

سري

تقرير الاستقرار المالي العالمي

ملخص واف

هبوط هادئ أم صخرة مفاجئة؟

في ظل استمرار ارتفاع التضخم الأساسي وعدم تراجعها إلا ببطء في كثير من الاقتصادات المتقدمة، قد يتعين على البنوك المركزية زيادة تشديد السياسة النقدية لفترة أطول عن مستوى التسعير الحالي في الأسواق. ويبدو أن اقتصادات الأسواق الصاعدة تسير بخطى أسرع نحو تخفيض التضخم، مع انتزاع منافع الزيادات المبكرة في أسعار الفائدة، غير أن هناك فروق بين المناطق المختلفة. وربما كان التباين المتزايد في معدلات التضخم والآفاق الاقتصادية إيذانا ببداية عدم تزامن السياسة النقدية العالمية.

غير أن التفاؤل بحدوث "هبوط هادئ" في الاقتصاد العالمي، والذي يعني استمرار التراجع الحثيث في معدلات التضخم، وتجنب الوقوع في حالة ركود، أدى إلى ارتفاع تقييم الأصول منذ صدور عدد إبريل ٢٠٢٣ من تقرير الاستقرار المالي العالمي. ورغم انخفاض أسعار الأسهم منذ سبتمبر نتيجة استمرار ارتفاع أسعار الفائدة الحقيقية طويلة الأجل، تراجعت حدة الأوضاع المالية في الاقتصادات المتقدمة على أساس صافٍ (الشكل البياني ١ في الملخص الوافي). وبالنظر إلى مدى أطول قليلا، يتضح حتى هذه اللحظة من العام الجاري أن أسعار الأسهم في أوروبا والولايات المتحدة صعدت بحوالي ١٠٪ و ١٢٪، على الترتيب، وأن فروق العائد على سندات الشركات لا تزال قريبة من أدنى مستوياتها منذ بداية دورة ارتفاع أسعار الفائدة الحالية. وفي اليابان، تفوقت الأسهم في أدائها على نظيرتها في الاقتصادات المتقدمة الأخرى، مدعومة جزئيا باستمرار تبشير السياسة النقدية وارتفاع أرباح الشركات. وكذلك سجلت الأسواق الصاعدة مثل شيلي وبنغاليا والهند والمكسيك وبولندا ارتفاعات ملحوظة في أسعار الأسهم المتداولة، تتسق مع ارتفاع أسعار العملات في معظم الأسواق الصاعدة الكبرى في النصف الأول من العام. وفي حالة الارتفاع المفاجئ في توقعات التضخم، سيصعب تحقيق سيناريو الهبوط الهادئ، مما قد يؤدي إلى إعادة تسعير الأصول على نحو حاد.

وبينما تراجعت الضغوط الحادة في الجهاز المصرفي العالمي، لا تزال هناك مجموعة منطرفة من البنوك الضعيفة عبر عدد من البلدان. وإضافة إلى ذلك، قد تبرز بعض الشقوق في قطاعات أخرى أيضا لتتحول إلى تصدعات مثيرة للقلق. وفي حالة تشديد الأوضاع المالية على نحو مفاجئ، قد تنشأ حلقات من التأثيرات السلبية المترددة تضع صلابة النظام المالي العالمي على المحك مجددا. وتحديدا، طرأ تحول في دورة الائتمان العالمية مع تراجع قدرة المقترضين على سداد ديونهم وتباطؤ نمو الائتمان. ويخلص مقياس صندوق النقد الدولي للنمو المعرض للمخاطر هذا التقييم، مشيرا إلى ميل المخاطر التي تكتنف النمو العالمي نحو التطورات السلبية، على غرار ما جاء في تقييم إبريل (الشكل البياني ٢ في الملخص الوافي). وفي ظل سيناريو عدم تحقق الهبوط الهادئ المأمول، يتراجع المستثمرون عن تحمل المخاطر، وتتشدد الأوضاع المالية مقترية من متوسطها على المدى الطويل، وسيكون توزيع النمو مانلا بحددة أكبر نحو التطورات السلبية، حسب تنبؤات مقياس النمو المعرض للمخاطر .

