

تقرير الاستقرار المالي العالمي

ملخص وافٍ

التقييم الكلي: أين نقف الآن؟

بينما يواصل العالم اجتياز الجائحة العالمية، لا تزال مخاطر الاستقرار المالي قيد السيطرة حتى الآن، مما يعكس استمرار الدعم من السياسة النقدية وسياسة المالية العامة بالإضافة إلى انتعاش الاقتصاد العالمي هذا العام. وفي حين أن الأوضاع المالية أصبحت أكثر يسراً في الاقتصادات المتقدمة على أساس الصافي، فإن حالة التفاؤل التي شكلت دافعاً للأسواق في النصف الأول من العام انحسرت إلى حد ما في فترة الصيف. وأصبح المستثمرون يشعرون بقليل متزايد إزاء آفاق الاقتصاد في خضم الإصابات المتضاعفة بالفيروس وزيادة عدم اليقين بشأن مدى قوة التعافي، ولا سيما في الأسواق الصاعدة. وفي أواخر سبتمبر/أيلول، أدى القلق من أن تكون الضغوط التضخمية أكثر رسوحاً مما كان متوقعاً في البداية إلى دفع العائدات الأساسية نحو الارتفاع، حتى وصل الأمر في بعض البلدان إلى محو كل أثر لتحركاتها السابقة. ورغم تحسن بعض الجوانب منذ إصدار عدد إبريل/نيسان 2021 من تقرير الاستقرار المالي العالمي، فإن مواطن الضعف المالي لا تزال كبيرة في عدة قطاعات، مع احتساب جانب منها وراء الدفعية التنشيطية الهائلة التي توفرها السياسات. ويواجه صناع السياسات عملية موازنة صعبة بين مواصلة دعم الاقتصاد العالمي على المدى القريب والحلولة في الوقت نفسه دون حدوث عواقب غير مقصودة ومخاطر على الاستقرار المالي في المدى المتوسط. ذلك أن استمرار الأوضاع المالية باللغة التيسير لفترة مطولة، رغم كونه مطلوباً لحفظ على التعافي الاقتصادي، قد يسفر عن مبالغات كبيرة في تقييم الأصول وربما يتسبب في إذكاء مواطن الضعف المالي. وتتلخص بعض إشارات التحذير – كزيادة تحمل المخاطر المالية وتصاعد مواطن الهشاشة في قطاع المؤسسات المالية غير المصرفية – عن حدوث تدهور في الدعامات الأساسية للاستقرار المالي. وإذا ترك مواطن الضعف هذه دون كابح، فقد تتحول إلى مشكلات متوازنة هيكلية، مما يهدد التموي متوسط الأجل ويضع صلاة النظم المالي العالمي على المحك.

ما أحرز من تقدم منذ عدد إبريل/نيسان 2021 من تقرير الاستقرار المالي العالمي

أصبحت الأوضاع المالية أكثر يسراً في الاقتصادات المتقدمة على أساس الصافي، تدعمها توقعات استمرار السياسة النقدية التيسيرية وتصاعد تقييمات الأصول ذات المخاطر. وفي المقابل، شهدت الأوضاع المالية بعض التغير في الأسواق الصاعدة على وجه الإجمال، حيث أدى تشديد السياسة النقدية استجابةً لضغط التضخم في بعض البلدان إلى تعويض الارتفاعات في الأصول ذات المخاطر (الشكل البياني 1).

وقد قويت الميزانيات العمومية للشركات إجمالاً. ولم تتحقق مخاوف حدوث زيادة كبيرة في حالات الإفلاس، بفضل الدعم الموجه من المالية العامة والدعم غير المسبوق من السياسة النقدية. وزادت الإيرادات، مع تجاوز الربحية مستويات ما قبل الأزمة في عدة اقتصادات (الشكل البياني 2). واستمر تحسن جودة الائتمان في أسواق السندات المصنفة في درجة المضاربة، ومن المتوقع أن تظل معدلات التغير في السندات منخفضة.

