

ملخص وافٍ^١

تعزيز القدرة على الصمود أمام الأجواء الضبابية

ألقى عدد أكتوبر ٢٠٢٤ من "تقرير الاستقرار المالي العالمي" الضوء على التقييمات الزائدة للأصول، وتزايد الرفع المالي في النظام المالي، وانخفاض التقلب في الأسواق المالية على خلفية تصاعد مستويات الضبابية الاقتصادية (الشكل البياني ES.1). ويمكن لأوجه الهشاشة هذه أن تؤدي إلى تضخيم الصدمات وتنتسبب في التشديد المفاجئ للأوضاع المالية، وهو ما يفضي إلى تفاقم حالات هبوط النشاط الاقتصادي مع احتمال تكبد مزيد من التكاليف الاقتصادية الباهظة.

وأعقبت سلسلة التصريحات في الولايات المتحدة بشأن التعريفات الجمركية منذ فبراير موجة حادة من إعادة تسعير الأصول الخطرة وتسارعت وتيرتها عقب تصريح ٢ إبريل حول خطط وضع تعريفات جمركية أكبر من المتوقعة. وازداد تقلب الأسواق المالية على مستوى الأسهم والعملات وأسواق السندات بصورة ملحوظة. وأدت الاستجابة من جانب بلدان أخرى إلى زيادة تفاقم الأجواء الضبابية.

وعلى خلفية تصاعد التقلب في أسعار الأصول، يشير التقييم في هذا العدد من "تقرير الاستقرار المالي العالمي" إلى أن المخاطر التي تهدد الاستقرار المالي العالمي قد ازدادت بدرجة كبيرة، وهو ما يرجع في الأساس إلى تشديد الأوضاع المالية العالمية (الشكل البياني ES. 2). ووفق نموذج النمو المعرض للخطر الذي أعده صندوق النقد الدولي، ازدادت المخاطر على النمو من التطورات الاقتصادية الكلية والمالية السلبية بشكل كبير.

ويتوصل تقييمنا إلى ارتفاع المخاطر التي تهدد الاستقرار المالي، تدعمه كذلك ثلاثة مواطن ضعف رئيسية محتملة مستقبلا. أولاً، ورغم اضطراب الأسواق مؤخراً، تظل التقييمات مرتفعة في بعض شرائح الأسهم وأسواق سندات الشركات الرئيسية، وهو ما يعني احتمال الاستمرار في إعادة تصحيح التقييمات إذا تدهورت الآفاق. ولا تزال الضبابية التي تلف السياسة الاقتصادية مرتفعة، كما أن نتائج بعض المؤشرات جاءت منخفضة على نحو مفاجئ (راجع عدد إبريل ٢٠٢٥ من تقرير "آفاق الاقتصاد العالمي")، وهو ما يزيد احتمالات تصحيح أسعار الأصول.

ويمكن لتحركات أسعار الأصول نحو الانخفاض أن تؤثر تأثيراً بالغاً على الأسواق الصاعدة. فقد انخفضت قيم عملاتها وأسعار أسهمها بالفعل نتيجة لضعف آفاق النمو. ومع تزايد توقعات المستثمرين بالتيسير من قبل البنوك المركزية في الأسواق الصاعدة، هبطت العائدات المتوقعة من تجارة مناقلة الفائدة، فازدادت احتمالات خروج التدفقات الرأسمالية. وفي الاقتصادات الواعدة، برغم تحسن أوضاع السوق آنفاً، فارتفاع مستويات العائد يمكن أن يجعل البلدان عُرضة لمخاطر إعادة التمويل في ظل بيئة من مبالغ الديون الطائلة التي حانت آجال استحقاقها (الشكل البياني ES.3).

وثانياً، يمكن أن تتعرض بعض المؤسسات المالية للضغوط في الأسواق المتقلبة، ولا سيما تلك التي تعتمد على الرفع المالي بشكل كبير. ومع نمو صناديق التحوط وقطاعات إدارة الأصول، وكذلك مستويات الرفع المالي الكلي فيها وروابطها بالقطاع المصرفي الذي تقترب منه (الشكل البياني ES.4)، تزداد احتمالات اضطراب مؤسسات الوساطة المالية غير المصرفية التي تعاني من ضعف إدارتها إلى خفض التمويل بالديون في مواجهة طلبات تغطية حساب الهامش واسترداد الأصول. وشهدت استراتيجيات بعض صناديق التحوط ارتفاعاً مطرداً في الرفع

^١ تستند التقييمات والتحليلات الواردة في هذا العدد من "تقرير الاستقرار المالي العالمي" إلى بيانات الأسواق المالية المتاحة لخبراء صندوق النقد الدولي حتى ١٥ إبريل ٢٠٢٥، غير أنها قد لا تعكس كل البيانات المنشورة بحلول ذلك التاريخ في كل الحالات.

المالي مؤخرا (الشكل البياني ES.5)، من المحتمل أن يفضي إلى تقاوم الموجات البيعية، مع ما لها من انعكاسات على النظام المالي الأوسع نطاقا.