مواطن الضعف

يبدو أن انتقال آثار الارتفاعات في أسعار الفائدة كان ضعيفا على مدار العام الماضي مع قيام الشركات والأسر بتمديد الآفاق الزمنية لسداد ديونها أو استخدام مدخراتها التي تراكمت أثناء فترة الجائحة لتعزيز موازنتها العمومية ومدفوعات الفائدة. غير أن هذه العوامل قد لا تكون كافية لدره اتجاه تزايد الصعوبات في السداد. وبالفعل، فإن حصة الشركات التي تسجل انخفاضا في نسب النقدية إلى مصروفات الفائدة - أي الشركات الأضعف التي لديها هوامش وافية أقل - ازدادت مجددا على مدار العامين الماضيين، بما في ذلك في الأسواق الصاعدة، مع ما يواجهه هذه الشركات من أوضاع تمويلية أكثر تشددا (الشكل البياني ٣ في الملخص الوافي). ويبرز هذا الارتفاع بصفة خاصة على مستوى الشركات الصغيرة والمتوسطة. وبالمثل، سيطر المقترضون العقاريون يواجهون أعباء أكبر في السداد، وهو ما سيؤدي إلى تباطؤ نشاط الإسكان واستمرار تراجع أسعار المساكن. وأخذت الأسعار الحقيقية للمساكن في أنحاء العالم تنخفض منذ أواخر ٢٠٢٢، مع تشديد البنوك المركزية الكبرى للسياسة النقدية بقوة. ففي الاقتصادات المتقدمة، بلغت نسبة هبوط الأسعار الحقيقية للمساكن ٨,٤٪ خلال الربع الأول من عام ٢٠٢٣، بينما شهدت الأسواق الصاعدة تراجعا أقل بلغ نحو ٢,٤٪. وفي البلدان حيث ترتفع نسبة القروض العقارية ذات أسعار الفائدة الموعومة وتتجاوز أسعار المساكن متوسط ما قبل الجائحة، تراجعت أسعار المساكن بمعدلات ثنائية الرقم.

ونظرا لحجم العقارات التجارية وتركزها وقوة روابطها بالنظام المالي والاقتصاد العيني الأوسع نطاقا، يمكن أن تسفر الضغوط في ذلك القطاع عن انعكاسات كبيرة على الاستقرار المالي. وكنسبة من إجمالي الناتج المحلي، يصل الدين المرتبط بالعقارات التجارية ما يعادل ١٢٪ تقريبا من إجمالي الناتج المحلي في أوروبا و ١٨٪ في الولايات المتحدة. وظهرت مخاوف تتعلق بمخاطر اتساع فجوة التمويل مع انخفاض موارد التمويل المتاحة للحاصلين على قروض عقارية تجارية الذين يحتاجون إلى إعادة تمويلها - أشارت البنوك إلى تشديد معايير الإقراض، وتباطؤ نشاط تعبئة الأموال من الأسهم الخاصة بصورة حادة (الشكل البياني ٤ في الملخص الوافي)، كما أصبح إصدار سندات الدين المضمونة برهون عقارية تجارية ضعيفا. وستظل شروط إعادة التمويل في قطاع العقارات التجارية واقعة تحت ضغوط في ظل احتمالات استمرار الارتفاع في أسعار الفائدة لفترة أطول إلى جانب انخفاض تقييمات العقارات.

