياسة يمكن أن يشجع التحول المنظم إلى مزيد من الاستقرار المالي:

- تحقيق نمو أقوى في الولايات المتحدة يمهد السبيل أمام عودة الأوضاع النقدية الطبيعية. ولتحقيق تحول سلس نحو هذه الأوضاع، يتعين اعتماد سياسات تكفل إدارة آثار زيادة التقلب والتعديلات في محافظ الاستثمار، مع معالجة ضعف السيولة ومكامن الخطر على مستوى النظام. ومن الضروري أن ينتهج مسؤولو البنك المركزي استراتيجية للتواصل العام في هذا الخصوص تتميز بالوضوح ودقة التوقيت. ومقارنة بدورات التشديد السابقة، يُلاحظ أن لدى السلطات مجموعة أكبر من الأدوات تحت تصرفها. ومع ذلك، فإذا حدثت صدمات معاكسة، قد تنشأ الحاجة إلى موارد للدعم الطارئ تساعد في معالجة مخاطر المبيعات الاضطرارية

في بعض قطاعات السوق وإدارة حالات الإغلاق أو التصفية على نحو منظم. وستساعد زيادة الإشراف على الحد من المخاطر ذات الصلة التي تصاحب الرفع المالي المفرط في نظام صيرفة الظل، وبخاصة في صناديق الاستثمار الكبيرة المتخصصة في الرهن العقاري.

- وبالنسبة لاقتصادات الأسواق الصاعدة، يرجح أن تكون ضغوط السيولة في أسواق السندات والنقد الأجنبي هي القناة الرئيسية لنقل الضغوط الخارجية، وليس قناة التمويل المصرفي. وبالإضافة إلى ذلك، ستظل الأسواق المحلية تتأثر باستجابة المستثمرين الأجانب للتوقعات المتغيرة بشأن السياسة النقدية الأمريكية. وفي حالة حدوث تدفقات رأسمالية خارجة كبيرة، قد تحتاج بعض البلدان إلى التركيز على ضمان عمل الأسواق على نحو منظم، وذلك بمراعاة الحكمة في استخدام الهوامش الوقائية التي توفرها السياسات. وللحفاظ على صلابة اقتصادات السوق الصاعدة، يتعين زيادة التركيز على مواطن الضعف المحلية كلما تراجعت الاحتمالات النسبية للنمو، وارتفعت أسعار الفائدة الاسمية في الولايات المتحدة، وانخفضت التدفقات الرأسمالية. وينبغي أن يحرص صناع السياسات على مراقبة واحتواء الزيادة السريعة في نسب الرفع المالي لدى قطاع الشركات. وعلى أجهزة التنظيم المصرفي المحلية أن تحمي البنوك من مغبة عدم اتساق العملات الأجنبية المستخدمة في التمويل والتي تؤثر على ميزانياتها العمومية، بما في ذلك اقتراض الشركات بالعملات الأجنبية. وبالإضافة إلى ذلك، فمن الخطوات التي يرجح أن تقيد في الوقاية من زيادة التقلب وارتفاع علاوات المخاطر أن يتم تكوين هوامش وقائية كافية ومعالجة الاختلالات الاقتصادية الكلية القائمة.

- ويعتبر احتواء المخاطر التي تواجه النظام المالي في الصين مطلباً مهماً بقدر ما هو ينطوي عليه من تحديات. فيتعين كبح النمو الائتماني واسع النطاق لاحتواء المخاطر على الاستقرار المالي ودعم إعادة التوازن إلى اقتصاد الصين بتحويل التركيز عن رأس المال القائم على الائتمان والاستثمار العقاري. ومن الضروري أن يتم تشديد الرقابة الاحترازية على أنشطة الظل المصرفي، والتخلص من حوافز المراجعة التنظيمية من خلال مواصلة التحرير المالي (تحرير أسعار الفائدة على الودائع مثلاً)، ومواجهة كثرة الاعتماد على الضمانات الضمنية وعمليات إنقاذ قروض الشركات ومنتجات الادخار عالية المخاطر بمشاركة أطراف خارجية. فإذا لم يتحمل المقرضون والمدخرون خسائر الائتمان، ستواجه الدولة تكاليف كبيرة وغير متوقعة على ماليتها العامة.

