

## جسر نحو التعافي

### لمحة عن عدد أكتوبر ٢٠٢٠ من تقرير الاستقرار المالي العالمي

- لا تزال مخاطر المدى القريب على الاستقرار المالي العالمي قيد الاحتواء. فقد كانت السياسات استجابة غير مسبوقه وفي حينها تجاه الأزمة، فساهمت في الحفاظ على تدفق الائتمان إلى الاقتصاد وتجنب حلقات الآثار المرتدة السلبية فيما بين الاقتصاد الكلي والقطاع المالي، وهو ما أنشأ بدوره جسرا نحو التعافي.
- غير أن مواطن الضعف تتزايد، مما يكتف دواعي القلق بشأن الاستقرار المالي في بعض البلدان. فقد زادت مواطن الضعف في قطاع الشركات غير المالية مع تحمل الشركات مزيدا من الديون لمواكبة نقص السيولة، وفي القطاع السيادي حيث اتسعت عجوزات المالية العامة لدعم الاقتصاد.
- ومع تكشف أبعاد الأزمة، قد تتحول ضغوط السيولة التي تعانيها الشركات إلى حالات إفسار، وخاصة إذا تأخر التعافي. ويلاحظ أن المؤسسات الصغيرة والمتوسطة أكثر تعرضا لهذه المخاطر مقارنة بالشركات الكبيرة القادرة على النفاذ إلى أسواق رأس المال. وفي نهاية المطاف، سيتحدد المسار المستقبلي لحالات العجز عن السداد حسب مدى استمرار الدعم الذي تقدمه السياسات وسرعة التقدم نحو التعافي، التي يُتوقع أن تتفاوت عبر القطاعات والبلدان.
- ويرغم أن النظام المصرفي العالمي يتمتع بمستوى جيد من الرسملة، فإن هناك طائفة من البنوك الضعيفة، وقد تتعرض بعض النظم المصرفية لنقص في رأس المال الكلي حسب السيناريو المعاكس الوارد في تقرير آفاق الاقتصاد العالمي، حتى مع الإجراءات التخفيفية التي تطبقها السياسات حاليا.
- ويواجه بعض اقتصادات الأسواق الصاعدة والواعدة تحديات تمويلية، مما قد يصل ببعضها إلى حالة المديونية الحرجة أو يقود إلى حالة من عدم الاستقرار المالي أو يتطلب تقديم دعم رسمي.
- ومع إعادة فتح الاقتصادات، سيكون من الضروري اتباع سياسات تيسيرية لضمان ترسخ التعافي واستدامته - راجع "خارطة طريق السياسات" أدناه. وينبغي أن يركز جدول أعمال الإصلاح المالي فيما بعد الجائحة على تقوية الإطار التنظيمي للقطاع المالي غير المصرفي وإحكام الرقابة الاحترازية لاحتواء تحمل المخاطر المفرط في بيئة يغلب عليها انخفاض أسعار الفائدة لفترة مطولة.

### خارطة طريق السياسات النقدية والمالية بعد انتهاء "الإغلاق العام الكبير"

#### إعادة فتح الاقتصاد بالتدريج في ظل عدم اليقين

- السياسة النقدية - الحفاظ على الموقف التيسيري لدعم التعافي
- دعم السيولة - مواصلة الدعم مع تعديل التسعير لتحفيز الخروج التدريجي من مرحلة تقديم الدعم
- تقديم الائتمان - تشجيع البنوك على استخدام هوامش أمان رأس المال والسيولة لمواصلة الإقراض
- القطاع الخاص غير المالي - مد فترة تعليق سداد خدمة الدين فقط في حالة الضرورة لمنع انتشار حالات الإفسار، ودعم الشركات القابلة للاستمرار من خلال إعادة الهيكلة وإعادة التفاوض على الديون بكفاءة خارج إطار التقاضي لتخفيف أعباء الديون، وكذلك من خلال دعم الملاءة المالية (حسب الملائم).
- الدعم متعدد الأطراف - تقديم دعم للأسواق الصاعدة والواعدة التي تواجه مصاعب تمويلية

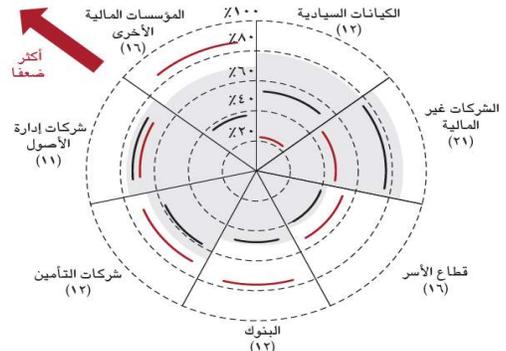
#### الجائحة قيد السيطرة

- السياسة النقدية - الحفاظ على الموقف التيسيري إلى أن تتحقق أهداف السياسة النقدية
- دعم السيولة - سحب الدعم بالتدريج
- تقديم الائتمان - اشتراط قيام البنوك بإعادة بناء هوامش أمان رأس المال والسيولة تدريجيا، ووضع خطط موثوقة لتقليل الأصول المتعثرة وخلق أسواق لها
- القطاع الخاص غير المالي - إعادة رسملة الشركات غير القابلة للاستمرار، أو إعادة هيكلتها أو تصفيتها
- التعافي الأخضر - تشجيع اتباع منهج أكثر استباقية في إدارة المخاطر المناخية والاستثمارات الخضراء
- الرقمنة - تشجيع زيادة الاستثمار الرقمي لرفع كفاءة القطاع المالي وتعزيز الشمول المالي

