

## تقرير الاستقرار المالي العالمي، عدد سبتمبر ٢٠١١

### ملخص واف

حدثت زيادة كبيرة في المخاطر المحيطة بالاستقرار المالي على مدار الشهور القليلة الماضية. فقد أدت زيادة ضعف احتمالات النمو إلى التأثير سلبا على الميزانيات العمومية في القطاعين العام والخاص، وتفاقم التحدي الذي تمثله مواكبة أعباء المديونية الثقيلة. ويُلاحظ أن الميزانيات العمومية للقطاع العام في كثير من الاقتصادات المتقدمة معرضة للتأثر الشديد بتصاعد تكاليف التمويل، وهو ما يرجع جزئيا إلى تحويل مخاطر القطاع الخاص إلى القطاع العام. ونظرا للضغوط على الموارد العامة، يتعين على صناعات السياسات أن يتوخوا درجة عالية من الحذر في استخدام سياسة المالية العامة لدعم النشاط الاقتصادي، بينما لا يوجد في السياسة النقدية سوى حيز محدود لتقديم دفعة تنشيطية إضافية. وعلى هذه الخلفية، انتقلت الأزمة – التي بلغت الآن عامها الخامس – إلى مرحلة جديدة أكثر اضطرابا بالطابع السياسي (الشكل البياني ١-١). ففي منطقة اليورو، تم اتخاذ خطوات مهمة لمعالجة المشكلات الراهنة، لكن الاختلافات السياسية داخل الاقتصادات القائمة بالتصحيح وفيما بين الاقتصادات المقدمة للدعم بمثابة عقبة أمام التوصل إلى حل دائم. وفي نفس الوقت، تواجه الولايات المتحدة شكوكا متنامية حول قدرة العملية السياسية على التوصل إلى توافق الآراء اللازم لتصحيح أوضاع المالية العامة على المدى المتوسط، وهو مطلب على قدر كبير من الأهمية للاستقرار العالمي. ومع عدم نجاح القادة السياسيين في هذه الاقتصادات المتقدمة حتى الآن في حشد تأييد سياسي واسع النطاق لتعزيز الاستقرار المالي-الكلي بالقدر الكافي وتنفيذ الإصلاحات الداعمة للنمو، بدأت الأسواق تتشكك في قدرتهم على اتخاذ الإجراءات المطلوبة. ويتسبب الضعف المالي والسياسي السائد في زيادة المخاوف من مخاطر عدم السداد، كما يتطلب استراتيجية متماسكة لمعالجة عدوى الأزمات وتقوية النظم المالية.

وبالفعل، أصيب النظام المالي العالمي مؤخرا بسلسلة من الصدمات المتلاحقة، منها الاضطرابات الجديدة في الأسواق بسبب الأوضاع في بلدان منطقة اليورو الهامشية، وتخفيض التصنيف الائتماني للولايات المتحدة، وعلامات التباطؤ الاقتصادي. وفي منطقة اليورو، تهدد الضغوط السيادية بإنشاء حلقة جديدة من الآثار المرتدة السلبية بين النظام المصرفي والاقتصاد العيني. ومن المقدر أن ضغوط الائتمان السيادي الآتية من بلدان المنطقة ذات السندات عالية العائد قد أثرت تأثيرا مباشرا على البنوك في الاتحاد الأوروبي بما يعادل ٢٠٠ مليار دولار تقريبا منذ وقوع أزمة الديون السيادية في عام ٢٠١٠. ولا يقيس هذا التقدير احتياجات رأس المال لدى البنوك، والتي تتطلب تقييما كاملا لميزانياتها العمومية وأوضاع دخلها. إنما يحاول هذا التقدير تقريب زيادة مخاطر الائتمان السيادي التي تعرضت لها البنوك على مدار العامين الماضيين. وتتضخم هذه الآثار عن طريق شبكة المؤسسات المالية عالية الترابط التي تتحمل قروضا تمويلية كبيرة، حيث يزداد حجم التداعيات بمقدار النصف عند تضمين الانكشافات فيما بين البنوك تجاه نفس البلدان. وقد فقدت البنوك في بعض الاقتصادات القدرة بالفعل على جلب التمويل الخاص من الأسواق، وهو ما يزيد مخاطر تخفيض نسب التمويل بالديون زيادة أكثر حدة، ومخاطر الانكماش الائتماني، والعبء الاقتصادي، ما لم تتخذ إجراءات ملائمة للتعامل مع مصادر الأخطار السيادية – عن طريق استراتيجيات موثوقة لضبط أوضاع المالية العامة – ولمعالجة العواقب الممكنة على النظام المالي – عن طريق تعزيز صلابة البنوك.

