

تقرير الاستقرار المالي العالمي

ملخص وافٍ

يشهد الاقتصاد العالمي حالة من الارتفاع المزمّن في معدلات التضخم وضعته أمام تحدٍ لم ير مثله على مدار عقود. فعقب الأزمة المالية العالمية، ومع خفوت وطأة الضغوط التضخمية، ظلت أسعار الفائدة في مستويات شديدة الانخفاض لسنوات عدة، فاعتاد المستثمرون على درجة تقلب منخفضة. وقد ساهم ما نتج عن ذلك من تيسير للأوضاع المالية في دعم النمو الاقتصادي، لكنه ساعد كذلك على تراكم مواطن الضعف المالي. والآن، مع بلوغ التضخم أعلى مستوياته على مدى عقود متعددة، تعمل السلطات النقدية في الاقتصادات المتقدمة حالياً على تعجيل وتيرة عودة السياسة النقدية العادية. وواصلت صناعات السياسات في الأسواق الصاعدة تشديد السياسة على خلفية ارتفاع التضخم وزيادة الضغوط على العملات، وإن كانت بفروق ملموسة بين منطقة وأخرى. وضافت الأوضاع المالية العالمية بدرجة ملحوظة هذا العام، فأدت إلى تدفق رؤوس الأموال الخارجة من كثير من اقتصادات الأسواق الصاعدة والواعدة مع ضعف أساسياتها الاقتصادية الكلية. ووسط تصاعد أجواء عدم اليقين الاقتصادي والجغرافي-السياسي، تراجع المستثمرون بقوة عن تحمل المخاطر في سبتمبر. ومع تفاقم الأوضاع في الأسابيع الأخيرة، ارتفعت أهم مؤشرات المخاطر النظامية، مثل ارتفاع تكاليف التمويل بالدولار وفروق العائد لدى الأطراف المقابلة. وهناك مخاطر من تشديد الأوضاع المالية على نحو غير منظم والتي ربما تفاقم من جراء مواطن الضعف التي تراكمت على مدار سنوات. وسيركز هذا التقرير على المخاطر التي تهدد الاستقرار المالي العالمي في البيئة المالية الكلية الحالية – وهي بيئة جديدة على كثير من صناعات السياسات والأطراف المشاركة في السوق.

وتدهورت الآفاق الاقتصادية العالمية بشكل ملموس منذ صدور عدد إبريل/نيسان 2022 من تقرير الاستقرار المالي العالمي (GFSR). وتحقق عدد من مخاطر التطورات السلبية على أرض الواقع، بما فيها ارتفاع الضغوط التضخمية إلى مستويات فاقت التوقعات، وتباطؤ أسوأ من المتوقع في الصين على خلفية تفشي جائحة كوفيد-19 وإجراءات الإغلاق العام، وانتقال مزيد من التداعيات من الغزو الروسي لأوكرانيا. ونتيجة لذلك، ازدادت حدة تباطؤ النشاط الاقتصادي العالمي.

وظلت البنوك المركزية تعمل من أجل العودة إلى السياسة النقدية العادية لاستعادة استقرار الأسعار وسط الأجواء الاستثنائية من عدم اليقين المحيطة بالآفاق والارتفاع المزمّن في معدلات التضخم. وضافت الأوضاع المالية العالمية في معظم المناطق منذ صدور عدد إبريل/نيسان 2022 من تقرير الاستقرار المالي العالمي (الشكل البياني 1) – وذلك في أحد جوانبه كنتيجة مقصودة لتشديد السياسة النقدية وفي جانب آخر بسبب تزايد عدم اليقين المحيط بالآفاق منذ إبريل/نيسان. وعلى العكس من ذلك، أصبحت الأوضاع في الصين أيسر إلى حد ما، مع ما قدمه صناعات السياسات من دعم إضافي لتعويض تدهور الآفاق الاقتصادية والضغوط في قطاع العقارات.