وثالثا، الاضطرابات المتزايدة يمكن أن تنتقل فجأة إلى أسواق السندات السيادية، ولا سيما في مناطق الاختصاص ذات مستويات الديون الحكومية المرتفعة. وعلى سبيل المثال، يمكن أن تتم تصفية التداولات الرائجة المدعومة بالرفع المالي على الفروق بين الأسعار الفورية والمستقبلية في أسواق السندات السيادية الرئيسية ومراكز تجارة مناقلة الفوائد المدعومة بالرفع المالي في أسواق المبادلات، مما يفرض تحديات على سيولة الأسواق (الشكل البياني ES.6) وبالفعل، فإن اقتصادات الأسواق الصاعدة التي تواجه أعلى تكاليف تمويل حقيقية منذ عشر سنوات قد تحتاج الآن إلى إعادة تمويل ديونها وتمويل الإنفاق من المالية العامة بتكاليف أعلى (راجع عدد إبريل ٢٠٢٥ من تقرير "الرصد المالي"). وبوجه عام، يمكن للمخاوف بشأن استدامة القدرة على تحمل الدين العام وأوجه الهشاشة الأخرى في القطاع المالي أن تتفاقم بطريقة الدعم المتبادل.

هذا كما أن تصاعد عدم اليقين بشأن السياسات قد يؤثر أيضا على الشركات والأسر. فقد اتسعت مؤخرا فروق العائد على سندات الشركات في أنحاء العالم، انعكاسا لمخاوف المستثمرين إزاء الآثار المعاكسة من تباطؤ النشاط الاقتصادي على أرباح الشركات في أرباع السنة القادمة. وإضافة إلى ذلك، هناك نسبة كبيرة من ديون الشركات التي اقتربت من آجال استحقاقها ذات أسعار فائدة ثابتة أقل من عائدات السوق السائدة، كما أن ارتفاع فروق أسعار الائتمان قد يفرض مصاعب أمام إعادة تمويل ديون الشركات الأضعف. وقد تؤثر إعادة التسعير الحادة للأسهم وأسعار الأصول الأخرى على الميزانيات العمومية للأسر من خلال آثار الثروة، خاصة وأن كثيرا منها يخصص في الوقت الحاضر جزءا أكبر من أصولها المالية للأسهم وصناديق الاستثمار مقارنة مما كانت تخصصه قبل الجائحة. وأخيرا، فإن قيم العقارات التجارية الأضعف من المتوقع واستمرار ارتفاع أسعار الفائدة يمكن أن يزيدا تعقيد جهود إعادة تمويل القروض، ولا سيما في حالة العقارات ذات حقوق الملكية السالبة.

وربما كان الخطر الجغرافي-السياسي هو أحد الدوافع الرئيسية التي تثير مزيدا من الموجات البيعية. ويحلل الفصل ٢ كيف يمكن لأحداث المخاطر الجغرافية-السياسية الكبرى، وخاصة الصراعات العسكرية، أن تقضي إلى تراجع ملحوظ في أسعار الأسهم وزيادة علاوات المخاطر السيادية، ولا سيما في البلدان التي لديها مستويات محدودة من هوامش الأمان المالية ومن الاحتياطات الدولية. وكذلك فإن أحداث المخاطر الجغرافية-السياسية يمكن أن تقضي إلى انتشار آثار التداعيات العابرة للحدود بسبب التجارة أو الروابط المالية.

التوصيات بشأن السياسات

إن مجموعة أدوات السياسات المصممة لتخفيف المخاطر على الاستقرار المالي تتضمن سياسات للبنى التحتية للسوق والبورصات التي تضمن أداء السوق، والرقابة الاحترازية على المؤسسات المالية وتنظيمها، وأدوات السيولة الطارئة وتسوية الأزمات. ويمثل تخفيف مواطن الضعف المالي والاستعداد لإدارة الأزمات عاملين رئيسيين في احتواء التأثير المعاكس المحتمل من تطورات القطاع المالي على النتائج الاقتصادية الكلية. وقد أثبت التاريخ مرارا وتكرارا أن الأزمات المالية تعقبها تكاليف كلية كبيرة ومستمرة على الجانب السلبي.

وتزداد المخاطر التي تهدد الاستقرار المالي في ظل احتمالات الاستمرار في تصحيح أسعار الأصول أمام تصاعد الضبابية، والضغط المحتملة التي تؤثر على المؤسسات المالية التي تعتمد على الرفع المالي بدرجة كبيرة، والاضطراب في أسواق السندات السيادية الرئيسية. وينبغي للسلطات الإعداد للتعامل مع عدم الاستقرار المالي من خلال ضمان استعداد المؤسسات المالية للاستفادة من تسهيلات السيولة التي توفرها البنوك المركزية والاستعداد للتدخل بهدف معالجة الضغوط الحادة على السيولة أو أداء السوق، ولا سيما في أسواق السندات والتمويل الرئيسية. ويمكن تقديم السيولة للمؤسسات غير المصرفية مع توفير آليات الحماية المالية الملائمة (الفصل ٢ في عدد إبريل ٢٠٢٣ من "تقرير الاستقرار المالي العالمي").