#### جدول أعمال الإصلاح المالي فيما بعد الجائحة

- القطاع المالي غير المصرفي - تقوية الإطار التنظيمي لمعالجة مواطن الضعف التي كشفت عنها أزمة مرض فيروس كورونا المستجد (كوفيد-١٩)
- التحسب لانخفاض مطول - تنفيذ إجراءات احترازية لاحتواء المخاطرة في بيئة يغلب عليها انخفاض أسعار الفائدة لفترة مطولة

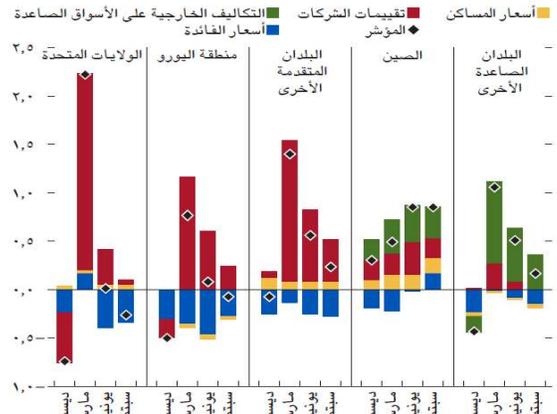
**الشكل البياني ١- نسبة البلدان المؤثرة على النظام المالي التي تتسم بمواطن ضعف مرتفعة، حسب القطاع**  
النسبة المئوية للبلدان التي تبلغ مواطن الضعف فيها مستويات مرتفعة ومتوسطة-مرتفعة، مقسمة حسب إجمالي الناتج المحلي أو الأصول: عدد البلدان الضعيفة بين قوسين



عدد أكتوبر ٢٠٢٠ من تقرير الاستقرار المالي العالمي  
عدد إبريل ٢٠٢٠ من تقرير الاستقرار المالي العالمي  
الأزمة المالية العالمية

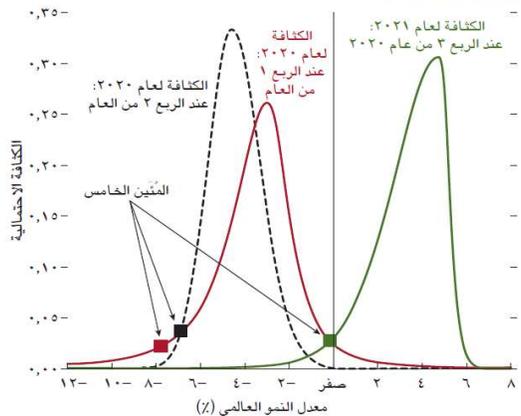
المصادر: بنك التسويات الدولية؛ ومؤسسة Haver Analytics؛ والسلطات الوطنية؛ ومؤسسة ستاندارد أند بورز؛ وشركة WIND Information Co. وحسابات خبراء صندوق النقد الدولي. ملحوظة: استنادا إلى ٢٩ بلدا لديها قطاعات مالية ذات أهمية نظامية (راجع الفصل الأول للإطلاع على التفاصيل). الأزمة المالية العالمية تعكس قيمة الضعف الأقصى للفترة ٢٠٠٧-٢٠٠٨.

**الشكل البياني ٢- المحركات الأساسية لمؤشرات الأوضاع المالية العالمية**  
الانحرافات المعيارية عن المستوى الأوسط



المصادر: بنك التسويات الدولية؛ ومؤسسة Bloomberg Finance L.P. ومؤسسة Haver Analytics؛ وصندوق النقد الدولي. قاعدة بيانات الإحصاءات المالية الدولية؛ وحسابات خبراء صندوق النقد الدولي. ملحوظة: راجع الفصل الأول للإطلاع على التفاصيل.

**الشكل البياني ٣- كثافات التنبؤ بالنمو العالمي قصير الأجل**  
(الكثافات الاحتمالية)



المصادر: بنك التسويات الدولية؛ ومؤسسة Bloomberg Finance L.P. ومؤسسة Haver Analytics؛ وصندوق النقد الدولي. قاعدة بيانات الإحصاءات المالية الدولية؛ وحسابات خبراء صندوق النقد الدولي. ملحوظة: تقديرات كثافة التنبؤ تركز حول تنبؤات تقرير آفاق الاقتصاد العالمي لكل منها في عاصي ٢٠٢٠ و ٢٠٢١. ونظرا لطابع الأزمة الحالية غير الموسمي، فإن تقديرات النمو المعرض للخطر القائمة على نموذج تخضع حتما لحدود عدم يقين أكبر من المعتاد.

