

زادت المخاطر المالية منذ نشر عدد إبريل ٢٠١١ من تقرير الاستقرار المالي العالمي (GFSR) لثلاثة أسباب. أولاً، رغم أن السيناريو الأساسي لا يزال قائماً على التعافي العالمي متعدد السرعات، فقد أصبح هذا السيناريو أكثر عرضة لمخاطر التطورات دون المتوقعة. ثانياً، هناك قلق يتصل بمدى استمرارية القدرة على تحمل الديون ودعم جهود التصحيح في بلدان أوروبا الهامشية، مما ينشئ ضغوطاً سوقية ويثير مخاوف السوق من احتمال انتقال العدوى. وتؤدي المخاطر السياسية إلى إثارة تساؤلات أيضاً حول تصحيح أوضاع المالية العامة على المدى المتوسط في عدد قليل من البلدان المتقدمة، وأبرزها الولايات المتحدة واليابان. ثالثاً، على الرغم من بعض التراجع في الإقبال على تحمل المخاطر مؤخراً، فإن استمرار أسعار الفائدة المنخفضة لفترة مطولة يمكن أن يدفع المستثمرين نحو أصول أكثر خطراً في سياق "السعي لتحقيق العائد". ومن شأن هذا الاتجاه العام أن ينشئ اختلالات مالية في المستقبل، لا سيما في بعض الأسواق الصاعدة. وإزاء هذه التوترات، تظل هناك تحديات عميقة الجذور. ورغم إحراز تقدم بالفعل، فإن التحسينات التي أكسبت النظام المالي صلابة أكبر لا تزال غير كافية حتى الآن. وقد ينتهي الأمر بأن ينفد صبر الأسواق وتشيع فيها الفوضى إذا ما أسفرت التطورات السياسية عن عرقلة الزخم الداعم لضبط أوضاع المالية العامة ومعالجة الخلل في القطاع المالي وإصلاحه. ونظراً لهذه المخاطر، ينبغي أن يعجل صناع السياسات باتخاذ الإجراءات اللازمة لمعالجة مواطن الضعف المالي طويلة الأمد على النحو الموضح في تقرير الاستقرار المالي العالمي، قبل ضياع الفرصة السانحة لذلك.

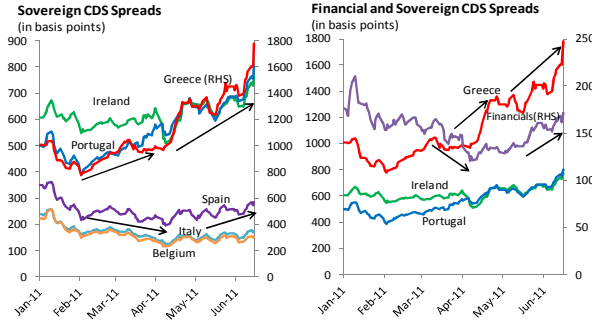
### الأسواق تحدد ثمن التباطؤ في منتصف الدورة

#### الاقتصادية

ففي الولايات المتحدة، انخفضت معدلات العائد الحقيقي على سندات الخزنة الأمريكية وبدأت تفرض ضغوطاً على الأصول عالية المخاطر، متأثرة بالمخاوف من انخفاض معدلات النمو والتي ترجع جزئياً إلى عودة الضعف في أسواق الإسكان. وبشكل أعم، مع بدء المستثمرين في التحول من الأسهم إلى السندات، تراجعت أسواق الأسهم العالمية بعد الذروة التي بلغت في نهاية إبريل الماضي. وهبطت أسعار السلع الأولية ولا تزال شديدة التقلب مع تقلص صافي المراكز الدائنة في أسواق السلع المستقبلية.

لا يزال السيناريو الأساسي قائماً على التعافي الاقتصادي متعدد السرعات، على النحو الموضح في تقرير مستجدات آفاق الاقتصاد العالمي. وكان تعافي الاقتصاد العالمي من أهم العوامل التي ساهمت في تحسن توقعات الاستقرار المالي الواردة في عدد إبريل من تقرير الاستقرار المالي العالمي، مما ساعد على تقوية الميزانيات العمومية في القطاعين الخاص والمصرفي. غير أن المفاجآت السلبية التي حملتها البيانات الاقتصادية الأخيرة تجعل المستثمرين يعيدون النظر في مدى سرعة هذا التعافي ودرجة قوته (الشكل البياني ١).

