

## ملخص واف

أدت الحرب في أوكرانيا إلى تشديد الأوضاع المالية العالمية بدرجة ملحوظة وزيادة مخاطر التطورات السلبية المحيطة بآفاق الاقتصاد (الشكل البياني ١). وكان هذا التشديد واضحا بشكل خاص في بلدان أوروبا الشرقية والشرق الأوسط التي تربطها علاقات وثيقة بروسيا، في انعكاس لانخفاض تقييمات الأسهم وارتفاع تكاليف التمويل. حدث هذا في الوقت الذي كان معظم العالم يتقدم فيه ببطء نحو السيطرة على الجائحة والاقتصاد العالمي في سبيله إلى التعافي من جائحة كوفيد-١٩.

وقد ارتفعت المخاطر التي يواجهها الاستقرار المالي على عدة جبهات، وإن لم تتحقق حتى الآن أي أحداث نظامية عالمية مؤثرة على المؤسسات المالية أو الأسواق. وإذا حدثت إعادة تسعير مفاجئة للمخاطر بسبب احتدام الحرب وما يصاحبه من تصعيد للعقوبات، فقد تكشف عن بعض مواطن الضعف التي تراكمت أثناء الجائحة وتتفاعل معها، مما يؤدي بدوره إلى انخفاض حاد في أسعار الأصول.

ومع الارتفاع الحاد في أسعار السلع الأولية الذي يُتوقع أن يضيف إلى ضغوط التضخم القائمة بالفعل، تواجه البنوك المركزية مهمة صعبة في الاختيار بين مكافحة التضخم الذي بلغ ارتفاعا قياسيا وحماية التعافي بعد الجائحة في وقت اشتد فيه عدم اليقين بشأن آفاق الاقتصاد العالمي (الشكل البياني ٢). ولتخفيف التضخم إلى مستواه المستهدف السابق ومنع انفلات التوقعات التضخمية، يتعين مراعاة التوازن الدقيق عند التراجع عن السياسة التيسيرية الزاهنة مع الحيلولة دون حدوث تشديد غير منظم للأوضاع المالية من شأنه التفاعل مع مواطن الضعف المالية والتأثير على النمو. وتشير البيانات الواردة عن التضخم إلى ضرورة تشديد السياسة النقدية بصورة أكثر حسمًا في كثير من البلدان.

وبعد الارتفاع الذي سجلته العائدات الاسمية لسندات الاقتصادات المتقدمة في مطلع العام تأثرا بالقلق السائد إزاء آفاق التضخم، سجلت هذه العائدات زيادة إضافية منذ الغزو في سياق يتسم بزيادة تقلب أسعار الفائدة (الشكل البياني ٣). وقد شهدت معدلات تعادل التضخم (متغير بديل للتضخم المستقبلي يستند إلى تنبؤات السوق) ارتفاعا كبيرا على أثر الارتفاع الحاد في أسعار السلع الأولية.

ولا تزال تداعيات الغزو الروسي لأوكرانيا وما تلاه من عقوبات تُحدث اهتزازات على مستوى العالم، وستكون اختبارا لصلابة النظام المالي من خلال مجموعة متنوعة من القنوات المحتملة لتضخيم الآثار، بما في ذلك انكشاف المؤسسات المصرفية وغير المصرفية بشكل مباشر وغير مباشر؛ والاضطرابات السوقية في أسواق السلع الأولية، وزيادة مخاطر الطرف المقابل؛ وضعف سيولة السوق وضغوط التمويل؛ وتسارع وتيرة اعتماد العملات المشفرة في الأسواق الصاعدة؛ واحتمالية وقوع أحداث سيبرانية.

وكان للحرب تأثير بالفعل على مؤسسات الوساطة المالية، والشركات غير المالية، والأسواق المعرضة للمخاطر من خلال تعاملاتها مع روسيا وأوكرانيا بشكل مباشر أو غير مباشر. وتتحمل أوروبا مخاطر أعلى من المناطق الأخرى بسبب قربها الجغرافي، واعتمادها على روسيا في توفير احتياجاتها من الطاقة، وانكشاف بعض البنوك وغيرها من المؤسسات المالية بدرجة غير قليلة للأصول والأسواق المالية الروسية.