- ويتعين استكمال السياسات الجريئة التي وضعتها اليابان، مع مواصلة السلطات تنفيذ التزاماتها المتعلقة بسياسة المالية العامة والسياسات الهيكلية، حتى تتجنب مخاطر التطورات السلبية. وتأتي الحاجة إلى هذه السياسات من أجل احتواء أي ارتفاع حاد محتمل في علاوات المخاطر على السندات الحكومية إذا لم تتحسن ديناميكية الدين السيادي. وللمساعدة على تخفيف المخاطر التي تهدد الاستقرار، ينبغي تعزيز صلابة هيكل

السوق أيضا (بوسائل تتضمن تعديل آليات وقف التداول في أسواق المشتقات) ومعالجة نمط المخاطر في البنوك الإقليمية.

- وفي منطقة اليورو، يتعين تحقيق مزيد من التقدم في الحد من آثار الديون المفرطة وتقوية الميزانيات العمومية لدى البنوك، بالتوازي مع تقوية البنين المالي للمنطقة واستكمال جدول أعمال الاتحاد المصرفي. ويتعين استعادة ثقة المستثمرين الكاملة في الميزانيات العمومية لبنوك منطقة اليورو وتعزيز التدفقات الائتمانية إلى المشروعات التي تتوافر لها مقومات الاستمرار. وكخطوة أولى، حسب الخطة الموضوعية، ينبغي إجراء عملية تقييم للميزانيات العمومية بطريقة تتوخى العمق والواقعية والشفافية. كذلك ينبغي إيجاد آلية موثوقة توفر موارد داعمة لرأس المال إذا ما تبين وجود نقص من هذا النوع، مع ضرورة التواصل العام بشأنها قبل نشر نتائج العملية المذكورة. وينبغي معالجة آثار الديون المفرطة في قطاع الشركات باستخدام منهج أشمل يتضمن إزالة ديون الشركات، وتحسين الأطر المنظمة لإجراءات إفلاسها، واتباع منهج نشط لتيسير وجود مصادر غير مصرفية للحصول على الائتمان. وإتاحة الوقت الكافي لمعالجة الخلل في الميزانيات العمومية الخاصة، تعلق أهمية بالغة على تقديم مزيد من الدعم النقدي من البنك المركزي الأوروبي والدعم الائتماني للشركات القادرة على البقاء من بنك الاستثمار الأوروبي.

- ولا تزال عمليات رسملة البنوك متنوعة على مستوى العالم، لأن المؤسسات المصرفية في مراحل مختلفة من معالجة خلل ميزانياتها العمومية كما أنها تعمل في بيئات اقتصادية وتنظيمية مختلفة. وتتمثل المهام الرئيسية في تحسين الميزانيات العمومية من حيث المصدقية والشفافية والقوة، مع تجنب فرض ضغوط مفرطة على البنوك بسبب عدم تنسيق المبادرات التنظيمية الوطنية وأجواء عدم اليقين. وينبغي بذل مزيد من الجهود لتقييم الطريقة التي يمكن أن تتأثر بها تكاليف السيولة السوقية ومدى توافرها بسبب التطورات السوقية والمبادرات التنظيمية المؤثرة على نماذج أعمال بنوك الوساطة في الأوراق المالية. وكحد أدنى، يتطلب الأمر زيادة الرقابة والانتباه لآثار الضغوط المترتبة على سيولة التداول بينما تتحول الأسواق المالية نحو نظام يتسم بأسعار فائدة أعلى ودرجة تقلب أكبر.

وإذا تم التعامل الملائم مع تحديات السياسة المذكورة، وتم تطبيق الإصلاحات كما تعهدت بها السلطات، فمن المتوقع أن يتحقق التحول السلس نحو مزيد من الاستقرار المالي وأن يؤدي ذلك إلى توفير قاعدة انطلاق أقوى لنشاط القطاع المالي والنمو الاقتصادي. ولكن عدم تنفيذ الإصلاحات اللازمة لمعالجة هذا العدد الكبير من تحديات السياسة التي سلطنا عليها الضوء أعلاه يمكن أن يتسبب في انتقال تداعيات عميقة عبر المناطق ومن المحتمل أن يفضي إلى انحراف مسار التحول السلس نحو مزيد من الاستقرار.