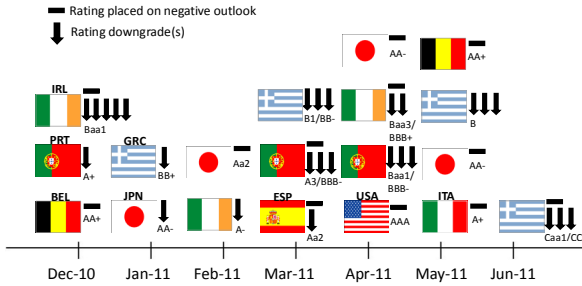
Figure 2. Contagion Risks Are Rising in the Euro Area Periphery



Source: Bloomberg, L.P.

مسار المالية العامة في الولايات المتحدة، نظرا لعدم تحقيق تقدم ملموس في كسر حالة الجمود السياسي القائمة حول كيفية تنفيذ الضبط اللازم لأوضاع المالية العامة. وبالنسبة للمدى القريب، ركزت الأسواق على احتمال الإخفاق في رفع الحد الأقصى للديون، وهو ما أشارت تقديرات السلطات الأمريكية إلى أنه سيصبح ملزما في بداية شهر أغسطس، ما لم تتخذ أي إجراءات حياله. وقد

Figure 3. The Ratings Outlooks in Some Advanced Economies Have Been Downgraded



Sources: Fitch, Moody's, and Standard &amp; Poor's.

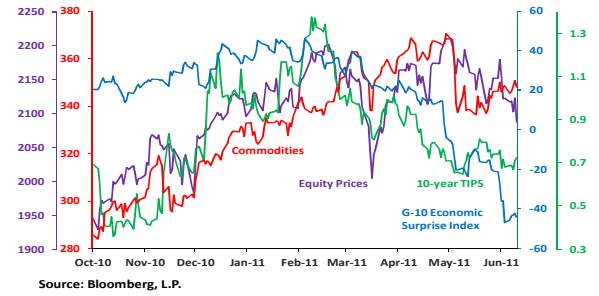
Notes: When there were downgrades by both Standard & Poor's and Fitch, the rating shown is S&P's. Number of arrows correspond to the number of notches downgraded and, whenever there were downgrades from more than one agency, the biggest downgrade is shown.

أدت مخاطر التوقف المؤقت عن السداد إلى رفع فروق التأمين على مبادلات مخاطر الائتمان الأمريكية قصيرة الأجل إلى أعلى من تلك المسجلة في بعض البلدان المصنفة في مرتبة ائتمانية أدنى من المرتبة AAA المعطاة للولايات المتحدة. وحتى هذه المرتبة أصبحت موضع شك بعد التوقعات السلبية التي أصدرتها مؤسسة ستاندرد أند بور في شهر إبريل الماضي. وبالنسبة لليابان، خفضت هيئات التصنيف الائتماني مرتبة توقعاتها السيادية على خلفية المخاوف المحيطة بمدى قدرة الحكومة على تخفيض العجز.

زادت حدة القلق بشأن مدى استمرارية القدرة على تحمل الديون ودعم جهود التصحيح في بلدان منطقة اليورو الهامشية ...

عادت شكوك الأسواق من جديد بشأن مدى استمرارية القدرة على تحمل الديون ودعم برامج التصحيح في البلدان الأوروبية الهامشية الصغرى. فقد ارتفعت فروق التأمين على مبادلات مخاطر الائتمان في اليونان إلى مستويات قياسية جديدة وسط أجواء القلق بشأن توافر

Figure 1. Mid-Cycle Slowdown



Source: Bloomberg, L.P.

