

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 يسرا في الاقتصادات المتقدمة على أساس الصافي، فإن حالة التفاؤل التي شكلت دافعا للأسواق في النصف الأول من العام انحسرت إلى حد ما في فترة الصيف. وأصبح المستثمرون يشعرون بقلق متزايد إزاء آفاق الاقتصاد في خضم الإصابات المتصاعدة 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 رسوخا مما كان متوقعا في البداية إلى دفع العائدات الاسمية 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 احتجاب جانب منها وراء الدفعة التنشيطية الهائلة التي توفرها السياسات. ويواجه صناع السياسات عملية موازنة صعبة بين مواصلة دعم الاقتصاد العالمي على المدى القريب والحيولة في الوقت نفسه دون حدوث عواقب غير مقصودة ومخاطر على الاستقرار المالي في المدى المتوسط. ذلك أن استمرار الأوضاع المالية بالغة التيسير لفترة مطولة، رغم كونه مطلوبا للحفاظ على التعافي الاقتصادي، قد يسفر عن مبالغاة كبيرة في تقييم الأصول وربما يتسبب في إذكاء مواطن الضعف المالي. وتدل بعض إشارات التحذير – كزيادة تحمل المخاطر المالية وتضاعف مواطن الهشاشة في قطاع المؤسسات المالية غير المصرفية – عن حدوث تدهور في الدعائم الأساسية للاستقرار المالي. وإذا تركزت مواطن الضعف هذه دون كبح، فقد تتحول إلى مشكلات متوارثة هيكلية، مما يهدد النمو متوسط الأجل ويضع صلابة النظام المالي العالمي على المحك.

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

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

وقد قويت الميزانيات العمومية للشركات إجمالا. 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 التعثر في السندات منخفضة.

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

وفي اقتصادات الأسواق الصاعدة والواعدة، تحسنت الآفاق 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 بالعملة الأجنبية، وعاد كثير من المصدّرين ذوي التصنيفات الائتمانية الأدنى إلى أسواق رأس المال (الشكل البياني 4).

وواصل القطاع المصرفي العالمي دوره الحيوي في دعم تدفق الائتمان إلى الاقتصاد، مستندا في ذلك إلى قوة مركزه الرأسمالي العالمي. وباستثناء أضعف البنوك في بعض البلدان، ظلت البنوك محتفظة بصلابتها، فيما يمثل حصاد سنوات من بناء رأس المال عقب الإصلاحات التي استلزمها 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 وتخفيف آثار تغير المناخ (الفصل الثالث). وفي ظل زيادة وعي 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 أيضا لأنهم يكونون في الغالب أقل حساسية تجاه

العائدات قصيرة الأجل. غير أن قطاع صناديق الاستثمار المستدام لا يزال صغيرا (إذ بلغت أصوله المدارة 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

فبعد 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 مخاوف من أن تكون الضغوط السعيرية في بعض البلدان أكثر رسوخا مما كان متوقعا في البداية (الشكل البياني 6).

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

وتبدو تقييمات الأصول مبالغاً فيها في بعض قطاعات السوق. فرغم اضطرابات الأسواق في الآونة الأخيرة، زاد ارتفاع أسعار الأسهم عموما 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 (مقارنةً بقيمها المرتكزة على أساسيات الاقتصاد) ظلت مرتفعة في معظم الأسواق (الشكل البياني 8). وضافت فروق العائد حتى أصبحت أقل من مستويات ما قبل الجائحة. وسجلت أسعار المساكن ارتفاعا سريعا 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 الخزنة 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 للمخاطرة على مستوى العالم. ولا تزال الأوضاع النقدية تيسيرية بشكل عام، إذ تتسم بأسعار فائدة حقيقية سالبة بشدة. غير أن هناك مخاطر تتمثل في احتمال ارتفاع أسعار الفائدة الحقيقية 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 ويكثف 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 متفاوتا عبر البلدان والقطاعات وأحجام الشركات. ولا تزال مخاطر الملائة مرتفعة في القطاعات الأشد تضررا من الجائحة (كالنقل والخدمات) والشركات الصغيرة (الشكل البياني 11). وفي الصين، أصبحت أوضاع الائتمان أكثر تشددا، ولا سيما بالنسبة للشركات ذات التصنيفات الائتمانية الضعيفة وفي الأقاليم ذات المائيات العامة الأضعف.

