

ملخص واف

مواصلة المسار: الأسواق المالية تخوض أجواء عدم اليقين

- ١- تراجع النشاط الاقتصادي العالمي وواصل التضخم تباطؤه منذ صدور عدد إبريل ٢٠٢٤ من تقرير الاستقرار المالي العالمي. وبوجه عام، ففي ظل التيسير النقدي الذي انتهجته البنوك المركزية الكبرى، استمرت الأوضاع المالية التيسيرية، وحافظت الأسواق الصاعدة على صلابتها، كما ظلت تقلبات أسعار الأصول متدنية نسبياً. وحسب مقياس صندوق النقد الدولي للنمو المعرض للخطر لعام قادم، أمكن احتواء المخاطر المهددة للاستقرار المالي في الأجل القريب حتى الآن قرب مستواها التاريخي في المئين الأربعين. غير أن الأوضاع المالية التيسيرية التي تساهم في السيطرة على مخاطر الأجل القريب تسهل أيضاً تراكم نقاط الضعف - مثل المغالاة في تقييم الأصول، وارتفاع مستويات الدين الخاص والحكومي عالمياً (ملخص واف، الشكل البياني ١)، وزيادة اعتماد المؤسسات المالية غير المصرفية على الرفع المالي - مما سيؤدي إلى تفاقم المخاطر المهددة للاستقرار المالي في المستقبل.
- ٢- ومن شأن تراكم نقاط الضعف أن يفاقم الصدمات السلبية التي ازدادت احتمالات حدوثها بفعل تصاعد عدم اليقين الاقتصادي والجغرافي - السياسي في ظل الصراعات العسكرية الجارية وعدم اليقين إزاء السياسات المستقبلية للحكومات المنتخبة حديثاً. وتحديداً، يزيد الانفصال بين حالة عدم اليقين والتقلبات السوقية (ملخص واف، الشكل البياني ٢) من فرص الفقرات المفاجئة في التقلبات والتغيرات الحادة في تسعير الأصول، والتي قد تتفاقم بدورها بسبب نقاط الضعف. وكما يشير الفصل الأول، كانت الاضطرابات السوقية في مطلع أغسطس ٢٠٢٤ - حينما ازدادت التقلبات عبر أسواق الأسهم في اليابان والولايات المتحدة (ملخص واف، الشكل البياني ٣) وتراجعت أسعار الأصول العالمية بحدّة - بمثابة لمحة عن ردود الفعل العنيفة الممكنة عندما تتفاعل التقلبات المتزايدة مع الرفع المالي المستخدم في المؤسسات المالية لتنشأ عنهما ردود فعل سوقية غير خطية وموجات بيعية سريعة.
- ٣- وبالفعل، يوضح الفصل الثاني بالأدلة الكمية أن استمرار تصاعد عدم اليقين الاقتصادي يمكن أن يزيد من مخاطر التطورات السلبية المهددة للنمو المستقبلي وأسعار الأصول ونمو الإقراض المصرفي. فعلى سبيل المثال، بافتراض زيادة عدم اليقين إزاء الاقتصاد الحقيقي العالمي إلى المستويات السائدة خلال الأزمة المالية العالمية، تتفاقم النتائج السلبية (في المئين العاشر تحديداً) لمتوسط نمو إجمالي الناتج المحلي الحقيقي العالمي لسنة قادمة بمقدار ١,٢ نقطة مئوية (ملخص واف، الشكل البياني ٤). ويشد هذا التأثير مع تصاعد نقاط الضعف المالية الكلية أو زيادة الانفصال بين التقلبات السوقية وحالة عدم اليقين. ويمكن أن تنشأ عن عدم اليقين أيضاً تداعيات عبر الحدود من خلال الروابط التجارية والمالية.
- ٤- ويعرض تقرير الاستقرار المالي العالمي تحليلاً مفصلاً لنقاط الضعف والاختلالات المالية المهددة للاستقرار المالي، مع التأكيد على ضرورة تصدي صناع السياسات لها على وجه السرعة.

