

٢٤ يناير ٢٠١٢

مستجدات الأسواق في يناير ٢٠١٢: في عمق منطقة الخطر

زادت المخاطر التي تهدد الاستقرار منذ آخر عدد من تقرير الاستقرار المالي العالمي، رغم اتخاذ السياسة خطوات متنوعة لاحتواء أزمة الديون والمشكلات المصرفية في منطقة اليورو. فقد حدد صناع السياسات الأوروبيون تدابير مهمة لمعالجة القضايا التي تساهم في الأزمة على المدى المتوسط، وساهم بعضها في تحسين المشاعر السائدة في الأسواق، لكن التحديات لا تزال تحيط بالتمويل السيادي ومخاطر التطورات السلبية لا تزال قائمة. وإذا أسفرت تحديات التمويل عن جولة من التخفيض لقروض التمويل التي تقدمها البنوك، فقد يتسبب ذلك في حلقة من التأثيرات السلبية المترددة تصل تداعياتها إلى اقتصادات منطقة اليورو. ويلاحظ أن الولايات المتحدة والاقتصادات المتقدمة الأخرى معرضة للتأثر بالتداعيات المرتبطة باحتمال تفاقم الأزمة في منطقة اليورو، وبعضها يواجه تحديات داخلية في التخلص من مخاطر التطورات المالية ضعيفة الاحتمال، بما في ذلك التغلب على العقبات السياسية التي تعوق تنفيذ النقشف المالي بالوتيرة الملائمة. كذلك تشكل التطورات في منطقة اليورو تهديدا لبلدان أوروبا الصاعدة وقد تنتقل تداعياتها إلى أسواق صاعدة أخرى. وينبغي اتخاذ المزيد من إجراءات السياسة حتى تتحقق استعادة ثقة الأسواق، وهو جهد سيتطلب بناء احتياطات أكبر لأغراض التمويل السيادي، وضمان كفاية التمويل المصرفي ورأس المال لدى البنوك، والحفاظ على تدفق الائتمان بقر كاف إلى الاقتصاد، ربما من خلال إنشاء كيان "حارس" يكلف بمنع البنوك من التخفيض غير المنظم لقروض التمويل.

تفاقت أزمة الديون في منطقة اليورو، مما يتطلب إجراء عاجلا لمنع العواقب الوخيمة على الاستقرار

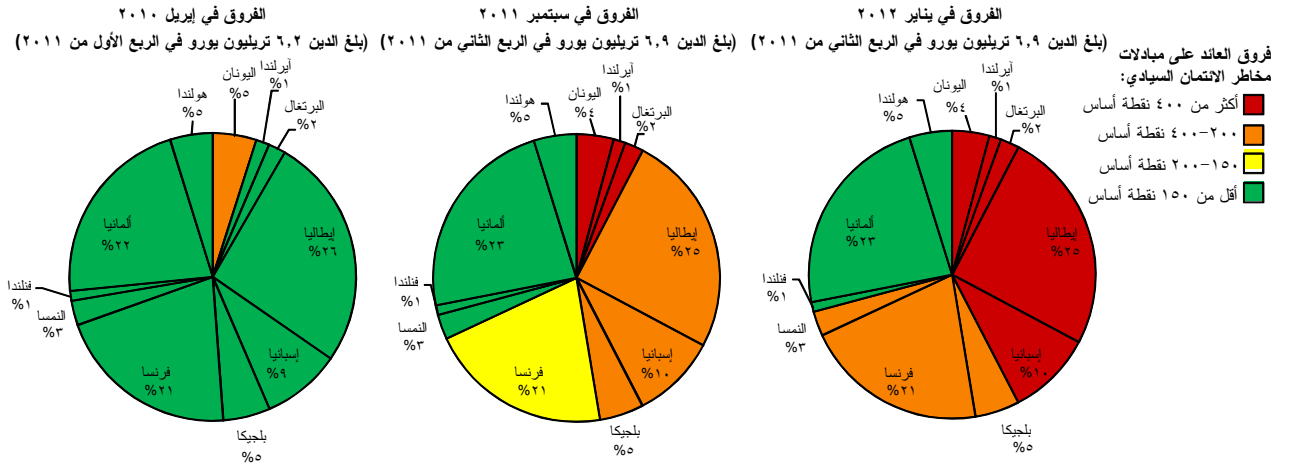
سجل عائد السندات السيادية ارتفاعا حادا في بلدان الهامش الأوروبية، وخصوصا السندات التي تتراوح آجال استحقاقها بين القصيرة والمتوسطة، مما أسفر عن انعكاس منحنيات العائد في الربع الأخير من عام ٢٠١١ وكان بمثابة إشارة إلى زيادة المخاوف المتعلقة بمخاطر التمويل وعدم السداد. وكما أوضح عدد سبتمبر من تقرير الاستقرار المالي العالمي، لم تكن تدابير السياسة المتخذة كافية لاحتواء حلقات التأثير السلبي المترددة، مما أوقع بعض الكيانات السيادية في مأزق "التوازن السيئ" حين عمد أصحاب الاستثمارات الأجنبية طويلة الأجل إلى تقليص انكشافاتهم تجاهها. ولم تتمكن المؤسسات المحلية من سد الفجوة، وأصبح البنك المركزي الأوروبي داعما أساسيا للديون السيادية المستحقة على بلدان الهامش الأوروبية من خلال "برنامج سوق الأوراق المالية". ومع تفاقم الأزمة، انتقلت من بلدان الهامش إلى البلدان الرئيسية في أوروبا مع تصاعد العائد واتساع فروق أسعار الفائدة على السندات، بما في ذلك الدين السيادي لكل من النمسا وفرنسا. وبنهاية عام ٢٠١١، كانت فروق العائد على مبادلات مخاطر الائتمان قد تجاوزت ٢٠٠ نقطة