العزيمة السياسية اللازمة لتنفيذ التصحيح وتأمين التمويل المطلوب. وأدى ذلك بدوره إلى عودة الأسواق للتركيز على احتمال انتقال الصدمات من الكيانات السيادية إلى البنوك نظرا لأن النظم المصرفية في بلدان أوروبا الرئيسية لا يزال لديها انكشافات كبيرة تجاه البلدان الهامشية (الشكل البياني ٢). وعند وقوع حدث سوقي مهم، يمكن أن تنتقل الصدمة إلى خارج منطقة اليورو عن طريق الانكشافات عبر الحدود وكذلك تراجع الإقبال على تحمل المخاطر بوجه عام.

... بينما ساءت توقعات المخاطر السيادية في بعض الاقتصادات الأكبر.

امتدت الإجراءات المتعلقة بالتصنيفات السيادية السلبية لتشمل بلدانا في منطقة اليورو بخلاف اليونان وأيرلندا والبرتغال (الشكل البياني ٣). ويأتي ذلك انعكاسا للمخاوف السائدة من تعذر الوصول إلى توافق الآراء السياسي المطلوب لضبط أوضاع المالية العامة وإجراء الإصلاحات الهيكلية. وتتزايد مخاوف الأسواق أيضا تجاه

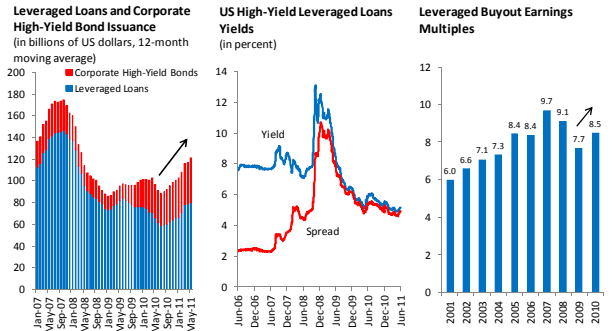
مضاعفات التمويل المقترض السائدة قبل الأزمة. ورغم أن المبلغ الكلي للرفع المالي المقدم لا يزال أقل بكثير مما كان قبل الأزمة، فإن المستثمرين في سندات الشركات والقروض التمويلية مرتفعة العائد بدأوا يقترضون مؤخرا بمضاعفات ربحية أعلى لا تقل كثيرا عن مستويات عام ٢٠٠٧.

ورغم توترات السوق في الآونة الأخيرة، فإن "السعي لتحقيق العائد" يعمل أيضا على تشجيع التدفقات إلى الأسواق الصاعدة، لا سيما أسواق ديون الشركات. وغالبا ما تؤدي هذه التدفقات الداخلة، رغم تقلبها، إلى تضخيم السيولة المحلية الوفيرة بالفعل. وإذا استمرت هذه الأوضاع، فسوف تهدد بالمبالغة في التقييمات وزيادة المخاوف من أن تكون بعض البلدان قد بدأت تعود إلى الرفع المالي بأسرع مما ينبغي. وقد كانت التدفقات قوية إلى صناديق الاستثمار المشترك لديون الأسواق الصاعدة تتسم (لا يفوقها إلا الصناديق مرتفعة العائد وصناديق السلع الأولية كنسبة من مجموع المبالغ القائمة). وحتى الأحجام غير المسبوقة لإصدارات سندات الشركات في الأسواق الصاعدة لا تستطيع مجاراة الطلب عليها، كما أن ممارسات العناية الواجبة في التحقق من المستثمرين أخذت في التراجع. وفي الربع الأول من عام ٢٠١١، وصلت الإصدارات الخارجية لسندات الشركات في الأسواق الصاعدة إلى أعلى مستوياتها المسجلة في الثلاث سنوات الماضية، حيث بلغت ٦٥ مليار دولار تقريبا، وتتوقع الأسواق تسجيل رقم قياسي في الإصدارات للعام ككل (الشكل البياني ٥). وثمة اتجاه متزايد لاعتبار سندات شركات الأسواق الصاعدة بديلا لسندات الشركات الأمريكية عالية العائد - حيث توفر قيمة سوقية مماثلة، ورفعا ماليا أقل، وعائدات أعلى لنفس التصنيفات الائتمانية، مما يجعل مثل هذه السندات جذابة لقاعدة عريضة من المستثمرين. وعلى الرغم من أن ذلك قد يمثل تطورا صحيا من حيث إتاحتها الفرصة لبعض