ولمعالجة المخاطر المحتملة على الاستقرار المالي التي تنشأ من المخاطر الجغرافية-السياسية، ينبغي للمؤسسات المالية وأجهزتها الرقابية تخصيص موارد كافية لتحليل السيناريوهات واختبارات القدرة على تحمل الضغوط بهدف تحديد المخاطر الجغرافية-السياسية وقياسها وإدارتها (راجع الفصل ٢). وينبغي لاقتصادات الأسواق الصاعدة والاقتصادات النامية أن تواصل بذل الجهود لتعميق الأسواق المالية، والحفاظ على حيز كافٍ للتصرف من خلال سياسة المالية العامة وعلى قدر كافٍ من الاحتياطات الدولية لتخفيف حدة الصدمات الجغرافية-السياسية المعاكسة.

وبالنظر إلى ارتفاع مستويات الرفح المالي في النظام المالي وزيادة الترابط بين جهات الوساطة المالية غير المصرفية والبنوك، يظل توفير مستويات كافية من رأس المال والسيولة في القطاع المصرفي هو ركيزة الاستقرار المالي العالمي. وتنفيذ اتفاقية بازل الثالثة والمعايير الدولية الأخرى بشكل كامل في الوقت المناسب وعلى نحو متنسق يظل مسألة رئيسية، وينبغي أن تكمل ذلك رقابة مستقلة ومكثفة. وكذلك فإن تعمق الرابط بين البنوك وجهات الوساطة المالية غير المصرفية يدعو الأجهزة الرقابية إلى تعزيز تقييم المخاطر التي تنشأ من هذه الروابط.

ومن الضروري تعزيز السياسات التي تخفف الرفح المالي في المؤسسات غير المصرفية ومواطن الضعف الأخرى. ويمكن من خلال تعزيز اشتراطات إعداد المؤسسات غير المصرفية للتقارير المالية مساعدة الأجهزة الرقابية على تكوين تصور للمخاطر على مستوى النظام كله وعبر القطاعات المختلفة والتميز بين المؤسسات ذات الحوكمة الضعيفة والتي تفرط في الإقدام على المخاطر وتلك التي تساهم بشكل أكثر إيجابية في الوساطة المالية.

وتؤكد زيادة الضبابية الاقتصادية وكذلك تقلب الأسواق المالية الحاجة إلى تعزيز أطر السياسات الاحترازية بما فيها منهج السلامة الاحترازية الكلية ومنهج السلامة الاحترازية الجزئية. وينبغي للبلدان التي لا تملك ما يكفي من الهوامش الوقائية أن تشدد أدوات السلامة الاحترازية الكلية لزيادة قدرتها على الصمود مع تجنب تشديد الأوضاع المالية على نطاق واسع. وحيث يفضي حدوث هبوط في النشاط الاقتصادي إلى نشأة ضغوط مالية، يمكن الإفراج عن هوامش الأمان الاحترازية الكلية لمساعدة البنوك على استيعاب الخسائر ودعم توفير الائتمان للاقتصاد.

فالدون المرتفعة والمتزايدة في معظم البلدان تحتم إعادة بناء المصادقية وهوامش الأمان المواتية للنمو. وعندما تسنح الفرص، ينبغي أن تتخذ البلدان خطوات استباقية لاستكشاف عمليات إدارة الالتزامات بهدف إدارة مخاطر إعادة التمويل والحد من أنماط خدمة الديون أو تمهيدها. أما البلدان التي تواجه مخاطر عدم استدامة القدرة على تحمل الدين، فمن خلال الاتصال المبكر بالدائنين للتنسيق بشأن معالجة الديون بشكل منظم يتسم بالكفاءة ويتيح استعادة القدرة على تحمل أعباء الدين، يمكن المساعدة على تجنب حالات التعثر في السداد المكلفة أو فقدان القدرة على الوصول إلى السوق لفترة مطولة.

ولمعالجة المخاطر من احتمال اعتماد الأصول المشفرة على نطاق واسع، ينبغي لمناطق الاختصاص حماية سيادتها النقدية وتعزيز أطر سياساتها النقدية، والحيلولة دون حدوث تقلب مفرط في التدفقات الرأسمالية، واعتماد معالجة ضريبية غير غامضة للأصول المشفرة، باتباع خارطة الطريق التي رسمها صندوق النقد الدولي ومجلس الاستقرار المالي لبناء القدرات المؤسسية.

وتزايد الترابط المالي عبر مناطق الاختصاص يعني أن الضغوط التي تصدر من مناطق اختصاص محددة يمكن أن تُحدث تأثيراً عالمياً، مما يدعو المناطق الأخرى إلى التأهب لها. ويلقي هذا الأمر الضوء على الدور المهم للغاية لكل من الرقابة متعددة الأطراف وشبكة الأمان المالي العالمية في تخفيف حدة تأثير المخاطر المالية بسرعة وفعالية.

للاطلاع على التقرير الكامل، يرجى الرجوع إلى النص الإنجليزي من خلال الرابط التالي: <http://IMF.org/GFSR-April2025>