سري للغاية

مستجدات تقرير الاستقرار المالي العالمي، يناير ٢٠١٢

أساس بالنسبة لثلاثي الديون السيادية على منطقة اليورو (الشكل البياني ١). ومنذ سبتمبر الماضي، ساهم أيضا في زيادة ارتفاع العائد على السندات السيادية ما حدث من تخفيض التصنيفات الائتمانية إلى جانب الآفاق السلبية لمجموعة كبيرة من الكيانات السيادية في منطقة اليورو. وبالرغم من أن أحوال السوق شهدت بعض التحسن مؤخرا، فلا تزال هناك تحديات جوهرية قائمة.

الشكل البياني ١: أسواق السندات الحكومية في منطقة اليورو
(% من مجموع الدين الحكومي في منطقة اليورو)



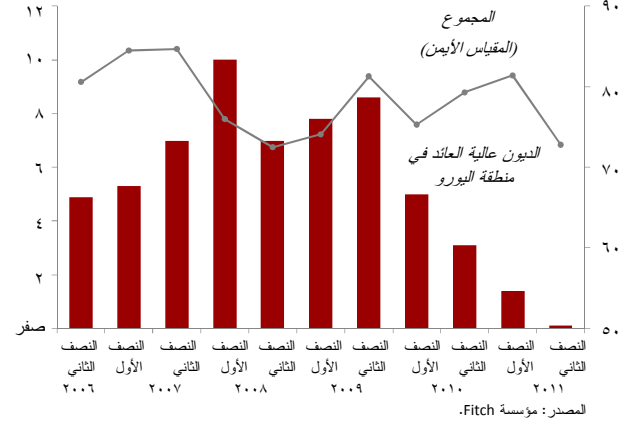
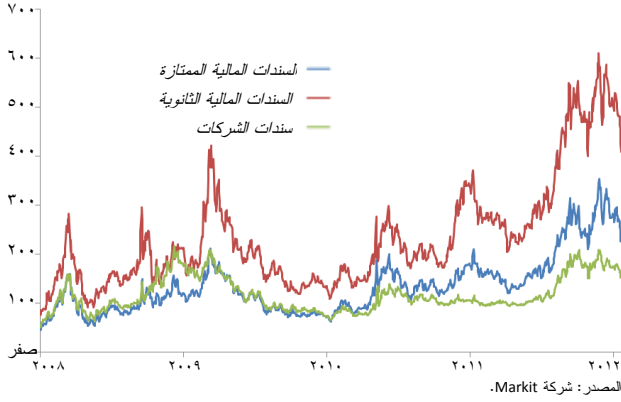
المصادر: بنك التسويات الدولية؛ ومؤسسة Bloomberg L.P.؛ وتقديرات خبراء صندوق النقد الدولي.