وازدادت المخاطر التي تهدد الاستقرار المالي العالمي منذ صدور عدد إبريل/نيسان 2022 من تقرير الاستقرار المالي العالمي، ويميل ميزان المخاطر نحو التطورات السلبية بشكل ملحوظ. وتندرج مجموعة نتائج نمو إجمالي الناتج المحلي المعاكسة المبنية على التوزيع الاحتمالي لنمو إجمالي الناتج المحلي مستقبلاً ضمن العشرين المئين الأسوأ خلال العقود الأربعة الأخيرة (الشكل البياني 2). ويزداد الضعف المالي في قطاعات المؤسسات السيادية والمؤسسات المالية غير المصرفية، في حين تدهورت سيولة السوق على مستوى بعض فئات الأصول الرئيسية.

وظلت أسعار الفائدة وأسعار الأصول الخطرة تتقلب بشدة منذ إبريل/نيسان، انعكاساً لتصاعد عدم اليقين بشأن آفاق الأوضاع الاقتصادية والسياسات. وبيعت الأصول الخطرة بأسعار بخسة للغاية حتى نهاية يونيو/حزيران على خلفية المخاوف من احتمال اضطراب البنوك المركزية لتعجيل وتيرة رفع أسعار الفائدة الأساسية لمكافحة ارتفاع التضخم. ولحقت بأصول الأسواق الصاعدة خسائر فادحة، وازدادت فروق العائد على السندات السيادية مرتفعة العائد في الأسواق الصاعدة ووصلت إلى مستويات لم يشهدها السوق منذ مارس/آذار 2020 (الشكل البياني 3). وكذلك شهدت أسواق الأصول المشفرة تقلباً شديداً أدى إلى انهيار بعض أخطر الفئات وتصفية مراكز بعض صناديق الأصول المشفرة.

وفي منتصف العام، مع تزايد المخاوف من الركود، ارتفعت أسعار الأصول الخطرة على أمل انتهاء دورة عودة السياسة النقدية العادية في وقت أقرب مما كان متوقعا. ومع ذلك، تراجعت هذه التحركات وسجلت الأصول الخطرة مزيدا من الخسائر، إذ أكدت كبرى البنوك المركزية مجددا وبقوة عزمها على مكافحة التضخم والاضطلاع بالمهمة المنوطة بها وهي الحفاظ على استقرار الأسعار.

ويبدو أن عدم اتفاق المستثمرين حول نتائج التضخم الأكثر احتمالا قد أصبح ملحوظا بشكل أكبر. وفي منطقة اليورو، هناك احتمالات كبيرة بشأن نتائج انخفاض التضخم وارتفاعه، تعكس على الأرجح المخاوف المتصاعدة من حدوث تباطؤ في النمو الكلي (الشكل البياني 4). ومع ذلك، هناك مخاطر من أن إعادة تسعير المخاطر بسرعة وعلى نحو غير منظم في الأشهر القادمة يمكن أن يتفاعل مع مواطن الضعف وحالات ضعف سيولة السوق التي كانت موجودة من قبل، ويتفاقم بسببها.

وقد تراجعت مقاييس سيولة السوق على مستوى فئات الأصول المختلفة، بما في ذلك في الأسواق التي تنسم عموما بدرجة عالية من السيولة وبين المنتجات ذات المقاييس الموحدة والمتداولة في البورصة. واتسع كثيرا الفرق بين سعري شراء سندات الخزنة الأمريكية وبيعها، وتراجع عمق السوق تراجعا حادا، وارتفعت علاوات السيولة (الشكل البياني 5).

