

تقرير الاستقرار المالي العالمي

المخاطرة، والسيولة، وصيرفة الظل: كبح التجاوزات وتشجيع النمو

أكتوبر ٢٠١٤

ملخص واف

بعد ست سنوات من بداية الأزمة، لا يزال التعافي الاقتصادي العالمي شديد الاعتماد على السياسات النقدية التيسيرية في الاقتصادات المتقدمة لدعم الطلب، وتشجيع استثمارات الشركات، وتيسير معالجة الخلل في الميزانيات العمومية. ولا يزال التيسير النقدي عاملاً حاسماً في دعم الاقتصاد عن طريق تشجيع الإقدام على المخاطرة الاقتصادية في الاقتصادات المتقدمة، وذلك في شكل إنفاق حقيقي أعلى من جانب الأسر المعيشية واستعداد أكبر للاستثمار وتوظيف العمالة من جانب الشركات. غير أن التيسير النقدي لفترة مطولة يمكن أن يشجع الإفراط في المخاطرة المالية أيضاً، وذلك في شكل أموال أكبر تخصص في الحافطة للأصول الأكثر خطراً واستعداد أكبر للرفع المالي في الميزانيات العمومية. وبالتالي فإن السياسات النقدية التيسيرية تنطوي على المفاضلة بين تحقيق منافع اقتصادية تتجاوز التوقعات من ناحية وتحمّل مخاطر التطورات السلبية على الاستقرار المالي من ناحية أخرى. ويخلص التقرير إلى أنه على الرغم من أن المنافع الاقتصادية بدأت تزداد وضوحاً في بعض الاقتصادات، فقد زادت مخاطر السوق والسيولة إلى مستويات قد تهدد الاستقرار المالي إذا ما تُركت دون علاج.

وأفضل وسيلة لضمان الاستقرار المالي وتحسين التوازن بين الإقدام على المخاطرة الاقتصادية والمخاطرة المالية هي وضع سياسات تعزز انتقال السياسة النقدية إلى الاقتصاد الحقيقي - ومن ثم تشجع المخاطرة الاقتصادية - وتعالج التجاوزات المالية من خلال تدابير جيدة التصميم للسلامة الاحترازية الكلية.

تقدم في المخاطرة الاقتصادية ولكنه يفتقر إلى التوازن

يتوقع تقرير آفاق الاقتصاد العالمي" في عدد أكتوبر ٢٠١٤ أن يشهد التعافي العالمي تحسناً طفيفاً هذا العام يستمر في عام ٢٠١٥، بدعم من السياسات النقدية التيسيرية في الاقتصادات المتقدمة وتراجع التأثيرات المعاكسة الناتجة عن تشديد سياسة المالية العامة. غير أن النمو لم يصبح قوياً بعد في مختلف أنحاء العالم، كما ارتفعت مخاطر التطورات السلبية المخالفة للتوقعات. ولا تزال ثقة الأعمال والمستهلكين ضعيفة في العديد من المجالات، مما يعكس عدم اليقين إزاء تعافي الطلب الخاص والقلق من احتمال المعالجة المنقوصة لخلل الميزانيات العمومية في البنوك والشركات. ولا يزال هذا الانخفاض في الثقة يعوق زيادة المخاطرة الاقتصادية، مما يحدو بالشركات في الاقتصادات المتقدمة إلى التردد في زيادة استثماراتها الرأسمالية، على الرغم من تحقيقها نمواً معقولاً في الإيرادات وإمكانية حصولها على التمويل بأسعار فائدة بالغة الانخفاض. وتتصافر الآن إجراءات معالجة الخلل في الميزانيات العمومية مع إجراءات السياسة النقدية لدعم المزيد من المخاطرة الاقتصادية وبناء آفاق أكثر إشراقاً للنفقات الرأسمالية. ولكن الآفاق المتوقعة غير متوازنة، وهو ما يرجع إلى مجموعة متنوعة من المعوقات.