ولا تزال صناديق الاستثمار تعاني من مواطن ضعف كشفت عنها النقاب نوبة "التكالب 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 الاسمي. فعلى سبيل المثال، لا تزال شركات التأمين على الحياة في كثير من مناطق الاختصاص تواجه مظاهر عدم اتساق كبيرة فيما يتعلق بمدة الأصول والخصوم. وسعيا من شركات التأمين على الحياة في الولايات المتحدة وأوروبا إلى زيادة عائدها الاستثماري، قامت بزيادة نصيبها من السندات الأقل جودة. وفي البيئة الحالية التي تتسم بأسعار الفائدة المنخفضة على نحو مزمع 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 تقييدية في كثير من البلدان. وطبقا للمسوح التي أجريت على مسؤولي الإقراض في البنوك، يُتوقع لهذا الوضع أن يستمر، بما يجلبه من مخاطر على آفاق الائتمان باعتباره القيد الأساسي الذي يكبل نمو القروض. وقد يتسبب تباطؤ الإقراض 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). فمبادلة الأصول المشفرة تفرض عدة تحديات على صعيد التشغيل والنزاهة المالية، من خلال العمليات العابرة للحدود. وتلوح بشكل واضح مخاطر تتعلق بحماية المستثمرين في حالي الأصول المشفرة والتمويل اللامركزي. و"العملات المستقرة" (stablecoins) تتسم عموما بضعف الإفصاحات ويمكن أن تتعرض لنوبات من السحب الجماعي إذا طالت الشكوك احتياطياتها. وفي الأسواق الصاعدة، ربما يكون ظهور الأصول المشفرة عاملا معجلا للدولرة ومقوضا 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 لصناع السياسات العمل معا استرشادا بخارطة طريق مجموعة العشرين لتعزيز المدفوعات العالمية عبر الحدود لجعل أداء المدفوعات عبر الحدود أسرع وأقل تكلفة وأكثر شفافية واحتواءً للجميع.

التوصيات على صعيد السياسات

بينما يظل الدعم المقدم من السياسات عاملاً أساسياً لاستمرار التعافي الجاري، ينبغي تصميمه بما يتناسب مع ظروف البلد المستفيد نظراً لتباين سرعات التعافي الاقتصادي عبر البلدان. وينبغي للبنوك المركزية أن تقدم إرشادات واضحة عن موقف سياستها المستقبلي، للحيلولة دون حدوث تشديد مفاجئ للأوضاع المالية. وإذا تبين أن الضغوط السعرية أكثر استمرارية مما يُتوقع حالياً، ينبغي للسلطات النقدية أن تتحرك بحزم لتجنب انقلات 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 ومتوافقة في تصميمها مع خصائص البلد المعني واحتياجاته.

ونظراً لإمكانية الاحتياج لإطالة فترة الدعم المقدم من السياسات بما يضمن تحقيق تعافٍ مستدام واحتوائي، ينبغي لصناع السياسات القيام بتحريك حاسم لمعالجة العواقب المحتملة غير المقصودة للتدابير غير المسبقة المتخذة أثناء الجائحة. فعلى صناع السياسات إحكام الأدوات الاحترازية الكلية المختارة لمعالجة جيوب الضعف الكبيرة مع تجنب تشديد الأوضاع المالية على نطاق واسع. ونظراً للفواصل الزمنية الممكنة بين تفعيل هذه الأدوات وبدء تأثيرها، ينبغي القيام بتحريك عاجل في هذا الاتجاه. وإذا لم تكن هذه الأدوات متوفرة – في قطاع الوساطة المالية غير المصرفية، على سبيل المثال – ينبغي لصناع السياسات التعجيل بتطويرها. ولأن هناك تحديات أمام تصميم وتشغيل الأدوات الاحترازية الكلية ضمن الأطر القائمة، ينبغي أن ينظر صناع السياسات أيضاً في بناء هوامش أمان في مواضع أخرى لحماية النظام المالي. وعلى وجه التحديد، ينبغي لصناع 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 التشديد المفاجئ لشروط التمويل الخارجي. وإذ تقوم باستخدام مخصصاتها من حقوق السحب الخاصة التي حصلت عليها في إطار توزيع عام تاريخي، ينبغي أن تعيد بناء هوامش الأمان حسب الاقتضاء وتنفيذ الإصلاحات الهيكلية لحماية أنفسها من أضرار التحولات في مسار تدفقات رأس المال والزيادات المفاجئة في تكاليف التمويل.

كذلك يجب على صناع السياسات في الأسواق الصاعدة معالجة التحديات التي تفرضها الدولار 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 أطر 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، والتضافر 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 يعجل صناع السياسات بتعزيز البنية العالمية لمعلومات المناخ (البيانات، والإفصاحات، وتصنيفات التمويل المستدام). وبمجرد إرساء هذا البنية، يمكنهم النظر أيضاً في أدوات لتوجيه المدخرات نحو الصناديق الداعمة للتحول (كالحوافز المالية للاستثمار في صناديق المناخ). وأخيراً، ينبغي لهم إجراء تحليل للسيئاريوهات 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، يُرجى الإحالة 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>