

ملخص واف

أرض متحركة تحت سطح هادئ: تحديات أمام الاستقرار وسط تغيرات في الأسواق المالية

تبدو الأسواق المالية العالمية هادئة برغم استمرار عدم اليقين التجاري والجغرافي-السياسي (الشكل البياني ملخص واف - ١). ومع هذا، يُلقى هذا العدد من *تقرير الاستقرار المالي العالمي* الضوء على عدة علامات على تحرك الأرض في النظام المالي من شأنه أن يؤدي إلى ظهور مواطن ضعف إذا لم يتم التصدي للمخاطر المصاحبة. وبناء على ذلك، يتضح من إطار "النمو المعرض للخطر" الذي أعده صندوق النقد الدولي أن المخاطر على الاستقرار المالي العالمي لا تزال عالية (الشكل البياني ملخص واف - ٢). ويحث التقرير صناع السياسات على توخي اليقظة المستمرة والاستجابة الفورية للظروف المتغيرة.

وأول علامة على تحرك الأرض هي استمرار الارتفاع في أسعار الأصول الخطرة. ويبدو أن الأسواق تقلل من أهمية الآثار المحتملة للتعريفات الجمركية على النمو والتضخم. ويتضح من النماذج التي أعدها خبراء صندوق النقد الدولي أن تقييمات بعض الأصول الخطرة أصبحت زائدة مجددا بعد التصحيح الطفيف عقب إعلان الولايات المتحدة بشأن التعريفات الجمركية يوم ٢ إبريل. وفي الوقت نفسه، انخفض سعر الدولار الأمريكي بنسبة ١٠٪ حتى هذا الوقت من العام الجاري، حيث انفصل عن فروق أسعار الفائدة الكبيرة بين الولايات المتحدة ومتوسط بلدان مجموعة العشرة خلال الأشهر التي أعقبت هذا الإعلان (الشكل البياني ملخص واف - ٣)، وسط المخاوف الناتجة عن عدم اليقين بشأن السياسات الأمريكية، وقيام المستثمرين بإعادة تقييم فترة صعود سعر الدولار طوال عشر سنوات. وأي تصحيح آخر مفاجئ لأسعار الأصول يمكن أن يثاقم بفعل علاقات الارتباط المتغيرة بين الأصول، ويُعرِّض الأسواق المالية للضغط. فعلى سبيل المثال، شهدت أسواق الصرف الأجنبي تحولات هيكلية خلال السنوات الأخيرة غير أنها لم تشهد ضعفا كبيرا في سعر الدولار (راجع الفصل ٢).

وتأتي علامة مهمة أخرى من استمرار تحول الدين نحو القطاع الحكومي لأن اتساع معدلات العجز المالي العالمي يدفع إلى إصدار سندات سيادية. وفي الاقتصادات المتقدمة الرئيسية، تعتمد أسواق السندات السيادية بشكل متزايد على المستثمرين الحساسين تجاه الأسعار، مما يفرض ضغطا رافعا للعلاوات على الاستثمار طويل الأجل والعائدات طويلة الأجل. وفي الأسواق الصاعدة، اتجهت الحكومات إلى المستثمرين المحليين للحصول على تمويل. وأدى ذلك إلى الحد من الاعتماد على الدين بالعملة الأجنبية، إلا أنه قد يسبب أوجه هشاشة مثل زيادة قوة الرابطة بين الكيانات السيادية والبنوك (راجع الفصل ٣).

وأخيرا، أدت زيادة حجم المؤسسات المالية غير المصرفية والروابط المتعمقة مع البنوك إلى تعزيز علاقة الترابط القطاعي بينها. ويوثق هذا العدد من *تقرير الاستقرار المالي العالمي* اتساع دور المؤسسات المالية غير المصرفية في أسواق السندات السيادية الرئيسية وأسواق دين الشركات، بوسائل منها مشاركة المستثمرين الأفراد في الائتمان الخاص. وتثير هذه الروابط شبح فرط المخاطرة والترابط في النظام المالي.

مواطن الضعف وأوجه عدم اليقين

يمكن لهذه التحولات أن تسبب مواطن ضعف في النظام المالي. وبرغم استقرار أسواق السندات السيادية في الاقتصادات المتقدمة الرئيسية منذ أن بدأت الموجة البيعية المفاجئة عقب إعلان التعريفات الجمركية بتاريخ ٢ إبريل، تشير زيادة انحدار منحنيات العائد، واتساع الفروق السالبة بين سعر فائدة المبادلة وعائد سندات الخزنة، وتآكل عائدات الملاءمة إلى زيادة اهتزاز الأداء في أسواق السندات. فأداء سوق السندات قد يصبح على المحك إذا ارتفعت العائدات فجأة - على سبيل المثال، يتضح من تحليل أحد السيناريوهات لصناديق الاستثمار المشترك في السندات أن الاضطراب إلى تصفية أصول الخزنة الأمريكية،

نتيجة لخروج تدفقات مالية كبيرة وارتفاع العائدات على نحو مفاجئ، قد يبلغ نحو ٣٠٠ مليار دولار (الشكل البياني ملخص وافٍ -٤). وأي تراجع في السندات السيادية الرئيسية تكون له انعكاسات على الأسواق المالية الأوسع، نظرا لأهمية هذه السندات كمقاييس للأداء وكضمان.

