

ملخص وافٍ

تحسّن الاستقرار المالي في الاقتصادات المتقدمة

شهد الاستقرار المالي في الاقتصادات المتقدمة تحسناً منذ صدور عدد إبريل 2015 من "تقرير الاستقرار المالي العالمي". ويُعزى هذا التقدم إلى القوة التي اكتسبتها البيئة الكلية المالية في الاقتصادات المتقدمة مع اتساع نطاق التعافي، وترسُّخ الثقة في السياسات النقدية وانحسار مخاطر الانكماش إلى حد ما في منطقة اليورو.

وأصبح الاحتياطي الفيدرالي مهياً لزيادة أسعار الفائدة مع قُرب توافر الشروط المسبقة للارتفاع. ويُتوقع أن تساعد هذه الزيادة على إبطاء التجاوزات المتزايدة في الإقبال على المخاطرة المالية. وتشكل الثقة في سياسات البنك المركزي الأوروبي أحد أسباب تحسن أوضاع الائتمان وانتعاش الطلب على الائتمان في الوقت الحاضر. وهناك بوادر مبدئية على التحسن في قطاعات الشركات يمكن أن تتمخض عن زيادة في الاستثمارات والإقدام على المخاطر الاقتصادية، بما في ذلك في الولايات المتحدة واليابان، وإن بدأت من مستويات منخفضة.

لا تزال المخاطر تدور في اتجاه الأسواق الصاعدة، وسط تزايد مخاطر سيولة السوق

برغم أوجه التحسن في الاقتصادات المتقدمة، لا تزال المخاطر في الأسواق الصاعدة عالية، حيث تراجعت درجة الإقبال على المخاطر، ومخاطر سيولة السوق أعلى. وأقدم كثير من اقتصادات الأسواق الصاعدة على تعزيز أطر سياساته وقدرته على الصمود في مواجهة الصدمات الخارجية، إلا أن العديد من الاقتصادات الرئيسية لا يزال يواجه اختلالات محلية كبيرة وانخفاضاً في النمو، على نحو ما أُشير إليه في عدد أكتوبر 2015 من تقرير "آفاق الاقتصاد العالمي". واعتمد كثير من اقتصادات الأسواق الصاعدة على سرعة توفير الائتمان لتفادي أسوأ آثار الأزمة العالمية. وأسفرت هذه الزيادة في الاقتراض عن تصاعد حاد في الرفع المالي للقطاع الخاص في كثير من الاقتصادات، ولا سيما في القطاعات الدورية، تصحبها زيادة الانكشاف لمخاطر النقد الأجنبي المدفوع بشكل متزايد بعوامل عالمية. واشتدت حساسية هذه الاقتصادات لزيادة ضيق الأوضاع المالية العالمية نتيجة اقتران الاقتراض مع الانكشاف لمخاطر النقد الأجنبي (راجع الفصل الثالث).

ومع اقتراب اقتصادات الأسواق الصاعدة من المرحلة الأخيرة في دورة الائتمان، أصبح رأس المال الوقائي في البنوك ضعيفاً بينما يُتوقع زيادة القروض المتعثرة نتيجة لتراجع أرباح الشركات وتدهور جودة الأصول. وفي الصين، لم تبدأ البنوك إلا مؤخراً في معالجة التحديات المتزايدة من تدهور جودة الأصول والمقترنة بتزايد مواطن الضعف في مجالات رئيسية في قطاع الشركات. وتتناقض هذه التطورات التي تشهدها الأجهزة

المصرفية للأسواق الصاعدة مع ما تشهده الاقتصادات المتقدمة، حيث أمضت البنوك السنوات القليلة الماضية في الحد من الرفع المالي وإصلاح الميزانيات العمومية، وزيادة رأس المال، وتعزيز ترتيبات التمويل.

وعلى خلفية التحديات الناشئة عن هبوط أسعار السلع الأولية وضعف النمو، يواجه العديد من الكيانات السيادية في الأسواق الصاعدة مخاطر أكبر من فقدان التصنيف الاستثماري في الأجل المتوسط. وقد تشدد الضغوط على تصنيفات الكيانات السياسية حدة إذا اضطرت لتحمل الالتزامات الاحتمالية على المؤسسات المملوكة للدولة، مثل الشركات في قطاعات النفط والغاز والمرافق— مع زيادة النسبة المرتفعة بالفعل لإصدار سندات الشركات في الأسواق الصاعدة.