ومن ناحية أخرى، تحسنت المراكز المالية للأسر، وتبعد أقوى مما كانت عليه أثناء الأزمة المالية العالمية. وقد استفادت الأسر من انخفاض أسعار الفائدة ودعم الدخل وتکاليف الفوائد، بما في ذلك تعليق مدفوّعات الدين في بعض البلدان. وهبطت نسب خدمة الدين في كثير من البلدان، مما حد من مخاطر التغير في سداد القروض العقارية وغيرها من القروض الاستهلاكية (الشكل البياني 3).

وفي اقتصادات الأسواق الصاعدة والواعدة، تحسنت الأفاق المتوقعة لتدفقات الحافظة، بدعم من التعافي الاقتصادي الجاري وتحسن مزاج المخاطرة لدى المستثمرين على مستوى العالم، وإن كانت تدفقات الدين بالعملة المحلية لم تتعاف بعد من الضعف الذي أصابها في الربع الأول من العام. وحدث انتعاش قوي في الإصدارات المقومة بالعملات الأجنبية، وعاد كثير من المصدررين ذوي التصنيفات الائتمانية الأدنى إلى أسواق رأس المال (الشكل البياني 4).

وواصل القطاع المصرفي العالمي دوره الحيوي في دعم تدفق الائتمان إلى الاقتصاد، مستنداً في ذلك إلى قوة مركزه الرأسمالي العالمي. وباستثناء أضعف البنوك في بعض البلدان، ظلت البنوك محتفظة بصلاتها، فيما يمثل حصاد سنوات من بناء رأس المال عقب الإصلاحات التي استلزمتها الأزمة المالية العالمية واستمرار الدعم غير المسبوق من السياسة النقدية وسياسة المالية العامة.

ويمكن للقطاع المالي العالمي – وقطاع صناديق الاستثمار على وجه الخصوص – أن يضطلع بدور حيوي في تحفيز الاستثمار الخاص بغية تسريع وتيرة التحول إلى اقتصاد منخفض الكربون وتحفيز آثار تغير المناخ (الفصل الثالث). وفي ظل زيادةوعي المستثمرين بالأحداث الكارثية المتزايدة في أعقاب بدء الجائحة، حدثت طفرة في التدفقات الموجهة إلى صناديق الاستثمار المستدام، وخاصة صناديق المناخ، منذ مطلع عام 2020 (الشكل البياني 5). وتدعم التدفقات الداخلة أنشطة الإشراف على العمل المناخي وإصدار الأوراق المالية من جانب الشركات "الخضراء". وقد يحقق المستثمرون على أساس الاستدامة منافع للاستقرار المالي أيضاً لأنهم يكونون في الغالب أقل حساسية تجاه

العائدات قصيرة الأجل، غير أن قطاع صناديق الاستثمار المستدام لا يزال صغيراً (إذ بلغت أصوله المدار 3,6 تريليون دولار مع نهاية 2020، منها 130 مليار دولار فقط للصناديق ذات التركيز الخاص على المناخ).

غير أن المخاطر تظل قائمة في خضم مواطن ضعف مالي لا تزال كبيرة

فيعد تراجع العائدات العالمية طويلة الأجل بصورة ملحوظة أثناء الصيف، عاودت الارتفاع في أواخر سبتمبر/أيلول، مما تسبب في محو كل أثر لتحركاتها السابقة في بعض البلدان، في ظل مخالف من أن تكون الضغوط السعرية في بعض البلدان أكثر رسوحاً مما كان متوقعاً في البداية (الشكل البياني 6).

وبينما لا يزال المستثمرون يتوقعون انخفاض الضغوط السعرية الأخيرة ثم انحسارها بالتدريج، تكثفت المخاوف مؤخراً في الأسواق المالية بشأن مخاطر التضخم (الشكل البياني 7). فبالإضافة إلى ارتفاع أسعار الطاقة والسلع الأولية مؤخراً، سلط المستثمرون الضوء على إمكانية أن تستمر اضطرابات سلاسل الإمداد وتقص العمالة والمواد الخام لفترة أطول مما يتوقع حالياً، الأمر الذي يمكن أن ينتقل إلى ديناميكية الأجور ويعود في نهاية المطاف إلى انفلات توقعات التضخم.