وعلى الجانب المشرق هناك الولايات المتحدة التي بدأت تشهد تحسناً في الاستثمارات الثابتة من جانب الشركات، وإن كانت وتيرة التحسن أبطأ مقارنة بحالات التعافي السابقة. وبدأ استخدام الطاقة الإنتاجية يعود إلى مستويات ما قبل الأزمة كما بدأت البنوك في تخفيف معايير الإقراض مع تزايد تركيز الشركات على الاستثمار وليس إعادة شراء الأسهم. غير أن نمو الاستثمارات الثابتة للشركات لا يزال ضعيفاً في منطقة اليورو. ولا يزال استخدام الطاقة الإنتاجية دون مستويات ما قبل الأزمة، ولم تتوقف البنوك عن تخفيف قيود الإقراض للشركات إلا مؤخراً، كما أن عدم اليقين بشأن السياسة الاقتصادية لا يزال كبيراً. ويواجه عدد من اقتصادات الأسواق

الصاعدة الكبيرة تراجعاً في نمو الصادرات وتباطؤاً في توسع الائتمان. وفي هذه البلدان، انخفضت النفقات الرأسمالية في جميع الشركات غير المالية الكبرى في عام ٢٠١٣.

ويتوقع تقرير "آفاق الاقتصاد العالمي" أن يكون الارتداد الإيجابي للنمو الكلي في الولايات المتحدة هو الأقوى، بينما تشهد العوامل الكابحة للتعافي تراجعاً بطيئاً في منطقة اليورو، ويظل النمو متواضعاً في اليابان. وبالنسبة للأسواق الصاعدة، يتباين النطاق المتاح لدعم النمو من خلال السياسات الاقتصادية الكلية تبعاً لاختلاف البلدان والمناطق، ولكن الحيز محدود في عدة بلدان تشوب اقتصاداتها مواطن ضعف تعرضها للمخاطر الخارجية.

لا تزال القروض الميسرة مصدراً لزيادة المخاطر على الاستقرار المالي العالمي

أدت السياسات التيسيرية الرامية إلى دعم التعافي وتشجيع المخاطرة الاقتصادية إلى تيسير المزيد من المخاطرة المالية. وأدى ذلك بدوره إلى ارتفاع أسعار الأصول وتضييق فروق العائد وبلوغ التقلب مستوى منخفضاً قياسياً وصل في مجالات عديدة إلى مستويات تشير إلى الانحراف عن أساسيات الاقتصاد. والغريب في هذه التطورات هو تزامنها، إذ أنها حدثت عبر طائفة كبيرة من فئات الأصول والبلدان بشكل متزامن غير مسبوق.

وقد أصبحت الأسواق الرأسمالية مصدراً أكبر للحصول على الائتمان منذ وقوع الأزمة، مما جعل مركز المخاطر ينتقل إلى نظام الظل المصرفي. وزادت حصة أدوات الائتمان في حوافز صناديق الاستثمار المشترك، إذ تضاعفت منذ عام ٢٠٠٧ وأصبحت تستأثر الآن بنسبة ٢٧% من الدين العالمي مرتفع العائد. وفي الوقت نفسه، أصبحت صناعة إدارة الصناديق أكثر تركيزاً. فأكثر عشر شركات عالمية لإدارة الأصول تتولى الآن إدارة أصول تزيد قيمتها على ١٩ تريليون دولار. وبسبب اقتران تركيز الأصول، واتساع مراكز استثمارات الحافظة وزيادة تقييماتها، وزيادة المستثمرين الأكثر ميلاً لمغادرة السوق، وضعف هيكل السيولة، زادت حساسية أسواق الائتمان الرئيسية، مما أسفر عن زيادة في مخاطر السوق والسيولة. وأصبحت الأسواق الصاعدة أكثر عرضة للصدمات من الاقتصادات المتقدمة، لأنها تستوعب الآن حصة أكبر بكثير من استثمارات الحافظة الموجهة إلى الخارج. ونتيجة لهذه الروابط الأقوى، زاد التزامن في حركات أسعار الأصول والتقلبات.

وأدت هذه التغيرات الهيكلية في أسواق الائتمان، مع العودة المتوقعة للسياسات النقدية الطبيعية في الولايات المتحدة، إلى زيادة مخاطر السوق والسيولة على نحو يمكن أن يهدد الاستقرار المالي إذا ما تركزت دون علاج. ويمكن أن تؤدي زيادة حساسية أسواق الائتمان إلى جعل عملية الخروج من السوق أكثر تقلباً، مما يُحتمل أن يضعف قدرة النظام المالي على دعم التعافي.

