

الربع
الثالث 26

التوقعات الاقتصادية

أسعار الفائدة



في الواجهة

الأسواق تتحرك وفق واقع جديد.

انحسار

صدمة النفط

هدوء التوترات يعيد ترتيب الأسواق

المحتويات



04 الذهب: تصحيح أم استسلام؟ ما يكشفه انعكاس بيانات الوظائف عن التوازن الحقيقي للذهب

06 من الصدمة إلى الفائض! لماذا تتراجع علاوة مخاطر مضيق هرمز أسرع مما توقع السوق؟

08 الفيدرالي أمام السؤال الأصعب: ما الذي سيعالجه رفع الفائدة إذا كانت الصدمة من النفط؟

10 توازن صعب بين تضخم الطاقة وضعف النمو

12 هل تستعد الفضة لانعطاف جديدة في الربع الثالث؟

14 معادلة المملكة المتحدة الصعبة: التضخم والفائدة والجنيه الإسترليني في الربع الثالث

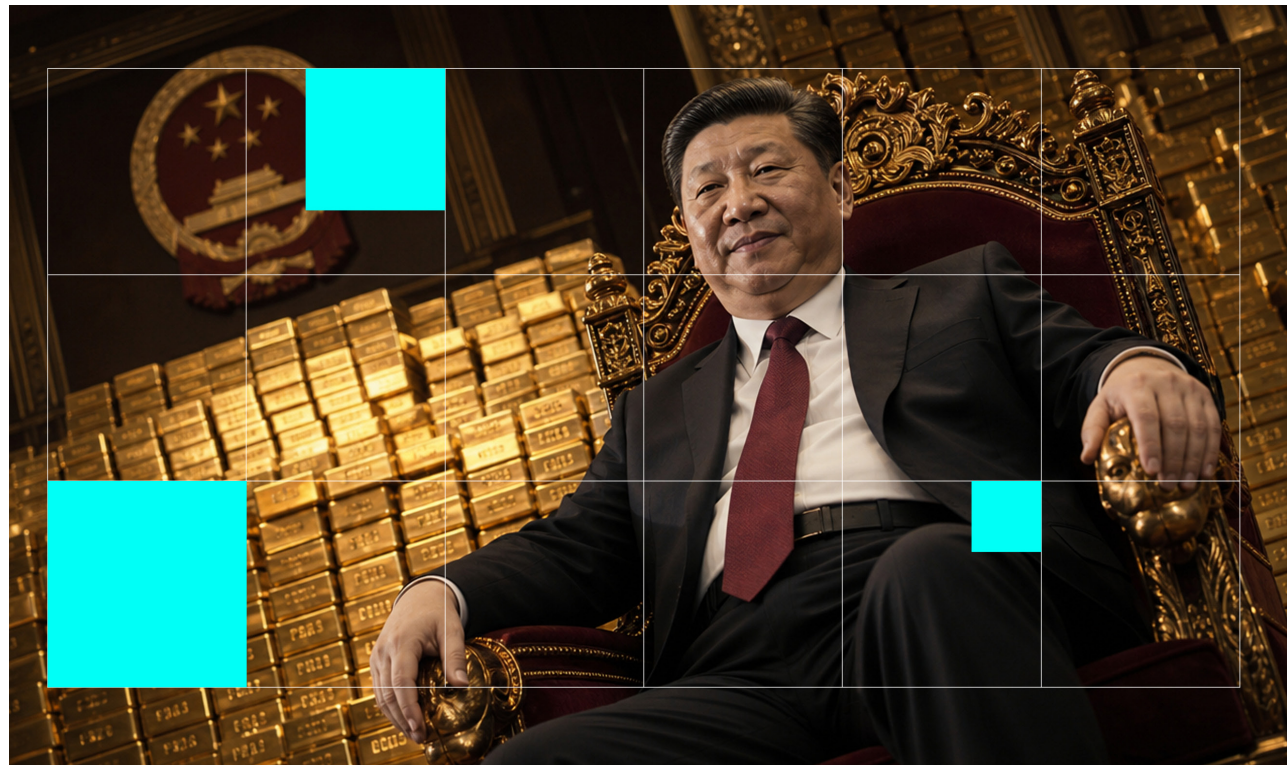
16 تشديد الائتمان في اليابان قد يطلق الصدمة التالية في صفقات "الكاري تريد"

18 الأصول الرقمية في الربع الثالث: التوقعات والمخاطر والعوامل المُحفزة الرئيسية

تخطّ حدود العناوين

اكتشف أبرز التحركات ورؤى الخبراء التي ترسم ملامح المشهد الاقتصادي العالمي.

اكتشف المزيد



الذهب: تصحيح أم استسلام؟ ما يكشفه انعكاس بيانات الوظائف عن التوازن الحقيقي للذهب

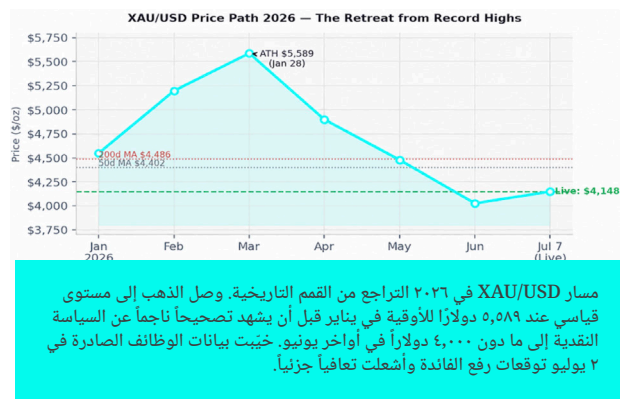
دخل الذهب العام ٢٠٢٦ حاملاً زخماً استثنائياً. كان المعدن قد ارتفع نحو ٤٥% خلال الأشهر الاثني عشر السابقة مدفوعاً بمزيج من الطلب الهيكلي المرتفع من المصارف المركزية، وإعادة تموضع المؤسسات المالية العالمية الكبرى في النصف الغربي من الكرة الأرضية بعيداً عن الأصول المقومة بالدولار، وعلاوة المخاطر الجيوسياسية التي ارتفعت بحدّة بعد عمليات عسكرية شنتها الولايات المتحدة وإسرائيل ضد إيران في أواخر فبراير. في الثامن والعشرين من يناير ٢٠٢٦، سجّل XAU/USD مستوى قياسياً لحظياً بلغ ٥,٥٨٩ دولاراً للأوقية وهو مستوى يبدو، بالنظر إلى الورا، أنه مثل ذروة دورة المعنويات في السوق وليس بداية اختراق مستدام.

السياسة النقدية تقلب مسار الذهب

ما تلا ذلك كان أحد أشد التصحيحات قسوة التي شهدتها الذهب تاريخياً. فبحلول أواخر يونيو، كان المعدن قد تراجع إلى ما دون ٤,٠٠٠ دولاراً، وهو انخفاض يتجاوز ١,٥٠٠ دولاراً من القمة إلى القاع في غضون خمسة أشهر. الانعكاس لم يكن ناجماً عن انهيار في الطلب الهيكلي الذي ذكرناه سابقاً. فقد استمرت المصارف المركزية، التي يُقدّر المجلس العالمي للذهب مشترياتها بـ ٢٤٤ طناً في الربع الأول من ٢٠٢٦ وحده، في شراء المعدن طوال موجة البيع. بينما كان المحرك الفعلي وراء الانعكاس هو إعادة تسعير منحنى السياسة النقدية. فالصراع الذي أشعل في البداية صعود الذهب، ودفع النفط معه إلى الارتفاع، أفرز صدمة تضخمية دفعت الأسواق إلى مراجعة مسار الاحتياطي الفيدرالي بقيادة رئيسه الجديد

كيفن وارث.

الآلية كانت مباشرة فارتفع أسعار الطاقة الناجم عن اضطراب مضيق هرمز انتقل مباشرة إلى مؤشر أسعار المستهلكين الأمريكي، مما أربك إطار الاحتياطي الفيدرالي المعتمد على البيانات. وبينما كانت الأسواق تترقّب خفضاً بمقدار ٥٠ نقطة أساس خلال العام، أعادت العقود الأجلة تسعير نفسها نحو رفع بمقدار ٢٥ نقطة أساس انعكاس حسابي بمقدار ٧٥ نقطة في توقعات السياسة أربك المعدن الذي لا يُدرّ عانداً. ارتفعت العوائد الحقيقية بحدّة، وتعرّزت قيمة الدولار، وبدأ حاملو حصص صناديق الاستثمار المتداولة ETFs الذين راكمو مراكز ضخمة إبان صعود الذهب في العام ٢٠٢٥ في تقليص تعرّضهم للمعدن الثمين مع ارتفاع تكلفة الفرصة البديلة.



بيانات الوظائف تمنح الذهب نقطة تحوّل

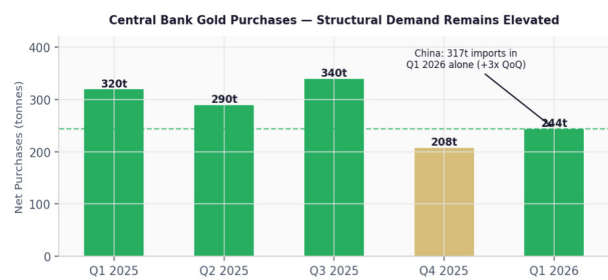
جاءت نقطة انعكاس مسار سعر الذهب في الثاني من يوليو. حيث أظهر تقرير الوظائف الأمريكية لشهر يونيو إضافة ٥٧,٠٠٠ وظيفة فحسب، أي نحو نصف التوقعات البالغة ١١٠,٠٠٠، فضلاً عن مراجعة أرقام الشهرين السابقين نزولاً بمجموع ٧٤,٠٠٠ وظيفة. دمر التقرير الحجة التي تدعو لتشديد السياسة النقدية. وهوت احتمالية رفع الفائدة في سبتمبر وفق مقياس CME FedWatch من ٦٦% إلى نحو ٥٠% في ساعات قليلة. استجاب الذهب فوراً بارتفاع يتجاوز ٢% في جلسة الثالث من يوليو وحدها أفضل أداء يومي له منذ منتصف يونيو ليمتد التعافي إلى نحو ٤,١٤٨ دولاراً بحلول ٧ يوليو.

