



# هيئة الأوراق المالية والسلع

## SECURITIES & COMMODITIES AUTHORITY

ملخص تنفيذي لتقرير

تقرير الاستقرار المالي العالمي 2016

Global Financial Stability Report 2016

الصادر عن صندوق النقد الدولي IMF

إعداد: قسم العلاقات الدولية والمنظمات

نوفمبر 2016م

## ملخص تنفيذي

زادت المخاطر التي تهدد الاستقرار المالي العالمي مقارنة بما كانت عليه عند صدور عدد أكتوبر 2015 من تقرير الاستقرار المالي العالمي. ففي الاقتصادات المتقدمة، تراجعت الآفاق المتوقعة بسبب زيادة عدم اليقين والنكسات التي أصابت النمو ومستوى الثقة. وتكثفت هذه الضغوط مع الاضطرابات التي شهدتها أسواق الأصول العالمية. وأدت الانخفاضات في أسعار النفط والسلع الأولية إلى استمرار مستوى المخاطر المرتفع في اقتصادات الأسواق الصاعدة، بينما أدى ارتفاع عدم اليقين بشأن التحول في نموذج النمو الصيني إلى زيادة انتقال التداعيات إلى الأسواق العالمية. وتسببت هذه التطورات في زيادة ضيق الأوضاع المالية، وخفض الإقبال على تحمل المخاطر، وزيادة المخاطر الائتمانية، وتعطيل معالجة الخلل في الميزانيات العمومية، مما أثر على الاستقرار المالي.

وقد حدث هبوط حاد في كثير من أسعار السوق أثناء فترة الاضطرابات في يناير وفبراير، فانتقلت تقييمات الأصول إلى مستويات أقل مما يتناسب مع أساسيات الاقتصاد الكلي التي تشير إلى مسار نمو مطرد ولكنه بطيء (راجع عدد إبريل 2016 من تقرير آفاق الاقتصاد العالمي). وبدلاً من ذلك، ربما كانت زيادة تقلب السوق وتجنب المخاطر انعكاساً لتصاعد المخاطر الاقتصادية والمالية والسياسية بالإضافة إلى ضعف الثقة في السياسات. وقد جاء انتعاش أسعار الأصول الذي بدأ في فبراير الماضي ليعوض الكثير من هذه الخسائر ويخفض درجة التقلب. وتحسّن مزاج السوق بسبب ارتفاع أسعار النفط والسلع الأولية، وزيادة قوة البيانات الآتية من الولايات المتحدة،

والإجراءات الداعمة التي اتخذتها البنوك المركزية. ولكن الأثر الصافي للاضطرابات كان بمثابة صدمة للثقة، وأسفر عن تداعيات سلبية على الاستقرار المالي.

والرسالة الرئيسية لهذا التقرير هي أنه ينبغي اتخاذ تدابير إضافية للوصول إلى مزيج من السياسات الأكثر توازنا ونجاعة لتحسين آفاق النمو والتضخم وتأمين الاستقرار المالي. وفي غياب هذه التدابير، قد تتكرر اضطرابات السوق. ففي مثل تلك الظروف، قد يؤدي تصاعد علاوات المخاطر إلى أوضاع سوقية أكثر ضيقا، ودائرة مدمرة من الآثار المترتبة تتعاقب فيها هشاشة الثقة وضعف النمو وانخفاض التضخم وتصادم أعباء الديون. ويمكن أن تؤدي اضطرابات أسواق الأصول العالمية إلى زيادة مخاطر الاقتراب من تباطؤ أخطر وأطول يتسم بالركود المالي والاقتصادي. وفي حالة الركود المالي، قد يصبح على المؤسسات المالية المسؤولة عن تخصيص رأس المال وتعبئة المدخرات أن تواجه مصاعب التعامل مع ضعف الميزانيات العمومية لفترة طويلة قادمة. ويمكن أن تتآكل السلامة المالية إلى درجة التأثير سلبا على النمو الاقتصادي والاستقرار المالي في المدى المتوسط. وفي مثل هذا السيناريو، يمكن أن ينخفض الناتج العالمي بنسبة 3.9% عما ورد في السيناريو الأساسي بحلول عام 2021.