## استمرار أسعار الفائدة الصفرية لفترة مطولة يشجع المخاطرة، بما في ذلك "السعي لتحقيق العائد"

تشجع أسعار الفائدة المنخفضة في الاقتصادات المتقدمة على ظهور جيوب في الاقتصاد يعود من خلالها الرفع المالي عن طريق تخفيض التكلفة "الشاملة" لرأس المال المقترض على الشركات المقترضة. ويشجع ذلك المستثمرين على استخدام الرفع المالي لتحقيق عائد مجز بالقدر الكافي على أسهم رأس المال. ورغم أن فرق العائد لا يزال أعلى من مستويات ما قبل الأزمة، فإن الانخفاض الشديد في أسعار الفائدة قصيرة الأجل يعني أن تكلفة الدين انخفضت الآن عما كانت عليه من قبل، سواء بالنسبة للدين بسعر فائدة متغير أو بسعر فائدة

Figure 4. High-Yield Debt Issuance Has Surged, Spreads Have Dropped and Leverage Has Increased



Sources: Barclays Capital; Bloomberg, L.P.; Dealogic; S&P/LCD; and IMF staff estimates.

ثابت. ومع هذا الانخفاض في تكلفة الاقتراض تكون نسب خدمة الدين أفضل، حتى في حالة أعباء الديون الأكبر، مما يسمح للشركات بالاعتماد في عملها على مستوى أعلى من الرفع المالي (الشكل البياني ٤).

ومع تحسن أسعار القروض التمويلية (بعد التخفيضات العميقة في الفترة ٢٠٠٨-٢٠٠٩) وهبوط العائد، يتزايد اتجاه المستثمرين حاليا نحو الهندسة المالية لتحقيق عائدات من رقمين. وتشير معاملات الأسهم الخاصة، سواء الجديدة أو المعاد تمويلها إلى أن الميزانيات العمومية للشركات ذات الصلة تقترب بخطى حثيثة من

وإذا تسببت هذه التدابير في حدوث تباطؤ حاد في النشاط الاقتصادي على غير المتوقع، فسيكون التأثير أكبر على أسعار العقارات. وأحد أسباب ذلك هو تاريخ الاستثمار العقاري القوي في الماضي القريب، بما في ذلك استثمارات السلطات المحلية في سياق التدابير التنشيطية المتخذة لمواجهة الأزمة العالمية.

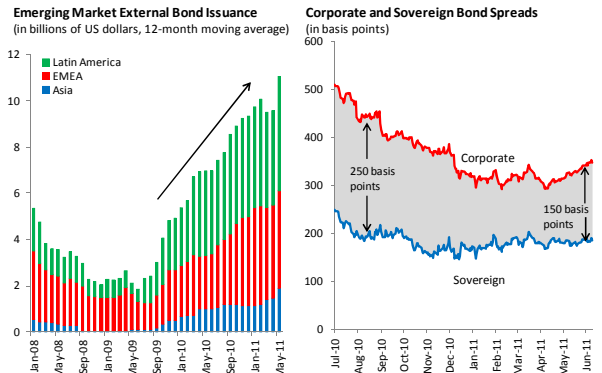
### على صناع السياسات السعي لإحراز تقدم سريع في تعزيز صلابة النظام المالي

لا تزال هناك تحديات عميقة الجذور، حتى وإن كانت البيئة عالية التيسير على مستوى السياسة النقدية وأوضاع السيولة تحجب وراءها مكامن الخطر. وهناك فرصة سانحة في الوقت الراهن لتهيئة النظام المالي والاقتصادي لمواجهة الصدمات النظامية المحتملة، لا سيما بتوضيح الحلول المتاحة على مستوى منطقة اليورو لمواجهة التوترات في البلدان الهامشية، لكنها قد تتبدد بشكل مفاجئ. فقد تضيع هذه الفرصة بفعل تطورات السوق إذا زاد العزوف عن المخاطر بشكل مفاجئ (ربما نتيجة عوامل غير ذات صلة) فأدى ذلك إلى تراجع في مدى احتمال أطراف السوق لحلول السياسة غير المكتملة. وقد تضيع الفرصة أيضا بسبب التطورات السياسية، إما لأن برامج التصحيح تفقر إلى الدعم السياسي في البلدان المدينة، أو لأن الجماهير في البلدان الدائنة قد تضيق ذرعا بالاستمرار في تمويل تلك البرامج.