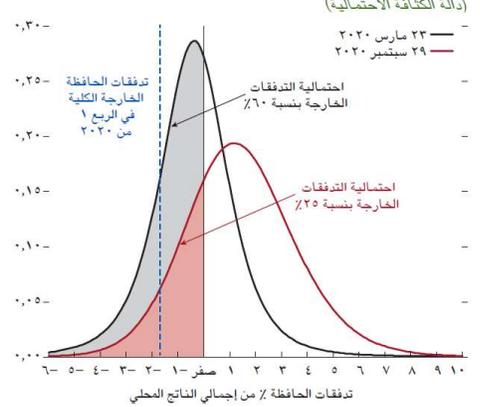
في مواجهة أزمة صحية واقتصادية عالمية، اتخذت صناعات السياسات إجراءات استثنائية لحماية الأفراد والاقتصاد والنظام المالي. غير أن آفاق التعافي لا تزال محفوفة بقدر كبير من عدم اليقين وستتوقف على توافر علاجات ولقاحات موثوقة لمرض كوفيد-١٩. وبالإضافة إلى ذلك، دخلت بلدان كثيرة هذه الأزمة وهي تعاني من مواطن ضعف كبيرة مسبقة في بعض القطاعات - شركات إدارة الأصول، والشركات غير المالية، والكيانات السيادية - ويستمر تراكم مواطن الضعف حاليا ليشكل تيارات معاكسة أمام مسيرة التعافي (الشكل البياني ١).

ومنذ عدد يونيو ٢٠٢٠ من مستجدات تقرير الاستقرار المالي العالمي، ظلت الأوضاع المالية العالمية تيسيرية بفضل استمرار الدعم الذي تقدمه السياسات. ففي الاقتصادات المتقدمة، زاد تيسير الأوضاع المالية بدعم من استمرار أسعار الفائدة المنخفضة والتعافي الذي شهدته أسواق الأصول الخطرة (الشكل البياني ٢). وتيسرت الأوضاع المالية بشكل عام في الأسواق الصاعدة (باستثناء الصين) على مدار نفس الفترة أيضا، وإن كانت التكاليف الخارجية لا تزال أعلى من مستويات ما قبل كوفيد-١٩ بالنسبة لكثير من بلدان المجموعة (الشكل البياني ٣). وفي الصين، ظلت الأوضاع المالية مستقرة بشكل عام، حيث خفضت السلطات توقعاتها لمزيد من الخفض لأسعار الفائدة في ظل تحسن النشاط الاقتصادي وتزايد مخاطر القطاع المالي.

وبالرغم من أن التيسير الكبير للأوضاع المالية منذ أواخر مارس قد ساعد على منع وقوع أزمة مالية وخفف أثر جائحة كوفيد-١٩ على الاقتصاد، فإن تدهور آفاق الاقتصاد أدى إلى نقل توزيع النمو العالمي المتوقع في عام ٢٠٢٠ إلى عمق المساحة السالبة (الشكل البياني ٣). وفي الفترة المقبلة، من المتوقع أن يحقق الاقتصاد العالمي نموا بنسبة ٥,٢٪ في عام ٢٠٢١، طبقا لتوقعات عدد أكتوبر ٢٠٢٠ من تقرير آفاق الاقتصاد العالمي. وتعني هذه الانتعاشة المتوقعة والأوضاع المالية الميسرة أن احتمالات النمو السالب ضئيلة بالنسبة للعام القادم، وإن كان ميزان المخاطر لا يزال مائلا في اتجاه التطورات المعاكسة (الشكل البياني ٣).

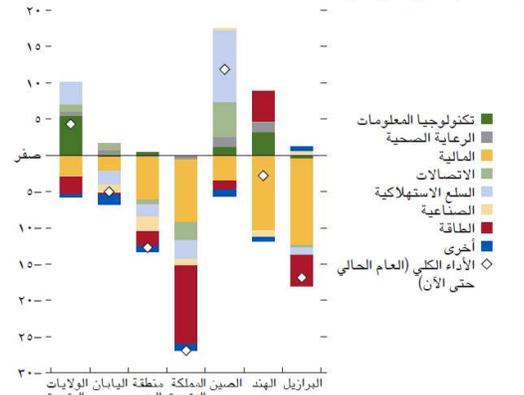
وقد نجحت إجراءات السياسات غير المسبوقة التي اتُخذت لمواجهة الجائحة في تحسين المزاج السائد بين المستثمرين والحفاظ على تدفق الائتمان إلى الاقتصاد. ولمواكبة ضغوط التدفق النقدي، بادرت الشركات بزيادة إصدار السندات، واستعانت بخطوط الائتمان المصرفي (ولا سيما الموجودة في الولايات المتحدة)، واغتتمت فرصة إتاحة القروض المضمونة من الحكومة (راجع الفصل ٣ قيد الإصدار).