وللبنوك انكشافات مباشرة محدودة نسبيا تجاه روسيا عدا في حالة بعض البنوك الأوروبية غير النظامية (الشكل البياني ٤). أما مواطن الانكشاف غير المباشر فتحديدها وتقييمها أكثر صعوبة لأنها غير معروفة بنفس القدر (وخاصة مدى الارتباط المتبادل) إذ إنه يصعب تحديدها كميا دون إفصاحات مفصلة ومتسقة حسب البلد أو حسب أنواع النشاط المحددة. ويكمن الخطر في احتمال أن تكون الانكشافات غير المباشرة مؤثرة وأن تفاجئ المستثمرين عند كشف النقاب عنها، مما يقود إلى ارتفاع حاد في مخاطر الطرف المقابل وفي علاوات المخاطر. ولمؤسسات الوساطة المالية غير المصرفية الأجنبية استثمارات كبيرة في الأصول الروسية، وترجع معظم انكشافاتها إلى صناديق الاستثمار الأمريكية والأوروبية. غير أن نسبة انكشافها لروسيا أقل من حيث النسبة التي يمثلها إلى الأصول الكلية.

وقد حافظت صناديق الاستثمار المختصة بالأسواق الصاعدة على موقفها الحذر بشأن انكشافاتها للدين الروسي منذ احتلال القرم في عام ٢٠١٤، حيث خفضت حصتها من الدين الروسي من أكثر من ١٠٪ قبل عام ٢٠١٤ إلى أعلى بقليل من ٤٪ في عام ٢٠٢٢. وكان انكشاف الصناديق المربوطة بمؤشرات عالمية تجاه روسيا أقل كثيرا من هذه النسبة، حيث بلغت استثماراتها في الدين الروسي ٠,٢٪ في المتوسط من حجم أصولها في عام ٢٠٢٢.

وأدت الاضطرابات الحادة في أسواق السلع الأولية وسلاسل الإمداد عبر بلدان العالم إلى تقلب حاد في أسعار السلع الأولية زادت من حدته الضغوط في أسواق تمويل التجارة السلعية وأسواق المشتقات المالية (الشكل البياني ٥). وتسهم بنوك المتاجرة/الوساطة بدور حاسم في تلك الأسواق وتتسم بانكشافاتها الكبيرة تجاهها، بما في ذلك دورها في توفير السيولة والائتمان لمجموعة صغيرة من كبرى الشركات العاملة في مجال تداول منتجات الطاقة التي تمارس نشاطها على مستوى العالم، وهي غير خاضعة للتنظيم إلى حد كبير ومعظمها ذات ملكية خاصة. وقد أدت الضغوط في أسواق السلع الأولية، والتي غالبا ما يفاقمها ضعف السيولة، إلى إضعاف الرغبة في المخاطرة وتصاعد المخاوف بشأن مخاطر الطرف المقابل، مع انعكاسات على أوضاع التمويل.

وتواجه الأسواق الصاعدة والواعدة أوضاعا مالية أكثر تشديدا ومستويات أعلى من مخاطر التدفقات الرأسمالية الخارجة. فمنذ بداية الحرب في أوكرانيا، حدثت زيادة سريعة في عائدات سندات الأسواق الصاعدة المقومة بالعملة الأجنبية، مثلما حدث أثناء نوبات الضغوط السابقة في تلك الأسواق، ثم سجلت بعض التراجع في منتصف مارس/آذار (الشكل البياني ٦). وقفز عدد المُصدرين الذين تُداول سنداتهم بأسعار بخسة إلى نحو ٢٥٪ من المجموع الكلي (الشكل البياني ٧)، متجاوزا بذلك مستويات ذروة الجائحة. وقد أدى اتساع فروق العائد، مقترنا بالزيادة في عائدات سندات الولايات المتحدة، إلى دفع تكاليف التمويل لمستويات فاقت كثيرا مستويات ما قبل الجائحة بالنسبة لكثير من المقترضين. ولا تزال الأسواق مفتوحة للإصدار بهذه المستويات الأعلى التي بلغت تكاليف التمويل. وخضعت تدفقات السندات والأسهم المقومة بالعملة المحلية لضغوط، حيث مرت بأكبر عمليات أسبوعية لاسترداد قيم السندات والأسهم منذ مارس/آذار ٢٠٢٠. ومن المرجح أن يزداد تعرض تدفقات المحافظ الاستثمارية لمخاطر التطورات السلبية نتيجة لتشديد الأوضاع المالية الخارجية على أثر عودة السياسة النقدية في الولايات المتحدة إلى الأوضاع المعتادة وارتفاع عدم اليقين على المستوى الجغرافي-السياسي (الشكل البياني ٨).