السؤال التحليلي للربع الثالث هو ما إذا كان هذا الارتداد يمثل انعكاساً حقيقياً في الاتجاه أم أنه مجرد ارتداد عكسي داخل هيكل تصحيحي أكبر. الصورة من منظور التحليل الفني تدعو إلى الحذر. يتداول XAU/USD حالياً دون كلّ من المتوسط المتحرك لـ ٥٠ يوماً عند ٤,٤٠٢ دولاراً والمتوسط المتحرك لـ ٢٠٠ يوم عند ٤,٤٨٦ دولاراً وهو فيما يعرف فنياً بالاتجاه الهابط بصرف النظر عن الزخم الاتجاهي في أي جلسة منفردة. المتوسط المتحرك لـ ٢٠ يوماً عند نحو ٤,١٥٦ دولاراً كان يمثل مقاومة طوال تراجع يونيو ويتحوّل الآن إلى أول خط دعم قصير الأمد. الإغلاق الأسبوعي فوق المتوسط لـ ٥٠ يوماً سيكون أول دليل موثوق على انحسار ضغط البيع؛ حتى ذلك الحين، يبقى الهيكل العام يمثل ارتداداً لم يُثبت نفسه بعد.

المصارف المركزية تبني أرضية طويلة الأمد

أما المتغير الثاني فهو سلوك المصارف المركزية، الذي بات العامل

الهيكلية الأكثر تأثيراً في تسعير الذهب خلال السنوات الثلاث الماضية. كشف استطلاع المجلس العالمي للذهب لعام ٢٠٢٦ أن ٨٩% من مديري الاحتياطيات في المصارف المركزية يتوقعون زيادة الاحتياطيات الذهبية العالمية خلال الاثني عشر شهراً المقبلة وهو رقم قياسي. كما أن الصين تراجعت عن الاحتفاظ بأصول الدولار لاعتبارات استراتيجية إذ إن تجسيد أصول المصرف المركزي الروسي عام ٢٠٢٢ شكل سابقة أعادت بهدوء تشكيل طريقة تفكير مسؤولي إدارة الاحتياطيات لدى المصارف المركزية للأسواق الناشئة.

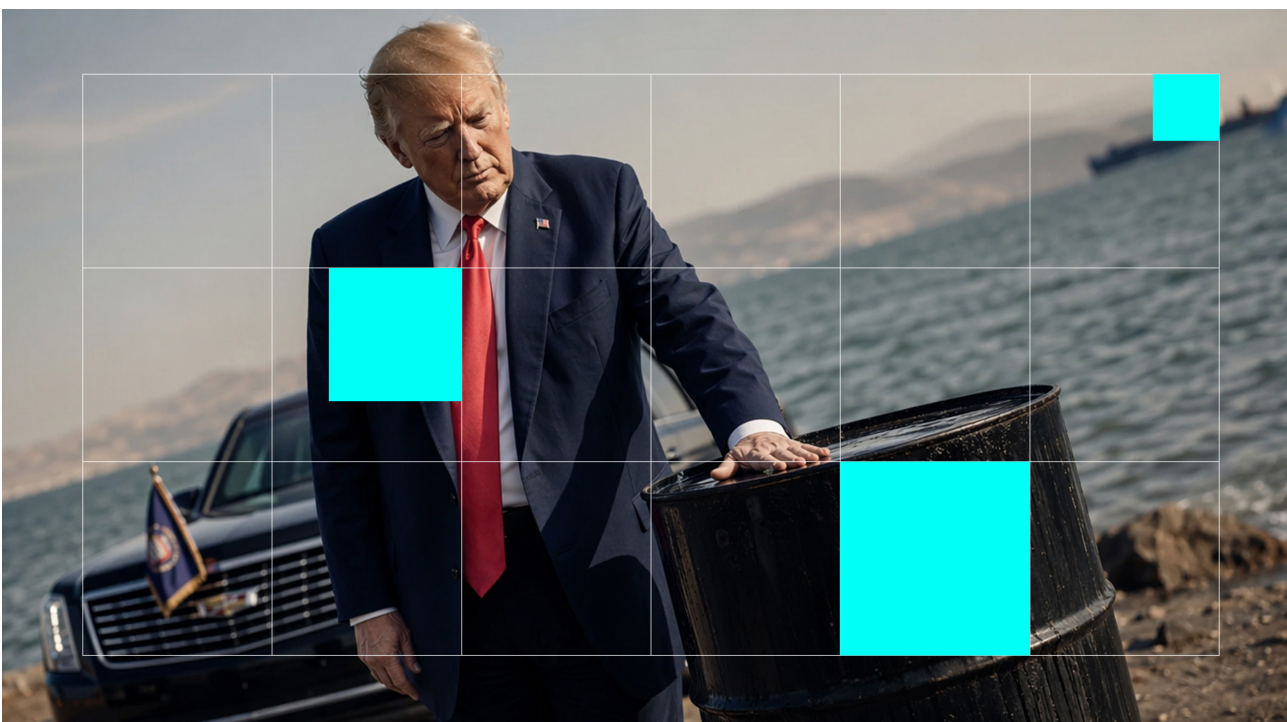


مشتريات المصارف المركزية من الذهب (بالطن). شهد الربع الأول من ٢٠٢٦ مشتريات صافية وفق مكا تم الإبلاغ عنه بلغت ٢٤٤ طناً، فيما تُقدّر التدفقات عبر السوق خارج البورصة (OTC) والمشتريات غير المُبلّغ عنها بأرقام أعلى بكثير. استوردت الصين ٣١٧ طناً خلال الربع أي ما يقارب ثلاثة أضعاف رقم الربع الرابع من ٢٠٢٥.

أهداف المؤسسات تكشف حجم ضبابية السوق

تتراوح أهداف سعر الذهب التي تم وضعها من قبل المؤسسات للربع الثالث بين ٤,٣٠٠ دولاراً، وهو التوقع الأساسي لدويتشه بنك وING، و ٥,٢٠٠ دولاراً لدى مورغان ستانلي، فيما يُحدّد غولدمان ساكس هدفاً لنهاية العام عند ٥,٤٠٠ دولاراً ويُشير جيه بي مورغان إلى سيناريو قد يصل فيه السعر إلى ٦,٣٠٠ دولاراً في وقت لاحق من العام. ويرى TD Securities أن احتمالية الهبوط دون ٣,٩٠٠ دولاراً تظل محدودة ما لم يعد رفع الفائدة المبكر مطروحاً بقوة، مشيراً إلى مستوى ٤,٢٨٠ دولاراً للأوقية بوصفه أقرب مقاومة مرجحة. يعكس هذا النطاق الواسع، الذي يتجاوز ١,٠٠٠ دولاراً بين أكثر التوقعات تحفظاً وأكثرها تفاؤلاً غموضاً حقيقياً حول تسلسل السياسة النقدية للاحتياطي الفيدرالي، لا خلافاً حول المبررات الهيكلية التي ما تزال متماسكة في معظم قراءات المؤسسات الكبرى. بالنسبة للمتداولين، تبدو صورة الربع الثالث غير مستقر. الجانب السلبي محدود بمخصصات الشراء الهيكلية للمصارف المركزية التي دأبت تاريخياً على دعم الأسعار عند الانخفاض نحو ٣,٩٠٠ إلى ٤,٠٠٠ دولاراً للأوقية، وباحتمال أن أي تصعيد جيوسياسي يطال إيران أو مضيق هرمز سيعيد تدفقات الملاذ الآمن فوراً. أما الجانب الداعم للصعود فيستلزم تأكيداً إما أن يُشير الاحتياطي الفيدرالي بوضوح إلى التوقف، فتتكشف العوائد الحقيقية ويعود حاملو صناديق الاستثمار أو أن تُشعل صدمة جيوسياسية جديدة علاوة المخاطر. غياب أيٍّ من هذين المحفزين يجعل سيناريو التداول المتذبذب ضمن نطاق، الذي يرححه المجلس العالمي للذهب، التوقع الأساسي الأكثر اتساقاً من الناحية التحليلية.





من الصدمة إلى الفائض! لماذا تتراجع علاوة مخاطر مضيق هرمز أسرع مما توقّع السوق؟

كيف انتهت موجة ارتفاع النفط؟

في السابع من يوليو ٢٠٢٦، يُتداول برنت عند نحو ٧٢ دولاراً للبرميل، إذ لا يبعد كثيراً عن مستوى مطلع العام. رحلة الذهاب والاياب هذه، التي اكتملت في نحو اثنين وعشرين أسبوعاً، تُعدّ من أكثر الحلقات توضيحاً وإفادّة في تاريخ أسواق السلع الأساسية الحديثة. نُخبرنا بشيء مهم عن العلاقة بين الصدمة الجيوسياسية وديناميكية آليات السوق وسرعة تراجع قوى العرض الهيكلية بمجرد أن تبدأ الاضطرابات الحادة في الانحسار. لذا فإن فهم سبب تخليّ النفط بالكامل عن علاوة المخاطرة المرتبطة بالصراع أجدي تحليلاً في الوقت الحالي لتحديد توجهات الربع الثالث من مجرد معرفة أين كانت القمة.

نظرة على أسباب الهبوط

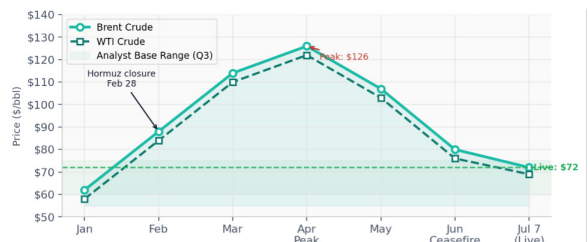
الهبوط من ١٢٦ إلى ٧٢ دولاراً جاء متعدد الأسباب. حيث أنه قد أزال إطار الهدنة الأمريكي-الإيراني الموقع في منتصف يونيو، والذي ينص على وقف لإطلاق النار لمدة ٦٠ يوماً وإعادة فتح مضيق هرمز، المخاطر الكارثية التي كانت تدفع الأسعار للبقاء

قلّة من الأسواق تلك التي شهدت إعادة تسعير أعنف للنفط الخام في النصف الأول من ٢٠٢٦. افتتح "برنت" العام عند نحو ٦٢ دولاراً للبرميل مسجلاً ارتفاعاً بالمقارنة مع افتتاحات الأعوام السابقة لكنه متماشٍ مع فائض العرض الهيكلية الذي طغى على عام ٢٠٢٥، حين كانت "أوبك+" تُدير فائض الإنتاج من خلال خفض طوعي وتعاني من ضعف الالتزام به. في غضون ستة أسابيع من شن الولايات المتحدة وإسرائيل عملياتهما الجوية ضد إيران في الثامن والعشرين من فبراير، كان "برنت" قد اخترق حاجز ١٠٠ دولار للمرة الأولى منذ ٢٠٢٢ ليبلغ ذروته فوق ١٢٦ دولاراً في أبريل. أغلق مضيق هرمز أمام معظم حركة الناقلات، وهو الممر المائي الذي تعبر منه نحو ٢٠% من التجارة البحرية العالمية للنفط الخام وغاز البترول المسال. أكبر اضطراب لإمدادات الطاقة العالمية منذ أزمة السبعينيات وقع دون أي سابق إنذار.