#### الشكل البياني ٤ - تدفقات رؤوس الأموال المعرضة للخطر: التنبؤات لتدفقات الحافطة على المدى القريب.



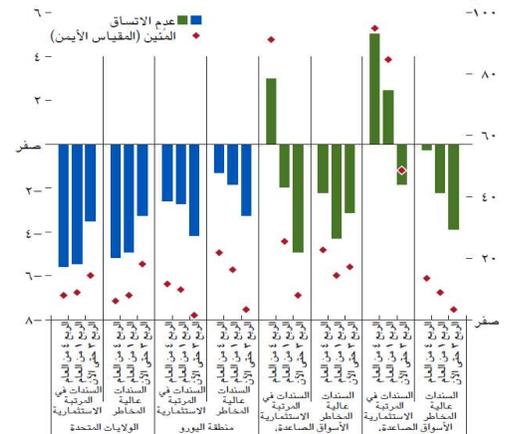
المصادر: مؤسسة Bloomberg Finance L.P. ومؤسسة Haver Analytics؛ صندوق النقد الدولي، قاعدة بيانات تقرير آفاق الاقتصاد العالمي؛ وتقديرات صندوق النقد الدولي؛ JP Morgan والمصادر الوطنية؛ وتقديرات خبراء صندوق النقد الدولي. ملحوظة: على أساس تدفقات الحافطة من الين ورأس المال المساهم لعدد 19 من الاقتصادات المساعدة؛ المدى القريب = ثلاثة أرباع العام القادمة. راجع الفصل الأول للاطلاع على التفاصيل. راجع الفصل الأول للاطلاع على التفاصيل.

#### الشكل البياني ٥ - أداء أسواق الأسهم في عام ٢٠٢٠: المساهمات القطاعية



المصادر: مؤسسة Bloomberg Finance L.P. ومؤشر MSCI؛ وحسابات خبراء صندوق النقد الدولي. ملحوظة: كل مؤشرات البلدان هي مؤشرات فرعية بالعملية المحلية تابعة لمؤشر MSCI. ويستند الأداء الكلي إلى جميع المؤشرات القطاعية، والاستهلاكية تجمع بين قطاعي السلع الاستهلاكية والسلع الأساسية. أما أخرى فهي مجموع قطاعات المرافق والمواد الخام والغارات.

#### الشكل البياني ٦ - عدم الاتساق بين عائدات السندات (الانحراف عن القيمة العادلة لكل وحدة مخاطرة، المقياس الأيسر؛ حساب المتين قانع على الفترة ١٩٩٥-٢٠٢٠، المقياس الأيمن)



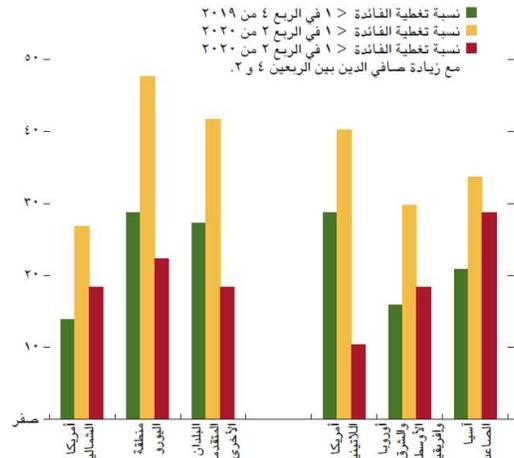
المصادر: مؤسسة Bloomberg Finance L.P. وشركة Consensus Economics؛ ومؤسسة Haver Analytics؛ وتقديرات Refinitiv I/B/E/S؛ وحسابات خبراء صندوق النقد الدولي. ملحوظة: ملحوظة: عدم الاتساق هو الفرق بين القيم السوقية والقيم القائمة على نموذج حسب الانحراف المعياري للتغيرات الشهرية في فروع العائد؛ والقيم السلبية على المقياس الأيسر تشير إلى تقييم مبالغ فيه. راجع الفصل الأول للاطلاع على التفاصيل. راجع الفصل الأول للاطلاع على التفاصيل.

وكانت حركة إصدار السندات بالعملية الصعبة قوية في الأسواق الصاعدة أيضا. فقد تعافت تدفقات الحافطة الكلية من المستويات المنخفضة التي بلغت في شهر مارس، وإن كان حوالي نصف اقتصادات الأسواق الصاعدة ظل يشهد تدفقات خارجة على مدار الثلاثة أشهر الماضية. وأدت الأوضاع المالية الميسرة إلى تحسين آفاق تدفقات الحافطة إلى الأسواق الصاعدة، مع احتمال هبوط التدفقات الخارجة على مدار أرباع العام الثلاثة القادمة من حوالي ٦٠٪ في ذروة الاضطرابات السوقية إلى ٢٥٪ في شهر سبتمبر (الشكل البياني ٤)، وإن ظلت هذه التدفقات أعلى من المستوى السابق على جائحة كوفيد-١٩.