وظهرت ضغوط في الأسواق المالية الأوروبية منذ صدور عدد إبريل/نيسان 2022 من تقرير الاستقرار المالي العالمي. وهبطت أسعار الأصول على خلفية زيادة المخاوف من الركود وسط نقص الغاز الطبيعي وعودة مخاطر التشنج إلى الظهور مجددا في منطقة اليورو. ومع ذلك، فقد تقلصت فروق العائد على السندات الحكومية في جنوب أوروبا مقارنة بالعائدات على السندات الألمانية بعد إعلان البنك المركزي الأوروبي إنشاء أداة جديدة لمكافحة التشنج في منطقة اليورو، وهي "أداة حماية الانتقال". وفي المملكة المتحدة، ساءت معنويات السوق كثيرا نتيجة لمخاوف المستثمرين بشأن الآفاق المتوقعة للمالية العامة والتضخم عقب إعلان منح تخفيضات ضريبية كبيرة تُموّل بالديون وتدابير المالية العامة في التعامل مع ارتفاع أسعار الطاقة. وسجلت قيمة الجنيه الإسترليني انخفاضا مفاجئا، كما شهدت أسعار السندات السيادية هبوطا حادا. ولمنع الخلل في سوق سندات الخزنة البريطانية من تشكيل خطر جوهري على الاستقرار المالي للمملكة المتحدة، أعلن بنك إنجلترا في 28 سبتمبر/أيلول، تماشيا مع المهمة المنوطة به للحفاظ على الاستقرار المالي، تنفيذ عمليات شراء مؤقتة وموجهة لسندات الحكومة البريطانية ذات آجال الاستحقاق الطويلة.

واستمرت البنوك المركزية في الأسواق الصاعدة والواعد كذلك في تشديد السياسة النقدية. ولكن الفروق الإقليمية لا تزال صارخة، فأقدم بعض البلدان على رفع أسعار الفائدة الأساسية في وقت أبكر وبقوة أكبر في مواجهة الضغوط التضخمية. وساءت الأوضاع في سوق السندات بالعملة المحلية بصورة ملحوظة، انعكاسا للمخاوف بشأن الآفاق الاقتصادية الكلية وارتفاع مستويات الدين. وارتفعت علاوات الأجل على السندات السيادية بصورة حادة، ولا سيما في أوروبا الوسطى والشرقية.

وتواجه الأسواق الصاعدة العديد من المخاطر الناتجة عن ارتفاع تكاليف الاقتراض الخارجي، والارتفاع المزمع في معدلات التضخم، وتقلب أسواق السلع الأولية، وتصاعد أجواء عدم اليقين المحيطة بالآفاق الاقتصادية العالمية، والضغوط من تشديد السياسة النقدية في الاقتصادات المتقدمة. وتنسم الضغوط بالحدة بصفة خاصة في الأسواق الواعدة، حيث تواجه تحديات مدفوعة بمزيج من تشديد الأوضاع المالية، وتدهور الأساسيات الاقتصادية، وارتفاع درجة التعرض لمخاطر تقلب أسعار السلع الأولية. واستمر ارتفاع مصروفات الفائدة على الدين الحكومي، وهو ما أدى إلى زيادة ضغوط السيولة المباشرة. وفي بيئة تنسم بضعف الأساسيات الاقتصادية وفقدان المستثمرين الرغبة في الإقبال على المخاطرة، قد تظهر بعد ذلك حالات من التوقف عن السداد. ومع هذا، ظل المستثمرون إلى الآن يميزون بين اقتصادات الأسواق الصاعدة، ويبدو أن عددا كبيرا من كبرى الأسواق الصاعدة يتمتع بقدر أكبر من الصلابة في مواجهة المخاطر الخارجية. ولا تزال تدفقات استثمارات الحافظة لغير المقيمين ضعيفة برغم علامات استقرارها بعد خروج تدفقات كبيرة في النصف الأول من العام (الشكل البياني 6). وتراجع إصدار السندات السيادية بعملات أجنبية تراجعا حادا. وإذا لم تتحسن إمكانات الوصول إلى السوق، سيتعين على كثير من الأسواق الواعدة المصدرة للسندات البحث عن مصادر تمويل بديلة و/أو تعديل مواصفات الديون وإعادة هيكلتها.

