

## ملخص واف

### مواطن الهشاشة المالية في "الميل الأخير" نحو خفض التضخم

سادت الأسواق المالية مشاعر إيجابية منذ صدور عدد أكتوبر ٢٠٢٣ من تقرير *الاستقرار المالي العالمي* في ظل التوقعات بقرب بلوغ "الميل الأخير" نحو خفض التضخم العالمي وتيسير السياسة النقدية. وتراجعت أسعار الفائدة حول العالم بوجه عام، كما ارتفعت أسعار الأسهم عالمياً بحوالي ٢٠٪، وسجلت فروق العائد على سندات الشركات والكيانات السيادية تراجعاً ملحوظاً، مما أدى إلى تيسير الأوضاع المالية العالمية (ملخص واف، الشكل البياني ١).

وبوجه عام، ساعدت بيئة تقبل المخاطر تلك في انتعاش التدفقات الرأسمالية الوافدة إلى العديد من الأسواق الصاعدة (ملخص واف، الشكل البياني ٢)، واستغل عدد من البلدان الواعدة ومنخفضة الدخل الإقبال الشديد من جانب المستثمرين على المخاطرة في إصدار سندات سيادية بعد توقف طويل. وتشير التقديرات إلى تراجع احتمالات خروج التدفقات الرأسمالية عبر جميع الأسواق الصاعدة خلال العام القادم.

وتتزايد الثقة في قدرة الاقتصاد العالمي على تحقيق هبوط هادئ بناء على البيانات الاقتصادية التي فاقت التوقعات في أنحاء عديدة عبر العالم. ويتوقع المستثمرون والبنوك المركزية على حد سواء تيسير السياسة النقدية في أرباع العام التالية، حيث يُعتقد أن الزيادات التراكمية في أسعار الفائدة خلال العام الماضي قد ساهمت في تشديد الأوضاع النقدية بدرجة كافية لخفض التضخم إلى مستوياته المستهدفة التي حددها البنك المركزي. غير أن تجاوز التضخم العالمي لتلك الأهداف لفترة طويلة يمكن أن يشكل تحديات أمام هذا السيناريو، مما قد يؤدي إلى زعزعة الاستقرار. وفيما نراه مؤخراً من تذبذب معدلات التضخم الأساسي في بعض البلدان تذكره جيدة بأن جهود خفض التضخم لم تبلغ خط النهاية بعد.

وحتى الآن، لم تتسع تصدعات النظام المالي - التي كشف عنها ارتفاع أسعار الفائدة خلال دورة التشديد النقدي. وفي الأسواق الصاعدة الرئيسية، أثبت القطاع المالي والخارجي صلابتهما على مدار فترة ارتفاع أسعار الفائدة. ولم تنتشر تداعيات الإخفاق المصرفي في سويسرا والولايات المتحدة خلال مارس ٢٠٢٣ إلى أجزاء أخرى من النظام، كما تشير مؤشرات السلامة في معظم المؤسسات المالية إلى استمرار صلابتها.

ونتيجة لذلك، يشير تحليل إطار النمو المعرض للخطر الذي أعده الصندوق إلى انحسار المخاطر المهددة لاستقرار المالي على المدى القريب، وتراجع مخاطر التطورات المعاكسة المؤثرة على النمو العالمي في العام القادم (ملخص واف، الشكل البياني ٣). ولكن على المدى القريب، يبرز عدد من مواطن الهشاشة المالية التي قد تعوق بلوغ الميل الأخير نحو خفض التضخم.

### مخاطر بارزة على المدى القريب

سجلت أسعار العقارات التجارية تراجعاً بنسبة ١٢٪ عالمياً خلال العام الماضي بالقيمة الحقيقية في ظل تزايد أسعار الفائدة والتغيرات الهيكلية التي تلت جائحة كوفيد-١٩، وشهد قطاع المكاتب في الولايات المتحدة وأوروبا التراجع الأكبر على الإطلاق. ورغم أن المصارف تبدو قادرة على استيعاب خسائر العقارات التجارية إجمالاً، قد تواجه بعض البلدان ضغطاً أكبر بسبب حيازة قدر كبير من قروض العقارات التجارية في جهازها المصرفي (ملخص واف، الشكل البياني ٤)، ولا سيما إذا تركزت هذه الحيازات في شرائح العقارات التجارية التي تعاني من ضعف الطلب. وداخل الجهاز المصرفي، قد تواجه بعض البنوك خسائر أكبر نسبياً، والتي قد تتفاقم في بعض الحالات بسبب مشكلات مثل تدني مستويات التمويل المستقر.