ولتوضيح هذه المخاطر المحتملة في أسواق الائتمان، يبحث هذا التقرير أثر حدوث تصحيح سوقي سريع يتسبب في عودة علاوات الاستثمار طويل الأجل في أسواق السندات إلى مستوياتها التاريخية (فتزيد بمقدار ١٠٠ نقطة أساس) وعودة علاوات مخاطر الائتمان إلى مستوياتها الطبيعية (فيعاد تسعير مخاطر الائتمان بمقدار يعادل ١٠٠ نقطة أساس). ويمكن لمثل هذه الصدمة أن تخفض القيمة السوقية لحوافز السندات العالمية بأكثر من ٨%، أي ما يزيد على ٣,٨ تريليون دولار. وإذا تحققت خسائر بمثل هذا الحجم على مدى فترة زمنية قصيرة، فإن ما يعقبها من تصحيحات في الحوافز وتقلبات في السوق يمكن أن يسبب اضطراباً كبيراً في الأسواق العالمية.

إدارة مخاطر الإصلاح الشامل لنماذج العمل في البنوك في سبيل دعم أفضل للمخاطرة الاقتصادية

تواجه السياسات تحدي إزالة المعوقات أمام الإقدام على المخاطرة الاقتصادية وتعزيز انتقال السياسة النقدية عن طريق الائتمان إلى الاقتصاد الحقيقي. وقد قطعت البنوك شوطاً طويلاً منذ الأزمة المالية العالمية في هذا الخصوص. ومضى التصحيح على مراحل مختلفة، حيث ركزت المرحلة الأولى على تدابير الاستقرار الطارئة. وفي المرحلة الثانية، سعت البنوك إلى التكيف مع واقع جديد على صعيدي العمل والتنظيم. فمنذ بداية الأزمة، أجرت البنوك زيادة كبيرة فيما تحتفظ به من رؤوس أموال، كما عجلت بمعالجة الخلل في ميزانياتها العمومية. ولكن تقدم البنوك كان متبايناً في هذا الخصوص وهناك مؤسسات عديدة تحتاج إلى عمل المزيد لتحقيق نموذج أعمال قابل للاستمرار.

واليوم، تثير الربحية المنخفضة المخاوف إزاء مدى قدرة بعض البنوك على بناء رأس المال الوقائي والاحتفاظ به وتلبية الطلب على الائتمان. وانعكاساً لحجم ونطاق هذا التحدي، نجد أن ٨٠% من أصول أكبر المؤسسات تحقق عائداً على حصص الملكية لا يغطي تكاليف رأس المال التي يطلبها حملة الأسهم. وقد بدأت هذه البنوك مرحلة ثالثة ستحتاج فيها إلى إجراء إصلاح شامل أكثر عمقا لنماذج عملها. وسيشتمل ذلك على مزيج من إعادة تسعير مجالات النشاط القائمة أو إعادة توزيع رأس المال بين الأنشطة أو إعادة الهيكلة أو تقليص حجم الأعمال ككل.

واستناداً إلى عينة من ٣٠٠ بنك من بنوك الاقتصادات المتقدمة، يخلص هذا التقرير إلى أن العديد من البنوك تمتلك الطاقة الممكنة لتوفير الائتمان، وإن كانت هناك مجموعة من المؤسسات، معظمها من منطقة اليورو، قد تحتاج إلى مستوى عالٍ من إعادة التسعير لتحقيق أرباح قابلة للاستمرار وإعادة بناء الأرصدة الرأسمالية الوقائية. وقد لا تكون إعادة التسعير هذه قابلة للتنفيذ، وخاصة إذا كانت تتم بشكل فردي ولا تطبقها الأطراف الأخرى المشاركة في السوق. وقد يؤدي ذلك إلى تقييد قدرة البنك على تلبية الطلب على الائتمان، وخاصة في البلدان الأكثر احتياجاً لتحقيق تعافٍ في النشاط الائتماني، وإلى تأثيرات معاكسة على التعافي الاقتصادي.

