

تقرير الاستقرار المالي العالمي

الفصل الثاني بعنوان "سياسات تيسير الأوضاع المالية، وتزايد الاعتماد على الرافعة المالية، ومخاطر عدم الاستقرار المالي الكلي"

دخل القطاع غير المالي في أزمة جائحة COVID-19 بمستويات عالية من الرافعة المالية، وذلك على خلفية المبالغة في انتهاج سياسات نقدية توسعية للبنوك المركزية الكبرى منذ الأزمة المالية العالمية، وقد زادت ديون القطاع غير المالي في جميع أنحاء العالم من 138% إلى 152% من إجمالي الناتج المحلي خلال العقد المنتهي بعام 2019. وبينما بلغت مستوى قياسي بنسبة 91% من إجمالي الناتج المحلي في نهاية عام 2019 للقطاع غير المالي في كل من اقتصادات الأسواق المتقدمة والناشئة، شهدت ديون الأسر ارتفاع بشكل حاد في الاقتصادات الناشئة وانخفاض في الاقتصادات المتقدمة، حيث بلغت 60% على مستوى العالم في نهاية عام 2019.

وقد أدت الأزمة إلى تقليص التدفقات النقدية لقطاع الشركات، وما صاحب ذلك من تأثير سلبي على معدلات التوظيف، وبالتالي زادت الاحتياجات التمويلية للأسر. وقد أدى الدعم غير المسبوق للسياسة النقدية والمالية الذي تم إطلاقه خلال مرحلة احتواء الوباء إلى تخفيف الخلل الوظيفي في السوق، وتخفيف الأوضاع المالية، والحفاظ على تدفق الائتمان إلى الأسر والشركات. إلا أنه جاء على حساب المستويات المتزايدة للديون في معظم الاقتصادات، إذ زادت ديون الشركات غير المالية العالمية وديون أصحابها بمقدار 11% و5% من الناتج المحلي الإجمالي، على التوالي بين نهايتي عام 2019 والرابع الثالث من عام 2020. كما ساهمت الانخفاضات الحادة في الإنتاج، لا سيما في الأسواق الناشئة، في الزيادات الأخيرة في مستويات الديون ونسبتها إلى الناتج المحلي الإجمالي خلال أزمة COVID-19. وفي حين أن سياسات تيسير الأوضاع المالية لا تزال مطلوبة لدعم التعافي الذي لا يزال في بدايته، فإنها قد تسفر عن زيادة تراكم الرافعة المالية وتفاقم مخاطر تدهور النشاط الاقتصادي في المستقبل.

في ضوء ما تقدم، ونتائج التحليل الاقتصادي القياسي لبيانات سنوية لعينة من 29 اقتصادًا (19 متقدمًا + 10 ناشئة) بغرض التحقق من الآثار المترتبة على المستويات الحالية المرتفعة للرافعة المالية، وتحديد المخاطر المحتملة على الاستقرار المالي الكلي التي قد تنشأ عن ارتفاع معدلات الائتمان، تمكن التقرير من الرد على ثلاثة استفسارات رئيسية، كما يلي:

1) كيف تؤثر الظروف المالية على الرافعة المالية؛

أظهر التحليل التجريبي أن الظروف المالية الأكثر مرونة ترتبط بالفعل بزيادة في الرافعة المالية للقطاع غير المالي على المدى القصير والمتوسط. ففي كافة اقتصادات العينة، وجد أن تيسير الأوضاع المالية بمقدار وحدة واحدة على مدى ثلاث سنوات يتبعه زيادة في ديون الشركات غير المالية بنسبة 4% من الناتج المحلي الإجمالي، والرافعة المالية للأسر بمقدار 1.5% من الناتج المحلي الإجمالي على مدى ثلاث سنوات. وبشكل عام، تشير هذه النتائج إلى أن تيسير الأوضاع المالية يرتبط بتراكم أسرع للرافعة المالية، وأن هذا الارتباط يصبح أقوى في أوقات النمو الائتماني المرتفع.