كذلك انتقلت الضغوط السيادية إلى الجهاز المصرفي في منطقة اليورو حيث أُغْلِقَتْ بعض قنوات التمويل، واتسعت فروق أسعار الفائدة على القروض بين البنوك. وحدث تراجع حاد في حجم التمويل محدد الأجل الذي تستطيع البنوك الحصول عليه، وحتى أسواق التمويل قصير الأجل خضعت للضغوط بسبب تقصير آجال الإقراض من شهور وأسابيع إلى أيام. وقامت صناديق استثمار سوق المال الأمريكية بتخفيض حاد للائتمان المقدم إلى بنوك منطقة اليورو (الشكل البياني ٢)، مما أدى بكثير من هذه البنوك إلى بيع الأصول الدولارية. وفي كثير من الأسواق، أصبحت تكلفة التمويل تتجاوز الآن ما كانت عليه أثناء أزمة ليمان برانرز. وقد بدأت ضغوط التمويل تنتقل إلى الاقتصاد الأوسع مع تشديد شروط الحصول على الائتمان المصرفي بالنسبة للأسر والمؤسسات الصغيرة والمتوسطة نتيجة لتراجع قدرة البنوك على تمويل الأصول، مما يؤدي إلى تصاعد المخاطر الائتمانية. (الشكل البياني ٣).^١

^١ راجع Euro Area Bank Lending Survey, ECB في الموقع الإلكتروني: <http://www.ecb.int/stats/money/surveys/lend/html/index.en.html>.

الشكل البياني ٢: انكشافات صناديق أسواق المال الكبرى في الولايات المتحدة تجاه البنوك (% من مجموع الأصول)

الشكل البياني ٣: فروق العائد على مبادلات مخاطر الائتمان الأوروبية (بنقاط الأساس)



وقد أصبحت التأثيرات المحتملة لضغوط التمويل واضحة بالفعل. فقد أعلن عدد من البنوك خططا لإجراء خفض كبير في نسبة قروض التمويل في الميزانية العمومية. وتشمل هذه الخطط تخفيض الأصول في منطقة اليورو والولايات المتحدة والأسواق المتقدمة الأخرى، بالإضافة إلى الاقتصادات الصاعدة. ويمكن أن يؤثر تنفيذ البنوك المتضررة لبعض هذه الخطط على عدد كبير من الأنشطة الاقتصادية، من التجارة وتمويل المشروعات إلى المراجعة عبر الحدود.

اتخذ صناع السياسات الأوروبيون خطوات مهمة لاحتواء الأزمة ...

أدت اجتماعات القمة الأوروبية في أكتوبر وديسمبر إلى الاتفاق على خطوات مهمة تهدف إلى تحقيق الاستقرار في أوضاع السوق واستعادة الثقة. وسوف يعمل الاتحاد الأوروبي على تعزيز الحوكمة الاقتصادية المشتركة، كما سيتم إعطاء وزن أكبر للسياسات الهيكلية الداعمة للنمو. ومن المقرر العمل أيضا على تقوية البنوك بتوفير رؤوس الأموال الجديدة والدعم التمويلي. وستتم معالجة المديونية المفرطة في اليونان عن طريق المبادلة الطوعية للديون مع الدائنين من القطاع الخاص. وسيتم أيضا دعم "تسهيل الاستقرار المالي الأوروبي" كي يساعد البنوك ويوفر التمويل لبرامج التصحيح الوطنية، على أن يتم تعجيل التاريخ المقرر لبدء سريان "آلية الاستقرار الأوروبية" لتدخل حيز التنفيذ في يوليو ٢٠١٢.

وقد اتخذت الحكومات الوطنية خطوات مهمة مؤخرا لتحسين الاستقرار المالي الكلي. فبعد إجراء تغييرات في الحكومة، أعلنت كل من إيطاليا وأسبانيا اتخاذ تدابير لتخفيض عجز الموازنة الهيكلي، وتحسين نسب الدين إلى إجمالي الناتج المحلي على المدى المتوسط، ومعالجة جوانب الجمود الهيكلي القائمة منذ وقت طويل بغية تعزيز آفاق النمو.

ونظرا للضغوط الشديدة التي وقعت على أسواق التمويل الخاص لبنوك الاتحاد الأوروبي، وهو ما يرجع في جانب منه إلى نقص الضمانات الإضافية المؤهلة لإجراء عمليات إعادة الشراء، اتخذ البنك المركزي الأوروبي خطوات استثنائية سعيا لتحقيق الاستقرار

