

## تقرير الاستقرار المالي العالمي، إبريل/نيسان ٢٠٢١ – تجنب تركة من الأوضاع الهشة

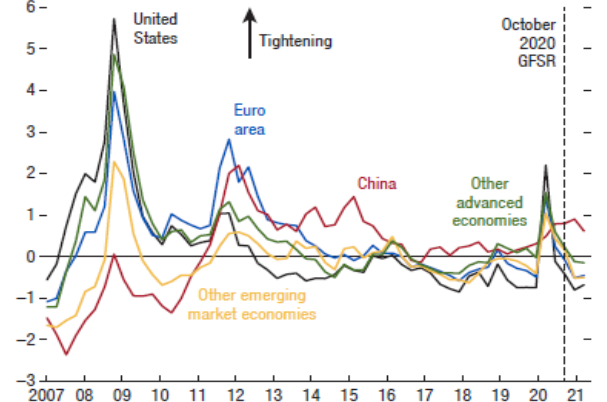
أدت الإجراءات الاستثنائية على مستوى السياسات إلى تيسير الأوضاع المالية ودعم الاقتصاد، مما ساعد على احتواء مخاطر الاستقرار المالي. غير أن الإجراءات المتخذة أثناء الجائحة قد تسفر عن عواقب غير مقصودة من قبيل التقييمات المفرطة وتزايد مواطن الضعف المالي. ومن المتوقع أن يكون التعافي غير متزامن ومتفاوت بين الاقتصادات المتقدمة واقتصادات الأسواق الصاعدة. ففي ظل احتياجات تمويلية كبيرة، تواجه الأسواق الصاعدة تحديات جسيمة، وخاصة إذا ما أسفر استمرار ارتفاع أسعار الفائدة الأمريكية عن إعادة تسعير المخاطر وتشديد الأوضاع المالية. وفي كثير من البلدان، بدأ قطاع الشركات يتجاوز الجائحة محملاً بمديونية مفرطة، مع فروق ملحوظة حسب حجم الشركة وقطاع نشاطها. ومن المرجح أن يكون للشواغل المتعلقة بالجودة الائتمانية للمقرضين المتضررين بشدة من الأزمة، بالإضافة إلى الأفاق المتوقعة لمستوى الربحية، انعكاسات سلبية على إقدام البنوك على المخاطرة في فترة التعافي. وهناك حاجة ماسة إلى التحرك لمنع تراكم تركة من الأوضاع الهشة. وبالتالي، فعلى صناع السياسات التحرك مبكراً في هذا الاتجاه وتشديد بعض أدوات السياسة الاحترازية الكلية، مع تجنب تشديد الأوضاع المالية على نطاق واسع. وعليهم أيضاً دعم الجهود الرامية إلى معالجة خلل الميزانيات العمومية لتشجيع التعافي المستدام والاحتوائي.

وبفضل الدعم الهائل الذي قدمته السياسات، ظل النظام المالي العالمي صامداً أثناء جائحة كوفيد-١٩ وزاد تيسير الأوضاع المالية إلى حد كبير (الشكل البياني ١)، مما ساعد على استمرار تدفق الائتمان إلى قطاعي الأسر والشركات، وتيسير التعافي، والبقاء بعيداً عن المخاطر المالية. ومن الواضح أن تحسن آفاق الاقتصاد أدى إلى تضيق نطاق النتائج السلبية، ولكن نمو إجمالي الناتج المحلي لا يزال معرضاً لمخاطر معاكسة كبيرة في المستقبل.

وهناك مسألتان مهمتان في هذا الخصوص. أولاً، أن دعم السياسات غير المسبوق قد يسفر عن عواقب غير مقصودة. فزيادة تحمل المخاطر في الأسواق تساهم في تشكيل تقييمات سعرية مفرطة، ومواطن الضعف المالي المتزايدة قد تحول إلى تركة من المشكلات الهيكلية إذا تركت دون علاج. وتشهد أسواق الأسهم انتعاشاً حاداً في الأسعار منذ الربع الثالث من عام ٢٠٢٠. تأثراً بتوقعات التعافي الاقتصادي السريع واستمرار دعم السياسات، وهي تشهد الآن حركة تداول بمستويات أعلى كثيراً مما تشير إليه النماذج التي تسترشد بأساسيات الاقتصاد (الشكل البياني ٢). وبينما تحسنت توقعات العائد، فإن الانخفاض التاريخي في أسعار الفائدة الحقيقية الحالية من المخاطر (رغم الارتفاعات التي سجلتها مؤخراً) لا يزال يشكل مصدر دعم أساسي للتقييمات. وفي سوق سندات الشركات، ظلت فروق العائد بالغة الضيق.