ويحذر هذا العدد من تقرير الاستقرار المالي العالمي من إمكانية أن يؤدي انخفاض أسعار الفائدة الأساسية، رغم ضرورته في الظروف الراهنة، إلى تهديدات أطول أجلا يتعرض لها الاستقرار المالي. فمع بقاء النمو البطيء في الاقتصادات المتقدمة، تكون أسعار الفائدة المنخفضة بمثابة رد فعل طبيعي من السياسة تجاه ضعف النشاط الاقتصادي. ومع ذلك، لا تزال بعض القطاعات في الاقتصادات المتقدمة محصورة في مرحلة الدورة الائتمانية التي تُعنى بمعالجة الخلل وتحقيق التعافي نظرا لعدم اكتمال معالجة هذا الخلل في الميزانيات العمومية، بينما يؤدي "البحث عن العائد" إلى دفع قطاعات أخرى إلى زيادة الاعتماد على التمويل بالديون ومن ثم التعرض للخطر من جديد. وإضافة إلى ذلك، فإن أسعار الفائدة المنخفضة تُحوّل عملية إنشاء الائتمان إلى قنوات أقل شفافية، مثل نظام الظل المصرفي. وتؤدي هذه الظروف إلى زيادة احتمال مرور دورة الائتمان بمنعطف أكثر حدة وقوة، مما يهدد بزيادة التدهور في جودة الأصول إذا ما حدثت صدمات جديدة. ومما يمكن أن يساعد في احتواء هذه المخاطر تكثيف الجهود لمعالجة خلل الميزانيات العمومية واتباع سياسات احترازية كلية ملائمة.

وقد بلغت اقتصادات الأسواق الصاعدة مرحلة أكثر تقدما في دورة الائتمان. وأصبحت هذه الاقتصادات جاذبة لتدفقات رؤوس الأموال الوافدة، في ظل احتمالات النمو الأكثر إشراقا وأساسيات الاقتصاد الأكثر قوة، إلى جانب أسعار الفائدة المنخفضة في الاقتصادات المتقدمة. وساعدت هذه التدفقات على تشجيع التوسع في السيولة والائتمان المحليين، مما زاد من نسبة التمويل بالديون في الميزانيات العمومية ورفّع أسعار الأصول. ويتسبب ذلك، خاصة حيث تنفقر السياسات المحلية للحزم المطلوب، في نشأة ضغوط النشاط الاقتصادي المحموم، وحدثت تراكم تدريجي في الاختلالات المالية، وتدهور في جودة الائتمان، حيث يتوقع حدوث زيادة كبيرة في القروض المتعثرة في بعض المناطق. وفي نفس الوقت، تواجه الأسواق الصاعدة مخاطر التحولات الحادة التي يحثها ضعف النمو العالمي أو الخروج المفاجئ للتدفقات الرأسمالية أو ارتفاع تكاليف التمويل الذي يمكن أن يضعف البنوك المحلية. ويخلص هذا التقرير إلى أن كفاية رأس المال في بنوك الأسواق الصاعدة يمكن أن تتأثر بمقدار يصل إلى ٦ نقاط مئوية وفقا لسيناريو الصدمات المتعددة. ويُلاحظ أن بنوك أمريكا اللاتينية أكثر تعرضا لصدمات معدلات التبادل التجاري، بينما البنوك في بلدان آسيا وأوروبا الصاعدة أكثر حساسية لارتفاع تكاليف التمويل.