نقاط الضعف والاختلالات

- ٥- يظل ارتفاع مستويات الدين السيادي ونموها السريع من التحديات العالمية، حيث تخفق بلدان عديدة في بلوغ أرصدها الأولية المحققة لاستقرار الدين على المدى الأطول. فبعبء الكثير من الاقتصادات المتقدمة، سيتعين استيعاب الزيادة المستمرة في حصص إصدارات الدين الحكومي من جانب المشترين المتأثرين بالأسعار في ظل التشديد الكمي المتواصل في بنوكهم المركزية، مما قد يزيد من تقلبات أسواق السندات. وفي الأسواق الصاعدة والاقتصادات الواعدة التي تعاني من ضعف وتدهور احتياطياتها المالية الوقائية، سجلت فروق العائد على السندات السيادية ومبادلات مخاطر الائتمان مزيداً من الارتفاع مقارنة بالاقتصادات الأخرى، مما يزيد من صعوبة خدمة الدين.
- ٦- ولا تزال الأسواق الصاعدة تتمتع بالصلابة منذ صدور عدد إبريل ٢٠٢٤ من تقرير الاستقرار المالي العالمي. وواصلت البنوك المركزية التركيز على أوضاع الاقتصاد والتضخم المحلية في صياغة سياساتها النقدية، مع الاعتماد على تعديل أسعار الصرف في التخفيف من العوامل الخارجية المعاكسة. وفي ظل التوقعات بتيسير السياسة النقدية في الاقتصادات المتقدمة الرئيسية، من الممكن تراجع الضغوط على الأسواق الصاعدة في الأجل القريب. ولكن على المدى الأطول، يمكن أن يفرض تصاعد عدم اليقين بشأن السياسات التجارية والعوامل الجغرافية-السياسية وتباطؤ النمو في الصين، وهي من أهم الشركاء التجاريين للعديد من الأسواق الصاعدة، المزيد من التحديات أمام حماية الاستقرار المالي في الأسواق الصاعدة. فقد تزداد تقلبات تدفقات الحافطة وصعوبة الوصول إلى التمويل الدولي، لا سيما بالنسبة للاقتصادات الواعدة. وعلى مدار العقد الماضي بالفعل، تصاعدت تداعيات أسعار الفائدة في الاقتصادات المتقدمة على الأسواق الصاعدة، حيث كانت التغيرات في علاوات الأجل على السندات الأمريكية لأجل عشر سنوات - أي علاوات المخاطر

التي يفرضها المستثمرون نظير حيازة الأوراق المالية الأطول أجلا - الدافع وراء نسبة متزايدة من التغييرات في علاوات الأجل على سندات الأسواق الصاعدة لأجل عشر سنوات (ملخص واف، الشكل البياني ٥).

٧- وشهد عام ٢٠٢٤ تعافي الإصدارات العالمية من الديون القابلة للاستمرار. غير أن الأسواق الصاعدة تمثل ١٣٪ فقط من إصدارات العام الحالي حتى تاريخه (ملخص واف، الشكل البياني ٦)، كما يظل نصيبها من الدين القابل للاستمرار المقوم بالعملات المحلية محدودا. ومن شأن نقص الاستثمار في تمويل العمل المناخي أن يؤخر الجهود الهادفة إلى تخفيف حدة تغير المناخ والتكيف معه وأن يفرض تحديات أمام الاستقرار المالي في المستقبل.

٨- وحتى مع تراجع أسعار الفائدة العالمية، قد تجد شركات عديدة صعوبة في خدمة ديونها خلال الأعوام القادمة. فرغم صلابه هامش أرباح بعض الشركات بفضل قوة النشاط الاقتصادي وسلامة الميزانيات العمومية في قطاع الشركات، شهدت حالات الإعسار زيادة مطردة في ظل معاناة الشركات الأضعف. وكذلك، تشد الضغوط على بعض الشركات المتوسطة الحجم التي تقترض بأسعار فائدة مرتفعة في أسواق الائتمان الخاص، والتي لجأت بالتالي إلى وسائل السداد العيني، مما يؤدي في الواقع إلى تأخر مدفوعات الفائدة ومراكمة المزيد من الديون. وعلاوة على ذلك، يرجح أن تؤثر القيود التجارية والأحداث الجغرافية-السياسية على الشركات من خلال ارتفاع تكلفة المدخلات وتراجع قدرتها على سداد مدفوعات الفائدة. ورغم البوادر المتزايدة على تدهور جودة الائتمان، استمر تداول سندات الشركات مع ضيق فروق العائد قياسا بالمعايير التاريخية، مما أدى إلى اختلالات في التسعير وبالتالي تزايد احتمالات التغييرات المفاجئة في تسعير مخاطر الائتمان.

٩- ورغم ما يبدو من احتواء مخاطر العقارات السكنية على الاستقرار في معظم البلدان، لا يزال قطاع العقارات التجارية يشهد ضغوطا حادة. ويشير اختلال الأسعار والأسس إلى المزيد من التصحيحات في سوق العقارات التجارية، ولا سيما في قطاع المكاتب الذي يواجه العديد من المصاعب. ومن الممكن سحب التمويل، مما سيدفع الأسعار إلى التراجع ويفرض ضغوطا على المزيد من المؤسسات المالية في حلقة من الآثار المرتدة السلبية (ملخص واف، الشكل البياني ٧). وقد نرى ضغوطا سواء على مستوى البنوك ذات التركزات الضخمة في قطاع العقارات التجارية أو المؤسسات الاستثمارية غير المصرفية، مثل صناديق الاستثمار الاستثمارية في قطاع العقارات.