ويتناول الفصل الثاني جهود صناع السياسات لإنعاش النمو الائتماني الضعيف، والذي يرى كثيرون أنه سبب رئيسي وراء بطء التعافي الاقتصادي. ويعرض هذا الفصل السياسات المطبقة في مختلف البلدان، كما يقدم إطاراً لتقييم مدى فعاليتها. ويذهب إلى أن السياسات تبلغ أقصى درجات الفعالية إذا كانت تركز على القيود المتسببة في ضعف الائتمان. وباستخدام عدة أدوات تحليلية، يخلص الفصل إلى أن القيود في أسواق الائتمان تختلف باختلاف البلدان وتتغير مع الوقت، الأمر الذي يتطلب تقييماً دقيقاً لكل بلد على حدة. ومن شأن توافر بيانات أفضل عن عمليات الإقراض الجديدة أن يساعد أيضاً على تحديد هذه القيود. وفي كثير من الحالات، تكون السياسات التي تركز على العرض والطلب جزءاً مكملًا، لكن تسلسلها وحجمها النسبي يمكن أن يشكلوا عاملاً مهماً. وبالإضافة إلى ذلك، ينبغي أن يدرك صناع السياسات التكاليف التي تتحملها المالية العامة وانعكاسات السياسات الداعمة للائتمان على الاستقرار المالي. وأهم المخاطر في هذا الخصوص هي مخاطر الائتمان، بما في ذلك تخفيف معايير ضمان القروض ومخاطر تحويل القروض القائمة إلى قروض جديدة. وقد لا يكون من الضروري أو المناسب تخفيف هذه المخاطر بينما لا يزال التعافي الاقتصادي ضعيفاً، لأن ذلك قد يتعارض مع أهداف سياسات الائتمان (التي غالباً ما تستهدف زيادة تحمل المخاطر). ومع ذلك، سيظل على صناع السياسات مواصلة تقييم سياسات دعم الائتمان عن طريق مقارنة منافع المدى القصير في مقابل تكاليف المدى البعيد.

ويبحث الفصل الثالث كيفية تأثير هياكل التمويل المصرفي على الاستقرار المالي وما إذا كان من المرجح أن تؤدي مبادرات الإصلاح التنظيمي إلى زيادة استقرارها وتنوعها وصلابتها. ويخلص الفصل إلى أن البنوك السليمة تعتمد على حصص الملكية بدرجة أكبر وعلى الديون بدرجة أقل - وخاصة التمويل بالجملة قصير الأجل الذي ساهم في وقوع الأزمة المالية العالمية - وتستخدم الودائع باعتبارها المصدر الرئيسي للتمويل. وتعمل مختلف الإصلاحات بشكل صائب على تعزيز كثير من هذه المواصفات المرغوبة، ولكن من المحتمل أن تنشأ مفاضلات بينها. فمن ناحية، هناك الضغوط الدافعة لزيادة استخدام التمويل في مقابل ضمانات أكبر - مما يزيد الأعباء المحملة على الأصول - إلى جانب الودائع للحد من تعرض البنوك لمخاطر الاضطرابات في أسواق التمويل بالجملة. ومن ناحية أخرى، نجد أن صلاحيات الإنقاذ بمشاركة داخلية - bail-in - وأفضلية المودعين تمنح دافعي الضرائب والمودعين حماية أفضل على حساب حاملي سندات الدين بالجملة وبغير ضمان. ويسوق التحليل مثلاً رقمياً يُعنى بتأثير الديون غير المؤمّنة على التكلفة مع ارتفاع نسبة الدائنين المحميين حديثاً. وستكون الزيادة محدودة في ظل الأوضاع الراهنة وحماية المودعين (وخاصة في البنوك التي تتمتع برأس مال جيد)، لكن التأثير قد يصبح أكبر بكثير إذا حدث توسع كبير في حماية المودعين. ويمكن أن يساعد التنفيذ الدقيق لجهود الإصلاح في تخفيف حدة التوترات؛ إذ ينبغي تنفيذ اتفاقية بازل ٣ وإصلاحات المشتقات المتداولة خارج البورصة حسب الخطة الموضوعية. غير أن صناع السياسات ينبغي أن يراقبوا زيادة الطلب على الضمان والتأكد من وجود ما يكفي من الأصول غير المثقلة بالأعباء حتى يتسنى الإنقاذ بمشاركة داخلية من جانب الدائنين أصحاب القروض ذات الأولوية غير المعززة بضمان.