وينبغي أن يبني صناع السياسات على التعافي الاقتصادي الجاري وأن يقدموا مسار أقوى للنمو والاستقرار المالي عن طريق معالجة مجموعة ثلاثية من التحديات العالمية – تركة التحديات في الاقتصادات المتقدمة، وزيادة مواطن الضعف في الأسواق الصاعدة، وارتفاع مخاطر سيولة السوق النظامية. وسيتيح التقدم على هذا المسار لاقتصادات

العالم تحقيق إنجاز حاسم نحو نظام مالي قوي وصحيح وتعاف مستمر. وفي مثل هذا السيناريو، يمكن أن يرتفع الناتج العالمي بنسبة 1.7% عما ورد في السيناريو الأساسي بحلول عام 2018.

ويجب على الاقتصادات المتقدمة أن تتعامل مع تركة القضايا التي خلفتها الأزمة. فقد أصبحت بنوكها أكثر أمانا في السنوات القليلة الماضية، مع توافر احتياطات وقائية أكبر في صورة رؤوس أموال وسيولة وتحقيق تقدم في علاج خلل الميزانيات العمومية. ورغم هذه المكاسب، خضعت البنوك لضغوط السوق في بداية العام، مما يعكس المخاوف بشأن مدى الربحية التي تحققها نماذج العمل المطبقة في البنوك في بيئة اقتصادية ضعيفة. ويواجه قرابة 15% من البنوك في الاقتصادات المتقدمة (بحسب ما لديها من أصول) تحديات كبيرة في الوصول إلى مستوى من الربحية القابلة للاستمرار دون إصلاح. وفي منطقة اليورو، أبرزت ضغوط السوق أيضا تركة القضايا القائمة منذ مدة، مما يشير إلى عدم إمكانية إرجاء التوصل إلى حل أشمل لمشكلات البنوك الأوروبية لفترة أطول. فالحاجة ماسة لمعالجة المستوى المرتفع من الديون المتعثرة باستخدام استراتيجية شاملة، كما يتعين القيام بعلاج تدريجي لمشكلة الطاقة الزائدة لدى النظام المصرفي في منطقة اليورو. وفي الولايات المتحدة، نجد أن أسواق القروض العقارية - التي كانت تتصدر أزمة 2008 - 2009 - لا تزال تستفيد من الدعم الحكومي الكبير. وينبغي للسلطات أن تكثف الجهود للحد من هيمنة مؤسستي "فاني ماي" و "فريدي ماك" وأن تواصل إصلاحهما.

ويوضح الفصل الثالث أن مساهمة قطاع التأمين في المخاطر النظامية - وخاصة شركات التأمين على الحياة - زادت في الاقتصادات المتقدمة، وإن كانت لا تزال أقل من مساهمة القطاع المصرفي. ويرجع ذلك في معظمه إلى تزايد التعرض المشترك

للمخاطر الكلية، وهو ما يرجع جزئيا إلى ارتفاع حساسية شركات التأمين لأسعار الفائدة كما يرجع جزئيا أيضا إلى زيادة الروابط بين فئات الأصول. وعلى ذلك، لا يرجح أن تقوم شركات التأمين بدورها في الوساطة المالية عند وقوع صدمة معاكسة في الوقت الذي تفشل فيه أجزاء أخرى من النظام المالي في القيام بهذا الدور.

وتشير هذه النتائج إلى ضرورة اعتماد منهج رقابي وتنظيمي أكثر اتساما بالطابع الاحترازي الكلي تجاه شركات التأمين. ويمكن أن تتضمن الاجراءات في هذا السياق القيام باختبارات احترازية كلية لقياس تحمل الضغوط أو اعتماد رؤوس أموال وقائية مضادة للاتجاهات الدورية. ويشكل اعتماد معايير دولية لرأس المال والشفافية في هذا القطاع خطوة مكملة للدفع نحو تقوية السياسات الاحترازية الكلية. وبالإضافة إلى ذلك، يتعين أن تولي الأجهزة الرقابية اهتماما للسلوك المختلف الذي تسلكه شركات التأمين الأصغر والأضعف.