إن المخاطر كبيرة ووقت معالجة مواطن الضعف التي تهدد النظام المالي العالمي والتعافي الاقتصادي الجاري يوشك على النفاذ. وتتمثل أولويات الاقتصادات المتقدمة في معالجة تركة الأزمة، واستكمال الإصلاحات التنظيمية المالية في أقرب وقت ممكن من أجل إكساب النظام صلابة أكبر. ويجب أن تحد الأسواق الصاعدة من تراكم الاختلالات المالية، مع وضع الركائز اللازمة لإقامة إطار مالي أقوى. وفي هذا الصدد نخص بالذكر ما يلي:

- ينبغي التوصل إلى حلول متماسكة على مستوى السياسات لحد من المخاطر السيادية في الاقتصادات المتقدمة ومنع انتقال العدوى: حقق البنك المركزي الأوروبي خطوات مهمة بما أعلنه في قمة منطقة اليورو التي عقدت في ٢١ يوليو الماضي وما بعدها حول تعزيز إطار إدارة الأزمات في المنطقة. غير أنه من الضروري ضمان تنفيذ الخطوات المنقّ عليها والنظر في إدخال مزيد من التعزيزات على إطار الحوكمة الاقتصادية والمالية في المنطقة. ويجب أيضا أن تعالج الولايات المتحدة واليابان مشكلة المخاطر السيادية عن طريق استراتيجيات تدعم

سياسة المالية العامة على المدى المتوسط، لا سيما بالنظر إلى الأصداء الاقتصادية والمالية العالمية السلبية التي يمكن أن تحدث فيما بعد نتيجة عدم معالجة مشكلات المالية العامة في الولايات المتحدة بالشكل الملائم.

- يتعين بذل جهود موثوقة لتعزيز صلابة النظام المالي ودرء خطر التجاوزات: من خلال إجراءات المالية العامة الملائمة، مصحوبة بتدابير لتقوية أوضاع البنوك عن طريق معالجة خلل الميزانيات العمومية وتوفير مستويات كافية من رأس المال الوقائي، يمكن المساعدة في فك الارتباط بين المخاطر السيادية والبنوك. فإذا نجحت تدابير المالية العامة في استعادة استمرارية الموارد العامة على المدى الطويل، سوف تتخفف علاوة المخاطر السيادية في البلد المعني، مما سيحد من الضغوط الواقعة على البنوك. ومع ذلك، فنظرا لارتفاع المخاطر وأجواء عدم اليقين – والحاجة إلى إقناع الأسواق – قد يتطلب الأمر أيضا زيادة رأس المال في بعض البنوك، وخاصة البنوك شديدة الاعتماد على التمويل بالجملة والمعرضة لديون عامة أخطر. وسوف يعتمد رأس المال الإضافي المطلوب على مصداقية الاستراتيجية المعتمدة لضبط أوضاع المالية العامة. وبالنسبة للبنوك الضعيفة، قد يتطلب الأمر إما إعادة هيكلتها أو تصفيتها. وينبغي تغطية أي احتياجات رأسمالية من خلال مصادر خاصة حيثما أمكن، لكن ضخ أموال عامة قد يكون ضروريا وملائما في بعض حالات البنوك التي تتوافر لها مقومات الاستمرار. وقد يتطلب الأمر اتخاذ تدابير احترازية كلية أقوى لاحتواء المخاطر التي تقترن بطول فترات الانخفاض في أسعار الفائدة ومخاطر دورة الائتمان.

- ينبغي أن يعمل صناع السياسات في الأسواق الصاعدة على وقاية الاقتصاد من النشاط المحموم وتراكم الاختلالات المالية عن طريق سياسات مالية واقتصادية كلية ملائمة: توضح اختبارات تحمل الضغوط أن هناك أسبابا تدعو إلى تقوية الميزانيات العمومية للبنوك في عدد كبير من الأسواق الصاعدة.

- ينبغي استكمال جدول الإصلاح المالي في أقرب وقت ممكن وتنفيذها على المستوى الدولي بشكل متسق: يتضمن هذا الانتهاء من تطبيق اتفاقية بازل ٣، ومعالجة المؤسسات المالية المؤثرة على النظام، والتعامل مع التحديات التي يفرضها قطاع ظل المصرفي.

وفي الفصل الثاني من هذا التقرير بعنوان "أصحاب الاستثمارات طويلة الأجل وأصولهم الموزعة: أين هم الآن؟" ينظر التقرير في القوى المحركة لتوزيعات الأصول العالمية من جانب المؤسسات التي تستثمر أموالا غير مقترضة على أساس طويل الأجل، وآثار الأزمة التي يمكن أن تكون دائمة على السلوك الاستثماري. ويخلص التقرير إلى حدوث تغيير أثناء الأزمة في سلوك صناديق التقاعد العامة والخاصة وشركات التأمين ومن يساعد هذه الكيانات من شركات إدارة الأصول، وذلك بسحب مواردها المستثمرة في الأصول الخطرة غير السائلة. وينبه الفصل إلى أن التحرك الجماعي نحو الأوراق المالية الأكثر أمانا وسيولة قد يحد من الدور الداعم للاستقرار الذي يمكن أن يؤديه أصحاب الاستثمارات طويلة الأجل في الأسواق العالمية.