وفي الصين، تعاني معنويات السوق من وطأة ضعف الزخم الاقتصادي والهبوط العميق في نشاط قطاع العقارات والضغوط المتزايدة على تمويل الحكومات المحلية. وواجه اليونان ضغوطا خافضة ملموسة في ظل الهبوط الحاد في أسعار الأسهم المتداولة. وتزايدت الضغوط الخافضة للتضخم، فحفظت بنك الشعب الصيني على تخفيض أسعار الفائدة الأساسية - وهو أحد البنوك المركزية القليلة التي أقدمت على تيسير السياسة النقدية. غير أن هذا التيسير وغيره من تدابير التحفيز المعلنة لم تستدع بعد ثقة مؤسسات الأعمال والمستهلكين، والأهم من ذلك، ثقة مشتري المساكن. وشهدت شركات التطوير العقاري الخاصة الأقوى وحتى شركات التطوير المملوكة للدولة انخفاضا ملموسا في أحجام مبيعات المساكن في الأشهر الأخيرة (الشكل البياني ٥ في الملخص الوافي)، كما تخلفت شركة تطوير عقاري كبيرة عن سداد مدفوعات الفائدة على سندات التي كانت مستحقة في شهر أغسطس. وانتقلت تداعيات الضغوط المتواصلة في قطاع العقارات إلى موارد الحكومات المحلية مع تزايد قلق المستثمرين بشأن استدامة قدرة الكيانات التمويلية التابعة للحكومات المحلية على تحمل الديون. علاوة على ذلك، فإن قيام أحد كبار مديري الأصول بوقف عمليات الدفع والاسترداد على منتجات إدارة الثروات والحسابات الاستثمارية أدى إلى إثارة المخاوف من استمرار الضغط في القطاع المالي إذا فقد الجمهور ثقته في المنتجات الاستثمارية.

ولا يزال هناك تمييز من جانب المستثمرين بين اقتصادات الأسواق الصاعدة ذات الأساسيات الأقوى التي تتيح لها سياساتها مجالاً للمناورة وتلك التي تُعتبر أقل صلابة وأكثر عُرضة للصدمات. وظلت معظم فروق أسعار الفائدة على الائتمان السيادي في الأسواق الصاعدة ضيقة برغم استمرار تشديد السياسة النقدية وارتفاع العائدات (الشكل البياني ٦ في الملخص الوافي). ومع هذا، لا تزال الفجوة واسعة بين شريحة الدرجة الاستثمارية وشريحة العائد المرتفع في أسواق الديون السيادية لدى الأسواق الصاعدة. فقد أدى التخفيض المتكرر للمراتب الائتمانية منذ الجائحة إلى دفع متوسط التصنيف السيادي للاقتصادات الواعدة إلى الانخفاض، وهو ما دفع فروق العائد وتكاليف التمويل الضمنية إلى الارتفاع على مستوى كثير من اقتصادات الأسواق الصاعدة.

ويُتوقع من البنوك، باعتبارها جهة الإقراض الرئيسية في الاقتصاد العالمي، أن تتعامل مع مسألة ارتفاع تكاليف الائتمان نظراً لأن ارتفاع أسعار الفائدة يحد من قدرة المقرضين على سداد قروضهم. وبوجه عام، يبدو أن الجهاز المصرفي قد تحرك بحرص عندما رفع المخصصات لتغطية مزيد من حالات التعثر في السداد وتبدو احتياطات خسائر القروض كافية لتغطية القروض المتعثرة في كثير من البلدان. ومن المنتظر كذلك أن يسهم ارتفاع أسعار الفائدة في دعم هوامش الفائدة الصافية على القروض المصرفية الجديدة. ومع هذا، اتضح من التاريخ أن حجم الانكشاف الائتماني يمكن أن يتدهور بسرعة، والطلب على القروض يمكن أن يهبط عندما يدخل اقتصاد ما في حالة ركود، وهو ما يؤثر على ربحية البنوك. ويعرض الفصل ٢ تقييم الصندوق لكم البنوك المعرضة للمخاطر من ارتفاع التضخم وأسعار الفائدة باستخدام منهجين جديدين. ويستخدم التقييم نسخة معززة من اختبار الضغوط العالمية الذي أعده صندوق النقد الدولي، يكمله إطار جديد للمراقبة الاستشرافية يتضمن تنبؤات المحللين لمؤشرات المخاطر الأساسية – الميزانية العمومية للبنك والتقييم ومقاييس الربحية. ويشير المنهجان إلى أن هناك مجموعة متطرفة من البنوك شديدة الضعف. ويتبين من اختبار قدرة النظام العالمي على تحمل الضغوط أن هناك مجموعة واسعة من البنوك التي ستعاني من الخسائر الرأسمالية في ظل سيناريو معاكس من الركود التضخمي، بما فيها العديد من المؤسسات ذات الأهمية النظامية في الصين وأوروبا والولايات المتحدة (الشكل البياني ٧ في الملخص الوافي). وتتسق هذه النتيجة المستخلصة مع مؤشرات المخاطر الأساسية التي تتوقع أن تظل بعض البنوك في الصين والولايات المتحدة خاضعة للضغوط على الأرجح بسبب انخفاض الأرباح المتوقعة وتدني نسب الأسعار إلى القيم الدفترية في البنوك الصينية.