وينبغي أن تعمل الأسواق الصاعدة على تعزيز صلابتها في مواجهة التأثيرات العالمية المعاكسة. ذلك أن اقتصادات الأسواق الصاعدة تواجه مزيجا صعبا من التحديات المتمثلة في تباطؤ النمو وانخفاض أسعار السلع الأولية وضيق أوضاع الائتمان، مع زيادة في تقلب تدفقات المحافظ الاستثمارية، وهو المزيج الذي تسبب في استمرار المخاطر المالية والاقتصادية المرتفعة. وقد أبدى كثير من الاقتصادات صلابة واضحة حتى الآن في هذه البيئة المحلية والخارجية الصعبة، حيث كان استخدام الهوامش الوقائية التي تتيحها أطر السياسات المعززة استخداما رشيدا من جانب صناعات السياسات.

وتعمل الشركات ذات الصلة بالسلع الأولية على إجراء خفض حاد في نفقاتها الرأسمالية حيث يؤدي ارتفاع أعباء الديون الخاصة إلى زيادة المخاطر التي تواجه الائتمان والبنوك. وهناك ضغوط على الاقتصاد العيني والقطاع المالي تتعرض لها

البلدان المصدرة للسلع الأولية وبلدان الشرق الأوسط والقوقاز بوجه خاص. وقد توثقت الرابطة بين المؤسسات المملوكة للدولة والكيانات السيادية، ويمكن أن تزيد من المخاطر على المالية العامة والاستقرار المالي في البلدان التي تعاني ضغوطا في السداد. وبشكل أعم، ارتفعت ديون الشركات غير المالية التي تراجعت قدرتها على السداد لتبلغ 650 مليار دولار، أو 12% من الدين الكلي للشركات المسجلة في البورصة التي يتناولها هذا التقرير. أما رؤوس الأموال الاحتياطية لدى البنوك فهي كافية بوجه عام، ولكن درجة الكافية ستعرض للاختبار مع تراجع الإيرادات والدخول في مرحلة الهبوط في الدورة الائتمانية.

وتمتلك اقتصادات الأسواق الصاعدة بوجه عام أدوات تعزيز صلابتها والتصدي لآثار انخفاض أسعار السلع الأولية وتباطؤ النمو والتدفقات الرأسمالية. وينبغي أن تواصل السلطات في تلك الاقتصادات استخدام هوامشها الوقائية والحيز الذي تتيحه السياسات، حيثما كان متوافرا، لتخفيف وطأة التصحيح وتقوية الميزانيات العمومية السيادية والمصرفية. ويتضمن هذا استخدام الاحتياطيات الخارجية، وسياسة المالية العامة والسياسية النقدية، والأطر الاحترازية الكلية والرقابية، إلى جانب أدوات أخرى. وينبغي للبلدان التي لا تمتلك هوامش وقائية كافية ولا تتيح لها السياسات حيزا كافيا للحركة أن تتخذ تحركا عاجلا بتعديل سياساتها الاقتصادية الكلية لمعالجة مواطن الضعف القائمة بمختلف السبل ومنها طلب الدعم الخارجي.

وبالنسبة للصين، بدأت جهود استعادة التوازن الاقتصادي تُحدث أثرا. فقد حققت الصين تقدما ملحوظا في استعادة توازن اقتصادها بالاتجاه نحو مصادر جديدة للنمو ومعالجة بعض المخاطر التي تواجه القطاع المالي. وبالإضافة إلى ذلك، ساعد تشديد القواعد المنظمة لأنشطة صيرفة الظل على توجيه مكونات التمويل نحو القروض المصرفية