وينتهي الفصل إلى حدوث تسارع في الاتجاه طويل الأجل نحو أصول الأسواق الصاعدة. وأهم المحددات في هذا الخصوص هي قوة احتمالات نمو الاقتصاد المحلي وانخفاض المخاطر القطرية المتصورة، وليس فروق أسعار الفائدة.

ويمكن أن تكون التدفقات الخارجة من صناديق الاستثمار في سندات الديون وأسهم رأس المال في الأسواق الصاعدة كبيرة – وأكبر في بعض الحالات من التدفقات التي خرجت أثناء الأزمة ذاتها – إذا ما حدث تغير في العوامل الأساسية الدافعة لهذه التدفقات. ويؤكد هذا التهديد أهمية انتهاج سياسات تهدف إلى الحفاظ على النمو القوي والمستقر في هذه الاقتصادات، كما تهدف إلى صلابة النظام المالي.

وفي الفصل الثالث بعنوان "نحو أعمال السياسات الاحترازية الكلية: متى ينبغي التنفيذ"، يبحث التقرير متغيرات يمكن أن تعمل كمؤشرات للأحداث المؤثرة على النظام. ويخلص الفصل إلى أنه من بين متغيرات الائتمان يمكن استخدام النمو السنوي في نسبة الائتمان إلى إجمالي الناتج المحلي بما يتجاوز خمس نقاط مئوية لتكون مؤشرا لزيادة مخاطر الأزمات المالية قبل وقوعها بنحو عامين. ويصدق ذلك على وجه الخصوص إذا تضمن الائتمان القروض المباشرة عبر الحدود من المؤسسات المالية الأجنبية. ومن المهم في هذا الصدد أن المؤشرات القائمة على الائتمان تكون أكثر فعالية بكثير إذا ما اقترنت بمتغيرات أخرى، حيث يسمح ذلك بفهم أفضل للعامل الأساسي المسبب لزيادة الائتمان. ويؤدي هذا إلى خفض مخاطر الاستخدام غير الملائم للسياسات الاحترازية الكلية عندما يكون التوسع في الائتمان عاملا داعما للنمو الاقتصادي القوي.

وأخيرا، يلقي الفصل الضوء على استخدام أدوات السياسة في الحد من تراكم المخاطر النظامية. وفي هذا السياق، يبحث الفصل في إمكانية أن تصبح رؤوس الأموال الوقائية المعاكسة للاتجاهات الدورية، وهي من أهم الأدوات الاحترازية الكلية، حائلا دون حدوث دورات مزعزعة للاستقرار. ومن المثير للاهتمام أن قدرة رأس المال الإلزامي المعاكس للاتجاهات الدورية على تخفيف المخاطر التي تهدد النظام لا تتأثر بنظم أسعار الصرف، مما يشير إلى إمكانية أن تعمل هذه الأداة بشكل فعال على نطاق واسع في عدد من الاقتصادات بأنواعها المختلفة. وعلى وجه الإجمال، يخطو الفصل خطوة جديدة في الحديث عن تصميم وتشغيل الأطر الاحترازية الكلية – وهو من الموضوعات المطروحة للمناقشة بكثافة في كثير من البلدان عقب الأزمة.

### الشكل البياني ١-١

الدين الخاص	• نشأة أزمة القروض منخفضة الجودة في البنوك الأمريكية
الجهاز المصرفي	• امتداد أزمة النظام المصرفي من الولايات المتحدة إلى أوروبا
على المستوى السيادي	• مشكلات في الديون السيادية تواجه بلدان أوروبا الهامشية • أعباء ديون متوسطة الأجل في الاقتصادات المتقدمة الأساسية
على المستوى السياسي	• مصاعب في التوصل إلى توافق في الآراء السياسية حول ضبط أوضاع المالية العامة وتصحيحها