وفي القطاع المصرفي، تحسنت نسب رأس المال إلى الأصول. وفي سيناريو اقتصادي كلي معاكس، يكشف "اختبار قدرة البنوك العالمية على تحمل الضغوط" الذي أعده صندوق النقد الدولي أن نحو ١٨٪ من البنوك العالمية حسب نسبة أصولها سوف تسجل انخفاضا في نسبة رأس المال العادي ضمن شريحة رأس المال الأولى (CET1) إلى أقل من المستوى الحدي المهم وهو ٧٪. زائد هامش رأس المال الإضافي للبنوك ذات الأهمية النظامية العالمية. ومع هذا، فمواجهة المؤسسات المالية غير المصرفية لمزيد من الصدمات يمكن أن يزيد نسبة هذه البنوك الضعيفة على أساس نسبة أصولها إلى ٢١٪، وهو ما يلقي الضوء على الروابط بين البنوك وهذه المؤسسات (الشكل البياني ملخص وافٍ -٥).

وارتفع الدين الحكومي كثيرا في معظم بلدان الأسواق الصاعدة، غير أن هيكله تباعد بشكل متزايد بين البلدان. وتمكنت الأسواق الصاعدة ذات الأساسيات الاقتصادية الأقوى من تمويل ديونها بالعملة المحلية من المستثمرين المحليين المقيمين بشكل كبير (راجع الفصل ٣). ويقترن التحول نحو أسواق السندات الحكومية المحلية من الناحية التجريبية بزيادة الصمود أمام الصدمات العالمية - ارتفاع نسبة المستثمرين المقيمين يصاحبه تراجع في حساسية سندات الأسواق الصاعدة للصدمات التي تواجه مؤشر تقلب بورصة شيكاغو لعقود الخيار (الشكل البياني ملخص وافٍ -٦). ومع هذا، فزيادة التمويل بالعملة المحلية قد تتسبب في ظهور أوجه هشاشة أخرى، مثل تقوية الرابطة بين الكيانات السيادية والبنوك. ومن ناحية أخرى، تواجه اقتصادات الأسواق الصاعدة الأضعف تزايد أعباء خدمة الدين، في ظل ارتفاع أسعار الفائدة الحقيقية طويلة الأجل (١) إلى مستويات تفوق معدلات النمو طويل الأجل (٩) (الشكل البياني ملخص وافٍ -٧). وهذا الأمر قد يُعرض الأسواق الصاعدة لمخاطر التمويل نظرا لصعوبة ضبط أوضاع المالية العامة فيها (راجع عدد أكتوبر ٢٠٢٥ من تقرير الرائد المالي).

ولا يزال قطاع الشركات قادرا على الصمود حتى الآن، برغم أن التعريفات الجمركية قد تفرض ضغوطا على هوامش أرباح الشركات في بعض القطاعات، فتؤثر سلبا على القدرة على خدمة الدين، وتجعل التقييمات الزائدة لحصص ملكية الشركات وسنداتها عرضة للتصحيح. وفي سيناريو ينطوي على فرض تعريفات جمركية إضافية بالتدريج، في حين تواجه الشركات ارتفاعا في تكاليف إعادة التمويل، فإن حصة ديون الشركات، التي تطبق نسبة لتغطية الفائدة أقل من ١، سوف تبلغ ٥٥٪ في بعض البلدان. وتبدو هناك مجموعة من الشركات الضعيفة التي تعاني بالفعل في البيئة الحالية. وبرغم موجة إعادة هيكلة الديون، تظل السيولة تعاني من الضغوط على مستوى المقترضين الأكثر عرضة للمخاطر في أسواق قروض الرفع المالي والائتمان الخاص. وقد أدى ذلك إلى زيادة خفض الدرجات الائتمانية للمقترضين.

وتشهد العملات الرقمية المستقرة نموا سريعا كما أصبح لها دور أكبر في الوساطة المالية، على رأسها العملات الرقمية المستقرة المرتبطة بالدولار الأمريكي (الشكل البياني ملخص وافٍ -٨). ويمكن لاستمرار نمو العملات الرقمية المستقرة أن يسفر عن ثلاثة انعكاسات رئيسية على الاستقرار المالي: (١) الاقتصادات الأضعف قد تواجه إحلال العملة وتراجع فعالية أدوات السياسات، و(٢) هيكل سوق السندات قد يتغير مما لذلك من انعكاسات محتملة على الاستغناء عن الوساطة الائتمانية، و(٣) سحب المستثمرين لأموالهم المستثمرة في العملات الرقمية المستقرة قد يدفع إلى البيع الاضطراري للأصول الاحتياطية. وسوف تكون الآثار النظامية المحتملة متوقفة على استمرار نمو العملات الرقمية المستقرة.