والبيئة الاقتصادية الكلية المحفوفة بالتحديات تفرض كذلك ضغوطا على قطاع الشركات في العالم. واتسعت فروق العائد كثيرا على مستوى مختلف القطاعات منذ إبريل/نيسان. وأشارت التقارير الصادرة عن الشركات الكبرى إلى انكماش هوامش الربح من جراء ارتفاع التكاليف، بينما يبدو أن التعديلات الخافضة لتنبؤات المحللين بشأن نمو الأرباح العالمية تكتسب زخما متزايدا بسبب بواعث القلق بشأن احتمالية حدوث ركود اقتصادي. وعلى مستوى الشركات الصغيرة، بدأ حالات الإفلاس تتزايد بالفعل في كبرى الاقتصادات المتقدمة نظرا لوقوع تأثير أكبر على هذه الشركات من ارتفاع تكاليف الاقتراض وتراجع الدعم من المالية العامة. أما الشركات التي تعتمد على أسواق تمويل تقوم على الرفع المالي فهي تواجه شروطا ومعايير أكثر صرامة للحصول على قروض على خلفية التحديات الماثلة أمام النمو. وقد تصبح الجودة الائتمانية لهذه الأصول على محك في فترة من تباطؤ النشاط الاقتصادي، مع احتمال انتقال التداعيات إلى الاقتصاد الكلي الأعم.

وبينما تقوم البنوك المركزية بتشديد السياسة النقدية بقوة، فإن الارتفاع البالغ في تكاليف الاقتراض وتشديد معايير الإقراض، فضلا على التقييمات المغالى فيها بعد سنوات من ارتفاع الأسعار، يمكن أن تسفر جميعا عن تأثير معاكس على أسواق المساكن. وفي أسوأ السيناريوهات، قد تتراجع أسعار المساكن الحقيقية بشكل كبير، تدفعها ضغوط يُسر التكلفة وتدهور الآفاق الاقتصادية (الشكل البياني 7).

وفي الصين، ازداد هبوط النشاط في قطاع العقارات عمقا حيث أدى حدوث تراجع حاد في بيع المساكن خلال فترة إجراءات الإغلاق العام في مواجهة جائحة كوفيد-19 إلى تفاقم ضغوط السيولة على المطورين العقاريين، مما زاد من المخاوف بشأن مخاطر الملاءة الأعم. وقد تنتقل تداعيات إخفاق المطورين العقاريين إلى القطاع المصرفي، وتؤثر على بعض البنوك الصغيرة المعرضة للمخاطر والبنوك المؤثرة على النظام المالي المحلي، نظرا لتراجع هامش رأس المال الوقائي وارتفاع درجة مخاطر التركيز ذات الصلة بالعقارات (الشكل البياني 8).

وقد ساهم ارتفاع مستويات رأس المال وهوامش أمان السيولة الوفيرة في تعزيز صلابة القطاع المصرفي العالمي. ومع هذا، يتضح من اختبار قدرة البنوك العالمية على تحمل الضغوط الذي يجريه الصندوق، أنه وفي ظل سيناريو من التشديد المفاجئ والحاد للأوضاع المالية يفرضي إلى ركود الاقتصاد العالمي في 2023 وسط ارتفاع معدلات التضخم، ستقدم نسبة تصل إلى 29% من بنوك الأسواق الصاعدة (حسب الأصول) على الإخلال بشروط رأس المال الإلزامي، بينما سيظل معظم بنوك الاقتصادات المتقدمة محتفظا بصلابته. أما إعادة بناء الهوامش الوقائية وتعويض النقص في رأس المال فسوف يقتضيان توفير أكثر من 200 مليار دولار (الشكل البياني 9).