سري للغاية

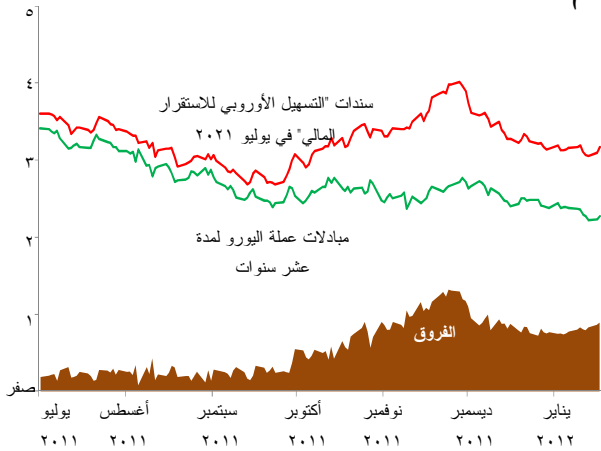
مستجدات تقرير الاستقرار المالي العالمي، يناير ٢٠١٢

في أوضاع التمويل. وتضمنت التدابير المتخذة في هذا السياق تخفيض الاحتياطي الإلزامي، وتوسيع نطاق الضمانات المؤهلة، وإتاحة "عمليات إعادة تمويل طويلة الأجل" تغطي ٣ سنوات بغية تخفيف آثار الضغوط التمويلية على حجم التمويل المقدم للقطاع الخاص، وإتاحة بديل لبيع الأصول الاضطراري بأسعار بخسة. ولتخفيف حدة نقص التمويل بالدولار، قام بنك الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي وخمسة بنوك مركزية أخرى بتخفيض التكلفة الحالية لخطوط تبادل الدولار. ورغم أن أداء الأسواق لا يزال بعيدا عن وضعه الطبيعي، فإن العديد من هذه التدابير – وأبرزها عمليات إعادة التمويل طويلة الأجل التي تغطي ٣ سنوات – كان له تأثير إيجابي على مشاعر السوق وأوضاع التمويل.

... لكن المخاطر التي يتعرض لها الاستقرار لا تزال كبيرة، نظرا لاستمرار تحديات التمويل السيادي وعدم كفاية الترتيبات المساندة حتى الآن ...

من أهم التحديات الراهنة استعادة القدرة السيادية على الوصول إلى التمويل بأسعار فائدة معقولة، وذلك لأن كثيرا من الكيانات السيادية لا تزال معرضة للتحويلات في مشاعر السوق. غير أن المرجح أن تستغرق استعادة ثقة الأسواق بعض الوقت، وقد يتعين في تلك الأثناء الحصول على دعم خارجي قصير الأجل للأسواق الأولية أو الثانوية، إذا لم يتوافر الدعم الكافي من الأسواق الخاصة، ليكون عنصرا مكملا لإجراءات الإصلاح المحلي. وبينما تحقق الكثير في تهدئة المخاوف المتعلقة بالتمويل المصرفي بفضل عمليات إعادة التمويل طويلة الأجل التي تغطي ثلاث سنوات، فإن هذه العمليات لا يزال تأثيرها أقل على عائد السندات السيادية في بلدان الهامش الأوروبية والذي تقلص في الطرف قصير الأجل من منحني العائد لكنه لم يتغير بدرجة تذكر في الطرف طويل الأجل من هذا المنحنى.

الشكل البياني ٤: العائد وفروق الفائدة على سندات "التسهيل الأوروبي للاستقرار المالي" (%)



المصادر: مؤسسة Bloomberg L.P.

ويمكن الآن أن يعمل "التسهيل الأوروبي للاستقرار المالي" في أسواق الدين العام الأولية والثانوية، لكن طاقة هذا التسهيل تظل محدودة. فإذا استبعدنا الموارد التي تم التعاقد بها بالفعل لتمويل البرامج، يصبح المتاح للاستخدام من خلال هذا التسهيل حوالي ٣٠٠ مليار يورو فقط. ورغم وجهة بعض المقترحات الداعية إلى تمويل التسهيل باستخدام الرفع المالي، فحتى وإن توافر حجم معقول من التمويل بهذا الأسلوب فمن المرجح أن يظل مجموع الذخيرة المالية المتاحة غير كاف لاحتواء فروق العائد المتزايدة على سندات الدين السيادي في ظل سيناريوهات الضغوط. وإضافة إلى ذلك، فإن اتساع فروق العائد على سندات "التسهيل الأوروبي للاستقرار المالي" مؤخرا (الشكل البياني ٤) وقرار مؤسسة ستاندارد آند بور تخفيض التصنيف الائتماني AAA لهذا التسهيل في منتصف يناير، يشير إلى احتمال وقوع الضغوط حتى على نموذج التمويل الحالي المتوخى لهذا التسهيل.

سري للغاية

مستجدات تقرير الاستقرار المالي العالمي، يناير ٢٠١٢

... قد يتسبب خفض قروض التمويل التي تقدمها البنوك في ظهور حلقة من التأثيرات السلبية المرتدة تصل تداعياتها إلى اقتصادات منطقة اليورو ...