وانتعشت أسواق الأسهم العالمية بعد المستويات المنخفضة التي بلغت أثناء الجائحة، مع تمايز واضح بين البلدان اعتمادا على مدى انتشار الفيروس، ونطاق الدعم الذي تقدمه السياسات، والتكوين القطاعي. فقد تفوقت أسواق الأسهم في الصين والولايات المتحدة على أداء الأسواق الأخرى، بدعم من أسهم التكنولوجيا (الأعمدة الخضراء الداكنة والفاخرة، الشكل البياني ٥)، رغم التصحيح الذي حدث في سبتمبر. وهناك قطاعات أخرى كثيفة الاعتماد على الاتصال المباشر (الفنادق والمطاعم والترفيه) تضررت من الإغلاق العام والتباعد الاجتماعي. ويعكس ضعف أداء قطاع الطاقة والقطاع المالي (الأعمدة الحمراء والصفراء، الشكل البياني ٥) تقييمات المستثمرين لضعف احتمالات النمو.

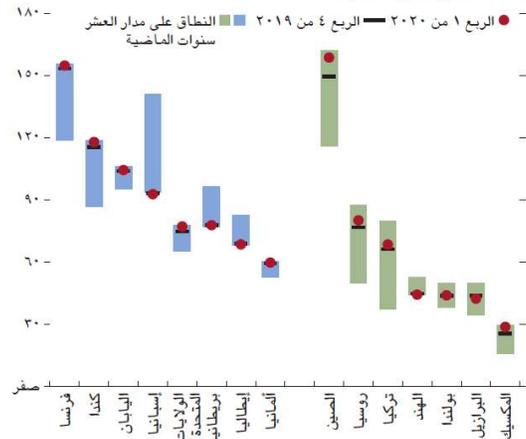
ولا يزال هناك انفصال بين تصاعد تقييمات السوق من ناحية وتطورات الاقتصاد من ناحية أخرى، على النحو الذي ناقشناه في عدد يونيو ٢٠٢٠ من مستجدات تقرير الاستقرار المالي العالمي. فعلى سبيل المثال، يشير تحليل أداء سوق الأسهم الأمريكية للسنة الحالية حتى الآن إلى أن التراجع الحاد في آفاق دخل الشركات تم تعويضه وزيادة من خلال انخفاض أسعار الفائدة الخالية من المخاطر وتقلص فوارق علاوات مخاطر الأسهم، مما يعكس تخفيضات أسعار الفائدة الأساسية التي أجرتها البنوك المركزية وغير ذلك من الإجراءات التي حسنت المزاج السائد بين المستثمرين رغم ارتفاع عدم اليقين الاقتصادي (راجع الفصل الأول). وبالمثل، كان الانخفاض في عائدات سندات الشركات مدفوعا بهبوط أسعار الفائدة الخالية من المخاطر وتقلص فوارق العائد مقابل السندات المعيارية - بحيث وصلت في كثير من الحالات إلى أقل من تقديرات القيم التي تتسق مع أساسيات الاقتصاد (الشكل البياني ٦). ويمكن إرجاع تقلص فوارق العائد جزئيا إلى الدعم المستمد من السياسات، كما يمكن عزوه في حالة الأسواق الصاعدة إلى إجراءات تيسير السياسة النقدية التي اتخذتها البنوك المركزية في الاقتصادات المتقدمة. وإذا كانت الأسواق تعتقد أن دعم السياسات سيستمر أو حتى يزداد لمواجهة تدهور آفاق الاقتصاد، يمكن أن تظل التقييمات الحالية للأصول الخطرة مستمرة لبعض الوقت. ولكن إذا أعاد المستثمرون تقييم نطاق الدعم الذي تقدمه السياسات أو إذا تأخر التعافي، فقد تصبح احتمالات التصحيح الحاد أمرا واردا.

## الشكل البياني ٧- الشركات المطروحة أسهمها للاكتتاب العام: الدين المعرض للخطر (٪ من دين الشركات)



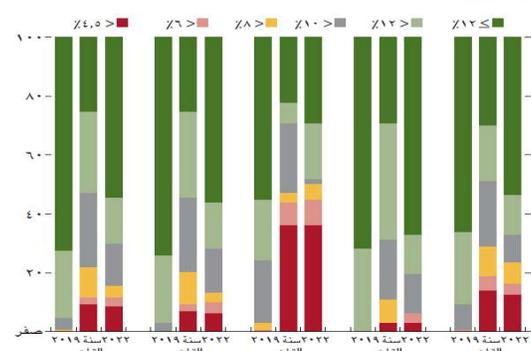
المصادر: بنك التسويات الدولية؛ ومؤسسة Bloomberg L.P. ومؤسسة Haver Analytics؛ ومؤسسة التمويل الدولي؛ ومؤسسة التصنيف الائتماني S&P Global Ratings؛ ومجموعة S&P Leveraged Commentary and Data؛ وحسابات خبراء صندوق النقد الدولي. ملحوظة: تتضمن العينة الشركات التي تصدر قوائم مالية ربع سنوية. وتشير الأعمدة إلى نسبة دين الشركات التي تبلغ فيها نسبة تغطية الفائدة > ١ والتي سجلت زيادة في صافي الدين كنسبة من الدين الكلي التي تتضمنها العينة.