ومن المرجح أن يعود ارتفاع أسعار الفائدة بالنفع على بعض مؤسسات الوساطة المالية غير المصرفية بينما يضع صلابة مؤسسات أخرى غيرها على المحك. وفي حالة المؤسسات ذات الالتزامات المالية الأطول أجلاً، مثل شركات التأمين وصناديق معاشات التقاعد، أدى ارتفاع أسعار الفائدة إلى انخفاض القيمة الحاضرة لالتزاماتها وتحسين النسب المُمولة. وتتسأ أبرز المخاطر أمام هذه المؤسسات من التحول خلال الفترة المطولة من الانخفاض الشديد في أسعار الفائدة نحو أصول أقل سيولة وأعلى مخاطرة، مثل الائتمان الخاص. ومن ناحية أخرى، فإن صناديق الاستثمار ذات هياكل التمويل الأقصر، ولا سيما تلك التي تتيح سيولة يومية، يمكن أن تواجه ضغوطاً من مستثمريها لاسترداد القيمة في ظل ارتفاع أسعار الفائدة الذي يخفض قيمة أصولهم ذات الدخل الثابت. أما الصناديق التي تستخدم استراتيجيات الاستثمار بالرفع المالي فمفترضة سرعة تراجع معدل التضخم فقد تضطر إلى حل مراكزها إذا ظل التضخم مرتفعاً بصورة مزمّنة.

ويوضح الفصل ٣ ما تشير إليها التقديرات من أن الاحتياجات الاستثمارية لتخفيف آثار تغير المناخ في اقتصادات الأسواق الصاعدة والاقتصادات النامية سوف تصل، بحلول عام ٢٠٣٠، إلى حوالي تريليوني دولار في السنة. ويكتسب دور القطاع الخاص أهمية كبيرة في تمويل الاستثمارات اللازمة لتخفيف أثر التغير المناخي في اقتصادات الأسواق الصاعدة والاقتصادات النامية، نظراً لمحدودية حيز الإنفاق من المالية العامة وظروف السوق الصعبة. وبحلول ٢٠٣٠، يجب أن ترتفع حصة التمويل الخاص لتلبية حوالي ٨٠٪ من الاحتياجات الاستثمارية لتخفيف آثار تغير المناخ في اقتصادات الأسواق الصاعدة والاقتصادات النامية، وينبغي أن تكون النسبة أعلى من ذلك في هذه الاقتصادات إذا استبعدنا الصين (الشكل البياني ٨ في الملخص الوافي).

التوصيات بشأن السياسات

في نهاية المطاف، فإن الوصول إلى النمو الاقتصادي المستدام يقتضي تحقيق استقرار الأسعار والاستقرار المالي. ويجب أن تتحلى البنوك المركزية بالعزيمة المستمرة في كفاحها ضد التضخم حتى تظهر أدلة ملموسة على تحركه المستدام نحو المعدلات المستهدفة، وإن كان موقف السياسة النقدية ينبغي أن يمثل انعكاساً لوتيرة التعافي الاقتصادية الخاصة بكل بلد وعمليات خفض التضخم فيه. ويظل التواصل عنصراً حيوياً لبيان مدى تصميم صناع السياسات.