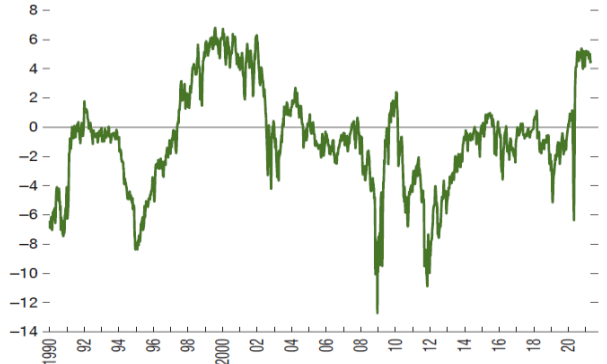
وحدث ارتفاع كبير في أسعار الفائدة طويلة الأجل، وخاصة في الولايات المتحدة، مما يرجع جزئياً إلى زيادة ثقة المستثمرين في إيجابية الآفاق المتوقعة (الشكل البياني ٣). ورغم أن ارتفاع أسعار الفائدة تدريجياً بفعل التحسن في أساسيات الاقتصاد قد يكون جديراً بالترحيب، فإن زيادة سريعة ومستمرة، وخاصة في أسعار الفائدة الحقيقية، قد

الشكل البياني ١: مؤشرات الأوضاع المالية (الانحراف المعياري عن المتوسط الحسابي)



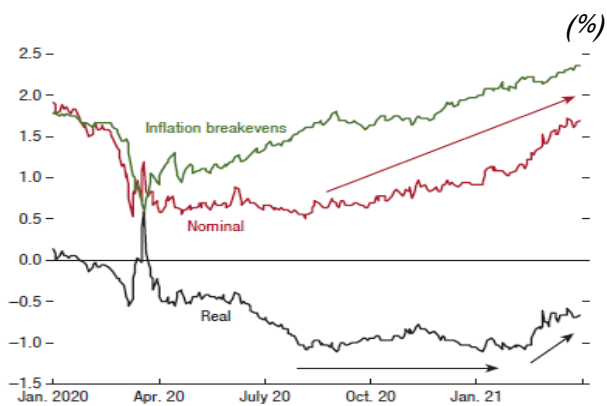
Source: IMF staff calculations.  
Note: GFSR = Global Financial Stability Report.

الشكل البياني ٢: اختلال الأسعار في سوق الأسهم الأمريكية (الانحراف عن القيمة العادلة لوحدة المخاطر)



Source: IMF staff calculations.

الشكل البياني ٣: أسعار الفائدة الاسمية والحقيقية الأمريكية لأجل ١٠ سنوات (%)



Sources: Bloomberg Finance L.P.; and IMF staff calculations.  
Note: Inflation breakevens are measures of expected inflation derived from inflation-linked bonds.

## تقرير الاستقرار المالي العالمي

تتسبب في إعادة تسعير المخاطر في الأسواق وتشديد الأوضاع المالية بشكل مفاجئ. ويمكن أن يتفاعل هذا التشديد مع مواطن الضعف المالي المرتفعة، مع إحداث تداعيات على الثقة ومخاطر تهدد الاستقرار المالي-الكلّي، ولا سيما في الأسواق الصاعدة.