واستمر تراجع أسعار الوحدات السكنية في معظم البلدان، ولكنها لا تزال تتجاوز مستويات ما قبل الجائحة بوجه عام. وجاء انخفاض الأسعار الحقيقية للمساكن نتيجة ارتفاع أسعار الفائدة على القروض العقارية، وكان أكثر وضوحاً في الاقتصادات المتقدمة (-٢,٧٪ على أساس سنوي مقارن) مقارنة بالأسواق الصاعدة (-١,٦٪). ولا تزال معدلات استدامة القدرة على تحمل الدين في قطاع الأسر متدنية عالمياً، ولكن ارتفاع حالات التعثر في سداد قروض العقارات السكنية يظل خطراً بعيد الاحتمال.

وتراجعت التقلبات إلى أدنى مستوياتها خلال عدة سنوات عبر معظم فئات الأصول، وهو ما يعكس على الأرجح زيادة التناؤل حيال اقتراب دورة ارتفاع أسعار الفائدة العالمية من نهايتها. ويتجاوز متوسط الارتباط بين مؤشرات الأسهم والسندات والائتمان والسلع الأولية في الاقتصادات المتقدمة والأسواق الصاعدة المئين التسعين، وهو المتوسط التاريخي المعتاد. ويحجب تراجع التقلبات حقيقة أن الأوضاع المالية قد أصبحت أكثر حساسية تجاه البيانات الاقتصادية المعلنة، ولا سيما بيانات التضخم، خلال دورة الارتفاع الحالية مقارنة بالدورات السابقة. ومن شأن صدمات التضخم الكبيرة أن تؤدي إلى تغيرات مفاجئة في معنويات المستثمرين، وبالتالي إلى تفاقم تقلبات أسعار الأصول وانعكاس مسار الأسعار عبر الأسواق المرتبطة في آن واحد، مما قد يسفر عن تشديد حاد في الأوضاع المالية.

### مواطن الضعف على المدى المتوسط

وفيما عدا هذه الشواغل الأكثر إلحاحا، تحيط بالميل الأخير مواطن ضعف متنامية على المدى المتوسط. فديون القطاعين العام والخاص تواصل التراكم عبر الاقتصادات المتقدمة والأسواق الصاعدة، مما قد يفاقم الصدمات المعاكسة ومخاطر التطورات السلبية المهددة للنمو مستقبلا.

ولا تزال الأسواق الصاعدة الرئيسية تتمتع بالصلابة. فيفضل التشديد الحاد والميكرو لسياسات البنوك المركزية، سجل التضخم تراجعا ملحوظا في العديد من الأسواق الصاعدة، مما أتاح لبعضها البدء في دورة تخفيض أسعار الفائدة. غير أن السؤال المهم هنا هو ما إذا كانت المرحلة الحالية تمثل نقطة تحول في صلابة الأسواق الصاعدة. فعلى سبيل المثال، هناك بوادر على تركيز المستثمرين المتزايد على الاستدامة المالية في الأجل المتوسط. وفي الوقت الذي لا تزال فيه أسعار الفائدة ومستويات العجز مرتفعة، بالتزامن مع تراجع التضخم والنمو، يشهد المزيد من الأسواق الصاعدة حاليا ارتفاعا في التكلفة الحقيقية لإعادة التمويل مقارنة بالنمو الاقتصادي.

