

## عدد إبريل ٢٠١٩ من تقرير الاستقرار المالي العالمي

### الفصل الأول: مكامن الخطر في دورة ائتمان توشك على الاكتمال

#### ملخص واف

ضاقَت الأوضاع المالية منذ صدور عدد أكتوبر ٢٠١٨ من تقرير الاستقرار المالي العالمي، لكنها لا تزال تيسيرية نسبياً، وخاصة في الولايات المتحدة. فبعد حدوث انخفاضات حادة في الربع الرابع من ٢٠١٨، تعافت الأسواق المالية بقوة في مطلع ٢٠١٩ متأثراً بالتفاؤل المتزايد إزاء المفاوضات التجارية بين الولايات المتحدة والصين ومع اعتماد البنوك المركزية الكبرى منهاجاً أكثر تأنيماً ومرونة في العودة إلى السياسة النقدية العادية. وقد ساعد هذا التحول التيسيري في آفاق السياسة النقدية لدى الاقتصادات المتقدمة على الحفاظ على المزاج الإيجابي في الأسواق رغم تزايد الإشارات على تراجع النمو العالمي (كما يوضح عدد إبريل ٢٠١٩ من تقرير آفاق الاقتصاد العالمي).

ومع استمرار الأوضاع المالية التيسيرية، يستمر تراكم مواطن الضعف. فقد دام تشديد الأوضاع المالية في الربع الرابع من ٢٠١٨ لفترة أقصر من أن تُحدث تباطؤاً مؤثراً في تراكمها، مما لم يُحدث تغييراً يُذكر في مخاطر المدى المتوسط التي تهدد الاستقرار المالي العالمي بشكل عام. وهناك مواطن ضعف مالية مرتفعة حالياً في القطاع السيادي وقطاع الشركات والقطاع المالي غير المصرفي في عدة بلدان ذات أهمية نظامية. ومع قرب اكتمال دورة الائتمان، فإن مواطن الضعف في قطاع الشركات – والتي تبدو مرتفعة في ٧٠% من البلدان ذات الأهمية النظامية (بناءً على إجمالي الناتج المحلي) – يمكن أن تتسبب في تضخيم الهبوط الاقتصادي.

ويعرض هذا التقرير إطاراً جديداً يقوم عليه التقييم الشامل لمواطن الضعف في الميزانيات العمومية وعبر القطاعين المالي وغير المالي، ويركز على عدد من مواطن الضعف المحددة في الاقتصادات المتقدمة والأسواق الصاعدة.

- **بين قطاع الشركات في الاقتصادات المتقدمة:** تحسنت القدرة على سداد خدمة الدين في معظم الاقتصادات المتقدمة وتبدو الميزانيات العمومية قوية بالقدر الكافي لتحمل حدوث تباطؤ اقتصادي معتدل أو تشديد تدريجي للأوضاع المالية. ولكن يلاحظ ارتفاع الدين والمخاطر المالية ككل، وتدهور المرتبة الائتمانية لبعض المقرضين. ونتيجة لذلك، زاد رصيد السندات ذات التصنيف الاستثماري الأدنى (*BBB*) بمقدار ٤ أضعاف، كما حدثت زيادة بما يقارب الضعف في رصيد السندات الحاصلة على درجة المضاربة في تصنيفها الائتماني في الولايات المتحدة ومنطقة اليورو منذ وقوع الأزمة. وعلى ذلك، فإن حدوث هبوط اقتصادي كبير أو تشديد حاد للأوضاع المالية يمكن أن يقود إلى إعادة تسعير ملحوظة لمخاطر الائتمان كما يمكن أن يفرض ضغوطاً على قدرة الشركات المدينة على خدمة دينها. وإذا ظلت الأوضاع النقدية والمالية ميسرة، فمن المرجح أن يزداد ارتفاع الدين في غياب أي إجراء علاجي من خلال السياسات، مما يثير شبح هبوط أعمق في المستقبل.

- **الرابطة بين القطاعين السيادي والمالي في منطقة اليورو:** أدت التحديات التي تواجه المالية العامة في إيطاليا إلى عودة المخاوف من الارتباط بين القطاعين السيادي والمالي. فقد زادت نسب رأس المال المصرفي حالياً في منطقة اليورو. لكن الخسائر المحتملة بسبب القروض المتعثرة والانخفاضات في قيم السندات الحكومية حسب سعر السوق يمكن أن توجه ضربة كبيرة لرأس المال في بعض البنوك. ويمكن أيضاً أن تصبح شركات التأمين مشتبكة في هذه الرابطة، نظراً لحيازاتها الكبيرة من السندات السيادية وسندات البنوك والشركات. وهناك احتمال بأن تنتقل هذه الضغوط القائمة في القطاع المالي مجدداً إلى الشركات والأسر، مما يضر بالنمو الاقتصادي.