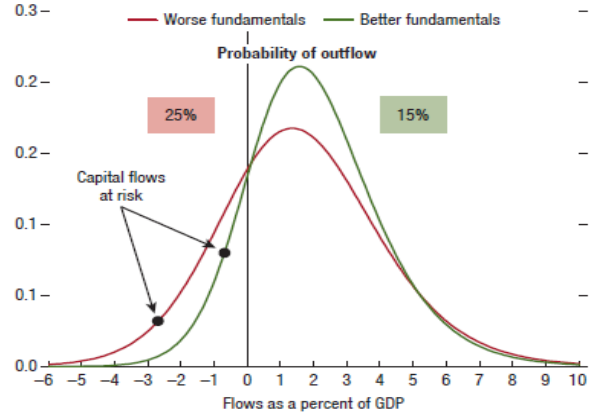
ثانياً، من المتوقع أن يتسم التعافي بعدم التوازن والتفاوت بين الاقتصادات (راجع عدد إبريل/نيسان ٢٠٢١ من تقرير آفاق الاقتصاد العالمي). ومن المخاطر الماثلة في هذا الخصوص احتمال ضيق الأوضاع المالية بصورة ملحوظة في اقتصادات الأسواق الصاعدة، وخاصة إذا اتخذ صناع السياسات في الاقتصادات المتقدمة خطوات نحو إعادة السياسات إلى أوضاعها العادية. وإذا أصبحت البيئة المالية أقل إيجابية، قد يتسبب ذلك في خروج قدر كبير من تدفقات الحافظة وفرض تحدٍ كبير على بعض الاقتصادات الصاعدة والواعدة، نظراً لضخامة احتياجاتها التمويلية هذا العام. ويشير تحليل خبراء الصندوق إلى استمرار تحسن الآفاق المتوقعة لتدفقات الحافظة، الأمر الذي يرجع في الأساس إلى تيسير الأوضاع المالية العالمية (الشكل البياني ٤). ومع ذلك، يظل التعرض للمخاطر قائماً في البلدان ذات الأساسيات الاقتصادية الأضعف أو الفرص المحدودة للحصول على لقاحات مضادة لفيروس كوفيد-١٩. فقد تقامت الرابطة بين الكيانات السيادية والبنوك في الأسواق الصاعدة حيث استوعبت البنوك المحلية معظم الزيادة في الدين المحلي (الشكل البياني ٥). وبالنسبة لكثير من اقتصادات الأسواق الواعدة، لا يزال هناك تعثر في النفاذ إلى السوق.

وكانت الصين أسرع إلى التعافي من البلدان الأخرى، ولكن ذلك كلّفها تراكماً أكبر لمواطن الضعف، ولا سيما ديون الشركات ذات المخاطر. ومن المحتمل أن تصبح الأوضاع المالية أقل إيجابية وسط توقعات بتشديد السياسة واتخاذ إجراءات جديدة لفرض الانضباط على البنوك والحكومات المحلية والمطورين العقاريين، علاوة على تزايد عدم اليقين بشأن الضمانات الضمنية. وقد ضاقت أوضاع التمويل لأدوات رأس المال في حالة البنوك الأضعف والأصغر (الشكل البياني ٦). وتواجه السلطات الوطنية تحدياً دقيقاً ولكنه ملح فيما يتعلق بإلغاء الضمانات الضمنية - وهي مهمة يتعين الحرص في تناولها تجنباً لإعادة التسعير على نحو غير منظم.

وقد ألحقت الجائحة ضرراً بالغا بقطاع الشركات على مستوى العالم. وساعد الدعم الاستثنائي من السياسات على تخفيف أثرها. واعتمدت الشركات الكبيرة القدرة على النفاذ إلى السوق فرصة الأوضاع المواتية لإصدار سندات دين ومواكبة ضغوط السيولة (الشكلان البيانيان ٧ و ٨). ولكن تراكم ديون الرفع المالي في قطاع الشركات بسبب الأوضاع المالية الميسرة يشكل مأزقاً بالنسبة لصناع السياسات، إذ يجب تقدير الدفعة قصيرة الأجل للنشاط الاقتصادي في ضوء ما تتطوي عليه من زيادة في مواطن الضعف والمخاطر المعاكسة على النمو في المستقبل (راجع الفصل الثاني).

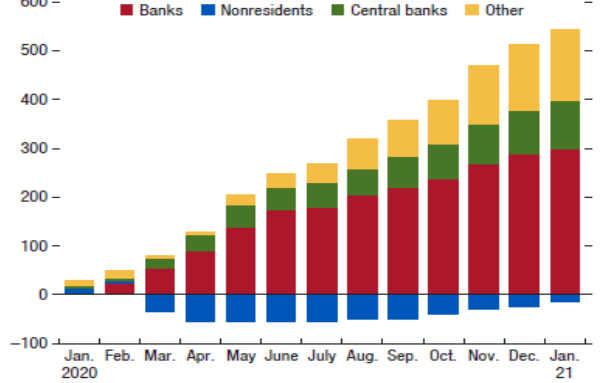
وبإجراء تقييم أكثر تفصيلاً على مستوى الشركات، يبين وجود فروق ملحوظة في الأداء عبر القطاعات وأحجام الشركات. ويشير تحليل خبراء الصندوق إلى أن ضغوط السيولة مرتفعة في الشركات الصغيرة في معظم القطاعات وعبر مختلف البلدان، في حين أن