وحقق عدد من اقتصادات الأسواق الصاعدة تقدماً ملموساً في معالجة التضخم، وإن كان ينبغي للبنوك المركزية أن تتوخى الحذر فلا تُقيم على تخفيض أسعار الفائدة الأساسية بدرجة حادة. وينبغي أن تعمل البلدان على تكامل سياساتها عند اللزوم، بما في ذلك ضمن إطار السياسات المتكامل، وهو الإطار المالي-الكلّي الذي أعده صندوق النقد الدولي لكي تتمكن البلدان من التعامل مع مخاطر تقلب التدفقات الرأسمالية وسط أجواء عدم اليقين المحيطة بالسياسة النقدية وبيئة النقد الأجنبي في العالم. فالسياسات المثلى تعتمد على طبيعة الصدمات وخصائص البلدان. وأي تدابير استجابة ينبغي أن تكون جزءاً من خطة تعالج الاختلالات الاقتصادية الكلية الأساسية وتسمح بالتعديلات اللازمة.

وينبغي أن يسعى المقرضون السياديون في اقتصادات الأسواق الصاعدة والأسواق الواعدة والبلدان منخفضة الدخل إلى تعزيز الجهود لاحتواء المخاطر المقرنة بمواطن الضعف المتعلقة بديونهم المرتفعة، وذلك بوسائل منها الاتصال بدائنيهم، والتعاون متعدد الأطراف، والحصول على الدعم من المجتمع الدولي. وينبغي استخدام الإطار المشترك الذي وضعته مجموعة العشرين – مع إصلاحه ليصبح أسرع وأكثر فعالية – بما في ذلك إعادة الهيكلة الوقائية، حيث ينطبق. وينبغي أن يتوصل الدائنون الثانويون ومن القطاع الخاص إلى سبل لتنسيق عمليات إعادة الهيكلة الوقائية والمنظمة لتجنب الحالات الصعبة والمكلفة من التعثر في السداد وفقدان القدرة على الوصول إلى السوق لفترات مطولة. وينبغي، حيث أمكن، تنفيذ عمليات إعادة التمويل أو عمليات إدارة الالتزامات لإعادة بناء الهوامش الوقائية.

وفي الصين، سيكون من الضروري وضع سياسات قوية لاستعادة الثقة في قطاع العقارات بهدف الحد من مخاطر انتقال تداعيات سلبية إلى القطاع المالي والشركات والحكومات المحلية. وينبغي إيلاء الأولوية لتسهيل استكمال مشروعات الإسكان، الأمر الذي من شأنه وضع حد لهبوط معنويات مشتري المساكن، وتسوية أوضاع شركات التطوير العقاري المتعثرة وإعادة هيكلتها في الوقت المناسب. ومن الضروري زيادة تيسير السياسة النقدية وإعادة توجيه الدعم المقدم من المالية العامة نحو الأسر لدعم النمو الاقتصادي. ويتعين وضع استراتيجية شاملة لمعالجة مسألة ديون الكيانات التمويلية التابعة للحكومات المحلية لاستعادة قدرة هذه الكيانات على خدمة ديونها والوصول بديون الحكومات المحلية إلى مستويات يمكن الاستمرار في تحملها. وبرغم ما اتخذته السلطات من خطوات في السنوات الأخيرة لتخفيف حدة المخاطر النظامية التي تنشأ من قطاع إدارة الأصول، يتعين تحقيق مزيد من التقدم لمعالجة الانكشافات المحفوفة بالمخاطر لقطاع العقارات والكيانات التمويلية التابعة للحكومات المحلية وحل مشكلات عدم اتساق تدفقات السيولة بين أصولها وخصومها.

وفيما يخص البنوك، تمثل إجراءات مثل الحفاظ على هوامش وقائية كافية لاستيعاب الخسائر، والإلغاء التدريجي لسياسات إهمال المدينين التي يمكنها أن تؤخر إثبات خسائر القروض، وتعجيل جهود إعادة هيكلة البنوك الضعيفة، أهمية بالغة في تخفيف المخاطر على الاستقرار المالي.