## الشكل البياني ٨- دين الشركات غير المالية الكلي (٪ من إجمالي الناتج المحلي)



المصادر: بنك التسويات الدولية؛ ومؤسسة Haver Analytics؛ وحسابات خبراء صندوق النقد الدولي. ملحوظة: بالنسبة لفرنسا، تعرض بيانات ديون الشركات على أساس غير موحد.

الشكل البياني ٩- توزيع أصول البنوك حسب نسبة رأس المال في ظل السيناريو المعاكس الوارد في عدد أكتوبر ٢٠٢٠ من تقرير "آفاق الاقتصاد العالمي". مع تطبيق سياسات التخفيف (الأسهم العادية ضمن تريحة رأس المال الأولى كنسبة من رأس المال المرحج بالمخاطر، ٪).



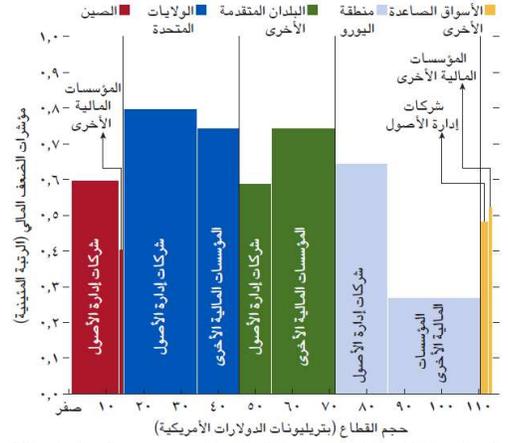
المصادر: مؤسسة Bloomberg Finance L.P. ووكالة "فيتش" للتصنيف الائتماني؛ وصندوق النقد الدولي. قاعدة بيانات تقرير آفاق الاقتصاد العالمي؛ وتقديرات خبراء صندوق النقد الدولي. ملحوظة: السيناريو يأخذ في الاعتبار سياسات التخفيف (راجع الفصل الرابع للأطلاع على التفاصيل).

وقد تعرضت الشركات غير المالية لضغوط سيولة حادة عقب نقشي جائحة كوفيد-١٩. وكان الضغط المالي الذي تعرضت له الشركات الأضعف - الشركات ذات المراكز الأضعف من حيث الملاءة والسيولة، وكذلك الشركات الأصغر - أشد مما تعرضت له الشركات المناظرة في المراحل المبكرة من الأزمة (راجع الفصل الثالث قيد الإصدار). ولمواكبة نقص السيولة، لجأ العديد من الشركات إلى زيادة الاقتراض - ولا سيما الشركات التي كان دخلها أقل من مصروفاتها على الفوائد (الشكل البياني ٧)، مما أضاف إلى مستويات دين الشركات المرتفعة أصلاً في عدة اقتصادات (الشكل البياني ٨). وتواصل معدلات العجز عن السداد ارتفاعها بالمثل. ومع استمرار تطورات الأزمة، وخاصة إذا تأخر تحقيق تعافٍ مستدام، قد تتحول ضغوط السيولة إلى حالات إعسار.

وما لم يحدث تشديد كبير في أوضاع التمويل، فمن المرجح أن تتمكن الشركات الكبيرة القادرة على النفاذ إلى أسواق رأس المال من تجنب أي ضغوط شديدة تتعلق بالملاءة المالية. غير أن الشركات في القطاعات الأكثر تأثراً بالجائحة تواجه آفاق نمو أضعف وضغوط سيولة أشد، ومن ثم مستويات أعلى من مخاطر العجز عن السداد والإعسار. ومن الممكن أن تكون المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، الأكثر عرضة للمخاطر بوجه عام، قناة مهمة تنتقل من خلالها الصدمة الاقتصادية. وبالإضافة إلى ذلك، فإن هذه المؤسسات غالباً ما تهيمن على بعض القطاعات الأكثر اعتماداً على الاتصال المباشر (الفنادق والمطاعم والترفيه)، التي تضررت من جائحة كوفيد-١٩.