واصدار السندات. ومع ذلك، فإن استعادة التوازن في الصين أمر معقد بطبيعته، وهناك حاجة ملحة للالتزام بجدول أعمال للسياسات يتسم بدرجة أكبر من الطموح والشمول حتى يتسنى التعامل مع مواطن الضعف المتزايدة. وقد أدى تباطؤ النمو إلى تراجع صحة قطاع الشركات، حيث تسبب انخفاض الربحية في إضعاف القدرة على خدمة الديون في الشركات الحائزة على حوالي 14% من ديون الشركات المسجلة في البورصة، مما أضاف مزيداً من الضغوط على الميزانيات العمومية في النظام بأسره. ومن شأن وضع خطة شاملة لمعالجة أعباء الديون المفرطة في قطاع الشركات أن يساعد في تخفيض نسب الرفع المالي على نحو مطرد. وينبغي أن يقترن تخفيض نسب الرفع المالي في قطاع الشركات بتدعيم البنوك وشبكات الأمان الاجتماعي، وخاصة بالنسبة للعمال المسرحين في القطاعات ذات الطاقة الزائدة. وينبغي التعجيل بوضع برنامج شامل لإعادة الهيكلة يعمل على معالجة الأصول الرديئة وتقوية البنوك، إلى جانب إطار قانوني ومؤسسي سليم لتيسير عمليات الإفلاس والتفاوض على الديون.

ويخلص الفصل الثاني إلى حدوث زيادة كبيرة في انتقال تداعيات الصدمات من الأسواق الصاعدة إلى الأسهم والصراف، وأنها أصبحت تفسر أكثر من ثلث التباين في عائدات الأصول لدى هذه البلدان. ويؤكد هذا أهمية مراعاة صناع السياسات في كل من الاقتصادات المتقدمة والأسواق الصاعدة لتطورات الاقتصاد والسياسات في الأسواق الصاعدة عند إجراء تقييم للأوضاع الاقتصادية الكلية والمالية المحلية. فدرجة الاندماج المالي في أي اقتصاد من الأسواق الصاعدة تؤثر أكثر مما يؤثر حجمه الاقتصادي واندماجه التجاري في تحديد أهميته كمستقبل للتداعيات وناقل لها. وعلى سبيل المثال، يفسر مستوى الاندماج السبب في أن العدوى المالية البحتة من الصين لا تزال أقل تأثيراً في الوقت الذي يتزايد فيه تأثير صدمات النمو الصيني على عائدات

الأسهم في كل من الأسواق الصاعدة والاقتصادات المتقدمة. ومع استمرار نمو دور الصين في النظام المالي العالمي، ستتزايد أهمية الإفصاح عن قراراتها المتعلقة بالسياسات على نحو واضح وجيد التوقيت، ومراعاة الشفافية في أهدافها المتوخاة من السياسات، وما تعتمد من استراتيجيات لتحقيقها. ونظرا لما يكتسبه اقتراض الشركات وتدفقات صناديق الاستثمار المشترك من أهمية واضحة في تضخيم تداعيات الصدمات، سيكون من الضروري تطويع الرقابة والسياسات الاحترازية الكلية لمقتضيات احتواء المخاطر النظامية التي تنقلها هذه القنوات.

ومن ناحية أخرى، ينبغي العمل على زيادة مرونة السيولة السوقية. فكما ورد بالنقاش في التقارير السابقة، ينبغي اتباع منهج شامل لتخفيض مخاطر السحب الجماعي للسيولة من صناديق الاستثمار المشترك وزيادة ما يقدم في الأسواق من خدمات السيولة، لتجنب مخاطر تضخيم الصدمات التي تصيب الأسواق.

إن الخسائر المحتملة كبيرة. ومن ثم، يتعين أولا تجنب ازدياد مخاطر ضعف النمو وعدم الاستقرار. ثم يتعين تقوية النمو وتحسين الاستقرار المالي بدرجة تتجاوز توقعات السيناريو الأساسي. ومن الضروري وضع جدول أعمال طموح للسياسات، يتألف من مزيج سياسات أكثر توازنا ونجاعة، بما في ذلك إجراء إصلاحات مالية أقوى إلى جانب الاستمرار في سياسة التيسير النقدي. وستساعد زيادة الثقة في السياسات على تخفيض مواطن الضعف القائمة، وإزالة أجواء عدم اليقين، وبدء حلقة من الآثار المرندة الإيجابية بين الأسواق والاقتصاد العيني.