وكما أشرنا إليه في الفصل 2، فسوف تحتاج الأسواق الصاعدة والاقتصادات النامية إلى قدر كبير من التمويل للعمل المناخي في السنوات القادمة للحد من انبعاثات غازات الاحتباس الحراري والتكيف مع الآثار المادية لتغير المناخ. وبينما شهد التمويل المستدام نموا سريعا، لا تزال اقتصادات الأسواق الصاعدة والاقتصادات النامية في أوضاع غير مواتية. وهناك تحديات كبيرة كامنة في المساعي الحاسمة لزيادة التمويل الخاص للعمل المناخي، بما فيها عدم وجود سياسات مناخية داعمة (مثل التسعير الفعال للكربون) وبنیان المعلومات المناخية الذي لا يزال ضعيفا (الشكل البياني 10).

وتقوم صناديق الاستثمار المفتوح بدور متزايد الأهمية في الأسواق المالية. ومع هذا، فإن فجوة السيولة بين أصول هذه الصناديق وخصومها تثير المخاوف بشأن الاستقرار المالي. ويبحث الفصل 3 كيف يمكن لصناديق الاستثمار المفتوح التي تحوز أصولا غير سائلة بينما تتيح استرداد القيمة على أساس يومي أن تكون دافعا أساسيا لهشاشة أسعار الأصول من خلال زيادة احتمالات انسحاب المستثمرين وبيع الأصول بأسعار بخسة (الشكل البياني 11). ومن شأن مواطن الضعف في صناديق الاستثمار المفتوح أن تفضي كذلك إلى انتقال آثار تداعياتها عبر الحدود وأن تؤدي إلى تشديد الأوضاع المالية المحلية ككل، مما يولد مخاطر محتملة على الاستقرار المالي الكلي.

التوصيات بشأن السياسات

يجب أن تتحرك البنوك المركزية بحسم لإعادة التضخم إلى مستواه المستهدف، ومنع ترسخ الضغوط التضخمية وتجنب انفلات توقعات التضخم عن الركيزة المستهدفة والذي من شأنه تقويض المصداقية. وأجواء عدم اليقين الكثيفة التي تخيم على الآفاق تعوق قدرة صناع السياسات على توفير إرشادات صريحة ودقيقة بشأن المسار المستقبلي للسياسة النقدية. ولا بد من التواصل بوضوح حول دوال الاستجابة

لسياساتهم، والتزامهم التام بتحقيق أهداف المهام المنوطة بهم، والحاجة إلى مواصلة العمل على عودة السياسة النقدية العادية كخطوة حاسمة في الحفاظ على المصدقية وتجنب تقلب الأسواق دون مبرر.

ووفق إطار السياسات المتكامل لصندوق النقد الدولي، يمكن لبعض اقتصادات الأسواق الصاعدة المعنية بدورة التشديد العالمية أن تنتظر، حيث يكون ذلك ملائماً، في استخدام مزيج من عمليات التدخل الموجهة في سوق الصرف، والتدابير بشأن تدفقات رؤوس الأموال، و/أو اتخاذ إجراءات أخرى للمساعدة على تمهيد التعديلات في أسعار الصرف للحد من المخاطر التي تهدد الاستقرار المالي والحفاظ على إمكانات انتقال آثار السياسة النقدية على النحو الملائم.

وينبغي أن يسعى المقترضون السياديون في الاقتصادات النامية والأسواق الواعدة إلى تعزيز الجهود لاحتواء المخاطر المقترنة بمواطن الضعف المتعلقة بديونهم المرتفعة، وذلك بوسائل منها التكيّف بالاتصال بدائنيهم، والتعاون متعدد الأطراف، والحصول على الدعم من المجتمع الدولي. ويمكن المساعدة على احتواء تكاليف الاقتراض وإعادة التمويل والحد من المخاوف بشأن استدامة القدرة على تحمل الدين من خلال وضع خطط موثوقة لضبط أوضاع المالية العامة على المدى المتوسط وذلك في أعقاب الصدمات الأخيرة.