صناع السياسات يواجهون مثلث من التحديات

تتسق آفاق الاستقرار المالي في السيناريو الأساسي مع ما ورد في عدد أكتوبر 2015 من تقرير "آفاق الاقتصاد العالمي"، وتتسم باستمرار التعافي الدوري، ولكن مع ضعف الآفاق المحتملة للنمو على المدى المتوسط في كل من الاقتصادات المتقدمة والأسواق الصاعدة. وتمر الاقتصادات المتقدمة بمرحلة تعافي دوري مدفوعا بتحسين الميزانيات العمومية في القطاع الخاص واستمرار الأوضاع النقدية والمالية التيسيرية، لكن الانتقال إلى مستويات أعلى من النمو القادر على الاستمرار ذاتيا لم يكتمل بعد. وتواجه الأسواق الصاعدة تحديات جسيمة في التكيف مع حقائق السوق العالمية الجديدة حيث تبدأ من وضع تكتفه مخاطر أعلى.

ومن شأن نجاح عودة الأوضاع المالية والنقدية الطبيعية أن يحقق منافع مالية كلية وأن يحد كثيرا من مخاطر القصور. ويُجري هذا التقرير تحليلا للآفاق المحتملة لعودة الأوضاع الطبيعية وفق ثلاثة سيناريوهات: السيناريو الأساسي، وسيناريو تجاوز التوقعات بنجاح عودة الأوضاع الطبيعية، وسيناريو قصور النتائج يتسم باضطرابات في أسواق الأصول العالمية. وعلى هذه الخلفية، تخيم على الآفاق المالية العالمية سُحب من ثلاث تحديات كبيرة على صعيد السياسات كانت واضحة على مدى أشهر عديدة ماضية:

- **المخاطر في الأسواق الصاعدة** — وفقا لما خُص إليه تقرير "آفاق الاقتصاد العالمي"، يُتوقع تراجع النمو في اقتصادات الأسواق الصاعدة والاقتصادات النامية للعام الخامس على التوالي. واكتسب كثير من الأسواق الصاعدة قدرا أكبر من الصلابة في مواجهة الصدمات الخارجية مع زيادة مرونة سعر الصرف، وارتفاع الاحتياطيات من النقد الأجنبي، وزيادة الاعتماد على تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر، والتمويل الخارجي بالعملة المحلية، واكتساب أطر السياسات مزيدا من القوة بوجه عام. لكن الميزانيات العمومية أصبحت مثقلة بالالتزامات في كثير من شركات وبنوك الأسواق الصاعدة. وازدادت احتمالات تعرض هذه الشركات للضغط المالي، وتباطؤ النشاط الاقتصادي، وخروج التدفقات الرأسمالية. وتنشأ مخاطر من تعمق الرابط بين الكيانات السيادية والشركات وبين الشركات والبنوك في بعض الأسواق الصاعدة الرئيسية من جراء تدهور سلامة أوضاع الشركات. وتحتاج الصين بصفة خاصة إلى تحقيق توازن دقيق بين التحول نحو النمو المدفوع بقدر أكبر بالاستهلاك دون تباطؤ شديد في النشاط، مع الحد في نفس الوقت من

مواطن الضعف المالي والتحول نحو نظام يقوم بقدر أكبر على السوق — وهي مجموعة من الأهداف الملمية بالتحديات. ويتأكد وجود هذه التحديات من خلال التطورات التي شهدتها الأسواق مؤخراً، ومنها تراجع أسعار السلع الأولية، وانفجار فقاعة الأسهم والإفراض بالهامش في السوق الصينية، وهبوط أسهم الأسواق الصاعدة، والضغط على أسعار الصرف.