وقد استفادت الاقتصادات الواعدة والبلدان منخفضة الدخل من تيسير الأوضاع المالية العالمية. وسجلت فروق العائد على السندات السيادية ذات العائد المرتفع صعودا غير مسبوق في عام ٢٠٢٣، لتتجاوز فروق العائد على سندات المرتبة الاستثمارية خلال الشهور الأخيرة. ويأتي ذلك في توقيت حرج، حيث تحل آجال استحقاق عدد كبير من سندات العملة الصعبة خلال العامين التاليين في العديد من البلدان. ونظرا لانغلاق الأسواق الخارجية فعليا أمام العديد من البلدان النامية منخفضة الدخل خلال السنوات السابقة، سجلت حيازات المؤسسات المصرفية المحلية من الدين السيادي زيادة هائلة، مما أدى إلى تنامي المخاطر المحتملة نتيجة الرابطة بين الكيانات السيادية والبنوك.

وفي الصين، لا نرى سوى بوادر قليلة على انحسار حالة الهبوط في سوق المساكن. فرغم الانخفاض المحدود في أسعار المنازل الجديدة مقارنة بتصحيات أسعار المساكن في بلدان أخرى، سجلت أسعار المنازل القائمة ومقاييس النشاط مثل المشروعات المبتدئة والمبيعات والاستثمارات العقارية تراجعا حادا. وانعكاسا لاضطرابات سوق العقارات وتنامي الضغوط الانكماشية وتباطؤ آفاق النمو، شهدت سوق الأسهم ضغوطا في الصين خلال الشهور الأخيرة (ملخص واف، الشكل البياني ٥). وأدى هبوط سوق العقارات وسوق الأسهم في الصين إلى خسائر جسيمة في بعض أجزاء قطاع إدارة الأصول المحلي، مما قد تتشأ عنه تداعيات على أسواق السندات والتمويل. ولم تنجح الخطوات التي اتخذتها السلطات للحفاظ على استقرار الأسواق منذ الربع الثالث من عام ٢٠٢٣ في تحسين المعنويات حتى الآن.

وتراجعت فروق العائد على ائتمان الشركات منذ صدور عدد أكتوبر ٢٠٢٣ من تقرير الاستقرار المالي العالمي، رغم ما يبدو من تباطؤ زخم الطفرة الربحية التي شهدتها الشركات مؤخرا في معظم أنحاء العالم. كذلك تشير شواهد متزايدة إلى استمرار تآكل احتياطات السيولة النقدية في شركات الاقتصادات المتقدمة والأسواق الصاعدة خلال عام ٢٠٢٣ بسبب أسعار الفائدة العالمية التي لا تزال مرتفعة حتى الآن. فحتى الربع الثالث من عام ٢٠٢٣، بلغ نصيب الشركات الصغيرة التي تقل نسبة سيولتها النقدية إلى مصروفات الفائدة عن ١ حوالي الثلث في الاقتصادات المتقدمة وأكثر من النصف في الأسواق الصاعدة. وستشهد السنوات القادمة استحقاق قدر كبير من ديون الشركات عبر مختلف البلدان بأسعار فائدة أعلى كثيرا من القسائم الحالية، مما قد تصعب معه إعادة تمويل تلك الديون (ملخص واف، الشكل البياني ٦).

ورغم تزايد حالات التعثر في الوقت الحالي، يتعافى نمو اقتراض الشركات عالمياً بوتيرة أسرع خلال دورة الارتفاع الحالية مقارنة بالدورات السابقة. وساعد الائتمان الخاص في تعزيز هذا الاتجاه - وهو سوق متسارعة النمو توفر القروض للشركات متوسطة الحجم خارج إطار قطاع البنوك التجارية وأسواق الدين العامة (ملخص واف، الشكل البياني ٧). ويحدد الفصل الثاني مواطن الضعف المحتملة في أسواق الائتمان الخاص، بما في ذلك الهشاشة النسبية للمقترضين مقارنة بأسواق التمويل ذات العائد المرتفع المعتمدة على الرفع المالي، وتنامي حصة أدوات الاستثمار شبه السائلة، وتعدد طبقات الرفع المالي، والتقييمات المتقدمة التي ربما تفتقر إلى الموضوعية، والروابط عبر مختلف الشرائح والمشاركين في الأسواق المالية.