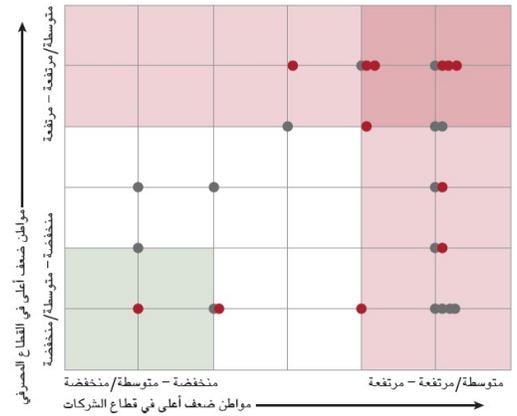
وقد دخلت البنوك أزمة كوفيد-١٩ وهي تتمتع بهوامش رأس مال وسيولة أكبر بكثير مما كان عليه الحال في الفترة ٢٠٠٨-٢٠٠٩، مما سمح لها بمواصلة تقديم الائتمان للاقتصاد. ومن المرجح أن السياسات الرامية إلى دعم المقترضين وتشجيع البنوك على استخدام المرونة التي يتيحها الإطار التنظيمي دعمت رغبة البنوك في الإقراض وقدرتها على تقديمه. غير أن بعض البنوك بدأت بالفعل تشديد معايير الإقراض، وهو ما قد تكون له انعكاسات سلبية على التعافي. ويشير تحليل استشرافي لملاءة البنوك في ٢٩ بلداً (ليس من بينها الصين) إلى أنه في حالة تحقق السيناريو الأساسي الوارد في عدد أكتوبر ٢٠٢٠ من تقرير "آفاق الاقتصاد العالمي" فإن معظم البنوك ستكون قادرة على استيعاب الخسائر والحفاظ على هوامش رأس مال فوق متطلبات الحد الأدنى لرأس المال (راجع الفصل الرابع قيد الإصدار). وفي السيناريو المعاكس الذي يطرحه تقرير "آفاق الاقتصاد العالمي" والذي يتنبأ بركود أعمق وتعافٍ أضعف، يمكن أن تُستنفد هوامش رأس المال في طائفة كبيرة من البنوك الضعيفة حتى تصل إلى مستويات قد تشكل قيدا على طاقتها الإقراضية (الشكل البياني ٩). ومن الممكن أن يصل النقص الكلي في رأس المال مقارنة بالمتطلبات التنظيمية العامة - التي تتضمن هوامش رأس

## الشكل البياني ١٠- المؤسسات المالية غير المصرفية: مؤشرات الضعف المالي وحجم القطاع



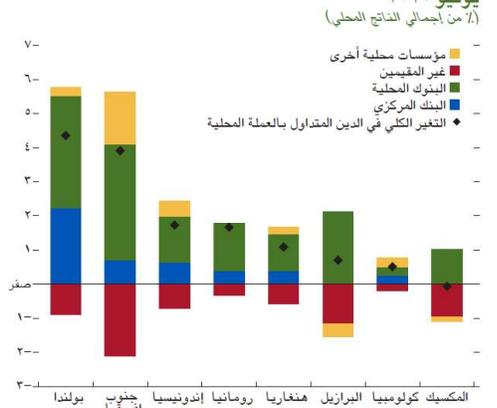
المصادر: بنك المكسيك المركزي؛ والبنك المركزي الأوروبي؛ ومؤسسة Haver Analytics؛ وشركة Morningstar؛ وبنك الاحتياطي الهندي؛ وهيئة الأوراق المالية وعمليات البورصة في البرازيل؛ وشركة WIND Information Co. وحسابات خبراء صندوق النقد الدولي. ملحوظة: راجع الفصل الأول للاطلاع على التفاصيل.

## الشكل البياني ١١- مواطن ضعف الشركات والبنوك والكيانات السيادية في ٢٩ بلدا ذات قطاعات مالية مؤثرة على النظام



المصادر: بنك التسويات الدولية؛ ومؤسسة Haver Analytics؛ ومعهد التمويل الدولي؛ وصندوق النقد الدولي، عدد أكتوبر ٢٠٢٠ من تقرير آفاق الاقتصاد العالمي؛ وتقديرات خبراء صندوق النقد الدولي. ملحوظة: استنادا إلى البيانات التي يقوم عليها الشكل البياني ١١؛ والنقاط الحمراء تشير إلى البلدان التي تنقسم كياناتها السيادية بمواطن ضعف بدرجة متوسطة/مرتفعة أو مرتفعة.

## الشكل البياني ١٢- التخفيض في السندات الحكومية المتداولة المقومة بالعملة المحلية، حسب حاملها، نهاية فبراير-نهاية يونيو ٢٠٢٠



المصادر: مؤسسة Bloomberg Finance L.P. ومؤسسة Haver Analytics؛ وصندوق النقد الدولي، قاعدة بيانات تقرير آفاق الاقتصاد العالمي؛ والمصادر الوطنية؛ وتقديرات خبراء صندوق النقد الدولي. ملحوظة: البيانات غير معدلة لاحتساب الدين المرتبط بمؤشر التضخم، ومجموع جنوب إفريقيا يختلف اختلافاً طفيفاً عن التغييرات المجمعة للكوتات المختلفة، وترد هنا خيارات السندات الحكومية لدى البنك المركزي الإندونيسي دون أن تشمل العمليات النقدية المقسمة حسب المصدر.