١٠- ولا يزال القطاع المصرفي العالمي صلبا بفضل ما يتمتع به من وفرة رأس المال واحتياطيات السيولة الوقائية. ورغم ارتفاع نسب القروض غير المنتظمة عبر بعض فئات الإقراض، مثل بطاقات الائتمان الاستهلاكي وقروض السيارات والعقارات التجارية، لم تشهد جودة الأصول الكلية تراجعا هائلا بوجه عام. غير أن تخفيض أسعار الفائدة قد يؤثر سلبا على صافي هامش الفائدة والربحية المصرفية، كما اتضحت بعض المخاطر المستقبلية في ضوء موجات البيع المؤقتة لأسهم بعض البنوك في أوائل أغسطس، لا سيما المخاطر الطرفية المرتفعة نسبيا في حالة المؤسسات الأكثر ضعفا التي تواجه تحديات مرتبطة بنماذج أعمالها (ملخص واف، الشكل البياني ٨).

١١- وفي الاضطرابات التي شهدتها الأسواق في أوائل أغسطس مثال آخر على دور المؤسسات المالية غير المصرفية في نقل الصعوبات عبر النظام المالي ومقاومة الضغوط، حيث يمكن أن تؤدي سرعة تصفية المراكز الممولة بالديون إلى اختلالات في السيولة ومن ثم زيادة التقلبات. وفي ظل نمو صناديق الاستثمار المفتوحة في السندات، وصناديق التحوط، والائتمان الخاص، يتزايد استخدام الرفع المالي عبر عدد من شرائح المؤسسات المالية غير المصرفية. وتعد فجوات البيانات من أهم التحديات التي تحول دون التصدي لهذه القضايا، حيث تعوق قدرة السلطات على تقييم نقاط الضعف المرتبطة بالرفع المالي في القطاع غير المصرفي وتحديد المراكز الضخمة وتركزات التداول.

١٢- واستخدام الذكاء الاصطناعي في أنشطة سوق رأس المال قد يكون له دور إضافي في دعم نمو المؤسسات المالية غير المصرفية. ويشير الفصل الثالث إلى أن استخدام الذكاء الاصطناعي في أنشطة المتاجرة والاستثمار لا يزال في مرحلة مبكرة نسبيا، ولكن الوتيرة قد تتسارع خلال السنوات القادمة: فعلى سبيل المثال، شهدت السنوات الأخيرة ارتفاعا هائلا في نصيب قطاع إدارة الأصول من طلبات تسجيل براءات الاختراع المرتبطة بالذكاء الاصطناعي وتعلم الآلة (ملخص واف، الشكل البياني ٩). ورغم أن استخدام هذه التكنولوجيات الجديدة قد يحقق الكفاءة ووفورات التكلفة للمصارف والمؤسسات المالية غير المصرفية، عادة ما تتمتع المؤسسات المالية غير المصرفية بمرونة أكبر وقيود أقل فيما يتعلق باستخدام الذكاء الاصطناعي. وفي الواقع، تهيمن المؤسسات المالية غير المصرفية بالفعل على عدد من أسواق الأصول التي تسهل استخدام التداول الإلكتروني. وكذلك فمن شأن استخدام الذكاء الاصطناعي على نطاق واسع أن يفاقم أوجه الهشاشة المالية في المستقبل، من خلال النمو المحتمل في حجم التقلبات أثناء فترات الضغوط

السوقية، وزيادة الغموض، وتحديات مراقبة تطبيقات الذكاء الاصطناعي ومستخدميها في أسواق رأس المال، والاعتماد على عدد قليل من مقدمي خدمات الذكاء الاصطناعي ومن ثم تزايد مخاطر التشغيل، وتنامي مخاطر الأمن السيبراني والتلاعب بالسوق.

التوصيات بشأن السياسات

١٣- بالرغم مما يبدو من احتواء المخاطر المهددة للاستقرار المالي في الأجل القريب، تتصاعد نقاط الضعف عبر النظام المالي. وعلى صناع السياسات التحرك الآن للحد من أوجه الهشاشة. وبالنسبة للبنوك المركزية، فإن الإفصاح بوضوح عن أن مسار السياسة النقدية ينبغي ألا يتفاعل بحدّة مع نقاط البيانات الفردية من شأنه أن يساعد في الحد من عدم اليقين. وحيثما يُتوقع استمرار زخم النمو والتضخم، ينبغي للبنوك المركزية تيسير السياسة النقدية تدريجياً تمهيداً لانتهاج موقف أكثر حيادية. وفي البلدان التي تشهد ارتفاعاً مزمناً في معدلات التضخم يتجاوز المستويات المستهدفة، ينبغي أن تقاوم البنوك المركزية التوقعات المفرطة التفاؤل للمستثمرين حيال تيسير السياسة النقدية.