راند الخضر

كبير محلي أسواق المال



برنت وWTI — صدمة هرمز وتراجعها السريع (دولار/برميل). بلغ برنت ذروته عند ١٢٦ دولاراً في أبريل مع إغلاق المضيق. أطلق إطار الهدنة الأمريكي-الإيراني في منتصف يونيو تراجعاً حاداً، مع استقرار الأسعار الحالية قرب مستويات ما قبل الصراع.

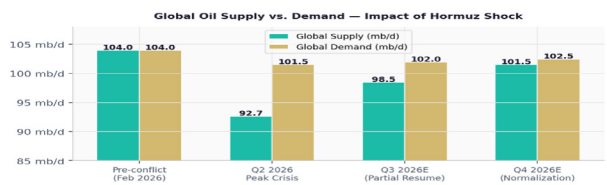
في نطاقها العلوي. قبل وقف إطلاق النار، كان تدمير الطلب يتسارع بشكل أكبر مما أظهرته إدارة معلومات الطاقة، حيث راجعت الوكالة توقعها للطلب العالمي على النفط من نمو بمقدار ١,٢ مليون برميل يومياً في فبراير إلى انكماش بمقدار ١,١ مليون برميل يومياً في يونيو، وهو تأرجح بلغ ٢,٣ مليون برميل يومياً في غضون أربعة أشهر.

منتجو حوض الأطلسي يسدون الفجوة

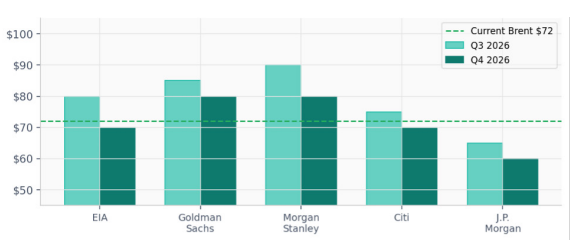
استجاب منتجو حوض الأطلسي بقوة لسد الفجوة التي عجز المصدرون الشرق أوسطيون عن ملئها. رفعت وكالة الطاقة الدولية توقعاتها لنمو إمدادات الأمريكتين في ٢٠٢٦ بأكثر من ٦٠٠,٠٠٠ برميل يومياً، مع وصول الولايات المتحدة إلى إنتاج قياسي بلغ ١٢,٦ مليون برميل يومياً، إلى جانب إسهامات متزايدة من البرازيل وكندا. الفائض الهيكلي الذي ميّز عام ٢٠٢٥ لم يتلاشى في الحقيقة أبداً، إنما اكتفى الصراع بإخفائه مؤقتاً.

هرمز يتجاوز التوقعات، وضوء في آخر النفق

في السابع من يوليو، يسير تعافي هرمز بوتيرة أسرع مما افترضته كثير من المؤسسات في توقعاتها لشهر يونيو. غادرت ما لا تقل عن ثماني سفن يابانية المضيق عبر مسار قرب إيران، من بينها خمس ناقلات عملاقة كل واحدة منها قادرة على حمل مليوني برميل. وتقترّب صادرات "أرامكو" السعودية من مستوياتها ما قبل الحرب، وقد خفّضت الشركة سعر درجة «عربي خفيف» للمشتريين الآسيويين في أغسطس بمقدار ١١ دولاراً للبرميل إلى خصم ١,٥٠ دولار مقابل معيار المنطقة. هيكل تسعيري لم يُشهد مثله منذ حرب أسعار النفط عامي ٢٠٢٠ و٢٠١٥، وإشارة إلى أن الرياض تُفضّل الحصة السوقية على الدفاع عن الأسعار. وافقت "أوبك+" على زيادة حصص إضافية بمقدار ١٨٨,٠٠٠ برميل يومياً لشهر أغسطس، وهي الزيادة الشهرية الرابعة على التوالي، ليرتفع مجموع زيادات الإنتاج المتراكمة منذ أبريل إلى نحو ٨٠٠,٠٠٠ برميل يومياً.



ميزان العرض والطلب العالمي — أثر صدمة هرمز. أزيلت الأزمة أكثر من ١١ مليون برميل يومياً من إمدادات الشرق الأوسط في ذروتها. تفترض تقديرات الربع الثالث ٢٠٢٦ استئناف جزئياً للملاحه عبر هرمز، مما يُبقي عجزاً في الإمدادات سيُضيق تدريجياً.



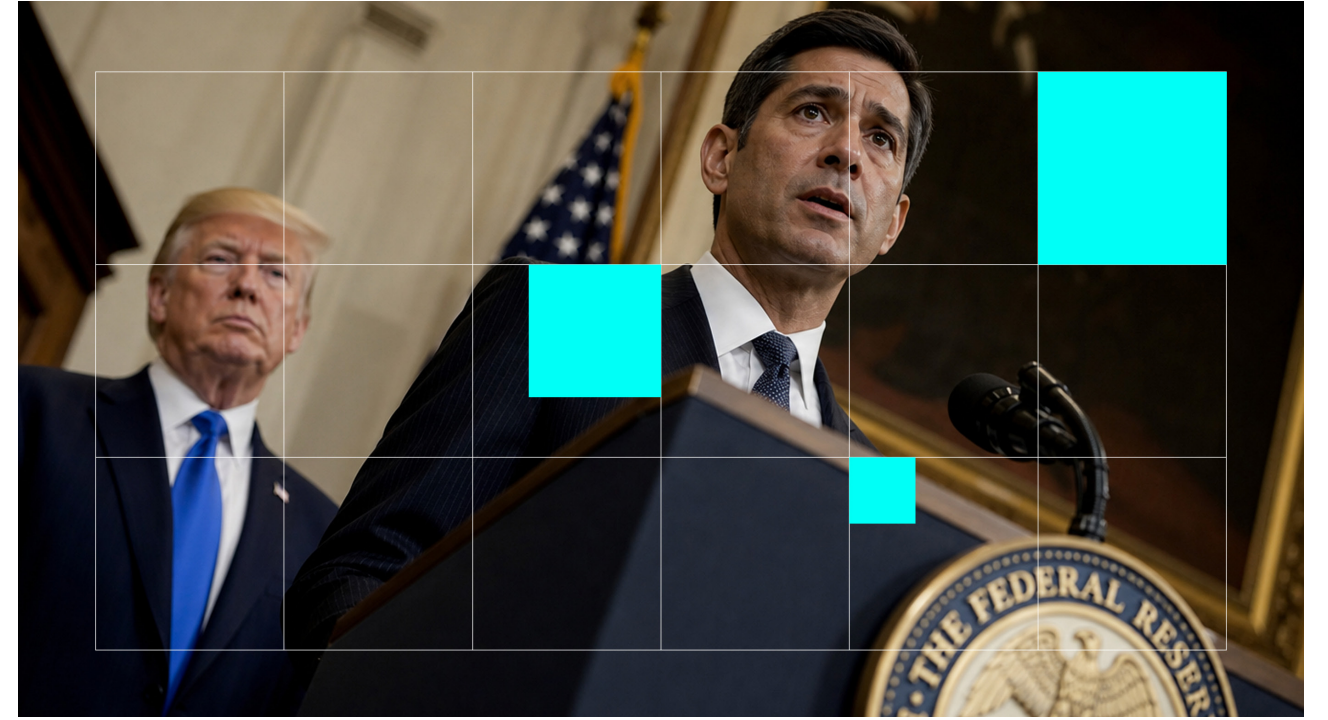
توقعات المؤسسات لبرنت في الربع الثالث مقابل الربع الرابع ٢٠٢٦. يعكس الفارق البالغ ٢٥ دولاراً/برميل بين أكثر المؤسسات تفاؤلاً وأكثرها تحفظاً غموضاً حقيقياً حول وتيرة إعادة التطبيع في هرمز ومدى التزام أوبك+ بحصصها.

انخفاض المخزون يكبح وتيرة الهبوط

العامل المُعقّد للسيئاريو الهابط للربع الثالث هو العجز المتبقي في المخزونات. تراجعت مخزونات النفط لدول منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية بمعدل يُقدّر بـ ٦,٣ مليون برميل يومياً خلال الربع الثاني وهو معدل استنزاف استثنائي أوصل تغطية المخزون المحسوبة بالأيام إلى أدنى مستوياتها منذ عام ٢٠٠٣. حتى مع استئناف الملاحه عبر هرمز، تستغرق إعادة بناء هذه المخزونات وقتاً، وسيحتاج السوق إلى تشغيل فائض إمداد مستدام قبل أن تعود مخزونات النفط إلى مستويات تُزيل أي ضغط للصعود السعري. يرى التوقع الأساسي لإدارة معلومات الطاقة أن "برنت" سيبلغ متوسط ٨٠ دولاراً تقريباً في الربع الثالث قبل أن يهبط نحو ٧٠ دولاراً مع نهاية العام.

توقعات أسعار النفط في الربع الثالث من العام

بالنسبة للمتداولين، يبدو إطار أسعار النفط للربع الثالث هابطاً هيكلياً مع مخاطر صعود مرتبطة بالأحداث الحادة. يُشير السيناريو الأساسي إلى استمرار تعافي هرمز وإلغاء "أوبك+" لتخفيضاتها، وتعاف جزئي من تراجع الطلب إلى تذبذب "برنت" ضمن نطاق ٦٨ إلى ٨٠ دولاراً خلال الربع الثالث. أما مخاطر الجانب السلبي الرئيسية فتتمثل في إعادة بناء المخزونات بوتيرة أسرع من المتوقع، مما قد يُعجّل تراجع الأسعار نحو منطقة ٦٠ دولار السائدة قبل الصراع. أبرز مخاطر الجانب الصاعد للأسعار هي انهيار إطار الهدنة الأمريكية-الإيرانية وهو سيناريو ليس مستبعداً، إذ جُمّدت المفاوضات الرسمية مرة واحدة بالفعل وارتبطت إيران بهجوم على سفينة في خليج عُمان بعد توقيع مذكرة التفاهم. علاوة المخاطر الجيوسياسية أزيلت بالكامل تقريباً من الأسعار الحالية فأى إشارة تصعيد موثوقة ستعيد إدخالها في التسعير بسرعة. على متداولي المراكز البيعية إبقاء هذا الخطر ضمن إطار إدارة مراكزهم بشكل صريح.

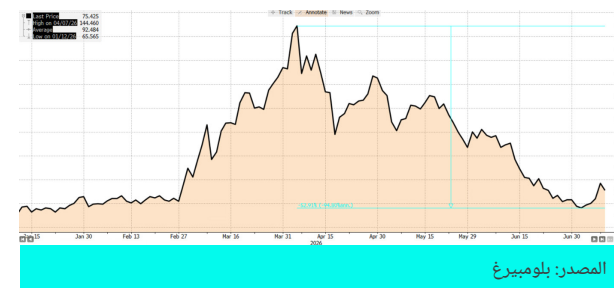


الفيدرالي أمام السؤال الأصعب: ما الذي سيعالجه رفع الفائدة إذا كانت الصدمة من النفط؟

هنا يصبح التشدد أكثر خطورة. إذا رفع الفيدرالي الفائدة لمواجهة تضخم مصدره العرض، فقد يضغط على اقتصاد يتحمل أصلًا كلفة مدخلات أعلى، من دون أن يعالج السبب الذي رفع الأسعار في البداية.