مال مضادة للاتجاهات الدورية، وهامش أمان لحماية رأس المال، وهامش أمان نظامية - إلى ٢٢٠ مليار دولار، حتى بعد تضمين سياسات التخفيف الموجهة للمقرضين والبنوك (راجع الفصل الرابع قيد الإصدار).

وقد دخلت المؤسسات المالية غير المصرفية (NBFIs) حقبة الأزمة وهي تعاني من مواطن ضعف كبيرة (الشكل البياني ١٠). وهي لم تتخلص بعد من أوجه الهشاشة العديدة رغم نجاحها في تخطي اضطرابات السوق الناجمة عن الجائحة بفضل الدعم الذي قدمته السياسات. فعلى سبيل المثال، قد تضطر شركات إدارة الأصول إلى البيع البخس إذا كانت خسائر المحافظ الاستثمارية أكبر واسترداد المستثمرين لاستثماراتهم يستغرق وقتاً أطول مقارنة بما حدث أثناء موجة البيع البخس في شهر مارس. وتقوم المؤسسات المالية غير المصرفية بدور متمم في أسواق الائتمان، بما في ذلك قطاعات السوق الأكثر تعرضاً للمخاطر، وتعني زيادة الروابط بين هذه المؤسسات والبنوك أن أوجه الهشاشة يمكن أن تنتشر في النظام المالي.

وقد زادت مواطن الضعف السيادية بسبب توسع البلدان في تقديم الدعم من المالية العامة، ويُحتمل أن تواجه الكيانات السيادية ارتفاعاً حاداً في الالتزامات الاحتمالية. وزادت مواطن الضعف لتشمل قطاعات متعددة، حيث باتت مرتفعة في قطاع الشركات والقطاع المصرفي والقطاع السيادي في ٦ من بين ٢٩ بلداً يمتلك قطاعات مالية مؤثرة على النظام (الشكل البياني ١١).

وبسبب الجائحة، حدث ارتفاع حاد في احتياجات التمويل لدى الأسواق الصاعدة. وربما تكون بواعث القلق المحيطة بإمكانية إصدار سندات دين جديدة وضعف أساسيات الاقتصاد على المستوى المحلي قد حدت من طلب المستثمرين الأجانب على السندات المقومة بالعملة المحلية (الشكل البياني ١٢)، وخاصة إذا كان هؤلاء المستثمرون حاملين لنسبة كبيرة من سندات الدين وإذا لم تكن قاعدة المستثمرين المحليين عميقة بالقدر الكافي. وقد اشترت بعض البنوك المركزية في الأسواق الصاعدة نسبة كبيرة من السندات في السوق الثانوية حتى تستقر أوضاع السوق (راجع الفصل الثاني قيد الإصدار). وتواجه اقتصادات الأسواق الواعدة تحديات تمويلية أكبر، حيث تسببت صدمة كوفيد-١٩ في رفع تكاليف الاقتراض إلى مستويات باهظة بالنسبة لكثير منها - مما يتطلب تقديم دعم رسمي.

وإذ يبني صناعات السياسات جسراً نحو التعافي، ينبغي تعديل السياسات حسب تطور الجائحة ووتيرة الانتعاش الاقتصادي (راجع "خارطة طريق السياسات" ضمن الإطار الوارد في بداية هذا الملخص الوافي). وفي كل خطوة، ينبغي أن ينتبه صناعات السياسات للمفاضلات عبر الفترات الزمنية والعواقب غير المقصودة ---

إذ ينبغي الحرص في الموازنة بين استخدام مزايا هوامش الأمان المتاحة اليوم والحاجة التي يمكن أن تنشأ مستقبلاً لتقديم مزيد من الدعم، وكذلك مخاطر تقادم مواطن الضعف في المستقبل.

وإذ تعاود الاقتصادات فتح نشاطها من جديد، سيكون من الضروري مواصلة المنهج التيسيري في السياسة النقدية ودعم السيولة على أساس موجه، من أجل الحفاظ على التعافي. وسيكون من الضروري أيضاً وضع إطار قوي لإعادة هيكلة الديون بغية الحد من أعباء الديون المفرطة وتصفية الشركات غير القابلة للاستمرار. وقد يتطلب الأمر تقديم دعم متعدد الأطراف للبلدان منخفضة الدخل التي تمر بمصاعب تمويلية. ورغم أن أزمة كوفيد-١٩ أثرت سلباً على الأداء البيئي للشركات، فهي تحمل أيضاً فرصة التخطيط للتحويل إلى اقتصاد أكثر مراعاة للبيئة (راجع الفصل الخامس قيد الإصدار).

وبعد إتمام السيطرة على الجائحة، يمكن البدء تدريجياً في سحب الدعم المقدم من السياسات، كما ينبغي تركيز أولويات السياسات على إعادة بناء هوامش الأمان المصرفية، وتعزيز القواعد المنظمة للمؤسسات المالية غير المصرفية، وإحكام الرقابة الاحترازية لاحتواء المخاطرة المفرطة في بيئة يسودها انخفاض أسعار الفائدة لفترة مطولة.