١٤- وفي ظل ما تشهده بلدان عديدة من ارتفاع هائل في الدين السيادي يتجاوز مستويات ما قبل الجائحة، ينبغي أن تركز جهود التصحيح المالي في المقام الأول على المصداقية في إعادة بناء الاحتياطيات الوقائية بحيث تظل تكلفة التمويل في المتناول، مما يتيح ركيزة للتوقعات التضخمية في الأجل المتوسط ويساعد في احتواء مخاطر تخفيض التصنيف السيادي. وبالنسبة للبلدان التي تمتلك حيزاً مالياً محدوداً، من الضروري الحفاظ على مصداقية الخطط المالية لتجنب التداعيات التي تؤدي إلى انحدار التصنيف السيادي وتؤثر بالتالي على أوضاع التمويل. وينبغي للمقرضين السياديين في الاقتصادات الواعدة والبلدان المنخفضة الدخل تعزيز جهودهم من أجل احتواء الانكشاف لمخاطر الدين من خلال عدة تدابير، بما في ذلك التواصل مع الدائنين والتعاون المتعدد الأطراف والدعم من المجتمع الدولي.

١٥- وفي ظل استمرار نمو المؤسسات المالية غير المصرفية، بداية من صناديق الاستثمار المفتوحة وحتى صناديق التحوط والصناديق الخاصة، تؤكد المخاطر الناجمة عن زيادة تباين آجال الاستحقاق والرفع المالي على الحاجة إلى المزيد من الإجراءات التدخلية الفعالة من جانب الأجهزة التنظيمية والإشرافية. وفي هذا الصدد، يتعين تشديد متطلبات الإبلاغ المفروضة على المؤسسات المالية غير المصرفية وتعزيز السياسات اللازمة للتخفيف من نقاط الضعف وآليات تضخيم الآثار المالية الناجمة عن الاعتماد على الرفع المالي في المؤسسات غير المصرفية. ويمكن الحد من المخاطر النظامية عبر تحسين جاهزية السيولة في المؤسسات المالية غير المصرفية، وتنفيذ المعايير المتفق عليها الصادرة عن مجلس الاستقرار المالي، وتطوير اختبارات القدرة على تحمل الضغوط التي تجريها المؤسسات غير المصرفية.

١٦- كذلك يؤكد استمرار تراكم الدين وتزايد عدم اليقين إزاء الاقتصاد على ضرورة تعزيز إطار سياسات السلامة الاحترازية الكلية لاحتواء المخاطرة المفرطة في القطاع المالي غير المصرفي وضمان كفاية رأس المال واحتياطيات السيولة الوقائية في الأجهزة المصرفية لدعم توفير الائتمان خلال فترات الضغوط. وعلى صناع السياسات تشديد أدوات السلامة الاحترازية الكلية لتعزيز القدرة على الصمود في مواجهة مختلف الصدمات مع تجنب تشديد الأوضاع المالية على نطاق واسع.

١٧- ومن الضروري توخي اليقظة باستمرار في مراقبة نقاط الضعف عبر الشركات وقطاع العقارات التجارية. ولضمان صلابة الجهاز المصرفي وتوافر المعلومات اللازمة لاتخاذ القرارات بشأن كفاية رأس المال، على السلطات إجراء اختبارات القدرة على تحمل الضغوط، متضمنة سيناريوهات حول القيود التجارية والأحداث الجغرافية-السياسية، والانخفاضات الحادة في أسعار العقارات التجارية. ونظراً لتزايد أهمية دور الائتمان الخاص في الأسواق المالية، يتعين تشديد متطلبات الإبلاغ لتحسين الرقابة على المخاطر وإدارتها.

١٨- وتؤكد المخاطر المتطرفة الناجمة عن البنوك الضعيفة في النظام المالي العالمي وخطر العدوى التي قد تصيب المؤسسات السليمة على ضرورة التأهب لمواجهة عدم الاستقرار المالي. ويتعين ضمان قدرة الأجهزة الإشرافية على التدخل المبكر، وجاهزية البنوك للاستفادة من سيولة البنك المركزي. وكذلك، يتعين المضي قدماً نحو إقرار وتنفيذ أطر معاودة النشاط وتسوية الأوضاع في المؤسسات المصرفية بهدف التعامل مع ضعف أو إخفاق البنوك دون المساس بالاستقرار المالي أو المخاطرة بالأموال العامة. ويظل التنفيذ الكامل والفوري والمتسق للمعايير الدولية عنصراً مهماً في تعزيز الأطر الاحترازية.

للاطلاع على التقرير الكامل، يرجى الرجوع إلى النص الإنجليزي عبر الرابط التالي: <http://IMF.org/GFSR-October2024>.