(2) ما هي آثار الرافعة المالية على الاستقرار المالي؛

تظهر نتائج الدراسة أن مخاطر الاستقرار المالي التي تنعكس على مخاطر تدهور النشاط الاقتصادي على المدى المتوسط تميل إلى أن تتضخم بسبب سياسات التيسير المالي وسرعة تنامي الرافعة المالية لكل من الشركات غير المالية والأسر. لذا، يحتاج صانعو السياسات إلى البقاء على دراية بمخاطر الاستقرار المالي في مرحلة ما بعد التعافي من الوباء.

(3) هل يمكن للسياسات الاحترازية الكلية أن تساعد على معالجة المفاضلة بين خيارين؛

في ظل مواجهة صانعو السياسة ضرورة المفاضلة بين الإستمترار في الحد من التداعيات السلبية الناتجة عن الوباء أو الحماية من تصاعد مخاطر الاستقرار المالي في المستقبل، يمكن توظيف الأدوات الاحترازية الكلية للتغلب على الآثار السلبية وتعزيز المرونة، وذلك من خلال؛ استهداف المقترضين أو المقرضين، حيث يمكن تطبيق إجراءات أهلية المقترضين أو استهداف حدود للسيولة في البنوك. كما تشير النتائج أيضاً إلى أن التشديد الاحترازي الكلي يمكن أن يساعد في تعويض تدهور النشاط الاقتصادي الذي قد يحدث على المدى المتوسط المرتبط بتيسير الأوضاع المالية.

وهو ما يشير إلى أن السياسات الاحترازية الكلية تلعب دورين مهمين فيما يتعلق بمخاطر الاستقرار المالي؛ **أولهما**، يساعد تشديد الإجراءات المستهدفة على تخفيف أو حتى انعكاس تراكم الرافعة المالية، لا سيما أثناء فترات ازدهار الائتمان.

وثانيهما، يساهم التشديد العام في التخفيف من المفاضلة، إما من خلال تقليل مخاطر الجانب السلبي بشكل مباشر أو مواجهة المخاطر الناتجة عن التيسير المالي عندما تنمو الرافعة المالية بسرعة.

أما التوقيت الملائم لتوظيف الأدوات الاحترازية الكلية، فينبغي أن يتحدد حسب ظروف كل دولة على حدة، حيث يعتمد بدرجة كبيرة على وتيرة التعافي، ومواطن الضعف فيما بعد الأزمة، ومجموعة أدوات السياسة المتاحة لصناع السياسات. ولكن نظراً لإمكانية وجود فواصل زمنية بين تفعيل هذه الأدوات وتحقيق أثرها الكامل، فينبغي أن يبادر صناع السياسات باتخاذ إجراءات مبكرة لتشديد بعض الأدوات الاحترازية الكلية بغية التصدي لمواطن الضعف المالي المتزايدة. وفي هذا الخصوص، يؤكد الاعتماد المتزايد على توظيف الأدوات الاحترازية الكلية للتخفيف من مخاطر الاستقرار المالي، على أهمية الحد من التسربات المحتملة، مما يضعف فعالية هذه الأدوات وذلك مع انتقال التمويل بشكل متزايد من البنوك إلى المؤسسات المالية غير المصرفية. وبالتالي، ينبغي بذل الجهود بشكل عاجل لمواصلة تطوير مجموعة أدوات للوسطاء الماليين غير المصرفيين، نظراً للتحديات التي تواجه تصميم وتفعيل الأدوات الاحترازية الكلية ضمن الأطر الحالية.

الفصل الثالث بعنوان "مخاطر الاستقرار المالي أثناء أزمة كوفيد-19 وما بعدها"

لقد أثرت أزمة فيروس كورونا سلباً على القطاع العقاري التجاري، والذي يشمل في هذا التقرير العقارات التي كان الغرض الأساسي من تملكها الحصول على عوائد استثمارية. فقد انخفض حجم معاملات العقارات التجارية وأسعارها على مستوى العالم خلال الربع الثاني من عام 2020 كنتيجة أساسية للإجراءات التي تم اتخاذها بهدف احتواء الوباء والحفاظ على التباعد الاجتماعي، والتي أثرت سلباً على الأنشطة الاقتصادية وحدثت من الطلب على العقارات التجارية. إلا أن هذا القطاع قد بدأ في التعافي في بعض الدول الآسيوية.