وتبدو تقييمات الأصول مبالغ فيها في بعض قطاعات السوق. فرغم اضطرابات الأسواق في الآونة الأخيرة، زاد ارتفاع أسعار الأسهم عموماً منذ صدور عدد إبريل/نيسان 2021 من "تقرير الاستقرار المالي العالمي"، بدعم من السياسة النقدية التيسيرية وقوة الأرباح. غير أن أوجه عدم الاتساق في أسعار الأسهم (مقارنة بقيمة المرتكزة على أساسيات الاقتصاد) ظلت مرتفعة في معظم الأسواق (الشكل البياني 8). وضاقت فروق العائد حتى أصبحت أقل من مستويات ما قبل الجائحة. وسجلت أسعار المساكن ارتفاعاً سريعاً في كثير من البلدان، مما يعكس تحسن الآفاق المتوقعة، والدعم الذي تقدمه السياسات، والتحول في تفضيلات الأسر، إلى جانب عوامل أخرى.

ولا تزال الأسواق الصاعدة والواعدة تواجه احتياجات تمويلية كبيرة. فقد ارتفعت عائدات السندات الحكومية المقومة بالعملة المحلية في كثير من البلدان تأثراً بعوامل محلية (ارتفاع التضخم وبواعث القلق المتعلقة بالمالية العامة). وقد يفرض الارتفاع الذي سجلته عائدات سندات الخزانة الأمريكية في أواخر سبتمبر/أيلول ضغوطاً إضافية في الفترة المقبلة، مما يقود إلى ارتفاع تكاليف التمويل بالنسبة لكثير من البلدان. وقد أدت ضغوط التضخم بكثير من البنوك المركزية إلى زيادة تشديد موقف السياسة النقدية. وتحسنت آفاق تدفقات رأس المال، بدعم من التعافي الجاري والشهية الكبيرة للمخاطر على مستوى العالم. ولا تزال الأوضاع النقدية تيسيرية بشكل عام، إذ تنسحب أسعار فائدة حقيقة سالبة بشدة. غير أن هناك مخاطرة تمثل في احتمال ارتفاع أسعار الفائدة الحقيقة بدرجة كبيرة خلال السنوات القادمة (الشكل البياني 9). وقد يؤدي حدوث تغير مفاجئ في موقف السياسة النقدية لدى الاقتصادات المتقدمة إلى تشديد حاد للأوضاع المالية، مما يؤثر بالسلب على تدفقات رأس المال ويكتف الضغوط في البلدان التي تواجه شواغل تتعلق ببقاء الدين في حدود مستدامة (الشكل البياني 10).

ورغم التحسينات التي أجريت أثناء التعافي، فإن مواطن الضعف المالي لا تزال كبيرة في عدة قطاعات. فعلى مستوى الشركات غير المالية، لا يزال التعافي متفاوتاً عبر البلدان والقطاعات وأحجام الشركات. ولا تزال مخاطر الملاعة مرتفعة في القطاعات الأشد تضرراً من الجائحة (الآنف) والخدمات) والشركات الصغيرة (الشكل البياني 11). وفي الصين، أصبحت أوضاع الائتمان أكثر تشديداً، ولا سيما بالنسبة للشركات ذات التصنيفات الائتمانية الضعيفة وفي الأقاليم ذات الماليات العامة الأضعف.

ولا تزال صناديق الاستثمار تعاني من مواطن ضعف كشفت عنها النقاب نوبية "التكلف على السيولة" في مارس/آذار 2020، كما أن المخاطر تتزايد في بعض المؤسسات المالية غير المصرفية الأخرى في الوقت الذي تسعى فيه هذه المؤسسات إلى تحقيق عائد يكفل لها استيفاء أهداف العائد الأساسي. فعلى سبيل المثال، لا تزال شركات التأمين على الحياة في كثير من مناطق الاختصاص تواجه مظاهر عدم اتساق كبيرة فيما يتعلق بمدة الأصول والخصوم. وسعياً من شركات التأمين على الحياة في الولايات المتحدة أوروبا إلى زيادة عائداتها الاستثماري، قامت بزيادة نصيبها من السندات الأقل جودة. وفي البيئة الحالية التي تنسحب بأسعار الفائدة المنخفضة على نحو مزمن وبوفرة السيولة، قد تؤدي زيادة استخدام الرفع المالي بغية تعزيز العائد إلى تحفيز التقلب في الأسواق المالية.