الشكل البياني ٤ : تدفقات الحافظة المعرضة للخطر في البلدان ذات الأساسيات الاقتصادية الأفضل مقابل الأسوأ (دالة الكثافة الاحتمالية)



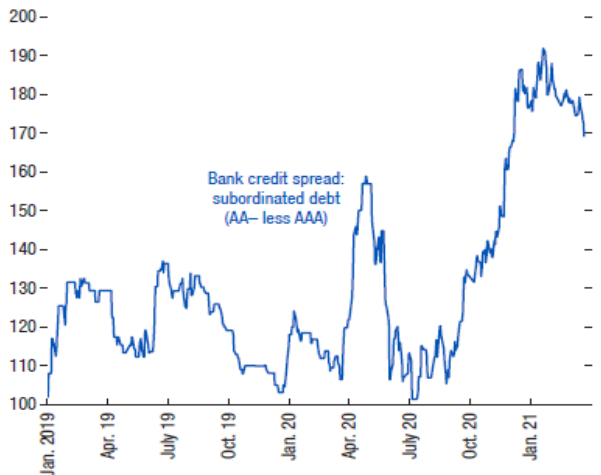
Source: IMF staff calculations.

الشكل البياني ٥ : التغيير في حيازات السندات السيادية المحلية للأسواق الصاعدة (بمليارات الدولارات الأمريكية؛ التغيير التراكمي)



Sources: Haver Analytics; national sources; and IMF staff calculations. Note: Based on a sample of 12 major emerging markets. Domestic bonds are primarily denominated in local currency. Figures are converted to US dollars at end-of-month exchange rates.

الشكل البياني ٦ : البنوك الصينية - فروق العائد على سندات الدين (نقاط الأساس؛ الدين الثاني)



Sources: Bloomberg Finance L.P.; ChinaBond; and IMF staff calculations.

## ملخص وافٍ

ضغوط الملاءة مرتفعة في الشركات الصغيرة وملحوظة أيضا في الشركات متوسطة الحجم وحتى الكبيرة في معظم القطاعات المتضررة (الشكل البياني ٩). ويقترح الفصل الأول إطارا لتقييم ما إذا كان ينبغي للشركات أن تعتمد على التمويل السوقي، أو تسعى للحصول على دعم حكومي، أو تخضع لإعادة الهيكلة أو التصفية.

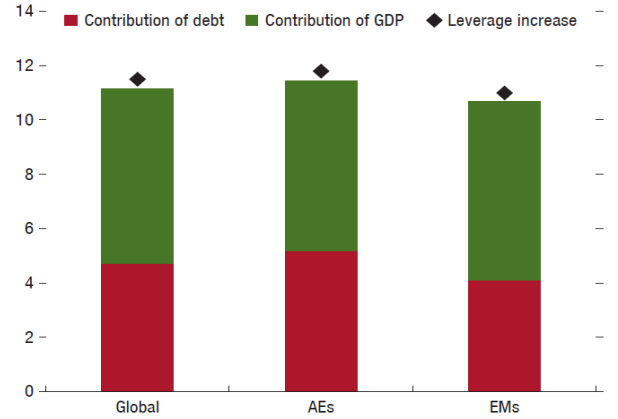
وقد ألحقت الأزمة ضررا بالغا بقطاع العقارات (راجع الفصل ٣). فتراجعت معاملات العقارات التجارية وانخفضت أسعارها في عام ٢٠٢٠ (الشكل البياني ١٠). ويمكن أن يكون جزء من التأثير السلبي هيكليا بالنسبة لشرائح القطاع العقاري المعنية بمتاجر التجزئة والمكاتب والفنادق، حيث تتحول بعض الأنشطة بصورة متزايدة إلى استخدام المنصات الإلكترونية أو تنتقل إلى خارج المدن الكبيرة. وفي حالة حدوث انخفاض هيكلي في الطلب، قد تهبط القيم العادلة للعقارات التجارية بدرجة حادة: فإذا حدثت زيادة دائمة في معدل شغور العقارات بنسبة ٥ نقاط مئوية، من المقدر أن يؤدي ذلك، في المتوسط، إلى هبوط القيم العادلة بنحو ١٥٪ بعد خمس سنوات (الشكل البياني ١١). ويبدو أن اختلالات الأسعار زادت منذ وقوع الجائحة. وإذا استمر هذا التطور دون تغيير، فقد يعرض النمو لمخاطر معاكسة.