هذا وتعد الفنادق وعقارات مؤسسات التجزئة والمكاتب من أكثر شرائح القطاع العقاري التجاري التي تأثرت سلباً، بينما كانت العقارات التجارية الصناعية في وضع أفضل نسبياً. وجاء ذلك في ظل التزايد الكبير في اعتماد المستهلكين على التجارة الإلكترونية بدلاً من الشراء من المحال التجارية، وكذا الاتجاه نحو العمل من المنزل.

وفيما يلي عرضاً لتقييم المخاطر المحتملة المرتبطة بالقطاع العقاري التجاري على الاستقرار المالي من خلال مناقشة خمسة نقاط أساسية:

أولاً: علاقة القطاع العقاري التجاري بالاستقرار المالي

توجد ثلاث قنوات رئيسية يؤثر من خلالها انخفاض أسعار العقارات التجارية على الاستقرار المالي، خاصة في حالة وجود نقاط ضعف مالية أخرى:

1- **الملاءة المالية للبنوك**، حيث أن البنوك تتعرض للمخاطر الائتمانية نتيجة منحها قروض متعلقة بهذا القطاع في حالة تعثر العملاء عن السداد، كما تتعرض لمخاطر السوق من خلال حيازتها لأوراق مالية مضمونة بالرهن العقاري في حالة الانخفاض الكبير في أسعار تلك الأوراق المالية. وفي تلك الحالة تتعرض البنوك لخسائر تؤدي في النهاية إلى الحد من المعروض الائتماني في الاقتصاد.

2- **الضمانات**: ويأتي ذلك نتيجة استخدام العقارات التجارية كضمان لحصول الشركات غير المالية على ائتمان من المؤسسات المالية. وقد يؤدي انخفاض قيمة العقارات التجارية إلى انخفاض اقتراض تلك الشركات وبالتالي انخفاض استثماراتها الأمر الذي قد يترتب عليه انخفاض النشاط الاقتصادي بوجه عام. وبالطبع يؤثر أيضاً انخفاض قيمة العقارات التجارية المستخدمة كضمان سلباً على قيمة أصول البنوك المرجحة بالمخاطر.

3- **المؤسسات المالية غير المصرفية** (كشركات التأمين وصناديق التقاعد والصناديق الاستثمارية): ففي حالة انخفاض أسعار العقارات التجارية ستخفض بالتالي الأصول في حوزة تلك المؤسسات. كما قد تضطر إلى بيع تلك الأصول مما يترتب عليه تأثير سلبي كبير على الأسعار، وقد تتأثر أيضاً الملاءة المالية للبنوك التي منحت تلك المؤسسات قروضاً.

ومن الجدير بالذكر أن القطاع المذكور كان مصدراً للعديد من الصدمات المالية أو مصدراً لزيادة تداعيات تلك الصدمات، كان أبرزها الأزمة المالية عام 2007. وعلى الرغم من أن هذا القطاع ليس مصدر الأزمة حالياً إلا أنه يمثل خطراً كبيراً على الاستقرار المالي لكبر حجمه والتوقعات المستقبلية المرتبطة به. فعلى سبيل المثال، قد بلغت نسبة أصول هذا القطاع نحو 20% في المتوسط من الناتج المحلي الإجمالي عام 2019 في الاقتصادات الكبرى والناشئة (مقابل 17% منذ عشر سنوات). كما أن البنوك تواجه مخاطر متعلقة بهذا القطاع حالياً، خاصة وأن ما يزيد على 50% من إجمالي إقراض البنوك للمؤسسات غير المالية كان مرتبط بهذا القطاع في دول مثل الولايات المتحدة وعدد من الدول الأوروبية عام 2019.