- **المشكلات التي خلفتها الأزمة في الاقتصادات المتقدمة** — يتعين معالجة مشكلات ارتفاع ديون القطاعين العام والخاص في الاقتصادات المتقدمة وسد الفجوات المتبقية في بنیان منطقة اليورو لدعم الاستقرار المالي، وتجنب التوترات السياسية والتأثيرات المعاكسة على الثقة والنمو. ولا تزال منطقة اليورو تواجه تحدياً يكمن في معالجة مواطن الضعف المتبقية على الصعيدين السيادي والمصرفي.
- **ضعف سيولة السوق النظامية** — ويفرض ذلك تحدياً في التكيف مع التوازنات الجديدة في الأسواق واتساع الاقتصاد. وقد ساهمت السياسات بالغة التيسير في ضغط علاوات المخاطر على مستوى مجموعة من الأسواق بما فيها السندات السيادية والائتمان المقدم للشركات، وكذلك ضغط السيولة وعلاوات مخاطر الأسهم. وقد تراجع هذا الضغط بعض الشيء في ظل تطورات السوق في الآونة الأخيرة، وهناك بالتالي احتمال بزيادة ارتفاع علاوات المخاطر. والآن، بينما يبدو الاحتياطي الفيدرالي مهياً لبدء عملية تشديد السياسة النقدية بالتدريج، يواجه النظام المالي العالمي عملية تصحيح غير مسبوقه بينما علاوات المخاطر "تعود إلى طبيعتها" من أدنى مستوياتها التاريخية إلى جانب ارتفاع أسعار الفائدة الأساسية ومحدودية التعافي الدوري. ويتعين مراعاة السلسلة في موازنة الأوضاع السوق غير العادية مع البيئة الجديدة. لكن هناك مخاطر من سرعة اتساع فروق علاوات المخاطر، لا سيما بالنظر إلى هياكل السوق التي تبدو واهنة ومواطن الهشاشة في السوق المركزة في قنوات الوساطة الائتمانية، والتي يمكن أن تظهر على السطح مع عودة الأوضاع المالية الطبيعية (راجع الفصل الثاني). وبالفعل، فإن الفترات الأخيرة التي شهدت ارتفاع تقلبات السوق واضطرابات السيولة على مستوى فئات الأصول المختلفة في الأسواق المتقدمة والصاعدة تلقي الضوء على هذا التحدي.

يتعين اتخاذ إجراءات قوية على صعيد السياسات من أجل ضمان "عودة الأوضاع الطبيعية بنجاح"

يميل ميزان المخاطر إلى التطورات السلبية في ظل ضعف الاستقرار المالي والآفاق الاقتصادية نسبياً في السيناريو الأساسي. ومن ثم، فإن ضمان نجاح عودة الأوضاع المالية والنقدية الطبيعية وسلسلة الانتقال إلى مستويات نمو أعلى يقتضي بذل مزيد من الجهود على صعيد السياسات لمعالجة التحديات الملحة. وينبغي أن يشمل ذلك:

- مواصلة الاحتياطي الفيدرالي جهود التواصل بوضوح واتساق، مما يتيح السلسلة في استيعاب ارتفاع أسعار الفائدة في الولايات المتحدة، كمطلب ضروري للصحة المالية العالمية.