وستضطر بعض الاقتصادات المتقدمة على الأرجح إلى طرح إصدارات ضخمة من السندات الحكومية لتمويل عجز المالية العامة. وقد طرأ تحول على قاعدة مشتري السندات الحكومية بسبب التشديد الكمي الذي أجراه كل من بنك إنجلترا والبنك المركزي الأوروبي وبنك الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي بمعدل سنوي بلغ ١٠٠ مليار جنيه استرليني و ٢١٢ مليار يورو و ٧٨٠ مليار دولار أمريكي على الترتيب، إلى جانب برامج التشديد الكمي المنفذة في بنوك مركزية أخرى. ومعظم المؤسسات الجديدة المتخصصة في شراء السندات الحكومية بالهامش، مثل صناديق التحوط - التي تطبق استراتيجيات المتاجرة الممولة بالرفع المالي على جزء من مشترياتها من السندات للاستفادة من فرق السعر بين السندات والعقود المستقبلية - تعد على الأرجح أكثر حساسية تجاه الأسعار وأكثر إدراكاً لأهمية استدامة القدرة على تحمل الدين. ويعني ذلك المزيد من التقلبات في أسواق السندات على المدى المتوسط. وقد تواجه عدة بلدان صعوبة أكبر في خدمة الديون السيادية القائمة، لتجد نفسها في مأزق بسبب تراكم الديون.

وقد أثبتت معظم البنوك صلابتها خلال اضطرابات مارس ٢٠٢٣. وارتفعت أسهم البنوك منذ ذلك الحين بفضل قوة احتياطات رأس المال والسيولة وتحسن الربحية. غير أن مجموعة فرعية من البنوك ستظل تعاني من مواطن ضعف خلال الفترة القادمة حسب مؤشرات الخطر الرئيسية التي وضعها خبراء الصندوق. فقد تجاوزت عدة بنوك يساوي إجمالي أصولها ٣٣ تريليون دولار أمريكي، أو ١٩٪ من الأصول المصرفية العالمية، ثلاثة على الأقل من مؤشرات الخطر الرئيسية الخمسة (ملخص واف، الشكل البياني ٨). وتشكل البنوك الصينية والأمريكية الجزء الأكبر من هذه المجموعة الفرعية. وبالنسبة لبعض البنوك الصينية، تنشأ هذه التجاوزات نتيجة تراجع نسب رأس المال والمخاوف حيال تدهور جودة الأصول، بينما تواجه بعض البنوك الإقليمية الكبرى في الولايات المتحدة ضغوطاً عديدة.

وعلى مستوى المؤسسات غير المصرفية، تلقت صناديق السندات المفتوحة، بما في ذلك التي ينصب تركيزها على الأصول الأقل سيولة، تدفقات وافدة ضخمة في السنوات الأخيرة. ويمكن أن تتجدد التحولات المفردة في السيولة التي ساهمت في وقوع الأزمة المالية العالمية وبرزت مع بداية جائحة كوفيد-١٩ في مارس ٢٠٢٠.

ومع نمو التحول الرقمي وتطور التكنولوجيا وتزايد التوترات الجغرافية-السياسية، تثير حوادث الأمن السيبراني - ولا سيما المرتكبة بدافع الضرر - مخاوف متزايدة حيال الاستقرار المالي الكلي. ويوضح الفصل الثالث أنه بالرغم من أن معظم خسائر الحوادث السيبرانية محدودة، يزايد خطر الخسائر الجسيمة (ملخص واف، الشكل البياني ٩). والقطاع المالي عرضة على الأخص لمخاطر الأمن السيبراني. ورغم أن حوادث الأمن السيبراني لم تؤثر على النظام ككل حتى الآن، فإنها تشكل تهديداً للنظام المالي في الواقع بسبب انكشافه للبيانات الحساسة، ومستويات التركيز المرتفعة، والترابط التكنولوجي والمالي. وقد يساعد تطوير التشريعات السيبرانية وتحسين ترتيبات الحوكمة السيبرانية في الشركات على التخفيف من هذه المخاطر، وإن كانت أطر السياسات السيبرانية لا تزال غير كافية غالباً - ولا سيما في اقتصادات الأسواق الصاعدة والاقتصادات النامية.