ويعني تعزيز قناة الائتمان كأداة لانتقال السياسة النقدية، في جانب منه، تشجيع خروج البنوك التي لا تمتلك مقومات الاستمرار خروجاً سريعاً ومنظماً من السوق. وسيساعد ذلك على تخفيف ضغوط المنافسة في سياق يتسم بتوافر الطاقة الزائدة، ويسمح للبنوك القادرة على الاستمرار ببناء رأس المال الوقائي اللازم والمحافظة عليه وتلبية الطلب على الائتمان. ويمكن أن تساعد الأجهزة التنظيمية في هذه العملية أيضاً، عن طريق تشجيع البنوك على الابتعاد عن الممارسات القديمة المتمثلة في الدعم المتبادل للمنتجات واعتماد نماذج عمل أكثر مرونة وشفافية يتم فيها تسعير المنتجات بما يعكس مخاطرها ومتطلباتها التنظيمية.

ومما سيساعد آلية انتقال السياسة النقدية عن طريق الائتمان، وخاصة في أوروبا، زيادة فرص الحصول على الائتمان وفق قواعد السوق من خلال التوريق الآمن. وسيستغرق ذلك بعض الوقت، ولا سيما بالنسبة للنظم المالية التي اعتادت الاعتماد على الإقراض المصرفي. وسيتعين إرساء أطر تنظيمية قوية للمؤسسات غير المصرفية من أجل إزالة العقبات أمام مشاركة المؤسسات غير المصرفية في إنشاء الائتمان. وكما يناقش الفصل الثاني بمزيد من الاستفاضة، ينبغي أن يراقب صناع السياسات عن كثب ما قد ينشأ من مخاطر مع تطور النظام المالي في السنوات القادمة - نتيجة انتقال بعض الأنشطة من البنوك إلى المؤسسات غير المصرفية - وأن يكفلوا تخفيف هذه المخاطر وإدارتها على نحو فعال.

تحسين التوازن بين المخاطرة الاقتصادية والمالية من خلال سياسات تضمن الاستقرار المالي

ينبغي أن تظل السياسة النقدية ملتزمة بتحقيق المهمة المنوطة بالبنك المركزي لضمان استقرار الأسعار، وكذلك استقرار الناتج حيثما كان ذلك مطلوباً، بينما ينبغي أن تكون سياسات السلامة الاحترازية الكلية خط الدفاع الأول ضد التجاوزات المالية التي يمكن أن

تهدد الاستقرار. ولتحسين خيارات السياسة النقدية واحتواء مخاطر الاستقرار المالي المحددة في هذا التقرير، يتعين الحرص على تعميم مجموعة من أدوات السياسة الاحترازية الجزئية والكلية. فمن شأن ذلك أن يخفض الحاجة إلى رفع أسعار الفائدة قبل أن يظهر ما يبرر ذلك في الاقتصاد. وسيساعد ذلك المؤسسات ذات الأهمية النظامية أيضا على اكتساب مزيد من الصلابة، كما يساعد على احتواء ديناميكية أسعار الأصول والائتمان المسائرة للاتجاهات الدورية، ويوفر هامشا للوقاية من عواقب ضائقات السيولة عند عودة التقلبات.

وتعتمد تدابير السلامة الاحترازية الكلية على ثلاث خطوات. أولا، يجب أن تتوفر لصناع السياسات البيانات اللازمة لمراقبة تراكم المخاطر على الاستقرار المالي. ثانيا، يجب أن يتخذوا الاستعدادات اللازمة لضمان امتلاكهم السلطة القانونية والقدرة التحليلية الضروريين لاستخدام أدوات السياسة الاحترازية الكلية التي قد تنشأ الحاجة إليها. ويكتسب ذلك أهمية كبيرة في القطاع غير المصرفي، حيث لم يتحقق بعد إرساء الإطار التنظيمي بشكل كامل وحيث ينبغي توسيع نطاق هذا الإطار ليتعامل مع المخاطر الناشئة. ثالثا، يجب أن يكون لدى صناع السياسات تكليف واضح يخول لهم التحرك عند الحاجة، ولا يقل عن ذلك أهمية أن تكون لديهم شجاعة التحرك لمواجهة المستجدات، حتى إذا كانت التدابير المطلوبة لا تحظى بشعبية كبيرة. ومن المطلوب في هذا الصدد أيضا وجود تواصل فعال ومتوازن مع الجمهور لتوضيح التدابير المتخذة.