تضخم عنيد، ربما تجاوز ذروته

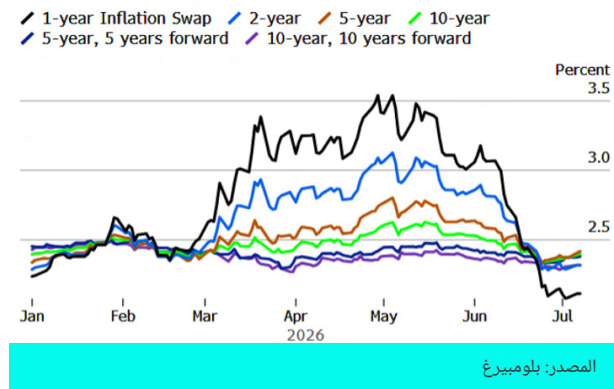
قد يكون التضخم قد تجاوز ذروته الأخيرة. تشير المؤشرات الأقرب إلى أن التضخم الرئيسي بلغ قمته في مايو، وأن قراءات مؤشر أسعار المستهلكين ونفقات الاستهلاك الشخصي قد تهدأ في يونيو مع انحسار موجة الطاقة الأولى. التوتر الجيوسياسي ما زال في مرحلة جمود، وأي



تهدة في المنطقة لا تصلح كضمانة دائمة للأسواق. مع ذلك، فإن عودة التضخم إلى قمة جديدة تحتاج غالبًا إلى صعود النفط نحو مستويات أكثر تطرفًا، وهذا لا يبدو السيناريو الأساسي ما لم يحدث تصعيد أوسع. صدمة الطاقة حقيقية، لكنها لم تصل بعد إلى حجم الصدمة التي تبعت التوترات الجيوسياسية الروسية الأوكرانية في ٢٠٢٢. الفارق مهم. أسعار وقود الطائرات، والأسمدة، والبلاستيك، والألمنيوم، والغاز الطبيعي، ومعظم السلع القريبة من النفط، بدأت تتراجع بعد بلوغ ذروتها. الاستثناء الأوضح يبقى في الصلب. هذا يعني أن الموجة الثانية من انتقال الصدمة إلى بقية الأسعار تبدو أضيق وأسرع انحسارًا مما كانت عليه قبل أربع سنوات. هذا لا يجعل التضخم خطرًا ثانويًا، بل يجعل الاستجابة له أكثر حساسية. فإذا كانت الصدمة بدأت تتراجع بالفعل، فإن رفع الفائدة الآن قد يبدو كأنه رد متأخر على تضخم الأمس، لا تحركًا استباقيًا أمام تضخم الغد.

قراءة التضخم أهم من مطاردته

لا يستطيع الفيدرالي تجاهل تضخم الطاقة. التجربة السابقة علّمت أنه لا النفط والغاز لا يبقيان دائمًا خارج السلة الأساسية. الكلفة تنتقل إلى النقل، والمرافق، والسلع المستوردة، وهوامش الشركات. وعندما تضيق الهوامش، تصبح الشركات أمام خيارين؛ إما امتصاص الكلفة أو تمريرها إلى المستهلك. لكن الفارق هذه المرة أن انتقال الصدمة لا يزال محدودًا. التضخم الأساسي عند ٢,٩٪، أي دون التضخم الرئيسي البالغ ٤,٢٪. توقعات التضخم ما زالت مستقرة على نطاق واسع. وسوق العمل لم ينتج حلقة أجور وأسعار تفرض على الفيدرالي دورة تشديد سريعة.



هذا يمنح صانعي السياسة مساحة للصبر.

بدوره، يقف الاقتصاد الأميركي في منطقة رمادية. النمو الحقيقي متوقع قرب ٢,١٪ في ٢٠٢٦، ثم يتجه إلى متوسط يقارب ١,٩٪ في ٢٠٢٧ و ٢٠٢٨. البطالة قرب ٤,٣٪ تعكس الحذر في أسواق العمل، لكنها لا تكفي وحدها لفرض خفض سريع للفائدة. هذه هي المنطقة الأصعب على الفيدرالي؛ اقتصاد قوي بما يكفي كي لا يمنحه مبررًا سهلًا للخفض، وتضخم قائم على العرض بما يكفي كي يجعل الرفع خيارًا صعبًا.

الأسواق قد تبالغ في تسعير المسار

يبدو أن تسعير السوق لدورة رفع أسعار الفائدة لفترة وجيزة، تليها تخفيضات مبدئية في العام المقبل، أمر غير دقيق. فإذا رفع الاحتياطي الفيدرالي أسعار الفائدة في نهاية صدمة مؤقتة في العرض، فقد تكون الفائدة المرجوة من خفض التضخم محدودة. إلا أن التكلفة ستظهر على الأرجح لاحقًا من خلال ضعف سوق العمل في عامي ٢٠٢٧ و ٢٠٢٨. وهذا يجعل خط الأساس للربع الثالث يبدو أقرب إلى فترة توقف مطولة منه إلى دورة تشديد نقدي جديدة. وقد يُفضّل الاحتياطي الفيدرالي الإبقاء على أسعار الفائدة ثابتة مع مراقبة توقعات التضخم، خاصة إذا استمر انخفاض أسعار النفط وتلاشى أثر صدمة الطاقة الأخيرة. سيناريو المخاطرة مختلف. إذ لا يزال بإمكان الاحتياطي الفيدرالي اتباع مسار مشابه للبنك المركزي الأوروبي من خلال رفع سعر الفائدة مرة واحدة، ثم العودة إلى موقف يعتمد على البيانات. من شأن هذه الخطوة أن تُحوّل انتباه السوق نحو قدرة سوق العمل على تحمّل أسعار فائدة أعلى لفترة أطول.

في كلتا الحالتين، ستبقى معضلة الاحتياطي الفيدرالي معضلة توازن. حتى لو اختار صناع السياسات مسارًا أكثر تشددًا، سيظلون بحاجة إلى الموازنة بين مخاطر التضخم والضغط المتأخر الناتج عن تشديد السياسة النقدية على النمو والائتمان والتوظيف. وهنا قد يبرز التوتر في الربع الثالث بشكل جلي؛ في الفجوة بين أسعار السوق ورد فعل الاحتياطي الفيدرالي. إذا اتسعت هذه الفجوة، فقد تواجه الأصول المالية تقلبات حادة مع إعادة المستثمرين تقييم مسار أسعار الفائدة والنمو والتضخم.



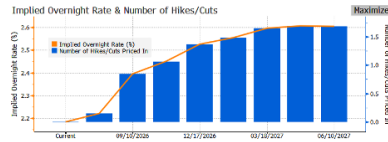
أحمد عزّام

رئيس قسم أبحاث أسواق المال

توازن صعب بين تضخم الطاقة وضعف النمو



شكل قرار البنك المركزي الأوروبي في يونيو تحولاً واضحاً. فقد رفع صانعو السياسة أسعار الفائدة الرئيسية بمقدار ٠,٢٥ نقطة مئوية، مستندين إلى ارتفاع أسعار الطاقة والحاجة إلى تثبيت توقعات التضخم متوسطة الأجل حول هدف ٢٪. وتشير أحدث توقعات خبراء منظومة اليورو إلى أن التضخم العام سيبلغ في المتوسط ٣,٠٪ في عام ٢٠٢٦، و٢,٣٪ في عام ٢٠٢٧، على أن يعود إلى ٢,٠٪ فقط في عام ٢٠٢٨. كما يُتوقع أن يبقى التضخم الأساسي عنيذاً، بمتوسط ٢,٥٪ في عامي ٢٠٢٦ و٢٠٢٧، قبل أن يتراجع إلى ٢,٢٪ في عام ٢٠٢٨. مع ذلك، فإن مبررات رفع إضافي وفوري للفائدة تبدو أقل وضوحاً. فقد تباطأ التضخم في منطقة إلى ٢,٨٪ وفق التقدير الأولي في يونيو، من ٣,٢٪ في مايو، بينما تحسن مؤشر مديري المشتريات لقطاع الخدمات لكنه بقي ضعيفاً عند ٤٩,٤، وهو ما يزال يشير إلى انكماش. وارتفع مؤشر مديري المشتريات المركب إلى ٥٠,٠، في إشارة إلى استقرار أكثر من كونه تعافياً قوياً. ويعكس هذا المزيج اقتصاداً لا يعاني من فرط النشاط، وإنما يحاول امتصاص صدمة سعرية خارجية.



المصدر: بلومبيرغ

هنا تبرز أهمية التمييز الأساسي في السياسة النقدية. ينبغي أن ينظر البنك المركزي الأوروبي إلى ما هو أبعد من مستوى التضخم العام، وأن يركز على مدى اتساع الصدمة واستمراريتها. فالارتفاع المؤقت في أسعار النفط أو الغاز يقلص الدخل الحقيقي للمستهلكين ويضعف الطلب. ورفع الفائدة بقوة في مواجهة هذه الصدمة قد يؤدي إلى تضخيم أثرها على النمو من دون أن يخلق إمدادات إضافية من الطاقة. وطرحت بلومبرغ حجة مشابهة في مقال رأي، إذ حذر المقال من أن أوروبا تعاني بالفعل من ارتفاع تكاليف الطاقة، وأن التشديد المبكر قد يزيد صدمة الطلب

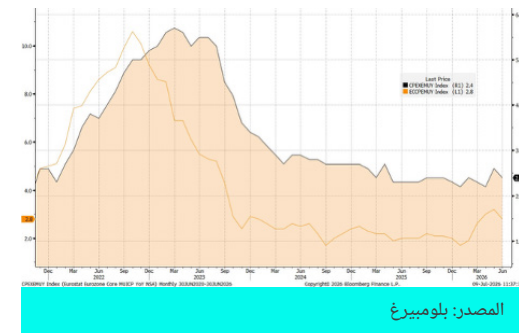
سوءاً، خصوصاً لدى الشركات الصناعية التي تعاني أصلاً من فقدان إمدادات الغاز الروسي الرخيص وضغوط فائض الطاقة الإنتاجية في الصين. كما يسلط التحليل الضوء على أن توقعات التضخم طويلة الأجل ما زالت قريبة من هدف البنك المركزي الأوروبي البالغ ٢٪، وهو ما يدعم نهجاً حذراً بدلاً من رد تلقائي باتجاه التشديد.

