

تقرير الاستقرار المالي العالمي – أكتوبر 2016

الفصل الأول: تحديات الاستقرار المالي في حقبة من الانخفاض في النمو وأسعار الفائدة

26 سبتمبر 2016

ملخص

انخفاض حدة المخاطر قصيرة الأجل

خفت حدة المخاطر قصيرة الأجل على الاستقرار المالي العالمي مقارنة بما كانت عليه وقت صدور عدد إبريل 2016 من تقرير الاستقرار المالي العالمي. فقد ارتفعت أسعار السلع الأولية عن المستويات المنخفضة التي بلغت في أوائل العام، وتعافت التدفقات الرأسمالية بدعم من جهود التكيف الجارية في الأسواق الصاعدة. ومع تدابير السياسة التي اتخذتها الصين لتعزيز النمو، قلت المخاوف الآتية من احتمالات التباطؤ.

وفي الاقتصادات المتقدمة، أدت احتمالات زيادة التيسير النقدي إلى الحد من ضعف النمو، مما دعم أسعار الأصول واستحث بعض التحسن في درجة الإقبال على المخاطر. وجاءت صدمة خروج بريطانيا من الاتحاد الأوروبي عقب استفتاء يونيو 2016 لتُحدِّث بعض الاضطراب المبدئي في الأسواق. ثم نجحت الأسواق في التكيف بسلاسة مع المخاوف الناشئة عن مخاطر التطورات السلبية على اقتصاد المملكة المتحدة والتداعيات المحتملة.

زادت مخاطر المدى المتوسط

وعلى الرغم من تراجع المخاطر قصيرة الأجل، فإن المخاطر متوسطة الأجل في تصاعد مستمر. فمع استمرار تباطؤ النمو العالمي، أصبحت الأسواق المالية تتوقع فترة طويلة من الانخفاض في معدلات التضخم وأسعار الفائدة وفترة تأخر أطول في العودة إلى السياسة النقدية الطبيعية. ويشهد كثير من البلدان مناخا سياسيا غير مستقر. وأدى الافتقار إلى نمو الدخل وزيادة عدم المساواة إلى فتح الباب أمام السياسات الشعبوية المنغلقة. ومن شأن هذه التطورات أن تزيد من صعوبة معالجة المشكلات الموروثة، وتزيد من تعرض الاقتصادات والأسواق للصدمات، وترفع مخاطر الانزلاق التدريجي إلى حالة من الركود الاقتصادي والمالي. وفي مثل هذه الحالة، تواجه المؤسسات المالية صعوبة كبيرة في سعيها للحفاظ على ميزانيات عمومية سليمة، مما يضعف النمو الاقتصادي والاستقرار المالي.

وتواجه المؤسسات المالية في الاقتصادات المتقدمة عددا من التحديات الدورية والهيكلية وتحتاج إلى التكيف مع هذه الحقبة الجديدة من الانخفاض في معدلات النمو وأسعار الفائدة، وكذلك مع بيئة سوقية وتنظيمية تشهد تطورا مستمرا، وهي تحديات كبيرة تؤثر على قطاعات كبيرة من النظام المالي، وقد تضعف السلامة المالية ما لم تتم معالجتها.

✚ فمن شأن الربحية الضعيفة أن تُحدِث تآكلا تدريجيا في هوامش الأمان المالي لدى البنوك وأن تقوض قدرتها على دعم النمو. ويخلص هذا التقرير إلى أن التعافي الدوري لن يحل مشكلة انخفاض الربحية. فأكثر من 25% من البنوك في الاقتصادات المتقدمة (بأصول قيمتها حوالي 11.7 تريليون دولار) سوف تظل ضعيفة وتواجه تحديات هيكلية كبيرة. وهناك حاجة إلى مزيد من الإصلاحات العميقة والإدارة النظامية، ولا سيما بالنسبة للبنوك الأوروبية. وتواجه البنوك اليابانية أيضا تحديات كبيرة في نماذج عملها، حيث تواصل التوسع في الخارج لتعويض ضعف هوامش الربح وضعف الطلب المحلي، ولكن هذا التوسع يعرضها لمزيد من مخاطر التمويل الدولار. ويمكن أن يؤدي تعطل مصادر التمويل الدولار إلى إجبار البنوك اليابانية على تقليص إقراضها واستثمارها الخارجي.