وحين وقعت الجائحة، كانت البنوك تتمتع بمستويات عالية من هوامش أمان رأس المال والسيولة، بفضل الإصلاحات التنظيمية التي أجريت بعد الأزمة المالية التي وقعت في ٢٠٠٧-٢٠٠٨، مما أكسبها صلابة في مواجهة الجائحة حتى الآن. غير أن مدى استمراريته في تقديم الائتمان في مرحلة التعافي هو أمر لم يُحسم بعد. فبينما شهدت بعض البلدان تباطؤا في نمو القروض، ولاسيما تلك المقدمة لمؤسسات الأعمال، فمن المتوقع أن يرتفع الطلب على القروض بمجرد أن يصبح التعافي أكثر قوة، وخاصة حيثما كان في أضعف مستوياته. غير أن مسؤولي القروض في معظم البلدان لا يتوقعون تخفيف معايير الإقراض (الشكل البياني ١٢). ومن الممكن أن يكون لإلغاء سياسات الدعم تدريجيا أثر ملموس على بعض البنوك، مما يربح أن يؤثر على درجة إقبالها على الإقراض. وإضافة إلى ذلك، من المرجح، بالنسبة لمعظم البنوك، أن تؤدي أوجه عدم اليقين بشأن خسائر الائتمان وضعف آفاق الربحية إلى تقليل الحافز على إحداث خفض كبير في هوامش الأمان الرأسمالية لدعم التعافي. وقد تكون مثل هذه القيود مصدر قلق بالغ بالنسبة للشركات المحصورة في خيارات تمويلية محدودة والأكثر اعتمادا على الائتمان المصرفي. وينبغي للسلطات أن تواصل تشجيع البنوك على استخدام هوامش الأمان لدعم التعافي، حيثما كان ذلك في حدود الحذر.

ولا يزال استمرار دعم السياسات ضروريا إلى أن تترسخ جذور تعافٍ مستدام واحتوائي بغية الحفاظ على تدفق الائتمان إلى الاقتصاد ومنع الجائحة من تهديد النظام المالي العالمي. ويتعين أن تظل السياسة النقدية تيسيرية إلى أن تتحقق أهداف السياسات المقررة. وينبغي أن يتحرك صناع السياسات بسرعة للحيلولة دون ترسُّخ مواطن الضعف المالي وتحويلها إلى مشكلات موروثية. وعلى صناع السياسات التحرك مبكرا في هذا المسار، بالنظر إلى إمكانية وجود فواصل زمنية بين تفعيل الأدوات الاحترازية الكلية وتحقق تأثيرها.

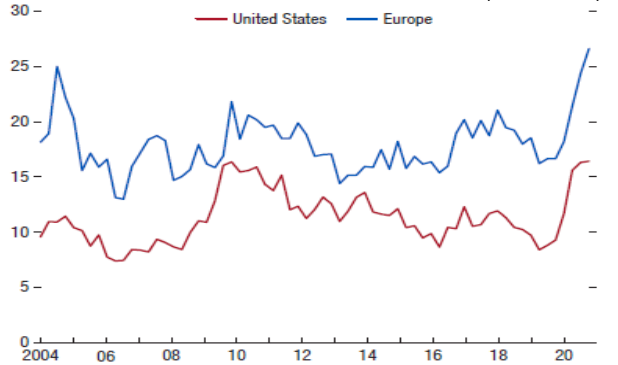
وعلى صناع السياسات تشديد بعض أدوات السياسة الاحترازية الكلية لمعالجة جيوب التعرض المرتفع للمخاطر مع تجنب تشديد الأوضاع المالية على نطاق واسع. وإذا لم

الشكل البياني ٧: التغيير في دين الشركات غير المالية (بالنقاط المئوية من إجمالي الناتج المحلي؛ ٢٠١٩: الربع ٤ إلى ٢٠٢٠: الربع ٣)



Sources: Institute of International Finance (IIF); and IMF staff calculations. Note: AEs = advanced economies; EMs = emerging markets.