ما المؤشرات التي يجب مراقبتها؟

الاختبار الحقيقي للبنك المركزي الأوروبي في الربع الثالث لا يتعلق بما إذا كان التضخم أعلى من الهدف، فهذا واضح، وإنما بما إذا كانت صدمة الطاقة بدأت تنتقل إلى الأجور وأسعار الخدمات والتوقعات طويلة الأجل. فإذا بقيت توقعات التضخم طويلة الأجل مستقرة وتراجع زخم التضخم الأساسي، يستطيع البنك المركزي الأوروبي تبرير التوقف بعد رفع يونيو. أما إذا ظلت أسعار الغاز مرتفعة، أو واصلت أسعار الغذاء الصعود، أو تسارعت تسويات الأجور، فقد يجد صانعو السياسة أنفسهم مضطرين إلى تنفيذ رفع آخر للفائدة حتى مع ضعف النمو.

السيناريو الأساسي لدينا هو أن البنك المركزي الأوروبي سيحافظ على ميله نحو التشديد، لكنه سيتجنب الالتزام المسبق بأي خطوة إضافية في يوليو. والرسالة المرجحة ستكون: "الاعتماد على البيانات مع اليقظة". وبالنسبة للأسواق، يعني ذلك أن اليورو قد يظل مدعوماً بفوارق أسعار الفائدة خلال فترات إعادة تسعير التوقعات المتشددة، في حين تبقى الأسهم الأوروبية، خصوصاً أسهم الشركات الصناعية والقطاعات الحساسة للفائدة، عرضة للضغط إذا خلص المستثمرون إلى أن البنك المركزي الأوروبي يشدد سياسته وسط صدمة ركودية تضخمية، لا ضمن دورة تضخم ناتجة عن طلب قوي وحقيقي.

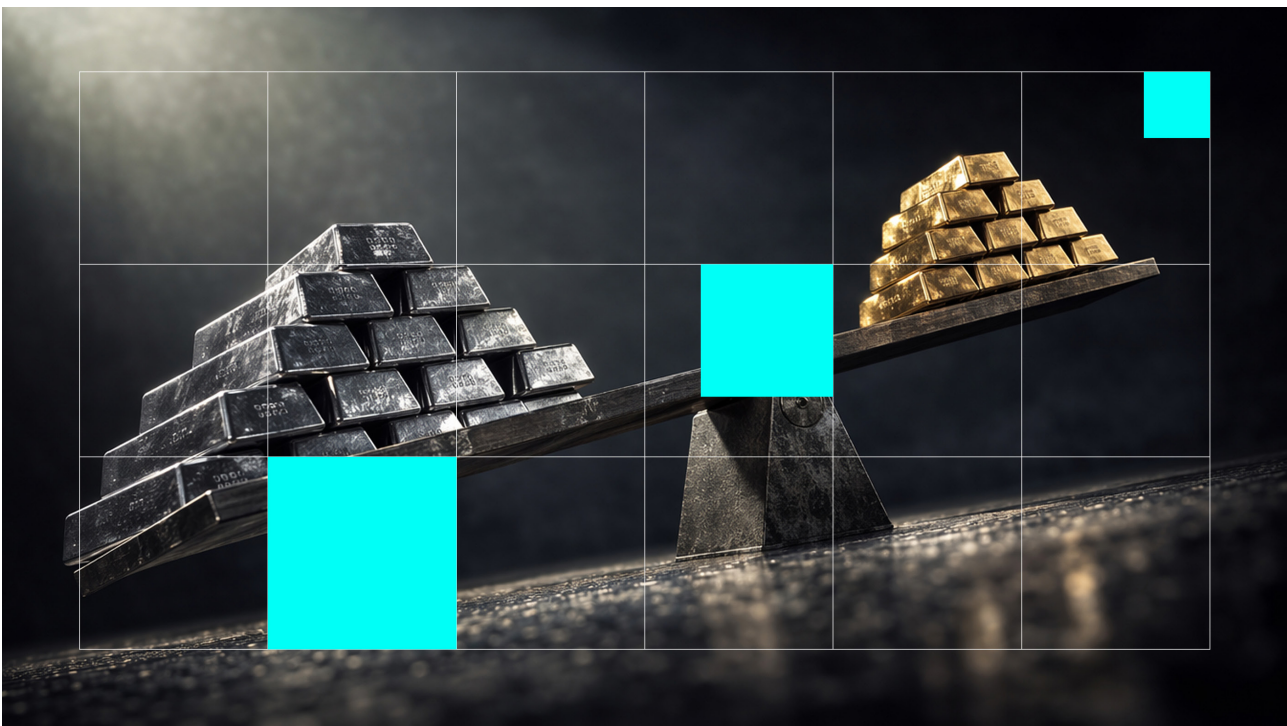
يدخل البنك المركزي الأوروبي الربع الثالث وهو يواجه واحدة من أصعب معادلات التوازن في السياسة النقدية على مستوى البنوك المركزية الكبرى. فبعد رفع أسعار الفائدة بمقدار ٢٥ نقطة أساس في يونيو، لم تعد مهمته مقتصرة على إدارة المرحلة الأخيرة من مسار إعادة التضخم إلى هدفه، إذ بات يتعامل مع صدمة تضخمية جديدة مدفوعة بأسعار الطاقة ومرتبطة بالصراع في الشرق الأوسط، في وقت لا يزال فيه زخم النمو في منطقة اليورو هشاً. ومن المقرر عقد الاجتماع المقبل للسياسة النقدية لدى البنك المركزي الأوروبي يومي ٢٢ و٢٣ يوليو، ما يجعل بيانات التضخم وأسعار الطاقة قراءات مؤشر مديري المشتريات وبيانات الأجور المقبلة ذات أهمية خاصة للأسواق.



المصدر: بلومبيرغ



نور الدين الحموري
كبير استراتيجيي الأسواق



هل تستعد الفضة لانعطافة جديدة في الربع الثالث؟

بعد نصف أول متقلب من العام، تدخل الفضة الربع الثالث عند منعطف مهم. فقد تراجعت الأسعار بقوة عن قمم يناير، في وقت ما يزال فيه المعروض الفعلي محدودًا، بينما بدأ الطلب الاستثماري يُظهر إشارات أولية على التحسن. ويبقى السؤال الأهم متعلقًا بقدرة هذه العوامل على دعم التعافي مع تغيّر توقعات أسعار الفائدة وتبدّل المزاج العام في الأسواق.

من موجة صعود إلى تصحيح حاد

شهدت الفضة نصفاً أول شديداً للتقلب في عام ٢٠٢٦. فبعد أن ارتفعت بنحو ٦٨٪ خلال الربع الأول، انعكس المسار بقوة عقب الصراع بين الولايات المتحدة وإسرائيل وإيران. وخلال الربع الثاني، هبط المعدن بأكثر من ٢٢٪، وهو يتداول حاليًا عند مستوى يقل بنحو ١٨٪ عن بداية العام، وبنحو ٥١٪ عن ذروته المسجلة في يناير. ورغم هذا التصحيح، يشير أحد المؤشرات المهمة إلى أن السوق قد تقترب من نقطة تحوّل. فنسبة تغطية التسليم في بورصة كومكس، التي تقيس عدد عقود العقود الآجلة القابلة لطلب التسليم مقارنة بحجم الفضة المتاح في مستودعات البورصة، تبلغ حاليًا ١٧,٧٪، وهو مستوى يُعد ضيقًا. وإذا استمرت قيود المعروض الفعلي، فقد يشكل ذلك قاعدة داعمة لتعافي محتمل خلال الربع الثالث.

البنوك الكبرى تختلف في نظرتها إلى الفضة

بعد نصف أول من العام كان من بين الأكثر تقلبًا في تاريخ الفضة، تتباين توقعات المؤسسات لما تبقى من عام ٢٠٢٦ على نطاق واسع. وتتراوح الأهداف السعريّة من نحو ٦٠ دولارًا للأونصة في السيناريو الأكثر تحفظًا، إلى أكثر من ٣٠٠ دولار في التقديرات الأكثر تفاؤلاً، ما يعكس حجم عدم اليقين بشأن العامل صاحب التأثير الأقوى في النصف الثاني من العام: أي الرياح المعاكسة على صعيد الاقتصاد الكلي، أم الاختلالات الهيكلية في المعروض؟ وقد خفّض بنك جي ه بي مورغان مؤخرًا توقعاته إلى نطاق يتراوح بين ٦٠ و٦٥ دولارًا للأونصة، مقارنةً بهدفه السابق البالغ ٨١ دولارًا، مشيرًا إلى تراجع الطلب الصناعي وضعف اهتمام المستثمرين بعد التصحيح الحاد. أما غولدمان ساكس، فما يزال يرى مجالاً للصعود بدعم من التوسع في الكهرباء، والطلب من قطاع الطاقة الشمسية، وبنية الذكاء الاصطناعي التحتية، إلى جانب بيئة اقتصادية كلية أكثر دعمًا إذا بدأت السياسة النقدية في التيسير. ويتوقع البنك أن تصل الفضة إلى ما بين ٨٥ و١٠٠ دولار بحلول نهاية العام. وتتوقع سيتي غروب أن تبلغ الفضة ١١٠ دولارات للأونصة خلال

النصف الثاني من ٢٠٢٦، استنادًا إلى قناعة بأن استمرار نقص المعروض الفعلي قد يدفع الأسعار إلى موجة صعود جديدة. ورفع بنك HSBC توقعاته إلى ٧٥ دولارًا للأونصة، لكنه يرى في الوقت نفسه أن الفضة ما تزال مرتفعة التقييم من الناحية الأساسية بعد صعودها القوي في مطلع ٢٠٢٦، ويتوقع أن تصبح المكاسب الإضافية أكثر محدودية. أما بنك أوف أميركا، فيبقي على سيناريو أساسي يتراوح بين ٥٦ و٦٥ دولارًا للأونصة، في حين يمتد السيناريو المتفائل لديه من ١٣٥ إلى ٣٠٩ دولارات. ويظهر من هذه التوقعات انقسام واضح في الرؤية المؤسسية. فالرؤية السلبية تعتمد بدرجة كبيرة على بقاء أسعار الفائدة الأميركية مرتفعة لفترة أطول. ومع تولّي كيفن وارث قيادة الاحتياطي الفيدرالي، واستمرار عدد من صانعي السياسة في الإشارة إلى احتمال رفع الفائدة مرة أخرى هذا العام، قد تستمر العوائد المرتفعة في الضغط على الطلب على الفضة عبر تعزيز جاذبية السندات. أما السيناريو الإيجابي، فيستند إلى مجموعة مختلفة من العوامل، من بينها صمود الطلب الصناعي، واستمرار نقص المعروض في السوق، وتواصل القيود على إنتاج المناجم.