وفي القطاع المصرفي، لا تزال معايير ضمان القروض تقيدية في كثير من البلدان. وطبقاً للمسوح التي أجريت على مسؤولي الإفراض في البنوك، يتوقع لهذا الوضع أن يستمر، بما يجلبه من مخاطر على آفاق الائتمان باعتباره القيد الأساسي الذي يكفل نمو القروض. وقد يتسبب تباطؤ الإفراض المصرفي الدولي في فرض مخاطر معاكسة إضافية على كثير من اقتصادات الأسواق الصاعدة.

وتواصل المنظومة البيئية المشفرة نموها السريع (الشكل البياني 12)، ومعها تظهر فرص جديدة مصحوبة بتحديات (الفصل الثاني). فمباذلة الأصول المشفرة تفرض عدة تحديات على صعيد التشغيل والتزاهة المالية، من خلال العمليات العابرة للحدود. وتلوح بشكل واضح مخاطر تتعلق بحماية المستثمرين في حالي الأصول المشفرة والتمويل اللامركزي. وـ"العملات المستقرة" (stablecoins) تقسم عموماً بضعف الإفصالات ويمكن أن تتعرض لنوبات من السحب الجماعي إذا طالت الشكوك احتياطياتها. وفي الأسواق الصاعدة، ربما يكون ظهور الأصول المشفرة عاماً معيلاً للدولرة ومقوضاً لفعالية قيود الصرف القائمة وتدابير إدارة ضوابط رأس المال. ومن المحتمل أن تقود زيادة تداول الأصول المشفرة من جانب مستخدمين في الأسواق الصاعدة إلى زعزعة استقرار تدفقات رأس المال. وينبغي لاقتصادات الأسواق الصاعدة والاقتصادات النامية التي

تواجه هذه المخاطر أن تعمل على تقوية السياسات الكلية وأن تنظر في مزايا إصدار عملات رقمية من البنوك المركزية. وعلى مستوى العالم، ينبغي لصناعة السياسات العمل معاً استرشاداً بخارطة طريق مجموعة العشرين لتعزيز المدفوعات العالمية عبر الحدود لجعل أداء المدفوعات عبر الحدود أسرع وأقل تكلفة وأكثر شفافية واحتواءً للجميع.

النوصيات على صعيد السياسات

بينما يظل الدعم المقدم من السياسات عملاً أساسياً لاستمرار التعافي الجاري، ينبغي تصميمه بما يتناسب مع ظروف البلد المستفيد نظراً لتباطؤ سرعات التعافي الاقتصادي عبر البلدان. وينبغي للبنوك المركزية أن تقدم إرشادات واضحة عن موقف سياستها المستقبلية، للحيلولة دون حدوث تشديد مفاجئ للأوضاع المالية. وإذا تبين أن الضغوط السعرية أكثر استمرارية مما يتوقع حالياً، ينبغي للسلطات النقدية أن تتحرك بحزم لتجنب انفلات توقعات التضخم. ويتعين أن تستمر سياسة المالية العامة في دعم الضعفاء من الأفراد والشركات. وإذا توفر حيز التصرف الكافي أمام سياسة المالية العامة، ينبغي أن تكون تدابير المالية العامة موجهة ومتوجهة في تصميمها مع خصائص البلد المعنى واحتياجاته.