✚ ويهدد طول فترة انخفاض أسعار الفائدة الملاءة المالية للعديد من شركات التأمين على الحياة وصناديق معاشات التقاعد. فانخفاض أسعار الفائدة يُزيد من التحديات الموروثة التي تواجه العديد من شركات التأمين وصناديق معاشات التقاعد، إلى جانب التحديات الناتجة عن شيخوخة السكان وانخفاض عائد الأصول أو تقلبه. ويمكن أن تؤدي زيادة القلق بشأن هذه المؤسسات المهمة العاملة في مجال الادخار والاستثمار طويل الأجل إلى تشجيع المزيد من الادخار، مما يكتف ضغط الركود المالي والاقتصادي.

كذلك تواصل الأسواق الصاعدة التكيف مع بيئة من الانخفاض في النمو العالمي وأسعار السلع الأولية والتجارة العالمية. وأمام الشركات المثقلة بالديون فرصة لإعادة هيكلة ميزانياتها العمومية بفضل البيئة الخارجية المواتية حاليا، بما في ذلك أسعار الفائدة المنخفضة والبحث العالمي عن فرص الاستثمار. فنسبة الرفع المالي في شركات العديد من هذه الأسواق ربما تكون قريبة من الذروة، نظرا للخفض الكبير الذي أجرته الشركات في استثماراتها عقب انخفاض أسعار السلع الأولية وتباطؤ الطلب.

والتحدي الذي يواجه العديد من اقتصادات الأسواق الصاعدة هو إنجاز عملية سلسلة للحد من نسب الرفع المالي في الميزانيات العمومية التي أصابها الضعف في قطاع الشركات. فحوالي 11% من ديون الشركات (أكثر من 400 مليار دولار) هي ديون مستحقة على شركات تعاني من ضعف القدرة على السداد. ولا تتخفف المديونية إلا بالتدريج في السيناريو الأساسي الذي وضعناه، ذلك أن ارتفاع مستويات الديون والطاقة الزائدة تجعل التغلب على هذه المشكلة مهمة صعبة، مما يجعلها عرضة للتأثر بالتطورات السلبية الخارجية أو الداخلية. ولا يزال التكيف غير المنظم احتمالا واردا إذا ارتفعت علاوات المخاطر العالمية وانخفضت الإيرادات. ومن شأن هذا السيناريو أن يستنفد رأس المال الوقائي لدى البنوك في بعض الأسواق الصاعدة.

ويتعرض الاستقرار المالي لمخاطر متزايدة بسبب استمرار النمو الائتماني السريع في الصين والتوسع في منتجات صيرفة الظل. فالنظام المالي سريع النمو أصبح يزداد ترابطا واعتمادا على الرفع المالي، وهناك مجموعة متنوعة من الأدوات والمنتجات الاستثمارية المبتكرة تضيف إلى هذا المشهد المعقد. فكما ورد بالنقاش في عدد إبريل 2016 من تقرير الاستقرار المالي العالمي، لا تزال نسبة الدين المعرض للخطر في الشركات مرتفعة، وتضاف إلى هذه التحديات المخاطر الأساسية الناجمة عن التعرض للائتمان غير المصنف قرضا.

تعزيز الاستقرار يتطلب سياسات أكثر فعالية وتنسيقا

يحتاج صناع السياسات إلى مزيج من السياسات أكثر فعالية وتوازنا من أجل تحقيق مسار أقوى للنمو والاستقرار المالي. وقد استفادت الأسواق المالية من تجدد الإقبال على المخاطر في أعقاب الإجراءات غير المسبوقة التي اتخذتها البنوك المركزية. وبالرغم من أن التيسير النقدي لا يزال مطلوبا لدعم التعافي، فمن شأن مجموعة أشمل من السياسات أن تخفف الأعباء المتزايدة التي تتحملها البنوك المركزية. فبعض السياسات النقدية، مثل أسعار الفائدة السالبة، تكاد تصل إلى أقصى حدود فعاليتها، والآثار الجانبية متوسطة الأجل لانخفاض أسعار الفائدة تتزايد على البنوك والمؤسسات المالية الأخرى. وهناك حاجة ملحة لتنفيذ سياسات مالية عامة وهيكلية تعزز الثقة وترفع النمو العالمي، وتطبيق سياسات للسلامة الاحترازية الكلية ترسخ أسس النظام المالي العالمي. ومن شأن هذا أن يساعد على تجنب الانزلاق إلى حالة من الركود المالي والاقتصادي. فسيناريو الركود المالي والسياسات الحمائية يمكن أن يسفر عن خسارة في الناتج العالمي تبلغ حوالي 3% حتى نهاية 2021.