ومن ثم يتعين تأمين نظام مالي أكثر صلابة، لا سيما في أوروبا، للتأهب لمواجهة الصدمات. وسوف يقتضي ذلك اتخاذ إجراءات منسقة وعابرة للحدود على مستوى السياسات. ورغم ما أحرز من تقدم في إصلاح النظام المصرفي، فإن وتيرة هذا التقدم شديدة البطء. أولاً، لا تزال تحديات التمويل التي تواجه البنوك قائمة. وقد ارتفع العائد على السندات المصرفية، ولا تزال بعض البنوك

الشركات للحصول على رأس المال اللازم لها بعد أن كانت عاجزة عن تدبير احتياجاتها الائتمانية، فإن الخطر المصاحب يكمن في انتقال رؤوس أموال مفرطة بسرعة شديدة إلى الأسواق الصاعدة إذا ما استمر هذا الاتجاه. وينشأ عن ذلك احتمال سوء تسعير الائتمان أو حدوث تحول مفاجئ في اتجاه التدفقات أو كليهما، إذا ما أدت الأحداث المعاكسة إلى تراجع سريع في الإقبال على المخاطرة.

Figure 5. The Search for Yield Has Spilled Over into EM Corporate Debt



Sources: Bloomberg, L.P., Bond, Equity and Loan database of the IMF sourced from Dealogic; and IMF staff estimates.

وبينما لا توجد أدلة تُذكر على وجود مبالغة عامة في تقييم أسعار الأصول في الأسواق الصاعدة، فإن أحد مصادر القلق في الآونة الأخيرة يتمثل في القطاع العقاري في الاقتصادات الآسيوية الصاعدة سريعة النمو، وربما في عدد قليل من بلدان مناطق الأسواق الصاعدة الأخرى. وقد يكون هناك تراجع في معدل ارتفاع أسعار العقارات في آسيا (ربما باستثناء منطقة هونغ كونغ الصينية الإدارية الخاصة) مع التدابير الاحترازية الكلية والإدارية الجريئة، إلى جانب بعض الانخفاض في النمو الاقتصادي. غير حدوث هبوط حاد في النمو قد يسفر عن تصحيح كبير في أسعار العقارات، نظرا لمستوياتها التي لا تزال مرتفعة في عدة أسواق.

وتتركز في الصين مخاوف الأسواق المالية بشأن أسعار العقارات. فقد قام البنك المركزي بتشديد السياسات المالية ورفع أسعار الفائدة الأساسية بغية إبطاء وتيرة التضخم.

وينبغي أن يعمل صناع السياسات في الأسواق الصاعدة على درء مخاطر النشاط الاقتصادي المحموم وتراكم الاختلالات المالية وسط أجواء النمو الائتماني القوي والتضخم المتزايد، والتي تزداد تفاقماً مع التدفقات الرأسمالية الداخلة في بعض البلدان. وهناك اتجاه متزايد نحو الرفع المالي أيضاً في قطاع الشركات، كما يوجد عدد متزايد من الشركات الضعيفة التي يتاح لها النفاذ إلى أسواق رأس المال. وقد يترتب على ذلك زيادة تعرض الميزانيات العمومية في قطاع الشركات لمخاطر الصدمات الخارجية. وفي ظل ضغوط الطلب المحلي القوية، لا سيما في آسيا الصاعدة وأمريكا اللاتينية، يتعين اتخاذ تدابير اقتصادية كلية لتجنب فورة النشاط الاقتصادي وتراكم المخاطر المالية وتراجع مصداقية السياسات. ومن شأن استخدام أدوات السلامة الاحترازية الكلية، وفي بعض الحالات الاستخدام المحدود لقيود رأس المال، أن يساهم بدور داعم في إدارة تدفقات رؤوس الأموال والآثار المترتبة عليها. غير أن ذلك لا يمكن أن يكون بديلاً لاعتماد سياسات ملائمة للاقتصاد الكلي.