ونظراً لإمكانية الاحتياج لإطالة فترة الدعم المقدم من السياسات بما يضمن تحقيق تعافٍ مستدام واحتوائي، ينبغي لصناعة السياسات القيام بتحرك حاسم لمعالجة العواقب المحتملة للتدابير غير المقصودة للتدابير غير المنسقة المتخذة أثناء الجائحة. فعلى صناعة السياسات إحكام الأدوات الاحترازية الكلية المختارة لمعالجة الضعف الكبيرة مع تحذير تشديد الأوضاع المالية على نطاق واسع. ونظراً للعوامل الضرورية التي تجعل هذه الأدوات وبدء تأثيرها، ينبغي القيام بتحرك عاجل في هذا الاتجاه. وإذا لم تكن هذه الأدوات متوفرة - في قطاع الوساطة المالية غير المصرفية، على سبيل المثال - ينبغي لصناعة السياسات التعجيل بتطويرها. وأن هناك تحديات أمام تصميم وتشغيل الأدوات الاحترازية الكلية ضمن الأطر القائمة، ينبغي أن ينظر صناعة السياسات أيضاً في بناء هوماش أمان في مواجهة أخرى لحماية النظام المالي. وعلى وجه التحديد، ينبغي لصناعة السياسات التعجيل بمعالجة مواطن الضعف في صناديق الاستثمار عن طريق تعزيز الرقابة والتنظيم الاحترازيين لزيادة صلابتها مسبقاً في مواجهة مخاطر السيولة. ومن الضروري الانتباه أيضاً إلى أن الطابع العالمي الذي يتسم به عمل صناديق الاستثمار يحتم إجراء مزيد من الإصلاح على أساس منسق دولياً عن طريق مجلس الاستقرار المالي.

ولا تزال الأسواق الصاعدة والواعدة معرضة لمخاطر المفاجئ لشروط التمويل الخارجي. وإذا تقوم باستخدام مخصصاتها من حقوق السحب الخاصة التي حصلت عليها في إطار توزيع عام تارخي، ينبغي أن تعيد بناء هوماش الأمان حسب الاقتضاء وتتنفيذ الإصلاحات الهيكلية لحماية أنفسها من أضرار التحولات في مسار تدفقات رأس المال والزيادات المفاجئة في تكاليف التمويل.

كذلك يجب على صناعة السياسات في الأسواق الصاعدة معالجة التحديات التي تفرضها الدولة الرقمية. وفي هذا السياق، عليهم التصدي للدولرة أو تجنبها عن طريق تعزيز مصداقية السياسة النقدية، وحماية استقلالية البنك المركزي، والحفاظ على مركز سليم للمالية العامة. وسيكون من الضروري إرساء تدابير قانونية وتنظيمية فعالة لإزالة محفزات استخدام العملات الأجنبية. ويجب إرساء إطار ملائمة تحكم عمل مقدمي خدمات الأصول المشفرة، مع التنسيق في هذا الخصوص بين الأجهزة التنظيمية الوطنية. وبشكل أعم، يجب على البلدان إعادة النظر في قيود التدفقات الرأسمالية في عالم أكثر رقمية، والتضييق والتعاون عبر الحدود لمعالجة التحديات التكنولوجية والقانونية والتنظيمية والرقابية (راجع الفصل الثاني).

ولتشجيع نمو قطاع الصناديق المستدامة وتخفيف المخاطر المحتملة على الاستقرار المالي بسبب التحول إلى اقتصاد أخضر، ينبغي أن يعدل صناع السياسات بتعزيز البنية العالمية لمعلومات المناخ (البيانات، والإفصاحات، وتصنيفات التمويل المستدام). وبمجرد إرساء هذا البناء، يمكنهم النظر أيضاً في أدوات لتوجيه المدخرات نحو الصناديق الداعمة للتحول (كالحوافز المالية للاستثمار في صناديق المناخ). وأخيراً، ينبغي لهم إجراء تحليل للسيناريوهات واختبارات لقياس قدرة قطاع الصناديق الاستثمارية على تحمل الضغوط، من أجل تخفيف المخاطر المحتملة التي تواجه الاستقرار المالي من جراء التحول.

وللاطلاع على الأشكال البيانية، يرجى الإهالة إلى النسخة الإنجليزية من الملخص الوافي والتقرير الكامل من خلال هذا الرابط: <https://www.imf.org/en/Publications/GFSR/Issues/2021/10/12/global-financial-stability-report-october-2021>