وبرغم عمق السيولة، تظل أسواق الصرف الأجنبي العالمية عُرضة لنوبات من ارتفاع عدم اليقين الاقتصادي الكلي-المالي. وكما يوضح الفصل ٢، يمكن للسعي إلى الاستثمار الآمن وزيادة الطلب على أدوات التحوط خلال هذه الفترات أن يزيد تكاليف التمويل بالعملة الأجنبية ويضعف السيولة في أسواق الصرف الأجنبي، وهو ما ينعكس على اتساع الفروق بين سعري الشراء والبيع وزيادة تقلب العائد على سعر الصرف (الشكل البياني ملخص وافي ٩). وقد تتفاقم هذه الضغوط بفعل أوجه الهشاشة الهيكلية في سوق الصرف الأجنبي، بما فيها عدم التوافق الكبير بين العملات، وتركز نشاط الوسطاء، واتساع مشاركة المؤسسات المالية غير المصرفية. ويمكن لتداعيات صعوبة الأوضاع في سوق الصرف الأجنبي أن تنتقل إلى فئات الأصول الأخرى، وتقضي إلى تشديد الأوضاع المالية الأعم كما أنها من المحتمل أن تفرض مخاطر على الاستقرار المالي الكلي. وعلاوة على ذلك، أدى التوسع في تداول العملات الأجنبية إلى تصاعد مخاطر التسوية، أي احتمال تسليم أحد الأطراف عملته دون أن يستلم القيمة المقابلة. ويظل أداء السوق مهددا بالمخاطر التشغيلية على البنية التحتية لأسواق الصرف الأجنبي، مثل الأعطال الفنية والهجمات السيبرانية.

التوصيات بشأن السياسات

إن للاستقرار الاقتصادي الكلي أهمية بالغة في تحقيق الاستقرار المالي. ففي مناطق الاختصاص التي فُرضت عليها التعريفات الجمركية وتواجه ضعفا في الطلب، قد يكون التدرج في تيسير سعر الفائدة الأساسي حلا ملائما. أما في حالة البلدان التي لا تزال تسجل معدل عجز أعلى من المستهدف، على البنوك المركزية أن تتقدم بعناية لدى اتخاذ أي خطوة تجاه التيسير النقدي وأن تحافظ على التزامها باستقرار الأسعار. وهذا المنهج الحذر سيساعد كذلك على الحد من زيادة ضغوط التقييم على الأصول الخطرة. وتظل الاستقلالية التشغيلية للبنوك المركزية ذات أهمية بالغة لتثبيت التوقعات التضخمية وتمكين البنوك المركزية من الاضطلاع بمهامها.

ومن الضروري التعجيل بضبط أوضاع المالية العامة بهدف تخفيض العجز وذلك لحماية قدرة أسواق السندات السيادية على الصمود. وقد يُفرض ارتفاع الديون وتأخر التصحيح المالي في عدد كبير من البلدان إلى استمرار الارتفاع في تكاليف الاقتراض التي تتحملها الحكومات، وهو ما يؤكد الحاجة إلى تدابير مالية أكثر طموحا للحد من المخاطر السيادية. ويمكن أيضا تعزيز قدرة أسواق السندات على الصمود من خلال تحسين هيكل السوق، مثل توسيع المقاصة المركزية لمعاملات السندات النقدية وإعادة الشراء للحد من مخاطر الطرف المقابل، وتحسين كفاءة الميزانيات العمومية، وتعزيز الشفافية. وتمثل تسهيلات السيولة الدائمة عنصرا حيويا في دعم هذه الأسواق.

وتظل هذه الأسواق عُرضة لمخاطر التغيرات في معنويات المستثمرين حتى وإن كان تراجع قيمة الدولار الأمريكي قد خفف حدة العوامل المعاكسة الخارجية التي واجهت الأسواق الصاعدة في الأشهر الأخيرة. وفي حالة مشاهدة علامات على الهشاشة مثل ارتفاع التوقعات التضخمية وطفرة تقلب أسعار الصرف والتدفقات الرأسمالية، ينبغي أن تستخدم الأسواق الصاعدة عمليات التدخل في سوق الصرف الأجنبي، وأدوات السلامة الاحترازية الكلية، وإدارة التدفقات الرأسمالية على نحو يتسق مع "إطار السياسات المتكامل" لصندوق النقد الدولي، بشرط ألا تؤدي هذه التدابير إلى إضعاف التقدم في تنفيذ التصحيحات المالية والنقدية الضرورية. ولزيادة القدرة على تحمل الديون، لا بد من مواصلة تطوير أسواق السندات المحلية من خلال تعزيز الأساسيات الاقتصادية الكلية، مثل تعبئة المدخرات المالية المحلية وتعزيز المصداقية المالية والنقدية. وتشمل السياسات الأخرى لتعميق أسواق السندات في الأسواق الصاعدة تعزيز إمكانية التنبؤ بعمليات إصدار السندات وشفافيتها، وتطوير عمليات إعادة الشراء وأسواق مالية تنسم بالكفاءة، وتعزيز أطر جهات الوساطة الأولية، وتنويع قاعدة المستثمرين.