وفي الصين، أدت موجة بيع الأسهم مؤخرًا، ولا سيما في قطاع التكنولوجيا، وزيادة الإصابات بفيروس كوفيد-19، إلى زيادة بواعث القلق من احتمال تباطؤ النمو، مع إمكانية انتقال التداعيات إلى الأسواق الصاعدة. وأدت الضغوط المستمرة في القطاع العقاري المأزوم إلى زيادة المخاطر التي يتعرض لها الاستقرار المالي وأضافت إلى الضغوط الواقعة على النمو. وقد يكون من الضروري اتخاذ تدابير استثنائية للدعم المالي بغية تخفيف الضغوط الواقعة على الميزانية العمومية من جراء الجائحة، ولكن ذلك سيضيف إلى مواطن التعرض لمخاطر الديون على المدى المتوسط.

وقد تكثفت الروابط المتبادلة بين الكيانات السيادية والبنوك المحلية في الأسواق الصاعدة على مدار العامين الماضيين في ظل قيام البنوك بتوفير معظم التمويل اللازم لسد احتياجات الحكومة الإضافية من أجل تخفيف أثر الجائحة (راجع الفصل ٢). ونتيجة لذلك، قفزت حيازات البنوك من سندات الدين السيادي المحلي إلى مستويات مرتفعة تاريخية في عام ٢٠٢١ (الشكل البياني ٩). ومن الممكن أن تفضي حالة المديونية الحرجة في الأسواق الصاعدة إلى حلقة من التأثيرات المرتدة السالبة بين الكيانات السيادية والبنوك من خلال قنوات متعددة - وهو ما يسمى "الرابط بين الكيانات السيادية والبنوك" - مما قد يُضعف سلامة الأوضاع المصرفية والإقراض للاقتصاد.

وقد أبرزت الحرب في أوكرانيا عددا من القضايا الهيكلية متوسطة الأجل التي يتعين على صناع السياسات التصدي لها في السنوات القادمة، بما في ذلك احتمال أن تؤدي الاعتبارات الجغرافية-السياسية المتعلقة بأمن إمدادات الطاقة إلى تشكيل خطر على عملية التحول المناخي إلى الانبعاثات الصفرية؛ ومخاطر تشتت أسواق رأس المال والانعكاسات الممكنة على دور الدولار الأمريكي؛ ومخاطر تشتت أنظمة الدفع وإنشاء كتل للعملات الرقمية الصادرة عن البنوك المركزية؛ والتوسع في استخدام الأصول المشفرة في الأسواق الصاعدة؛ وزيادة عمليات توزيع الأصول المعقدة والمصممة حسب الطلب في محاولة للوقاية من إمكانية فرض العقوبات.

وقد أوضحت الحرب مدى الحاجة الملحة لخفض الاعتماد على الطاقة كثيفة الكربون والتعجيل بالتحول إلى مصادر الطاقة المتجددة. ولكن إزاء بواعث القلق المتنامية بشأن أمن إمدادات الطاقة وسبل الوصول إلى مصادر الطاقة (الشكل البياني ١٠)، قد تواجه استراتيجية التحول إلى مصادر الطاقة المتجددة نكسات لبعض الوقت. فقد تتسبب أزمة الطاقة الحالية في تغيير سرعة الإلغاء التدريجي للدعم المقدم على الوقود الأحفوري في اقتصادات الأسواق الصاعدة والاقتصادات النامية، بينما قد يؤدي تصاعد ضغوط التضخم أيضا إلى استعانة السلطات بالدعم أو غيره من أشكال الدعم المالي لمساندة الأسر أو الشركات.

وقد حدث ارتفاع حاد في أحجام تداول الأصول المشفرة مقارنة ببعض عملات الأسواق الصاعدة عقب تطبيق عقوبات ضد روسيا واستخدام قيود رأس المال في روسيا وأوكرانيا. ويأتي هذا على خلفية زيادة أطول أجلا في مثل هذه المعاملات العابرة للحدود، مما يسلط الضوء على التحديات التي ينطوي عليها تطبيق تدابير وعقوبات على تدفقات رأس المال.