## التوصيات بشأن السياسات

على البنوك المركزية تجنب تيسير السياسة النقدية قبل الأوان والتصدي على النحو الملائم للتوقعات السوقية شديدة التفاؤل بشأن تخفيض أسعار الفائدة الذي قد يؤدي إلى فرط تيسير الأوضاع المالية وتعقيد الميل الأخير نحو خفض التضخم. وحيثما يكون التقدم المحرز نحو خفض التضخم كافياً للاعتقاد بأن التضخم يتحرك بخطى ثابتة نحو الهدف، ينبغي أن تتحول البنوك المركزية تدريجياً إلى سياسات أكثر حيادية.

وينبغي للسلطات تعزيز الجهود المبذولة لاحتواء مواطن الضعف في هيكل الدين، بما في ذلك في اقتصادات الأسواق الصاعدة والاقتصادات الراجعة. وفي الصين، هناك ضرورة ملحة لتنفيذ سياسات قوية لاستعادة الثقة في قطاع العقارات.

كذلك ينبغي أن تستعين السلطات الرقابية والتنظيمية بالأدوات الملائمة، بما في ذلك اختبارات القدرة على تحمل الضغوط والإجراءات التصحيحية المبكرة، لضمان صلاية البنوك والمؤسسات المالية غير المصرفية في مواجهة ضغوط قطاع العقارات التجارية والسكنية وهبوط دورة الائتمان. ويتعين إحراز المزيد من التقدم فيما يتعلق بأطر التسوية والجاهزية لتطبيقها لمعالجة المشكلات الناجمة عن ضعف البنوك أو إخفاقها، دون تقويض الاستقرار المالي أو المخاطرة بالأموال العامة.

ويتعين توخي الحرص في تنفيذ التشديد الكمي وتقليص حجم الميزانيات العمومية. وينبغي للبنوك المركزية أن تراقب عن كثب القضايا التي تعوق عمل السوق وأن تتأهب لمواجهة الضغوط السوقية المحتملة. ويمكن الحد من عدم الاستقرار المالي من خلال ضمان استعداد البنوك للاستفادة من سيولة البنك المركزي والتدخل المبكر للتصدي لضغوط السيولة في القطاع المالي.

ونظرا للمخاطر المحتملة الناجمة عن سوق الائتمان الخاص متسارعة النمو، ينبغي أن تنظر السلطات في تبني منهج رقابي وتنظيمي أكثر استباقية. ومن الضروري سد فجوات البيانات وتعزيز متطلبات الإبلاغ لضمان التقييم الشامل للمخاطر. كذلك ينبغي أن تعمل السلطات على تعزيز التعاون التنظيمي عبر القطاعات والحدود وضمان اتساق تقييمات المخاطر عبر القطاعات المالية.

وسيتسنى تعزيز الحصانة السيبرانية للقطاع المالي من خلال وضع استراتيجية لحماية الأمن السيبراني، مصحوبة بقدرات تنظيمية ورقابية فعالة، مع تعزيز آليات الإبلاغ عن حوادث الأمن السيبراني. ومن الضروري توفير الخدمات الحيوية لمواجهة الاضطرابات بهدف الحد من الأضرار المحتملة في النظام المالي. كذلك ينبغي للشركات المالية وضع إجراءات للاستجابة والتعافي واختبارها لضمان استمرارية عملياتها في مواجهة الحوادث السيبرانية. ويعد التعاون عبر الحدود ضرورة قصوى نظرا للطبيعة العالمية للهجمات السيبرانية وتداعياتها النظامية.

للاطلاع على الأشكال البيانية، يرجى الرجوع إلى النسخة الإنجليزية من الملخص الوافي والتقارير الكامل عبر الرابط التالي: <http://IMF.org/GFSR> - [April2024](#).