ويؤكد "اختبار قدرة البنوك العالمية على تحمل الضغوط" الذي أعده صندوق النقد الدولي أهمية تحسين الرسملة لمعالجة المخاطر الناشئة عن البنوك الضعيفة. وتطبيق المعايير المتفق عليها دولياً التي تضمن توافر مستويات كافية من رأس المال والسيولة، ولا سيما بازل ٣، يكتسب أهمية كبيرة في أوقات زيادة عدم اليقين الاقتصادي. وينبغي ضمان كفاءة القواعد التنظيمية من خلال إعادة النظر في أي تعقيدات لا داعي لها دون إضعاف قدرة القطاع المصرفي الكلية على الصمود أو معايير الحد الأدنى الدولية. وينبغي للسلطات الوطنية تعزيز شبكة أمان القطاع المالي لحماية القطاع المصرفي ضد المخاطر المحتملة على الاستقرار المالي من البنوك الضعيفة. ويشمل ذلك إنشاء أطر لمساعدات السيولة الطارئة، وضمان إمكانية حصول البنوك على التمويل من البنوك المركزية بسرعة، والمضي في التعافي وتقدم أطر تسوية أوضاع البنوك المتعثرة لإدارة الصدمات بدون حدوث اضطراب نظامي أو التسبب في خسائر لدافعي الضرائب.

ويدعو الإشراف التنظيمي الفعال على المؤسسات المالية غير المصرفية والأصول الرقمية مثل العملات الرقمية المستقرة إلى تحسين جمع البيانات وتنسيقها وتحليلها، بما في ذلك عبر الحدود. ولمعالجة مسألة عدم اتساق تدفقات السيولة في صناديق الاستثمار، من الضروري مواصلة تحسين أدوات إدارة السيولة وتوسيع نطاق إتاحتها واستخدامها. ولمعالجة المخاطر التي قد تفرضها الأصول المشفرة مثل العملات الرقمية المستقرة على الاستقرار الاقتصادي الكلي والمالي، ينبغي لصناع السياسات تنفيذ التوصيات رفيعة المستوى الصادرة عن مجلس الاستقرار المالي، بما فيها إنشاء أطر فعالة لإدارة المخاطر، وحماية تدابير مكافحة غسل الأموال وتمويل الإرهاب، وضمان تمتع السلطات المعنية بالصلاحيات التي تحتاجها وقدرتها على التعاون بفعالية.

ولمعالجة المخاطر على الاستقرار المالي والناجمة عن الضغوط في سوق الصرف الأجنبي، ينبغي لصناع السياسات تعزيز الرقابة، بما فيها الاختبارات المنتظمة للقدرة على تحمل الضغوط على السيولة بالنقد الأجنبي التي ترصد التفاعلات مع مواطن الضعف الأساسية. ومن الضروري سد الفجوات في بيانات الصرف الأجنبي وضمان كفاية هوامش الأمان من رأس المال والسيولة في المؤسسات المالية ودعمها بأطر قوية لإدارة الأزمات. ويمكن المساعدة على تخفيف حدة التقلبات في سوق الصرف الأجنبي من خلال تقوية شبكة الأمان المالي العالمية، بسبل منها كفاية هوامش الأمان من الاحتياطات الدولية وتوسيع شبكات خطوط المبادلة بين البنوك المركزية. وسوف ينتفع هذا الجهد أيضاً من مزيج من سياسات الاقتصاد الكلي يتسق مع "إطار السياسات المتكامل" الذي أعده صندوق النقد الدولي. ويمكن مواصلة الحد من مخاطر التسوية من خلال تعزيز الصلابة التشغيلية للأطراف الرئيسية المشاركة في سوق الصرف الأجنبي، بما في ذلك في التصدي للمخاطر السيبرانية، والتشجيع على التوسع في استخدام ترتيبات الدفع مقابل الدفع.

للاطلاع على التقرير الكامل، يرجى الرجوع إلى النص الإنجليزي عبر الرابط التالي:

<https://www.imf.org/en/Publications/GFSR/Issues/2025/10/14/global-financial-stability-report-october-2025>