ولا بد من معالجة عدد من التحديات العالمية الملحة لضمان استمرارية قدرة النظام المالي العالمي على دعم التعافي والحفاظ على الصلابة التي تحققت بشق الأنفس. ويمكن المساعدة في إيجاد حلقة من التأثيرات الإيجابية بين الأسواق المالية والاقتصاد العيني من خلال التقدم على الأصعدة التالية - إلى جانب مجموعة السياسات الاقتصادية الكلية الأكثر توازنا التي حددها عدد أكتوبر 2016 من تقرير آفاق الاقتصاد العالمي والراصد المالي. ومن المرجح أيضا أن تتطلب تسوية أعباء المديونية المفرطة في حقبة من النمو الاسمي المنخفض انتهاج سياسات للمالية العامة تراعي النمو حتى يتسنى دعم النشاط الاقتصادي وخلق حوافز لإعادة هيكلة ديون القطاع الخاص، مع تيسير معالجة خلل الميزانيات العمومية لدى البنوك.

ويجب على البنوك أن تتكيف مع هذه البيئة الجديدة من النمو المنخفض وأسعار الفائدة المنخفضة عن طريق تقليص الأرصدة الكبيرة من القروض المتعثرة الموروثة، وترشيد الميزانيات العمومية وهياكل الصناعة. وسيطلب هذا تعديل نماذج أعمالها العتيقة من أجل الحفاظ على الربحية، والتكيف مع واقع الأعمال الجديد والمعايير التنظيمية الجديدة. وفي بعض الحالات، سيكون على البنوك الضعيفة الخروج من السوق وعلى الأنظمة المصرفية أن تنقلص. وهذا مهم لضمان توافر قدر كاف من الطلب على الائتمان لدى البنوك المتبقية بما يكفل نظاما مصرفيا نشطا وسليما قادرا على النمو والحفاظ على ما لديه من هوامش وقائية معززة في صورة رأس مال وسيولة. ويمكن أن يساعد صناع السياسات في الحد من عدم اليقين باستكمال جدول أعمال الإصلاح التنظيمي دون زيادة كبيرة في رأس المال الإلزامي الكلي، مع الحفاظ على سلامة الإطار الرأسمالي.

ففي منطقة اليورو، يتعين اتخاذ إجراءات عاجلة وشاملة لمعالجة القروض المتعثرة المفرطة والعوائق الهيكلية أمام الربحية. فالحد من القروض المتعثرة ومعالجة نقص رأس المال يمثلان أولوية في البنوك الضعيفة. ويمكن تحقيق فوائد كبيرة من خلال الإصلاحات التي تزيد من سرعة استرداد الأصول وتيسر تطبيق إجراءات الإعسار بسلاسة أكبر. وبالنسبة لمنطقة اليورو ككل، نجد أن التأثير الصافي لبيع القروض المتعثرة على رأس المال سيتراوح بين خسارة تقدر بنحو 80 مليار يورو إلى مكسب يقدر بنحو 60 مليار يورو في حالة تطبيق هذه الإصلاحات. ويمكن تحسين المصروفات الكلية للبنوك بنحو 40 مليار دولار من خلال تعزيز الكفاءة التشغيلية التي تتحقق بترشيح شبكات الفروع، إلى جانب تحسين مزيج التمويل والتكلفة.

وفي اليابان، هناك حاجة إلى تكثيف الرقابة لضمان احتفاظ البنوك بربحية كافية وأمناء تمويل سليمة لاستيفاء متطلبات المعايير التنظيمية العالمية المتغيرة.

ويجب الحد من عدم اليقين التنظيمي وتجنب النتائج المسايبة للاتجاهات الدورية. وقد كان إطار اتفاقية بازل 3 لكفاية رأس المال ركيزة أساسية لبرنامج الإصلاح فيما بعد الأزمة وأدى إلى زيادة صلابة النظم المصرفية في مواجهة الأزمات عقب تنفيذه الذي تم على مراحل. أما برنامج تقييم الاتساق التنظيمي (Regulatory Consistency Assessment Program)، والذي أُطلق لمراقبة اتساق التنفيذ عبر البلدان، فقد كشف التباين المفرط في أوزان المخاطر بين البنوك التي تستخدم نماذج داخلية. والتصدي لهذا التباين الجوهرى لضمان مصداقية الإطار المرجح بالمخاطر وإمكانية مقارنة نتائجه يمثل جزءاً لا يتجزأ من جدول أعمال الإصلاح. فمن الأفضل التوصل إلى اتفاق بشأن إطار قوي ومرجح بالمخاطر لرأس المال، حتى وإن استغرق الاتفاق وقتاً أطول، من أن تؤول الأمور إلى تخفيف الإطار أو سحبه لاستيفاء الشروط الصعبة التي تحظر عدم إجراء زيادة كبيرة في رأس المال الإلزامي الكلي والالتزام بالموعد النهائي المحدد له نهاية 2016. وقد يتطلب الأمر أيضاً إتمام التنفيذ بالتدرج على مدار فترة أطول لتجنب احتمالية العواقب المسايبة للاتجاهات الدورية في ظل الظروف الحالية.