نسبة الذهب إلى الفضة ما تزال تحت المجهر

تنطلق كثير من التوقعات المؤسسية للفضة من الذهب أولاً. إذ تعتمد البنوك عادةً إلى تقدير سعر الذهب، ثم تطبق نسبة متوقعة بين الذهب والفضة للوصول إلى القيمة المحتملة للفضة. ولذلك، فإن تحركات هذه النسبة تقدم إشارة مهمة إلى الكيفية التي يتوقع بها المحللون أداء الفضة مقارنة بالذهب. وتبلغ هذه النسبة حاليًا ٦٩,٩ إلى ١. ورغم أن هذا المستوى أعلى قليلًا من متوسطه طويل الأجل، فإنه لا يُعد مرتفعًا بصورة استثنائية من منظور تاريخي. وهذا يوحي بأن الفضة ما تزال منخفضة نسبيًا مقارنة بالذهب، ما يترك مجالاً لأداء أفضل إذا واصلت المعادن النفيسة اتجاهها الصاعد. ومع ذلك، فإن أي انخفاض مستدام في هذه النسبة سيعتمد على تحسن الطلب الصناعي، وتعافي شهية المستثمرين، وحدوث انتعاش أوسع في سوق المعادن النفيسة.

التمركزات تحسنت من دون أن تصبح مزدحمة

من بين التطورات المشجعة نسبيًا مع دخول الربع الثالث، تعافي حجم العقود المفتوحة في كومكس بعد موجة التصفية الحادة في وقت سابق من العام. ووفقًا لأحدث بيانات التزامات المتداولين الصادرة عن CFTC بتاريخ ٣٠ يونيو ٢٠٢٦، ارتفع إجمالي العقود المفتوحة في عقود الفضة الآجلة على كومكس إلى نحو ١٠٩ آلاف عقد. ورغم أن هذا المستوى أعلى



قليلاً من أواخر يونيو، فإنه ما يزال أقل بكثير من ٤٠٪ من المستويات المسجلة في بداية العام. أما إجمالي العقود المفتوحة في العقود الآجلة والخيارات معًا، فيقترب من ١٣٤ ألف عقد، مقارنةً بأكثر من ٢٢٠ ألف عقد في بداية ٢٠٢٦. ويشير هذا التراجع الحاد في العقود المفتوحة خلال النصف الأول من العام إلى أن جزءًا كبيرًا من المضاربات المفرطة قد خرج بالفعل من السوق. وعلى خلاف موجات الصعود السابقة، التي كانت مدفوعة أساسًا بالتمركزات المعتمدة على الرافعة، يبدو أن السوق الحالية تستند بدرجة أكبر إلى الطلب الفعلي واختلالات المعروض الهيكلية. ورغم أن التمرکزات بدأت تتعافى مع ارتداد الفضة من قيعان يونيو، فإنها ما تزال أقل بكثير من قممها التاريخية. وهذا يترك مساحة لعودة تدفقات مضاربة جديدة إذا أصبحت الظروف الاقتصادية الكلية أكثر دعمًا. كما يبقى الطلب الفعلي في وضع جيد. فقد شهد شهر التسليم في يوليو على كومكس طلب تسليم لأكثر من ٢٧ مليون أونصة من الفضة، في حين يحتفظ عقد سبتمبر حاليًا بأكثر من ٨٣ ألف عقد مفتوح، بما يعادل نحو ٤١٥ مليون أونصة من التعرض الاسمي للفضة قبل يوم الإخطار الأول. وبصورة عامة، تبدو التمرکزات الحالية داعمة أكثر من كونها مفرطة. فالسوق لم تعد مزدحمة بالمراكز الشرائية المضاربة، ما يحد من خطر موجة تصفية كبيرة جديدة، مع الإبقاء في الوقت نفسه على مجال لمشاركة استثمارية إضافية إذا تحسن المزاج العام.

الطلب الاستثماري يتعافى، لكن المخاطر ما تزال قائمة

تحسن الطلب الاستثماري خلال ٢٠٢٦، لكنه ما يزال أقل بكثير من المستويات الاستثنائية التي شهدتها الأسواق في دورات الصعود السابقة. فقد عادت المنتجات المتداولة في البورصة إلى تسجيل تدفقات صافية داخلة بعد عدة سنوات من التدفقات الخارجة، في إشارة إلى تحسن معنويات المستثمرين مع تنامي التوقعات بخفض أسعار الفائدة واستمرار نقص المعروض. وفي الوقت نفسه، بقي الطلب الفعلي على العملات والسياتك متمسكًا رغم ارتفاع الأسعار، وإن كان قد تراجع عن مستويات الشراء القياسية المسجلة بين ٢٠٢٢ و٢٠٢٤. وتعكس تمرکزات العقود الآجلة الصورة نفسها. فرغم تعافي زخم المضاربين بعد موجة البيع الحادة في وقت سابق من العام، ما تزال المشاركة أقل بكثير من القمم التاريخية، وهو ما يشير إلى أن السوق لم تصل بعد إلى مرحلة الازدحام. وهذا يترك مجالاً لتدفقات إضافية من المؤسسات والمستثمرين الأفراد إذا اتجه الاحتياطي الفيدرالي إلى لهجة أكثر ميلًا للتيسير أو إذا تصاعدت المخاطر الجيوسياسية. ويبقى الطلب الاستثماري أحد أبرز المحفزات المحتملة للفضة خلال هذا الربع. فاستمرار تراجع العوائد الحقيقية، أو عودة التدفقات إلى الصناديق المتداولة، أو مزيد من الانخفاض في نسبة الذهب إلى الفضة، قد يدفع موجة شراء جديدة ويدعم الأسعار. أما الخطر الرئيسي على الجانب السلبي، فيكمن في بقاء أسعار الفائدة مرتفعة مع استمرار قوة الدولار الأميركي. وفي مثل هذه البيئة، قد يتعافى الطلب الاستثماري بوتيرة أبطأ، حتى مع استمرار السوق في مواجهة اختلالات هيكلية في المعروض.



معادلة المملكة المتحدة الصعبة: التضخم والفائدة والجنيه الإسترليني في الربع الثالث

تدخل المملكة المتحدة الربع الثالث بمزيج صعب من التحديات. لا يزال وضع التضخم غاية في الصعوبة، لكن النمو لم يعد قويًا بما يكفي لمنح بنك إنجلترا مساحة غير محدودة للإبقاء على السياسة النقدية مقيدة. ولهذا تراقب الأسواق كل إصدار للبيانات عن قرب، لأن الحركة المقبلة في أسعار الفائدة، وعوائد السندات البريطانية، والجنيه الإسترليني ستعتمد على ما إذا كان التضخم سيهدأ دون أن يفقد الاقتصاد قدرًا كبيرًا من زخمه.

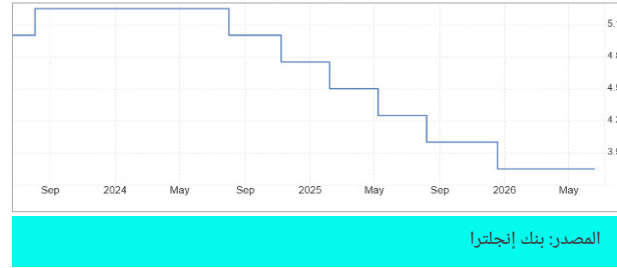
هل تبقى الفائدة مرتفعة لفترة أطول؟ التحدي التالي لبنك إنجلترا

لا يتعامل بنك إنجلترا مع دورة تيسير واضحة. النمو يتباطأ، لكن التضخم لم يعد بعد إلى الهدف بصورة مريحة. وهذه هي المشكلة. إذا خفض صناع السياسة الفائدة مبكرًا، فقد يسمحون لتوقعات التضخم بالبقاء مرتفعة أكثر من اللازم. وإذا أبقوا السياسة مشددة لفترة طويلة جدًا، فقد يضعون ضغطًا غير ضروري على الأسر والشركات وشروط الائتمان. ولهذا أصبحت رسالة بنك إنجلترا أكثر حذرًا. قد تظل الأسواق تتوقع تيسير السياسة خلال



يزيد أبو سماقة
محلل أسواق المال

الفصول المقبلة، لكن البنك لا يستطيع الالتزام بمسار ثابت بينما يبقى نمو الأجور وتضخم الخدمات بهذا القدر من العناد. التضخم العام مهم، لكنه لم يعد القصة كاملة. فبنك إنجلترا يراقب المكونات المحلية للتضخم عن قرب لأنها أصعب في التراجع من صدمات الأسعار المدفوعة بالطاقة. ترى الأغلبية داخل بنك إنجلترا أن ضعف الاقتصاد قد يساعد البنك في كبح التضخم دون الحاجة إلى مزيد من التشديد. فمع تباطؤ الطلب وتراجع سوق العمل، تصبح الشركات أقل قدرة على تمرير ارتفاع التكاليف إلى المستهلكين، لأن المستهلك نفسه أصبح أكثر حذرًا في الإنفاق. ولهذا وجد بنك إنجلترا في الربع الثاني مبررًا للإبقاء على سعر الفائدة عند ٣,٧٥% بدلاً من التوجه نحو التشديد.



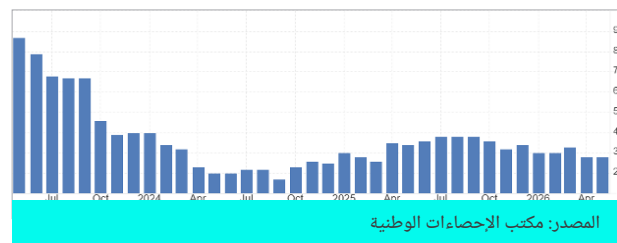
المصدر: بنك إنجلترا

لماذا يبقى التضخم أصعب تحدٍ أمام المملكة المتحدة؟

أصبحت مشكلة التضخم في المملكة المتحدة أكثر ارتباطًا بالعوامل المحلية. فقد كانت أسعار الطاقة هي الشرارة الأولى للصدمة، لكن أسعار الخدمات، والأجور، وتكاليف السكن هي التي تجعل مسار الهبوط أبطأ الآن.

تضخم الخدمات لا يزال عنيذًا لأنه مرتبط مباشرة بتكاليف العمالة. الكثير من شركات قطاع الخدمات تعتمد بدرجة كبيرة على العمال، لذلك عندما ترتفع الأجور بسرعة، ترتفع تكاليف التشغيل أيضًا. غالبًا ما تنتقل هذه التكاليف في النهاية إلى أسعار المستهلكين. وهذا يخلق مسارًا أبطأ لتراجع التضخم، ضعف النمو الاقتصادي قد يخفف الضغط على الأسعار، لكنه لا يجعلها تهبط بسرعة، لأن تكاليف العمالة تبقى مرتفعة.