- *الاختلالات المالية في الصين والتداعيات المحتملة*: لا تزال مواطن الضعف المالية مرتفعة في الصين، وتواجه السلطات مفاضلة صعبة بين دعم النمو قصير الأجل، والتصدي للصدمة الخارجية السلبية، واحتواء الرفع المالي من خلال تشديد القواعد التنظيمية. فلا تزال البنوك الصغيرة والمتوسطة ضعيفة، وهو ما يشكل عبئا على الأوضاع المالية للشركات الأصغر. لكن المزيد من التيسير النقدي والائتماني قد يزيد من مواطن الضعف، إذ إن استمرار النمو الائتماني يمكن أن يؤدي إلى إبطاء معالجة الخلل في الميزانيات العمومية المصرفية وتفاقم التحيزات القائمة في تخصيص الائتمان. وفي الوقت نفسه، ستظل الصين تكتسب أهمية متزايدة بالنسبة للأسواق الصاعدة نظرا لإدراجها في المؤشرات المعيارية؛ ومن المتوقع أن تزداد تدفقات الحافظة إلى الصين بقيمة تصل إلى ١٥٠ مليار دولار مع حلول عام ٢٠٢٠ نتيجة لإدراجها في مؤشر للسندات العالمية.
- *تقلب تدفقات الحافظة إلى الأسواق الصاعدة*: تتأثر تدفقات الحافظة إلى الأسواق الصاعدة تأثرا متزايدا بالمستثمرين المرتبطين بمؤشر معياري. ففي العشر سنوات الماضية حدثت زيادة تعادل أربعة أضعاف في حجم الأرصدة الاستثمارية المرتبطة بمؤشرات سندات الأسواق الصاعدة التي يتم تتبعها على نطاق واسع، وهو ما أوصل حجمها إلى ٨٠٠ مليار دولار أمريكي. كذلك تشير التقديرات إلى أن ٧٠% من تخصيصات البلدان للأرصدة الاستثمارية يتأثر بالمؤشرات المعيارية. ونظرا لأن المستثمرين المرتبطين بمؤشر معياري يكونون أكثر حساسية إزاء تغيرات الأوضاع المالية العالمية مقارنة بالمستثمرين الآخرين، فإن مزاي الانضمام إلى المؤشرات قد تقل بسبب المخاطر المصاحبة التي تهدد الاستقرار المالي بالنسبة لبعض البلدان. ومع مساهمة هؤلاء المستثمرين بحصة أكبر في تدفقات الحافظة، قد تنتشر الصدمات الخارجية إلى اقتصادات السوق الصاعدة والواعدة ذات الحجم المتوسط بسرعة أكبر مما كان عليه الحال في الماضي.
- *أسعار المساكن المعرضة للخطر (Har)*: أدت الزيادة السريعة التي شهدتها أسعار المساكن مؤخرا في كثير من البلدان إلى إثارة المخاوف من إمكانية حدوث تصحيح في الأسعار. ويُستخدم إطار جديد لأسعار المساكن المعرضة للخطر، على النحو الموضح في الفصل الثاني من هذا التقرير، لتحديد حجم المخاطر التي تهدد بانخفاض نمو أسعار المساكن. ومما يساعد في التنبؤ بمخاطر انخفاض أسعار المساكن لمدة قادمة تصل إلى ثلاث سنوات انخفاض زخم أسعار المساكن، والمبالغة في تقييمها، والنمو الائتماني المفرط، وزيادة ضيق الأوضاع المالية. ويساعد مقياس أسعار المساكن المعرضة للخطر، بدوره، في التنبؤ بمخاطر التطورات السلبية في نمو إجمالي الناتج المحلي كما يتنبأ بالأزمات المالية. وتشير أحدث البيانات في هذا الصدد إلى زيادة مخاطر انخفاض أسعار المساكن على مدار فترة السنة إلى الثلاث سنوات القادمة في بعض البلدان.
- وبالنظر إلى المستقبل، هناك خطر يتمثل في إمكانية حدوث تدهور مفاجئ في مزاج المستثمرين الإيجابي، مما يؤدي إلى تضيق حاد للأوضاع المالية. وسيكون لهذا أثر أكبر على الاقتصادات التي تتسم بضعف أساسياتها الاقتصادية، وقدّر أكبر من مواطن الضعف المالي، وحيز أضيق أمام السياسات لمواجهة الصدمات. وفيما يلي بعض المسببات الممكنة:
- *تباطؤ النمو بحدّة أكبر من المتوقع* يمكن أن يقود إلى زيادة تضيق الأوضاع المالية مع هبوط أسعار الأصول الخطرة، مما يعكس زيادة ضعف الآفاق المتوقعة لدخل الشركات، حتى في ظل تحول السياسات إلى المنهج التيسيري.
- *حدوث تحول غير متوقع نحو آفاق أقل ميلا لتيسير السياسة النقدية* في الاقتصادات المتقدمة يمكن أن يفرضي إلى إعادة التسعير في الأسواق، وخاصة إذا كان أدرك المستثمرون أن رؤيتهم لمدى تيسير السياسة النقدية كان مفرطا.
- *المخاطر السياسية ومخاطر السياسات الاقتصادية*، كحدوث تصعيد في التوترات التجارية أو خروج المملكة المتحدة من الاتحاد الأوروبي دون اتفاق، يمكن أن تؤثر على المزاج السائد في الأسواق وتؤدي إلى ارتفاع حاد في درجة تجنب المخاطر.