ومن الشواغل الرئيسية في هذا السياق المخاطر التي تتعرض لها سيولة السوق بسبب عدم التوافق بين السيولة التي يوعد بها أصحاب صناديق الاستثمار المشترك في أوقات الرخاء وتكلفة عدم السيولة عند تلبية طلبات الاسترداد في أوقات العسر. وينبغي أن يسعى العلاج الذي تقدمه السياسة إلى معالجة عدم التوافق بإزالة الحوافز التي تدفع أصحاب الأصول إلى سحبها - عن طريق الموازنة بين شروط استرداد الأموال وطبيعة سيولة الأصول المستثمر فيها - وزيادة الدقة في قيم الأصول الصافية، وزيادة الهوامش الوقائية من النقد السائل في صناديق الاستثمار المشترك، وتحسين السيولة والشفافية في الأسواق الثانوية، وخاصة بالنسبة لأسواق الدين طويل الأجل. ومن الخيارات المطروحة تطبيق رسوم استرداد يستفيد منها بقية المساهمين، ولكن ضبط هذه الرسوم أمر صعب وينبغي العمل قدر الإمكان على ألا يتباين حسب الوقت، نظرا لما يمكن أن يسببه ذلك من تشجيع هروب الأصول. وبالمثل، يبدو أن البوابات المؤدية إلى تقييد استرداد الأموال تقدم حلا لبعض المشكلات المتعلقة بالحوافز، لكنها يمكن أن تؤدي ببساطة إلى تعجيل الاسترداد قبل فرضها وتتسبب في انتقال العدوى.

وينبغي أن يستكشف صناع السياسات أيضا تدابير للطوارئ في الحالات التي يمكن أن يؤدي فيها عدم السيولة في الأسواق إلى حدوث عدوى. وبالنسبة للاقتصادات المتقدمة، يمكن أن تؤدي ترتيبات تبادل النقد الأجنبي الثنائية ومتعددة الأطراف إلى الحد من التقلب المفرط عن طريق ضمان الحصول على التمويل بالنقد الأجنبي في أوقات العسر. أما بالنسبة للأسواق الصاعدة، فقد تحتاج بعض البلدان إلى التركيز على ضمان عمل الأسواق بشكل منظم في حالة خروج تدفقات رأسمالية كبيرة. ومن الإجراءات الممكنة في هذا السياق استخدام الأرصدة النقدية، وخفض المعروض من الدين طويل الأجل، وإجراء مزادات للمبادلة تحقق خفضا مؤقتا في المعروض من السندات الواقعة على الجانب طويل الأجل في منحنيات العائد. وبالإضافة إلى ترتيبات تبادل النقد الأجنبي الثنائية ومتعددة الأطراف للحصول على تمويل بالنقد الأجنبي في أوقات العسر، يمكن الحصول على هوامش وقائية إضافية من خلال الموارد متعددة الأطراف كالتي تنتجها تسهيلات صندوق النقد الدولي. ويقتضي الحفاظ على صلابة اقتصادات الأسواق الصاعدة زيادة التركيز على أوجه الضعف المحلية، بما في ذلك ضعف ممارسات رصد مخصصات الخسائر لدى البنوك وانخفاض هوامش استيعاب الخسائر في بعض البلدان، كما ورد في تقارير سابقة.

وأخيراً، ينبغي أن يتبع صناع السياسات جدول أعمال صارم للإصلاحات الهيكلية في أسواق المنتجات والعمل، لزيادة العائد على الاستثمار وجعل التعافي أكثر قابلية للاستمرار.

النمو والمخاطر والاستجابات التنظيمية لنظام الظل المصرفي حول العالم

يوضح الفصل الثاني أن مقاييس صيرفة الظل بتعريفها الضيق تشير في الاقتصادات المتقدمة إلى حالة ركود، في حين أن المقاييس الأوسع نطاقاً (التي تشمل صناديق الاستثمار) تشير إلى استمرار النمو بشكل عام منذ الأزمة المالية العالمية. وفي اقتصادات الأسواق الصاعدة، لا يزال نمو صيرفة الظل أسرع من النمو الذي يحققه النظام المصرفي التقليدي.