ولا يزال من الضروري دعم شركات التأمين على الحياة وصناديق معاشات التقاعد. فاستمرار النمو المنخفض وأسعار الفائدة المنخفضة يزيد من التحديات الكبيرة التي تواجه مؤسسات الاستثمار والادخار طويل الأجل مثل شركات التأمين على الحياة وصناديق معاشات التقاعد. وعلى الأجهزة التنظيمية والرقابية أن تتحرك على وجه السرعة للحفاظ على قوة الميزانيات العمومية لشركات التأمين وصناديق معاشات التقاعد، بما في ذلك تحديد مخاطر الإعسار وفجوات التمويل على المدى المتوسط، مع تعزيز جدول أعمال الإصلاح لتقوية معايير النماذج الداخلية وأطر رأس المال وتحسين الشفافية.

وينبغي أن تستفيد اقتصادات الأسواق الصاعدة من الظروف الخارجية الداعمة لأخذ زمام المبادرة في مراقبة ومعالجة مواطن الضعف لدى الشركات، وخاصة ما ينشأ عن فرط الرفع المالي والاكتشاف لمخاطر الصرف الأجنبي. وفي هذا السياق، ينبغي اتخاذ إجراءات على ثلاث جبهات، وهي: (1) معالجة تأثير العسر المالي

في الشركات، من خلال إثبات القروض المتعثرة بسرعة وشفافية وتقوية أطر الإعسار؛ (2) تعزيز قدرات المراقبة والاستجابة من خلال إجراء إصلاحات في أطر الرقابة والسلامة الاحترازية الكلية؛ (3) ضمان استمرار إمكانية الحصول على الخدمات المالية الدولية، وذلك بسبل تشمل النظم الرقابية والتنظيمية القوية التي تساعد على خفض تصورات المخاطر، بما في ذلك النظم التي تدعم نشاط المراسلة المصرفية.

وقد جهود الإصلاح التي بذلتها السلطات الصينية مؤخرا إلى تحقيق نمو أكثر توازنا وإعطاء دور أكبر لقوى السوق، مما عزز صلابة الاقتصاد والنظام المالي في الصين. ومع ذلك، لا بد المعالجة السريعة لمشكلة أعباء الديون المفرطة في قطاع الشركات الصيني وغيره من مواطن الضعف المتزايدة في القطاع المالي من خلال منهج شامل يسهل الحد من نسب الرفع المالي ويحسن الإطار الرقابي. ويمكن الحد من احتمالات تعرض النظام للضغوط والتداعيات بالحد من نمو الائتمان المفرط، بما في ذلك المنتجات الائتمانية ذات المخاطر الأعلى التي تصدرها بنوك الظل، وضمان سلامة هياكل التمويل فيما بين البنوك.

وللمؤسسات العالمية دور تؤوله في تعزيز النمو الاحتوائي وتشجيع إقامة حوار مفتوح حول العولمة. وستجني غالبية البلدان ثمارا في شكل نمو اقتصادي كلي من التوسع في إتاحة الخدمات المصرفية للشركات والأفراد. ويمكن أن يؤدي سد الفجوات بين الجنسين في استخدام الحسابات وتشجيع التنوع في قاعدة المودعين إلى تحقيق منافع اقتصادية أوسع نطاقا مع خلق فرص للفئات المحرومة.