ويضيف السكن طبقة أخرى من التعقيد. لا يزال نقص المعروض يدعم تكاليف الإيجارات، بينما لم تحل تكاليف الاقتراض المرتفعة مشكلة نقص المنازل. وهذا يضع بنك إنجلترا في موقف صعب: السياسة النقدية تستطيع خفض الطلب، لكنها لا تستطيع إصلاح مشاكل العرض بسرعة. ولهذا يبقى البنك حذرًا. خفض الفائدة في ظل بقاء التضخم الأساسي قويًا قد يضر بالمصادقية. لكن الانتظار لفترة أطول من اللازم قد يعمق التباطؤ.



المصدر: مكتب الإحصاءات الوطنية

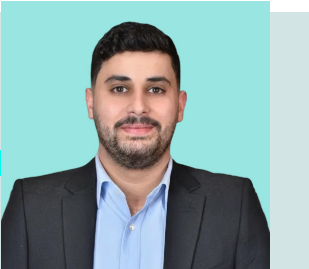
الحركة المقبلة للجنيه الإسترليني تعتمد على النمو، لا على الفائدة فقط
تعتمد آفاق الجنيه الإسترليني في الربع الثالث على كيفية اختلاف مسار السياسة النقدية في المملكة المتحدة عن الولايات المتحدة ومنطقة اليورو. ويمكن تلخيص حركة العملة في ثلاث مسارات كلية رئيسية. في سيناريو تباعد أسعار الفائدة، يجبر التضخم بنك إنجلترا على تثبيت الفائدة، بينما يتجه الفيدرالي والبنك المركزي الأوروبي نحو التيسير. هذا التباعد قد يدعم الجنيه الإسترليني، لأن الفائدة البريطانية ستبدو أكثر جاذبية نسبيًا.

في المقابل، هنالك سيناريو آخر لتكاليف الاقتراض المرتفعة التي تبدأ بضرب النشاط بقوة أكبر، ما سيؤدي إلى تباطؤ اقتصادي حاد ويجبر بنك إنجلترا على خفض الفائدة. في هذه الحالة، قد يتعرض الجنيه الإسترليني للضغط لأن السوق سيبدأ في تسعير ضعف النمو لا فرق الفائدة فقط. أما سيناريو الركود التضخمي، فهو الأصعب. هنا يتباطأ الاقتصاد بينما يبقى التضخم مرتفعًا. وهذا يضع السياسة النقدية في حالة شلل، لأن خفض الفائدة قد يضر بالمصادقية، بينما الإبقاء عليها مرتفعة قد يضغط أكثر على النمو. في هذا السيناريو، قد ترتفع تقلبات الجنيه الإسترليني، وقد يبدأ المستثمرون في تطبيق خصم مخاطر أعلى على العملة. برأيي، سيبقى بنك إنجلترا أقرب إلى سياسة الفائدة المرتفعة لفترة أطول في الربع الثالث، ولن يتسرع في خفض الفائدة من أول إشارة إيجابية. قد نرى بعض التراجع في التضخم بعد ما هدأت ضغوط الطاقة، لكن هذا التراجع لن يكون كافيًا وحده لدفع البنك نحو دورة تيسيرية ما دام تضخم الخدمات والأجور بهذا القدر من العناد.

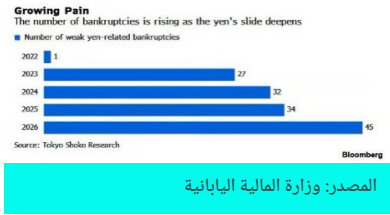
تشديد الائتمان في اليابان قد يطلق الصدمة التالية في صفقات "الكاري تريد"

لم يعد خروج اليابان من السياسة شديدة التيسير مجرد قصة محلية عن أسعار الفائدة، بل بدأ الأمر يغيّر تسعير الائتمان، وتمويل البن، ومخاطر تفكيك صفقات "الكاري تريد Carry trade". يحاول بنك اليابان تطبيع السياسة تدريجيًا، لكن الأسواق بدأت تلمس ما يحدث عندما يواجه اقتصاد ميني لسنوات حول المال الرخيص تكاليف تمويل أعلى.

يزيد أبو سماقة
محلل أسواق المال



لنصف الأول خلال أربع سنوات. هذه ليست أزمة شركات على مستوى واسع بعد، لكنها إشارة تحذير واضحة. البن الضعيف يرفع تكاليف الواردات، بينما تجعل الفائدة الأعلى إعادة التمويل أكثر تكلفة. الشركات الصغيرة، والمستوردون، والمقترضون ذوو الديون المرتفعة هم أول من يشعر بالضغط. هكذا تبدأ ضغوط الائتمان في العادة. لا تبدأ من أقوى الشركات، بل تبدأ من الشركات ذات الهوامش الضعيفة، والقدرة المحدودة على تمرير الأسعار للمستهلكين، ومحدودية الوصول إلى إعادة التمويل بأسعار معقولة. برأيي، سيختبر الربع الثالث مقدار التشديد الذي تستطيع الشركات اليابانية تحمّله. فإذا رفع بنك اليابان الفائدة بينما بقي البن تحت الضغط دون تدخل فعلي، فقد تنتقل مخاطر الائتمان من إعادة تسعير بطينة إلى مصدر قلق أوضح في السوق.



نهاية التمويل السهل بالبن

لسنوات، سهّل البن صفقات "الكاري تريد". كان المستثمرون يقترضون بتكلفة منخفضة في اليابان، ثم ينقلون هذه الأموال إلى أسواق خارجية ذات عوائد أعلى. كان هذا ناجحًا طالما بقيت الفائدة اليابانية قرب الصفر، وظلت شهية المخاطرة العالمية قوية. لكن العوائد اليابانية وصلت إلى أعلى مستوياتها في ٣٠ عامًا، كما ضاق الفارق بين عوائد السندات الأمريكية واليابانية لأجل عشر سنوات إلى نحو ١,٦٩٪، وهو أدنى مستوى منذ سنوات. وكلما ضاق هذا الفارق، أصبح الاقتراض بالبن وتحمل مخاطر العملة في الخارج أقل جاذبية. التفكيك التدريجي لهذه المراكز يمكن أن يُحتمل. لكن إذا ارتفع البن بسرعة، أو بدأت الأسواق في تسعير رفع آخر للفائدة من بنك اليابان بشكل أكثر قوة، فقد

مخاطر الائتمان تعود إلى اليابان

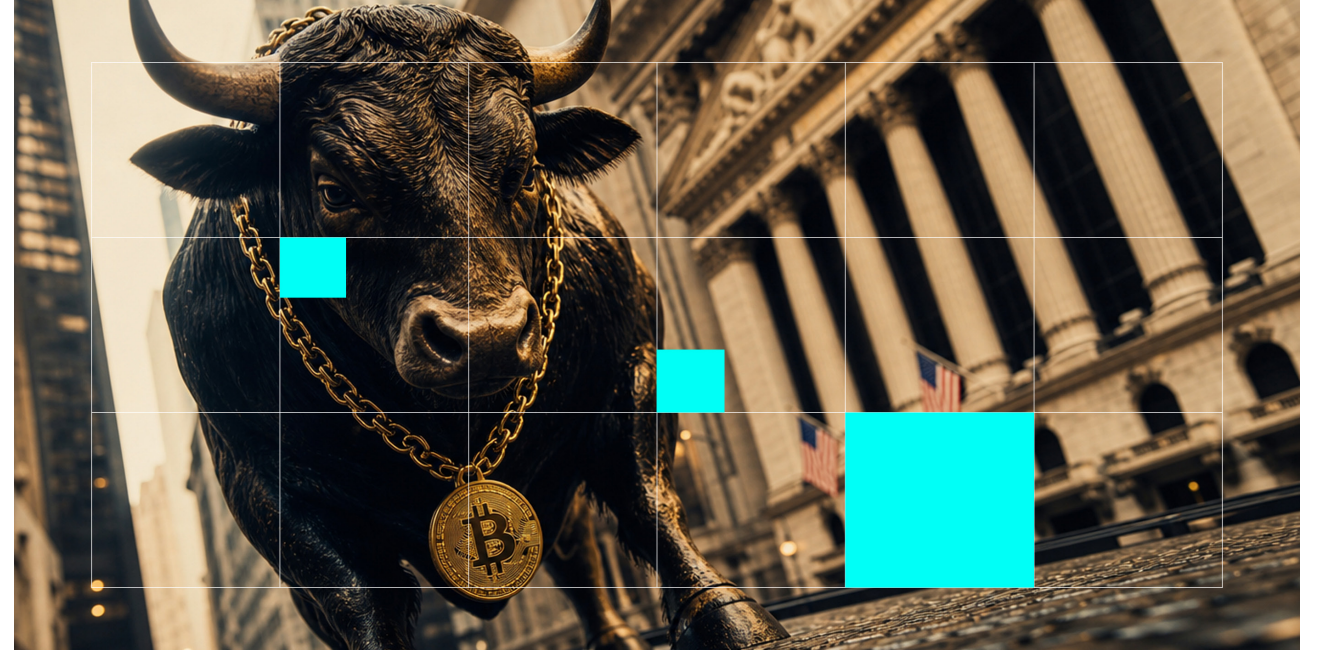
بعد رفع سعر الفائدة إلى ١٪ في يونيو، جعل بنك اليابان الاقتراض أقل سهولة مما كان عليه في السابق. ولا يزال مسؤولون مثل "ناوكي تامورا" يرون أن الفائدة يجب أن تتحرك تدريجيًا نحو مستوى محايد قرب ٢٪. الضغط بدأ يظهر. فقد أعلنت ٤٥ شركة يابانية إفلاسها بين يناير ويونيو بسبب تراجع العملة، بزيادة ٣,٣٪ عن العام السابق، وبأعلى حصيلة

تُخفّض صفقات "الكاري تريد" ذات الرافعة المالية بسرعة. كما أن لصناديق التقاعد وشركات التأمين ومديري الأصول في اليابان دور مهم في هذا السياق. فإذا أصبحت العوائد المحلية أكثر جاذبية، فقد يبقى مزيد من رأس المال داخل اليابان، ما يقلل الطلب على السندات العالمية والأصول عالية المخاطر التي استفادت لسنوات من التمويل الرخيص بالبن.