وفي ظل وجود مجموعة منطرفة كبيرة من البنوك الضعيفة داخل النظام المالي العالمي وخطر انتقال العدوى إلى المؤسسات ذات الأوضاع السليمة، تتضح الحاجة الماسة إلى تطبيق معايير دولية متسقة عبر البلدان، وتقييم ما إذا كانت بعض جوانب هذه المعايير قد أدت الغرض المرجو منها أثناء الاضطرابات الأخيرة، وتعزيز الرقابة حيث يكون ذلك ضرورياً. ولاحتماء المخاطر على الاستقرار المالي، من الضروري وضع حد أدنى كافٍ من شروط رأس المال والسيولة على مستوى المؤسسات الكبيرة والصغيرة على حد سواء. وينبغي أن تكون السلطات مستعدة بشكل أكبر للتدخل في وقت مبكر لمعالجة مواطن الضعف في البنوك، بما في ذلك ضمان استعداد بنوكها للاستفادة من التسهيلات التي يتيحها البنك المركزي، وتعزيز نظمها لتسوية أوضاع البنوك إذا دعت الحاجة والاستعداد لتطبيقها.

وينبغي أن تُجري السلطات الوطنية اختبارات صارمة لقياس القدرة على تحمل الضغوط بهدف تقدير الآثار المحتملة لتراجع قدرة المقرضين على السداد والانخفاض الحاد في أسعار العقارات السكنية على الميزانيات العمومية للأسر وعلى المؤسسات المالية في نهاية المطاف. وهناك من الأسباب ما يدعو إلى مواصلة توخي اليقظة في مراقبة مواطن الضعف في قطاع العقارات التجارية، بما في ذلك استعراض تقييمات البنوك لهذا القطاع، وضمان كفاية مخصصات الخسائر. وينبغي بناء الهوامش الوقائية للمساعدة على الحماية من الخسائر المستقبلية ودعم الاستمرار في توفير الائتمان في فترات الضغوط. وعلى سبيل المثال، قد تلجأ السلطات إلى زيادة هوامش رأس المال الوقائي في مواجهة تقلبات الدورة الاقتصادية أو الهوامش الوقائية من المخاطر النظامية في القطاعات المختلفة إذا سمحت الظروف. ولتجنب الآثار المسايمة للاتجاهات الدورية، ينبغي أن تكون زيادة الهوامش الوقائية مشروطة بعدم ظهور أي بوادر على تقييد الائتمان بالفعل في ظل كفاية رأس مال البنوك.

ويتعين وضع مزيج واسع من السياسات الهيكلية والمالية لتوفير بيئة استثمارية تجذب رأس المال الخاص بهدف تلبية الاحتياجات إلى تمويل العمل المناخي في اقتصادات الأسواق الصاعدة والاقتصادات النامية. ولا بد من تقوية بنية المعلومات المناخية – البيانات والإفصاحات ومناهج الاتساق مع أهداف الاستدامة (بما فيها التصنيفات التاكسونومية) – لجذب المستثمرين من القطاع الخاص. وينبغي أن تركز سياسات القطاع المالي على تحقيق تأثير مناخي. ويمكن للتصنيفات التاكسونومية للتحوّل إلى اقتصاد منخفض الكربون في اقتصادات الأسواق الصاعدة والاقتصادات النامية أن تساعد المؤسسات على تحديد الأنشطة التي تقلل الانبعاثات بمرور الوقت، بما في ذلك في أكثر القطاعات كثيفة الانبعاثات الكربونية. وينبغي للإفصاحات والعلامات المميزة لصناديق الاستثمارات المستدامة أن تعزز شفافية السوق، ونزاهة السوق، والاتساق مع النتائج التي تركز على تأثير المناخ. ومن خلال قدرته على جمع مختلف الأطراف، يضطلع صندوق النقد الدولي بدور حيوي في تعبئة التمويل الخاص للعمل المناخي، ولا سيما في البلدان منخفضة الدخل. وتسهيل الصلابة والاستدامة يمكن أن يكون حافزاً للتمويل الخاص من خلال شرطته بشأن السياسات، ودعمه للإصلاحات التي يمكن أن تساعد على جذب رأس المال الخاص.

للاطلاع على الأشكال البيانية، يُرجى الرجوع إلى النسخة الإنجليزية من الملخص الوافي والتقرير الكامل من خلال هذا الرابط: <http://IMF.org/GFSR-October2023>