- في منطقة اليورو، تحقيق مزيد من التقدم نحو تقوية البنيان المالي للعملة الموحدة من أجل تعزيز الثقة في الأسواق والأعمال. ومن شأن معالجة أعباء ديون القطاع الخاص المفرطة والقروض المصرفية المتعثرة في منطقة اليورو أن يدعم التمويل المصرفي ويحسن صحة الشركات، ويعطي دفعة للاستثمار.
 - إعادة التوازن والحد من الرفع المالي بالتدريج في الصين، وهو ما يقتضي إعطاء اهتمام كبير والالتزام التام بالإصلاحات القائمة على السوق وإكساب النظام المالي المزيد من القوة.
 - بشكل أعم، التصدي للتحديات الدورية والهيكلية في الأسواق الصاعدة، وهو ما يكتسب أهمية حاسمة كركيزة لتحسن الآفاق المحتملة وزيادة الصلابة. وينبغي للسلطات في الاقتصادات الصاعدة أن تراقب بانتظام انكشاف الشركات لمخاطر النقد الأجنبي، بما في ذلك مراكز المشتقات، وأن تستخدم أدوات السلامة الاحترازية الجزئية والكلية للإثراء عن تراكم مستويات مفرطة من الرفع المالي والمديونية الخارجية.
 - الوقاية من عدم سيولة السوق وتعزيز هيكل السوق، التي تمثل أولويات، وخاصة في أسواق الاقتصادات المتقدمة.
 - ضمان سلامة وصحة أوضاع البنوك ومجمعات الادخار طويل الأجل (شركات التأمين وصناديق معاشات التقاعد، على سبيل المثال)، والتي تكتسب أهمية بالغة، كما أبرز عدد إبريل 2015 من "تقرير الاستقرار المالي العالمي".
- وباتخاذ إجراءات جريئة ومطورة على صعيد السياسة المالية على النحو الوارد وبشكل مفصل في هذا التقرير، يمكن أن يساعد صناع السياسات على وضع النمو والاستقرار المالي على مسار أقوى، مع تجنب مخاطر القصور. وسيعود هذا السيناريو الذي ينطوي على تطورات إيجابية بالنفع على الاقتصاد العالمي ويرفع الناتج العالمي إلى مستوى أعلى من السيناريو الأساسي بمقدار 0.4% بحلول عام 2018. ومواصلة تنفيذ الإصلاحات الهيكلية المعززة للنمو، الواردة وبشكل مفصل في تقرير "آفاق الاقتصاد العالمي"، يمكن أن تضيف مزيداً من دعم النمو والاستقرار، على نحو يتجاوز المنافع الواردة بالتفصيل في هذا التقرير.

الصددمات المحتملة أو عثرات السياسة يمكن أن تفضي إلى اضطراب أسواق الأصول العالمية

في غياب تنفيذ سياسات تضمن عودة الأوضاع الطبيعية بنجاح، من شأن الصدمات المعاكسة المحتملة أو عثرات السياسات أن تفضي إلى ارتفاع مفاجئ في علاوات مخاطر السوق وسرعة انحسار الثقة في السياسات. وقد تنشأ الصدمات في الأسواق المتقدمة أو الصاعدة ويمكنها، إذا اقترنت بمواطن الضعف في النظام التي تُترك دون معالجة، أن تؤدي إلى اضطراب أسواق الأصول العالمية والنضوب المفاجئ في السيولة السوقية في كثير من فئات الأصول. وقد يترتب على هذه الأوضاع سوء تسعير الأصول بشكل كبير — حتى وإن كان مؤقتاً — مع ما له من تداعيات سلبية على الاستقرار المالي (راجع الفصل 2). وفي ظل هذا السيناريو المعاكس، سيؤدي تشديد الأوضاع المالية على نحو ملموس إلى توقف التعافي الدوري وإضعاف الثقة في آفاق

النمو على المدى المتوسط. ومن شأن انخفاض النمو الاسمي أن يضع ضغوطاً على الميزانيات العمومية السيادية والخاصة المثقلة بالديون، وتزداد بالتالي المخاطر الائتمانية. وسوف تواجه الأسواق الصاعدة ارتفاعاً في علاوات المخاطر العالمية وخروج تدفقات رأسمالية هائلة، مما يفرض ضغوطاً معينة على الاقتصادات التي لديها اختلالات داخلية. وسوف ترتفع معدلات عجز الشركات عن السداد، وخاصة في الصين، مما يزيد حدة التوترات في النظام المالي، بما لها من انعكاسات على النمو. وسوف تؤدي هذه الأحداث إلى عودة ظهور المخاطر على الميزانيات العمومية للكيانات السيادية، وخاصة في اقتصادات أوروبا المعرضة للمخاطر، ونشأة حلقة من الآثار المترتبة السلبية بين مخاطر الشركات والكيانات السيادية في الأسواق الصاعدة. ونتيجة لذلك، قد ينخفض الناتج العالمي الكلي بنحو 2.4% بحلول عام 2017، مقارنة بالسيناريو الأساسي، الأمر الذي يعني انخفاض النمو العالمي وإن كان سيظل موجبا.