وبينما يمكن للابتكار التكنولوجي في الأنشطة المالية (التكنولوجيا المالية) أن يدعم النمو الاحتوائي عن طريق تعزيز المنافسة، والتطور المالي، واحتواء الجميع (الفصل ٣)، فإن سرعة نمو شرائح النشاط الاقتصادي ذات

المخاطر يمكن أن يكون مدعاة للقلق على الاستقرار المالي حين تكون شركات التكنولوجيا المالية خاضعة لقواعد تنظيمية أقل صرامة (الشكل البياني ١١).

### التوصيات بشأن السياسات

ينبغي أن تعمل البنوك المركزية بحزم للحيلولة دون ترسخ الضغط الناجم عن التضخم وتجنب انفلات توقعات التضخم عن الركيزة المستهدفة. ولتجنب التقلب الذي لا داعي له في الأسواق المالية، من الضروري أن تقدم البنوك المركزية في الاقتصادات المتقدمة إرشادات واضحة بشأن عملية إعادة السياسة النقدية إلى وضعها المعتاد مع استمرار الاعتماد على البيانات.

ولا تزال الأسواق الصاعدة معرضة لتشديد الأوضاع المالية العالمية على نحو غير منظم. وقد قام كثير من البنوك المركزية بتشديد السياسة إلى حد كبير بالفعل. وينبغي أن يستمر رفع أسعار الفائدة، أو العودة إلى السياسة النقدية المعتادة بالتخلي عن التدابير الأخرى التي اتُّخذت أثناء الجائحة (مثل عمليات شراء الأصول)، حسب مقتضى الحال وتبعاً لحالة التضخم وآفاق الاقتصاد في كل بلد على حدة، من أجل تثبيت توقعات التضخم حول الركيزة المستهدفة والحفاظ على مصداقية السياسة.

وينبغي لصناع السياسات تشديد أدوات احترازية كلية مختارة لمعالجة الجيوب التي تكمن فيها مواطن الضعف الكبيرة، مع تجنب التشديد غير المنظم للأوضاع المالية. ويبدو أن تحقيق التوازن بين احتواء مواطن الضعف المتراكمة وتجنب مسaire اتجاهات الدورة الاقتصادية أمر مهم في ظل أجواء عدم اليقين التي تكتنف آفاق الاقتصاد، والعملية الجارية للعودة إلى السياسة النقدية العادية، والحيز المالي المحدود في أعقاب الجائحة.

وإلى جانب اتخاذ خطوات لمعالجة بواعث القلق المتعلقة بأمن إمدادات الطاقة، ينبغي لصناع السياسات تكثيف الجهود لتنفيذ خارطة طريق المؤتمر السادس والعشرين للأطراف في اتفاقية الأمم المتحدة الإطارية بشأن تغير المناخ (COP26) لعام ٢٠١٦ بغية تحقيق أهداف الانبعاثات الصفرية. وينبغي لهم اتخاذ تدابير لزيادة توفر مصادر الطاقة المتجددة وبدائل الوقود الأحفوري وخفض تكاليفهما مع تحسين كفاءة استخدام الطاقة؛ وزيادة التمويل الخاص في الفترة الانتقالية المؤدية إلى اقتصاد أكثر خضرة؛ ومواصلة تعزيز بنين المعلومات المتعلقة بتمويل العمل المناخي.

وينبغي لصناع السياسات وضع معايير عالمية شاملة للأصول المشفرة تغطي كل أطراف النشاط والمخاطر. وثمة حاجة لتقوية الإشراف على شركات التكنولوجيا المالية ومنصات التمويل اللامركزي (DeFi) للاستفادة من مزاياها مع تخفيف مخاطرها. وللحفاظ على فعالية تدابير إدارة تدفقات رأس المال في بيئة يتزايد فيها استخدام الأصول المشفرة، يتعين على صناع السياسات اتباع استراتيجية للسياسات تغطي جوانب متعددة. وتبرز التدابير المتخذة مؤخراً في الأسواق والبورصات استجابةً لارتفاع درجة التقلب في أسعار السلع الأولية ضرورة أن تدرس الأجهزة التنظيمية الانعكاسات الأوسع نطاقاً، بما في ذلك آليات حوكمة البورصات، وصلابة نظم المتاجرة، وتركز المخاطر، وتحديد وديعة تأمين الأداء، وشفافية التداول في أسواق الأوراق المالية الرسمية وغير الرسمية.