ارتفاع مخاطر التدخل في العملة

يدعم البن الضعيف المصدّرين، لكنه يرفع أيضًا تكاليف الواردات ويزيد الضغط على الأسر والشركات الصغيرة. وإذا ضعفت العملة أكثر، خصوصًا باتجاه مستويات يراها المسؤولون مفرطة، فسترتفع مخاطر التدخل مرة أخرى. سيبدأ صناع السياسة غالبًا بتحذيرات لفظية، لكن الأسواق تعرف أن اليابان تستطيع التدخل مباشرة إذا أصبحت التقلبات غير منظمة. الخطر المعاكس مهم أيضًا. فارتفاع مفاجئ في البن بسبب تفكيك صفقات "الكاري تريد" قد يشدد الأوضاع المالية العالمية بسرعة. هذه الحركة لن تكون تصحيحًا عاديًا في العملة. بل ستكون تعديلًا قسريًا في أسواق التمويل. برأيي، من المرجح أن يشهد الربع الثالث رفعًا آخر للفائدة من قبل بنك اليابان بنحو ١,٢٥٪، مع بقاء الفارق بين عوائد السندات الأمريكية واليابانية لأجل عشر سنوات تحت الضغط، إلى جانب احتمال تدخل فعلي في سوق العملات، لا مجرد تحذيرات لفظية. إذا استمر ضعف البن في تغذية تكاليف الواردات وضغوط الائتمان، فقد لا يملك صناع السياسة خيارًا كبيرًا سوى تشديد السياسة والتدخل في سوق العملات في الوقت نفسه. هذا المزيج سيرفع من خطر تفكيك أكثر حدة لصفقات "الكاري تريد"، خصوصًا إذا اضطر المستثمرون ذوو الرافعة المالية إلى خفض مراكزهم الممولة بالبن بسرعة.



الأصول الرقمية في الربع الثالث: التوقعات والمخاطر والعوامل المُحفّزة الرئيسية

صناديق بيتكوين الفورية المتداولة في البورصة تواصل الاتجاه

الهابط مع تراجع الثقة المؤسسية في الأصول الرقمية

تقف القيمة السوقية الإجمالية للعملات الرقمية عند نقطة مفصلية،

بين احتمال استعادة جزء من قيمتها أو مواصلة التراجع. وفي الوقت

الراهن، تتذبذب القيمة السوقية الإجمالية لسوق العملات الرقمية حول

مستوى تريليوني دولار. أما بيتكوين، فتتداول قرب مستوى ٦٠,٠٠٠

دولار، وهي منطقة مهمة في حركتها السعرية، بعدما شكّلت سابقًا

إحدى أبرز مناطق المقاومة خلال عام ٢٠٢١. ومع ذلك، لا تزال صناديق

بيتكوين الفورية المتداولة في البورصة المرتبطة بالعملة تسجل تدفقات

خارجة تدريجية منذ نهاية ٢٠٢٥، من دون أن تظهر حتى الآن أي

مؤشرات على تعاف ملموس. ووفقًا لبيانات "أرصدة الصناديق المتداولة

الفورية الأمريكية" (US Spot ETF Balances) الصادرة عن

منصة (Glassnode) حتى ١ يوليو ٢٠٢٦، تراجعت حيازات صناديق

بيتكوين الفورية بنحو ٥٧% مقارنة بذروتها المسجلة في أكتوبر ٢٠٢٥.

ويعكس هذا السلوك تراجع ثقة المستثمرين المؤسسيين، في ظل حالة

عدم اليقين المرتفعة على الصعيدين الاقتصادي والجيوستراتيجي عالميًا،

وهو ما ألقى بظلاله على الاستثمار في الأصول الأعلى مخاطرة، ومنها

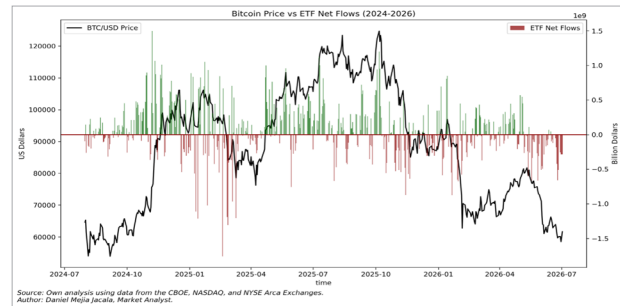
العملات الرقمية. ويُظهر الرسم البياني أدناه كيف تصاعدت ضغوط

البيع على صناديق بيتكوين الفورية منذ مايو ٢٠٢٦، مع تسجيل تدفقات

صافية محدودة فقط إلى الداخل.

الارتباط الخطي بين بيتكوين ومؤشر ستاندرد آند بورز ٥٠٠ يكشف

روابط أقوى خلال فترات التقلب الحاد



الشكل ١. سعر بيتكوين مقابل صافي تدفقات صناديق بيتكوين الفورية المتداولة في البورصة (٢٠٢٤-٢٠٢٦). المصدر: تحليل خاص استنادًا إلى بيانات من بورصات CBOE و NASDAQ و NYSE Arca.



دانييل ميخيا
محلل أسواق المال

لطالما دار نقاش حول وجود ارتباط مرتفع بين العملات الرقمية وسوق

الأسهم، ولا سيما الأسهم الأميركية. وتستند هذه الفرضية إلى أن السوقين

يُصنّفان ضمن فئات الأصول الأعلى مخاطرة، نظرًا إلى ما يتسمان به من

تقلبات مرتفعة. ومع ذلك، تُظهر الأدلة الإحصائية أنه رغم وجود فترات

يرتفع فيها الارتباط بين الجانبين، فإن هذه العلاقة لا تكون دائمًا بالقوة أو

الاستمرارية التي يتوقعها كثير من المشاركين في السوق.

ويعرض الرسم البياني أدناه تحليلًا ديناميكيًا، أو متحركًا، للارتباط بين

العوائد الأسبوعية لبيتكوين والعوائد الأسبوعية لمؤشر ستاندرد آند

بورز ٥٠٠. وقد استُخدمت نافذة زمنية مدتها ستة أشهر بهدف التقاط

ارتباط يوازن بين الاتجاهات الأطول أجلًا والتحركات الأقصر في السوق.

وتُظهر النتائج أن الفترات التي يرتفع فيها الارتباط إلى مستويات قوية

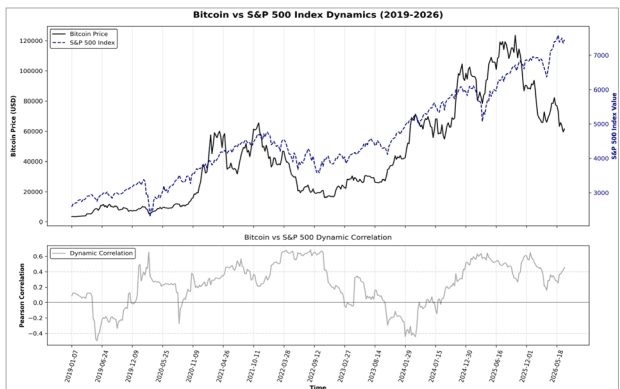
($r > ٠.٤٠$) ويكون فيها ذا دلالة إحصائية، غالبًا ما تتزامن مع تراجع

السوقين معًا. وهذا يعني أن أسعار بيتكوين قد تتأثر سلبًا إذا انخفضت

أسواق الأسهم، ما يمثل عامل مخاطرة مهمًا، خصوصًا في ظل الحساسية

التي أبدتها أسواق الأسهم تجاه المخاوف المرتبطة بالمبالغة في تقييم

الشركات المرتبطة بالذكاء الاصطناعي.



الشكل ٢. بيتكوين مقابل مؤشر S&P ٥٠٠ والارتباط الديناميكي بينهما (٢٠١٩-٢٠٢٦). المصدر: تحليل خاص استنادًا إلى بيانات من بورصتي CBOE و Coinbase.

تراجع بيتكوين يصل إلى مستوى ٥٠% عند منطقة سعرية هيكلية مهمة

ومن النقاط المهمة التي ينبغي أخذها في الاعتبار الأدلة التاريخية التي

تصف العملات الرقمية بأنها أصول عالية التقلب، تميل إلى تسجيل

انكماشات سوقية حادة. فعلى سبيل المثال، يُظهر الرسم البياني أدناه

أن بيتكوين شهدت تراجعات نسبية تجاوزت ٥٠%، بل وصلت إلى تراجع

أقصى بلغ ٨٤,٣٧% في عام ٢٠١٩. وفي الوقت الحالي، تتداول بيتكوين

قرب مستوى ٦٠,٠٠٠ دولار، وهو ما يعني، مقارنة بأعلى مستوى سجلته

في أكتوبر ٢٠٢٥ قرب ١٢٤,٠٠٠ دولار، تراجعًا نسبيًا بنحو ٥١,٦%.

ويساعد فهم هذه النقطة المتداولين والمستثمرين على تقييم معادلة

المخاطر والعوائد في مراكزهم بصورة أوضح. فبينما يبقى احتمال تعرض

أسعار العملات الرقمية لمزيد من التراجع قائمًا، في ظل تاريخها الطويل

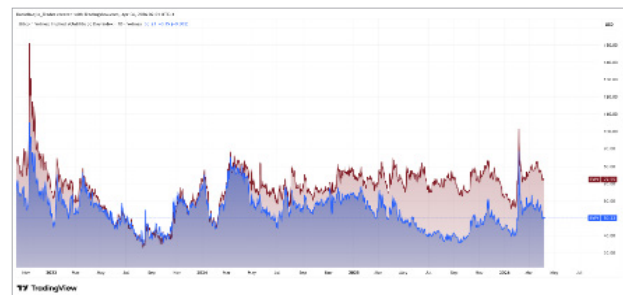
مع الانخفاضات الحادة والتقلب المرتفع، فإن مسارها التاريخي أظهر

أيضًا قدرة كبيرة على تحقيق عوائد قوية بمرور الوقت. وهنا تبرز أهمية

تحديد مستوى تحمل المخاطر لكل مستثمر أو متداول بدقة، إلى جانب

تحديد الأفق الزمني الذي يقبل به لتحقيق العائد، سواء كان قصير الأجل

أو طويل الأجل.



الشكل ٣. التراجع التاريخي لبيتكوين (٢٠١٩-٢٠٢٦). المصدر: تحليل خاص استنادًا إلى بيانات من بورصة Coinbase.

وفي ختام تحليل المخاطر، من المهم الإشارة إلى أن العملات الرقمية

تواجه ضغوطًا كبيرة، من بينها عزوف المستثمرين عن المخاطرة نتيجة

الضبابية الجيوسياسية والاقتصادية، وهو ما يدفعهم عادة إلى الأصول

الدفاعية أو الملاذات الآمنة. كما تواجه هذه الأصول منافسة متزايدة

من أصول مرتفعة المخاطر مرتبطة بالذكاء الاصطناعي أو الابتكار

التكنولوجي، كما تعكسه حالة الطرح العام الأولي لـ "سبيس إكس". وإلى

جانب ذلك، تتزايد الضغوط التنظيمية في أسواق مؤثرة مثل الولايات

المتحدة وأوروبا، حيث قد تظهر تدريجيًا توجهات جديدة نحو الترميز

المالي والعملات الرقمية المدعومة من البنوك المركزية، بما يشكل مصادر

منافسة إضافية.

التوقعات الاقتصادية للربع الثالث من ٢٠٢٦