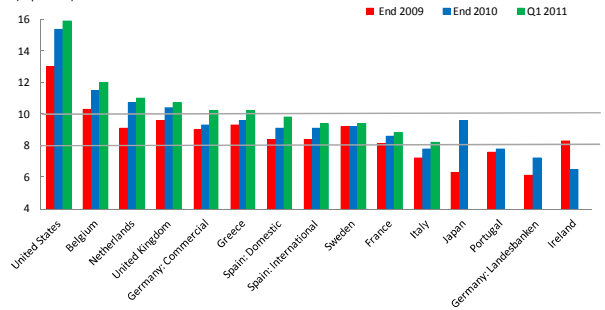
وفي المجمل، يجب أن يبادر صناع السياسات بالتحرك لزيادة صلابة النظام المالي:

- فقد عادت مخاطر التطورات دون المتوقعة لتحتل موقع الصدارة، بما في ذلك احتمال أن يكون تعافي الاقتصاد العالمي أكثر هشاشة مما كان متوقعا، ومن ثم فإن الوقت اللازم لمعالجة مواطن الضعف ربما يكون في طريقه إلى النفاذ.
- وفي نفس الوقت، ضاق الحيز المتاح لاتخاذ إجراءات تكفل مكافحة الصدمات، وخاصة عن طريق الروافع التقليدية لسياسة المالية العامة والسياسة النقدية.

في البلدان الأوروبية الهامشية تعتمد اعتمادا كبيرا على البنك المركزي الأوروبي في دعم السيولة. وتعرض البنوك لمخاطر زيادة نقص التمويل وسيكون عليها التعجيل بتجديد الديون التي يحل موعد استحقاقها.

ثانياً، لم تنته بعض البنوك حتى الآن من تخليص ميزانياتها العمومية من مكامن الخطر بالقدر الكافي، مما يترك قدراً كبيراً من عدم اليقين بشأن جودة الأصول مع حيازة أصول موروثة ووجود انكشافات كبيرة تجاه القطاع العقاري. ثالثاً، يتعين التعجيل بإعادة الرسملة لتوفير هوامش أمان للوقاية من خسائر الأصول أو

Figure 6. Bank Capitalization Is Improving, but Unevenly  
Selected Bank Core Tier 1 Capital Ratios  
(in percent)



Sources: Bankscope; SNL Financial; and IMF staff estimates.

صدمات السيولة (الشكل البياني ٦). وسوف تكون الاختبارات المقبلة لقياس القدرة على تحمل الضغوط والتي تجريها "الهيئة المصرفية الأوروبية" (European Banking Authority) بمثابة فرصة كبيرة لتحديث إجراءات تقييم المخاطر في النظام المصرفي الأوروبي ولمعالجة مواطن ضعف البنوك التي أبرزها عدد إبريل من تقرير الاستقرار المالي العالمي. وإذا تبين وجود فجوات رأسمالية محتملة، فسوف يكون من الضروري وضع خطط واضحة لسد هذه الفجوات بسرعة، مع تسوية أوضاع البنوك التي لا تمتلك مقومات الاستمرار.

وفي الختام، لا بد أن يرسم صناع السياسات مسارا داعما للتعافي دون السماح بتراكم المخاطر المفرطة في المستقبل. ومن المرجح أن ينطوي ذلك على تحديات كبيرة في الأسواق الصاعدة التي يواجه فيها صناع السياسات ضغوطا تضخمية واختلالات مالية متزايدة. وسيقتضي ذلك بدوره تشديد سياسات الاقتصاد الكلي واستخدام تدابير السلامة الاحترازية الكلية.

• ومن ثم، تتضح الأهمية القصوى لتقوية النظام المالي بالقدر الذي يسمح له بتحمل الصدمات الكبرى المحتملة، مما يمكنه من دعم التعافي الجاري. وفيما يلي أهم الأولويات: أولاً، زيادة صلابة النظام المالي الحالي، لا سيما لتتقيته من موروثة الأزمة في الاقتصادات المتقدمة. ثانياً، ضرورة استكمال برنامج الإصلاح المالي بأسرع ما يمكن.