تأثير السياسة النقدية يواصل التغير، ولكنه لم يصب بالضعف مع نمو التمويل غير المصرفي

شهد العقد الماضي تغيرا ملحوظا في الأسواق المالية العالمية وهو بروز دور الوسطاء الماليين غير المصرفيين مثل مديري الأصول، وشركات التأمين، وصناديق معاشات التقاعد. وعلى الرغم من المخاوف التي أثرت بشأن انخفاض فعالية السياسة النقدية بسبب تنامي دور التمويل غير المصرفي، يبدو أن هذه المخاوف ليس لها أساس. بل إن الفصل الثاني يخلص إلى أن انتقال السياسة النقدية يبدو أقوى، في المتوسط، في الاقتصادات التي تمتلك قطاعات مالية غير مصرفية أكبر. وعند تشديد السياسة النقدية، غالبا ما تقلص المؤسسات غير المصرفية ميزانياتها العمومية حتى أكثر من البنوك - وهو سلوك يُفسر جزئيا بأنه أثر السياسة النقدية على مستوى تحمل المخاطر.

وربما أدت أسعار الفائدة المنخفضة إلى تهيئة الظروف لزيادة تحمل المخاطر من جانب كل من البنوك وجهات الوساطة المالية غير المصرفية. غير أن اقتران الميزانيات العمومية المصرفية الضعيفة والتنظيم المصرفي الأقوى يمكن أن يعني أن المؤسسات غير المصرفية تقوم الآن بدور أهم في تمرير السياسة النقدية لأن قناة السياسة النقدية المتمثلة في تحمل المخاطر بدأت تكتسب أهمية وصار مديرو الأصول يضطعون بدور أكبر في الوساطة المالية. ونتيجة لذلك، فإن آثار تغيرات السياسة النقدية على الاقتصاد العيني قد تصبح أسرع وأوضح. ويشير هذا إلى ضرورة أن تتوخى السلطات الاحترازية والتنظيمية مزيدا من اليقظة، وأن تواصل

البنوك المركزية التعديل المستمر لجرعة إجراءات السياسة النقدية وتوقيت تطبيقها، تمثيا مع تغير تأثيرها وسرعة انتقاله - ولا سيما في بيئة تتسم بتحديات جديدة تهدد الاستقرار المالي.

ونظرا لنمو القطاع المالي غير المصرفي، قد تكون المعلومات الواردة في الميزانيات العمومية للمؤسسات غير المصرفية مفيدة بدرجة مساوية على الأقل للمقاييس التقليدية المتعلقة بالمجملات النقدية. وفي هذا السياق، يعتبر تحسين جمع البيانات عن المؤسسات غير المصرفية أمرا ضروريا.

مزيد من الإصلاح لحوكمة الشركات في اقتصادات الأسواق الصاعدة من شأنه المساعدة على تعزيز صلابتها في مواجهة الصدمات

هل واكب التقدم المؤسسي في اقتصادات الأسواق الصاعدة — بما في ذلك حوكمة الشركات وحماية المستثمرين — اندماجها المالي الدولي من حيث بناء قدرتها على الصمود في مواجهة الصدمات الخارجية؟ يخلص الفصل الثالث إلى أن حوكمة الشركات وحماية المستثمرين قد شهدا تحسنا بشكل عام في اقتصادات الأسواق الصاعدة خلال العقدين الماضيين. وتبدو هذه التحسينات بوضوح سواء على مستوى الشركات أو البلدان. ومع ذلك توجد فروق مهمة بين اقتصادات الأسواق الصاعدة، كما يوجد مجال لمزيد من التحسن.

ويبين التحليل أن اقتصادات الأسواق الصاعدة تزداد صلابة في مواجهة الصدمات المالية العالمية كلما قويت أطر حوكمة الشركات وحماية المستثمرين - وهو ما يكتسب أهمية خاصة في المرحلة الجديدة التي يدخلها النظام المالي العالمي. فعلى سبيل المثال، كانت انخفاضات أسعار الأسهم في أعقاب خروج بريطانيا من الاتحاد الأوروبي أكبر نسبيا في اقتصادات الأسواق الصاعدة التي تطبق معايير أدنى لحوكمة الشركات. ومن شأن تحسين حوكمة الشركات أن يعزز كفاءة سوق الأوراق المالية ويزيد من عمق وسيولة الأسواق الرأسمالية، مما يحسن قدرتها على استيعاب الصدمات. كذلك فإن اقتصادات الأسواق الصاعدة التي تتميز بمستوى أفضل من حوكمة الشركات عادة ما تكون ميزانياتها العمومية أكثر صلابة.

ومن المرجح أن يتحسن الاستقرار المالي مع انتهاء سياسات لتعزيز حقوق المستثمرين الخارجيين، وخاصة صغار المساهمين؛ وتحقيق الاتساق الكامل بين متطلبات الإفصاح والممارسات الدولية الفضلى؛ وتشجيع المزيد من الاستقلالية لمجالس الإدارات.