ووسط مخاطر التطورات السلبية المتزايدة التي تهدد النمو العالمي، ينبغي لصناع السياسات تجنب حدوث تباطؤ اقتصادي حاد، مع إبقاء مواطن الضعف المالي قيد السيطرة:

- ينبغي لصناع السياسات أن يفصحوا بوضوح عن أي إعادة تقييم لموقف السياسة النقدية يرجع إما للتغيرات في آفاق الاقتصاد أو للمخاطر المحيطة بهذه الآفاق. وسيساعد هذا على تجنب التقلبات غير الضرورية في الأسواق المالية أو تقلبها المحدود بلا داع.
- وفي البلدان التي تتسم بمواطن ضعف مالي عالية أو متزايدة، ينبغي لصناع السياسات أن يتبعوا منهجا استباقيا في استخدام الأدوات الاحترازية على نطاق واسع أو التوسع فيما لديهم من أدوات احترازية كلية، حيثما تطلب الأمر ذلك. ويمكن لهذه البلدان أن تستفيد من تفعيل أو تشديد الإجراءات الاحترازية الكلية واسعة النطاق، كالاحتياطات الرأسمالية المضادة للاتجاهات الدورية، لزيادة صلابة النظام المالي. وينبغي أيضا تركيز الجهود على استحداث أدوات احترازية لمعالجة تزايد دين الشركات المستمد من جهات الوساطة المالية غير المصرفية وكذلك معالجة عدم اتساق آجال الاستحقاق وتدفقات السيولة. وينبغي أيضا أن تتأكد الأجهزة التنظيمية من إجراء اختبارات شاملة لقياس الضغوط (تتضمن التأثيرات المترتبة بين الاقتصاد الكلي والقطاع المالي) بالنسبة للبنوك والمقرضين غير المصرفيين.
- وينبغي تكثيف الإجراءات لمعالجة خلل الميزانيات العمومية العامة والخاصة. فثمة حاجة لإجراء تصحيح مالي تدريجي لتخفيض المخاطر المرتفعة، بناء على السياسات التي ستدعم النمو متوسط الأجل. وينبغي مواصلة الجهود لمعالجة القروض المتعثرة في الميزانيات العمومية لبنوك منطقة اليورو. ونظرا لوجود بوعث قلق إزاء الرابطة بين القطاعين السيادي والمالي، ينبغي النظر بعين الاعتبار إلى تخفيف مخاطر التركيز في القروض السيادية لدى البنوك.
- ينبغي لاقتصادات الأسواق الصاعدة أن تتأكد من صلابتها في مواجهة تدفقات الحافطة الأجنبية الخارجة عن طريق تخفيض الالتزامات الخارجية المفرطة، والحد من الاعتماد على الدين قصير الأجل، والحفاظ على هوامش أمان كافية من المالية العامة واحتياطات النقد الأجنبي. ونظرا لتصاعد أهمية تدفقات الحافطة المرتبطة بمؤشر معياري، ينبغي استمرار الحوار الوثيق بين الجهات التي تقدم المؤشرات، والمجتمع الاستثماري، والأجهزة التنظيمية. وللبناء على التقدم المحقق حتى الآن، ينبغي للسلطات الصينية مواصلة سياستي تخفيف المخاطر والحد من الرفع المالي في القطاع المالي والتركيز بدرجة أكبر على معالجة مواطن الضعف لدى البنوك. وسيكون من الضروري إجراء إصلاحات هيكلية مثل تخفيف التركيز على أهداف النمو وتشديد قيود الميزانية للمؤسسات الصينية المملوكة للدولة، بغية الحد من سوء تخصيص الائتمان.