وينبغي لصناع السياسات العمل على احتواء زيادة تراكم مكامن الخطر المالي. ومع أخذ الظروف القُطرية والتحديات الاقتصادية قصيرة المدى في الاعتبار، ينبغي لهم تعديل أداة السلامة الاحترازية الكلية حسب الحاجة لمعالجة جيوب مواطن الضعف المتزايدة. ومن الضروري أن يتحقق التوازن بين احتواء تراكم مواطن الضعف وتجنب مسابرة اتجاهات الدورة الاقتصادية وتشديد الأوضاع المالية على نحو غير منظم نظراً لتصاعد أجواء عدم اليقين الاقتصادي والعملية الجارية لعودة السياسة النقدية العادية.

ويكتسب تنفيذ السياسات الرامية إلى تخفيف وطأة المخاطر على سيولة السوق أهمية بالغة لتجنب احتمالات تفاقم الصدمات. وينبغي للسلطات الرقابية متابعة قوة البنى التحتية للتداول ودعم الشفافية في الأسواق. وإضافة إلى ذلك، فإن تحسين إمكانات توفير البيانات على مستوى التداول سيساعد على تقييم المخاطر التي تهدد السيولة في الوقت المناسب. وبالنظر إلى الأهمية المتزايدة للمؤسسات المالية غير المصرفية، ينبغي للأطراف المقابلة توخي الحرص في مراقبة الأنشطة اليومية والتعرض لمخاطر الرفع المالي، وتعزيز ممارساتهم في إدارة مخاطر السيولة، وزيادة الشفافية وإمكانات إتاحة البيانات.

وزيادة التمويل الخاص للعمل المناخي ستقتضي توفير أدوات تمويل جديدة وإشراك بنوك التنمية متعددة الأطراف لجذب المستثمرين من القطاع الخاص، والاستفادة من الاستثمارات الخاصة وتعزيز القدرة على استيعاب المخاطر. ويمكن مساعدة البلدان على تحقيق هذه الأهداف من خلال عمل بنوك التنمية متعددة الأطراف على زيادة حصة التمويل بالمشاركة في رأس المال وإتاحة مزيد من الموارد لتمويل العمل المناخي. وفي إمكان صندوق النقد الدولي مساعدة البلدان الأعضاء على معالجة التحديات من تغيير المناخ من خلال عمليات تقييم المخاطر على الاستقرار المالي، والإقراض من خلال الصندوق الاستئماني للصلابة والاستدامة الذي أنشأه حديثاً، والدعوة إلى سد فجوات البيانات والإفصاح عن المعلومات.

وهناك من الأسباب ما يبرر اتخاذ إجراءات على صعيد السياسات لتخفيف مواطن الضعف والحد من المخاطر المرتبطة بصناديق الاستثمار المفتوح. ويمكن اللجوء إلى أدوات إدارة السيولة القائمة على الأسعار مثل التسعير المتأرجح كوسيلة فعالة في الحد من أوجه هشاشة أسعار الأصول، ولكن ينبغي لصناع السياسات تقديم مزيد من الإرشادات حول تنفيذها. ويمكن أن تتضمن الأدوات الأخرى الربط بين درجة تواتر استرداد القيمة وسيولة محافظ هذه الصناديق. وينبغي أن ينظر صناع السياسات كذلك في تشديد مراقبة ممارسات إدارة مخاطر السيولة لدى هذه الصناديق، وزيادة الإفصاح من جانب صناديق الاستثمار المفتوح لتقييم المخاطر على نحو أفضل، وفي الإجراءات اللازمة لتعزيز إمكانات توفير السيولة.

وللاطلاع على الأشكال البيانية، يُرجى الرجوع إلى النص الإنجليزي من الملخص الوافي والتقرير الكامل من خلال هذا الرابط:

<https://www.imf.org/en/Publications/GFSR/Issues/2022/10/11/global-financial-stability-report-october-2022>