ثانياً: مدى انكشاف القطاع العقاري التجاري للمخاطر قبل جائحة كورونا

معظم الدول لم تكن تعاني من تقلبات كبيرة في أسعار تلك العقارات قبل الجائحة، بل على العكس شهدت أسعارها ارتفاعات في العديد من الدول، فعلى سبيل المثال؛ تضاعفت قيمة أسعارها الوسيطة في دول كالسويد والولايات المتحدة خلال الفترة من

عام 2009 وحتى عام 2019 في ظل انخفاض أسعار الفائدة لفترة طويلة. غير أن أسعار بعض تلك العقارات الخاصة بتجارة التجزئة كان قد بدأ في الانخفاض مع تزايد اعتماد المستهلكين على التجارة الإلكترونية، في الوقت الذي كانت أسعار العقارات الأخرى مستمرة في الارتفاع.

ثالثاً: الأثر المتوقع للتغيرات الهيكلية المحتملة بعد الوباء على قيمة العقارات التجارية

في عام 2020 بدأت تظهر اختلالات في أسعار العقارات التجارية مع انخفاض الطلب الكلي وصافي الدخل. وبتحليل سيناريو حدوث تغير هيكلي في الطلب على تلك العقارات في المستقبل كالتحول بدرجة أكبر نحو التجارة الإلكترونية والعمل عن بُعد، يلاحظ أن تأثير ذلك على أسعار تلك العقارات من التحديات الكبيرة في المستقبل. ففي ظل فرضية استمرار زيادة هذين العاملين خلال السنوات الخمس المقبلة، يتوقع أن تؤدي زيادة المساحات الشاغرة في العقارات التجارية بمقدار 5 نقاط مئوية إلى انخفاض في القيمة العادلة لتلك العقارات بمعدل 15%.

رابعاً: أثر الاختلالات السعرية والانخفاضات المفاجئة في أسعار تلك العقارات على الاستقرار المالي

تمت الإشارة مسبقاً إلى علاقة القطاع المذكور بالاستقرار المالي الكلي، وسيتم هنا تحديد الأثر المتوقع لحدوث صدمات في هذا القطاع مستقبلاً من خلال ثلاث نقاط رئيسية:

- 1- المخاطر المرتبطة بنمو الناتج المحلي الإجمالي: من الممكن أن يترتب على الاختلالات السعرية في هذا القطاع زيادة الأثر السلبي للصدمات الاقتصادية على نمو الناتج المحلي الإجمالي.
- 2- التأثير السلبي على ربحية القطاع المصرفي وملاءته المالية: فانخفاض أسعار تلك العقارات يترتب عليه تدهور جودة محفظة القروض المصرفية، وخسائر ائتمانية، وتراجع الإيرادات، وهو ما قد يصاحبه تدهور معدل كفاية رؤوس أموال البنوك، وقد يصل الأمر إلى تعثرها.
- 3- انخفاض استثمارات الشركات: في ظل ارتفاع حجم حيازة المؤسسات غير المالية لتلك العقارات، فإن الانخفاض الكبير في أسعارها من شأنه التأثير سلباً على الاقتصاد ككل من خلال التأثير على استثمارات تلك المؤسسات، وما تم تقديمه كضمانات للحصول على قروض.

خامساً: أثر السياسات الاحترازية الكلية على أسعار العقارات التجارية مستقبلاً

من الممكن أن تؤدي السياسات الاحترازية الكلية إلى تخفيف المخاطر المترتبة على حدوث تغييرات سعرية حادة في هذا القطاع، وذلك من خلال العمل على خفض تعرض ميزانيات كل من المقرضين والمقرضين لمخاطر هذا القطاع. وذلك من خلال إجرائيين أساسيين:

- 1- اتباع إجراءات تستهدف القطاع مباشرة: وذلك عن طريق تقييد الحصول على قروض مرتبطة بالعقارات التجارية مثل وضع حد أقصى لقيمة القرض بناء على نسبته إلى قيمة العقار، أو من خلال وضع حد أقصى لنسبة خدمة الدين

إلى الدخل، أو زيادة تكلفة الحصول على قروض لشراء عقارات تجارية، أو وضع حدود لتركز القروض العقارية التجارية التي تمنحها البنوك.