وعادة ما يوجد تفاوت كبير في نظام الظل المصرفي بين البلدان وفي داخلها، ولكن النتائج التجريبية توضح أن نموه يرتكز على بعض العوامل الدافعة الرئيسية التي يشترك فيها الجميع، وهي تشديد التنظيم المصرفي ووفرة السيولة والطلب من المؤسسات الاستثمارية. وبالتالي، فإن البيئة المالية الحالية في الاقتصادات المتقدمة لا تزال مواتية لنمو صيرفة الظل، بما في ذلك انتقال إقراض الشركات من قطاع البنوك التقليدية إلى القطاع غير المصرفي. ورغم عدم توافر البيانات الكافية لإجراء تقييم شامل، فإن صيرفة الظل في الولايات المتحدة تبدو أكثر خطراً على الاستقرار المالي المحلي من صيرفة الظل في منطقة اليورو والمملكة المتحدة.

وعلى صناع السياسات اتخاذ منهج أكثر شمولاً للتنظيم والرقابة يركز على كل من أنشطة الظل المصرفي والكيانات ذات الصلة ويولي اهتماماً أكبر للمخاطر النظامية. ومن العناصر الحاسمة في هذا المنهج توافر بيانات أفضل عن نظام الظل المصرفي.

المخاطرة والحوكمة والتعويضات في البنوك

يجري الفصل الثالث دراسة تجريبية للعلاقة بين مخاطرة البنوك من ناحية وهيكل ملكية البنوك وحوكمتها ومدفوعات الحوافز التي تصرف للمسؤولين فيها من ناحية أخرى. وتشير النتائج المستخلصة إلى أن البنوك غالباً ما تكون أقل إقداماً على المخاطرة إذا كان أعضاء مجالس إدارتها مستقلين عن الإدارة التنفيذية، شأنها في ذلك شأن البنوك التي تتبثق عن مجالس إدارتها لجنة معنية بالمخاطر والبنوك التي تمتلك المؤسسات حصة كبيرة فيها.

ولا يوجد ارتباط دائم بين مستوى التعويضات التي يحصل عليها كبار المسؤولين المصرفيين ومدى إقدامهم على المخاطرة، ولكن مدفوعات الحوافز كلما كانت طويلة الأجل كان الإقدام على المخاطرة أقل. وكما هو متوقع، فإن فترات الضغط المالي الشديد تؤدي إلى تعديل بعض هذه الآثار لأن الحوافز تتغير عندما يقترب البنك من مرحلة العجز عن السداد. وبصفة خاصة، تفيد الأدلة بأن البنوك حين تكون ضعيفة يصبح لدى المساهمين (المحميين بالمسؤولية المحدودة) حافز على الدخول في مراهنات خطيرة على حساب الدائنين - الذين يُتوقع إنقاذهم - وعلى حساب المجتمع ككل.

وتوصي هذه النتائج بتدابير على مستوى السياسات، بعضها يتناول الحوار الحالي بشأن السياسات ولكنه لم يخضع للتحقق التجريبي حتى الآن. وتضم هذه التدابير مزيداً من الاتساق الملائم بين تعويضات كبار المسؤولين المصرفيين ومستوى المخاطرة (بما في ذلك تعرض الدائنين المصرفيين للمخاطر)، وتأجيل دفع بعض التعويضات، والنص على إمكانية استردادها.

وينبغي أن تكون مجالس إدارات البنوك مستقلة عن إدارتها التنفيذية، كما ينبغي أن تنشئ لجاناً معنية بالمخاطر. وينبغي أيضاً أن تضمن الأجهزة الرقابية فعالية إشراف مجالس الإدارة على المخاطرة في البنوك. كذلك ينبغي النظر في المزايا المحتملة (والتأثيرات غير المقصودة المحتملة) لتمثيل الدائنين إلى جانب المساهمين في مجال الإدارة. وأخيراً، تعتبر الشفافية عاملاً حاسماً في تحقيق المساءلة وفعالية الانضباط السوقي.