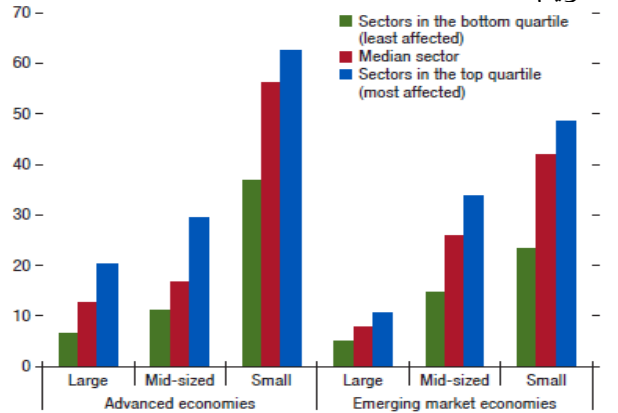
الشكل البياني ٨: المستوى الوسيط للنفد الحاضر لدى مصدري السندات عالية العائد في الولايات المتحدة وأوروبا (% من الدين)



Sources: Morgan Stanley; and IMF staff.

الشكل البياني ٩: مؤشرات الضغوط على الملاءة

(نسبة الدين لدى الشركات التي تعاني من ضغوط مرتفعة على الملاءة كنسبة مئوية من الدين الكلي لدى جميع الشركات، كل في شريحته السوقية)



Sources: S&P Capital IQ; and IMF staff. Note: Large, mid-sized, and small firms are defined by total assets.

## تقرير الاستقرار المالي العالمي

تتوافر مثل هذه الأدوات (كما هو الحال في بعض شرائح قطاع الوساطة المالية غير المصرفية)، ينبغي أن يتحرك صناع السياسات بسرعة لاستحداثها. ونظرا للتحديات التي ينطوي عليها تصميم الأدوات الاحترازية الكلية وتفعيلها ضمن الأطر القائمة، ينبغي لصناع السياسات أيضا أن ينظروا في بناء هوامش أمان في مواضع أخرى لحماية النظام المالي.

وفي الأسواق الصاعدة والواعدة، ينبغي للبلدان القادرة على النفاذ إلى السوق أن تغتنم فرصة أوضاع التمويل المواتية لتحسين تركيبة هيكل ديونها. وفي حالة البلدان ذات القدرة المحدودة على النفاذ إلى السوق، من المرجح أن تكون هناك حاجة لمساعدات إضافية من المجتمع الدولي. أما البلدان الأخرى التي تواجه مصاعب كبيرة في تحمل أعباء ديونها، فيمكن أن تستفيد من إجراء إعادة هيكلة أعمق لهذه الديون. ومن شأن "الإطار المشترك لمعالجات الديون" الذي وضعته مجموعة العشرين أن يساعد في معالجة مواطن التعرض لمخاطر الديون. وينبغي أن تكون إعادة بناء هوامش الأمان، حيثما أمكن، من أهم الأولويات في الاستعداد لأي تعديلات سعرية مفاجئة وأي انعكاس في مسار التدفقات الرأسمالية.

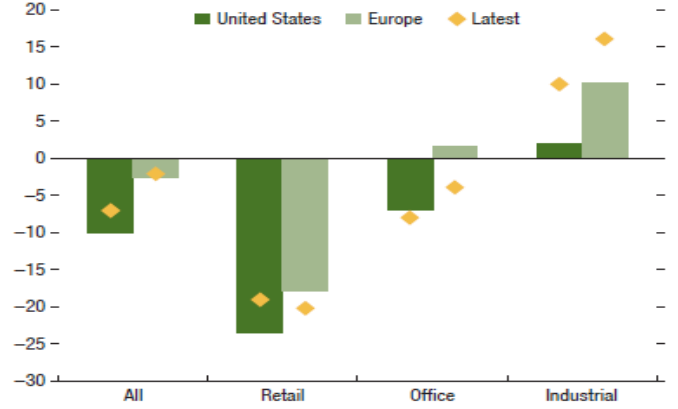
وينبغي إعطاء أولوية لمعالجة الخلل في الميزانيات العمومية في قطاع الشركات حتى يتسنى تحقيق تعافٍ مستدام واحتوائي. وقد يتطلب الأمر دعما موجهًا من السياسات لصالح الشركات التي تتمتع بمقومات البقاء ولكنها محدودة القدرة على النفاذ إلى السوق ومعرضة لمخاطر مؤقتة من ناحية السيولة أو الملاءة. ونظرا لموارد المالية العامة المحدودة للغاية في بعض البلدان، ينبغي أن يجعل صناع السياسات بإجراء إصلاحات تعزز أطر التسوية أو التصفية للشركات، بما في ذلك إنشاء أسواق للديون الحرجة والقروض المتعثرة.