2- **إجراءات تتعلق بالمقترضين:** من خلال وضع حد أقصى لنسبة القروض التي يحصلون عليها إلى قيمة العقارات السكنية (وليس التجارية) وكذا نسبة خدمة الدين إلى الدخل. وهو الأمر الذي قد يترتب عليه التأثير في أسعار بعض شرائح العقارات التجارية المرتبطة بالعائلات.

وفيما يتعلق بالاقتراض من الخارج لشراء تلك العقارات، فإن وجود بعض القيود على تدفقات رؤوس الأموال من خلال وجود إجراءات متعلقة بإدارة تلك التدفقات لمواجهة المخاطر التي قد تؤثر سلباً على الاستقرار المالي، يحد من المخاطر، إلا أن ذلك يجب أن يتم فقط في إطار ظروف محددة.

أهم التوصيات:

- 1- في الوقت الحالي، وحتى حدوث تحسن اقتصادي، يجب الاستمرار في إجراءات دعم المقترضين¹ من خلال استمرار إجراءات تيسير سداد المديونيات، والضمانات الائتمانية، والدعم المباشر للشركات القابلة للاستمرار، وتشجيع الشركات غير القابلة للاستمرار على إعادة الهيكلة أو التصفية.
- 2- إجراء اختبارات تحمل الصدمات للتأكد من قوة القطاع المصرفي.
- 3- مراجعة الجهات الرقابية للتقييمات التي تقوم بها البنوك لقيمة تلك العقارات.
- 4- يجب على صانعي السياسات تحديد أدوات احترازية كلية، عقب ظهور أثر وباء كورونا على هذا القطاع، وذلك بهدف منع استمرار الاختلالات السعوية والمخاطر التي تؤثر سلباً على النمو الاقتصادي على المدى المتوسط. ومن أهم تلك الأدوات الاحترازية المذكورة سابقاً؛ نسبة القروض لقيمة العقار ونسبة خدمة الدين إلى الدخل. ويعتمد توقيت تلك السياسات على مدى سرعة التعافي والتحسين الاقتصادي والمخاطر المالية التي تواجه الاقتصاد.
- 5- اتخاذ إجراءات قانونية متعلقة بتدفقات رؤوس الأموال بهدف إدارة الاستثمارات العقارية التجارية عبر الحدود في حالة ما إذا كانت تشكل مخاطر مالية نظامية لا يمكن معالجتها باستخدام أدوات سياسة أخرى. ومع ذلك، يجب إلغاء هذه الإجراءات تدريجياً بمجرد أن تخف حدة هذه المخاطر.
- 6- معالجة المخاطر المرتبطة بالمؤسسات المالية غير المصرفية المتعلقة بالقطاع المذكور من خلال توسيع نطاق اتخاذ الإجراءات الاحترازية الكلية ومنح الجهات الرقابية سلطة اتخاذ تلك الإجراءات.

¹ تم تنفيذ العديد من المبادرات السياسية عبر الاقتصادات لدعم هذا القطاع بشكل مباشر. ففي كوريا، على سبيل المثال، يحق لأصحاب العقارات الذين يخفون الإيجار للمستأجرين التجاريين الحصول على تخفيضات ضريبية، بينما في الولايات المتحدة، قدم قانون المساعدة والإعانة والأمن الاقتصادي (CARES) تسهيلات على مدفوعات الرهن العقاري المدعومة اتحادياً (federally backed commercial mortgage payments) والتي ساعدت في الحد من الخسائر في الأوراق المالية المدعومة بالرهن العقاري التجاري. كما فرضت المملكة المتحدة وفقاً اختيارياً للإخلاء وقدمت منحاً نقدية لبعض شركات البيع بالتجزئة والضيافة والترفيه. في مصر وكازاخستان، تم تمديد الإعفاء الضريبي على العقارات ليشمل الصناعات المتضررة بشدة.