وبمجرد أن يصبح مدى التغيرات الهيكلية في قطاع العقارات التجارية أكثر وضوحًا، ينبغي استخدام أدوات السياسة الاحترازية الكلية (كالحودود على نسبة القرض إلى القيمة ونسبة تغطية خدمة الدين) بصورة موجهة لتخفيض المخاطر المعاكسة على النمو. وينبغي اختيار التوقيت الأمثل لإجراءات السياسة المذكورة حسب وتيرة التعافي في كل اقتصاد ودرجة مواطن الضعف المالي في قطاع العقارات التجارية. وسيكون من الضروري أيضا توسيع نطاق مجموعة الأدوات الاحترازية الكلية لتشمل المؤسسات المالية غير المصرفية العاملة في بعض أسواق تمويل العقارات التجارية.

أما في القطاع المالي، فلا يزال من المهم إصدار إرشادات تنظيمية عن رصد المخصصات لمواجهة خسائر القروض المتوقعة على نحو يتجنب المسايمة المفرطة للتقلبات الدورية، على أن يخضع رصد هذه المخصصات للتدقيق الرقابي. وينبغي الاحتفاظ بالقيود على توزيعات عوائد رأس المال أو تخفيفها بالتدريج فحسب في البلدان التي تتغلب على الجائحة، على أن يخضع ذلك لاختبارات رقابية تقيس القدرة على تحمل الضغوط للتأكد من احتفاظ البنوك بمستويات رسمة جيدة.

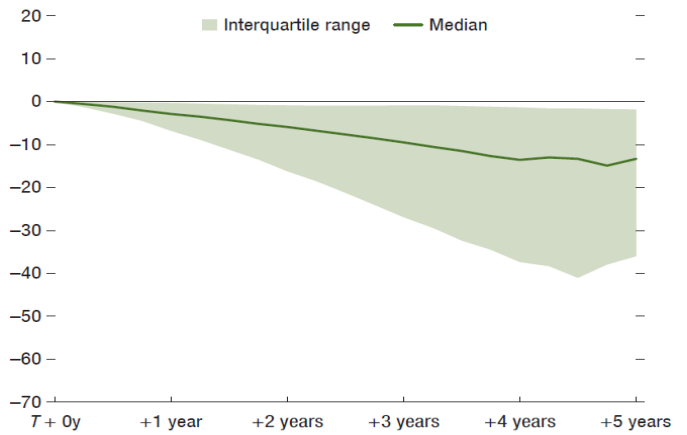
### الشكل البياني ١٠: أسعار العقارات التجارية

(%)، ٢٠٢٠: الربع ٢ والأخير، على أساس التغير السنوي



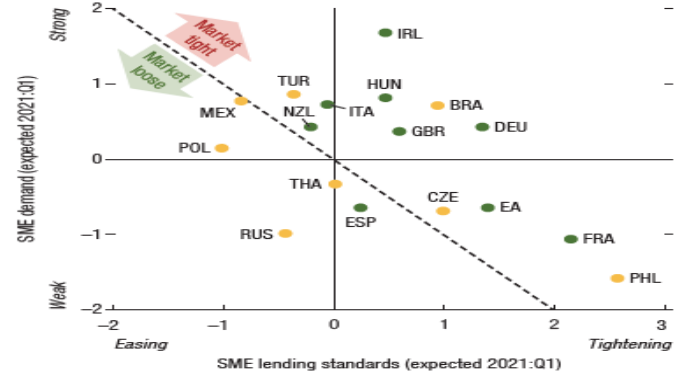
Source: Green Street Advisors.  
Note: Latest data available are for January 2021 in Europe and February 2021 in the United States.

### الشكل البياني ١١: استجابة أسعار العقارات التجارية عبر الاقتصادات تجاه صدمة دائمة في معدل الشفور (%)



Sources: Haver Analytics; MSCI Real Estate; and IMF staff calculations.  
Note: See Chapter 3 for background. T denotes quarter of shock.

### الشكل البياني ١٢: معايير إقراض الشركات الصغيرة والمتوسطة والطلب المتوقع على القروض (الانحرافات المعيارية)



Source: IMF staff calculations.  
Note: Countries are identified by three-letter International Organization for Standardization (ISO) country codes. Expected refers to next 3 months. Green dots = advanced economies; yellow dots = emerging markets; EA = euro area; SME = small and medium enterprises.