تصاعدت مؤخرا الضغوط على البنوك الأوروبية، انعكاسا لزيادة الضغوط السيادية وإغلاق كثير من قنوات التمويل الخاص. ولعلزل البنوك عن هذه الصدمات السلبية، يتعين اتخاذ خطوات شاملة نحو نظام مالي أكثر أمانا. وفي هذا السياق، استهلكت "الهيئة المصرفية الأوروبية" عملية تدعو إلى زيادة نسب رأس المال لدى البنوك^٢. وارتأت الهيئة أن إضافة رأس مال قدره ٨٥ مليار يورو هو أمر ضروري (مع استبعاد ٣٠ مليار يورو تقرر بالفعل تخصيصها لليونان) للوصول بنسبة رأس المال الأساسي إلى ٩% وتوفير قدر كاف من رأس المال الاحتياطي السيادي.

ويظل من المحتمل ظهور حلقة من التأثيرات السلبية المرتدة فيما بين أسواق الائتمان والاقتصاد العيني في منطقة اليورو وغيرها، حسب الموضح في سيناريو التطورات السلبية الوارد في عدد يناير ٢٠١٢ من تقرير مستجدات آفاق الاقتصاد العالمي. والمرجح أن الإجراءات التي اتخذها البنك المركزي الأوروبي مؤخرا حالت دون وقوع أزمة كانت وشيكة، إذ ينبغي أن تقوم بنوك منطقة اليورو بتمديد آجال قدر كبير من الديون على مدار هذا العام، علما بأن جانبا كبيرا من هذه الديون يستحق في الربع الأول من العام. ولكن حتى مع هذا التمويل وما يتبعه من إعادة تمويل طويلة الأجل في فبراير القادم، يمكن أن يظل حجم تخفيض القروض التمويلية كبيرا أيضا.

وقد يكون بعض التخفيض لقروض التمويل أمرا لا مفر منه، إلا أن الطريقة المستخدمة في تنفيذه تحدث فرقا – فهناك تخفيض "جيد" وتخفيض "سيء" لقروض التمويل. وبعض أنواع التخفيض لنسبة قروض التمويل في الميزانية العمومية لا تمثل بالضرورة تخفيضا في الائتمان المقدم إلى الاقتصاد العيني. فبعض البنوك على سبيل المثال (وخاصة في ألمانيا وأيرلندا والمملكة المتحدة) تسعى لتقليل الميزانيات العمومية عن طريق التخلص من بعض الأصول التي لا تزال مدرجة في الميزانية العمومية منذ الفترة الأولى من أزمة الائتمان. وفي حالات أخرى، قد تبيع البنوك أعمالها غير الأساسية (مثل فروع إدارة الأصول أو أعمال التأمين أو عملياتها في الخارج) أو حتى محافظ القروض. وفي الحالات التي يؤدي فيها هذا الإجراء إلى نقل الأصول إلى كيانات قوية، لن ينخفض الائتمان المقدم للاقتصاد، وإن كان بيع الأصول يمكن أن يسبب انخفاضات في أسعار الأصول يتخطى تأثيرها السليبي الأطراف البائعة، مما يتسبب في مزيد من الضغوط على رأس المال. غير أن أكثر ما يؤثر على توفير الائتمان للاقتصاد العيني هو أن تقرر البنوك ترك خطوط الائتمان والقروض تنقل بالسداد والحد من إنشاء قروض جديدة.

^٢ أصدرت الهيئة المصرفية الأوروبية توصية في ٨ ديسمبر ٢٠١١ أشارت فيها إلى أنه "ينبغي أن تبدأ البنوك باستخدام مصادر التمويل الخاصة لتعزيز مركزها الرأسمالي حتى تحقق الهدف المقرر، بما في ذلك الأرباح المحتجزة، ومدفوعات المكافآت المخفضة، والإصدارات الجديدة من الأسهم العادية ورأس مال الطوارئ الكافي، وتدابير إدارة الخصوم. ويجوز لسلطات الرقابة الوطنية أن توافق، بعد التشاور مع الهيئة المصرفية الأوروبية، على تحقيق جزء من الهدف ببيع أصول مختارة لا تتسبب في تخفيض تدفق القروض إلى الاقتصاد العيني في الاتحاد الأوروبي وإنما يقتصر أثرها على تحويل التعاقبات أو وحدات الأعمال إلى طرف ثالث."

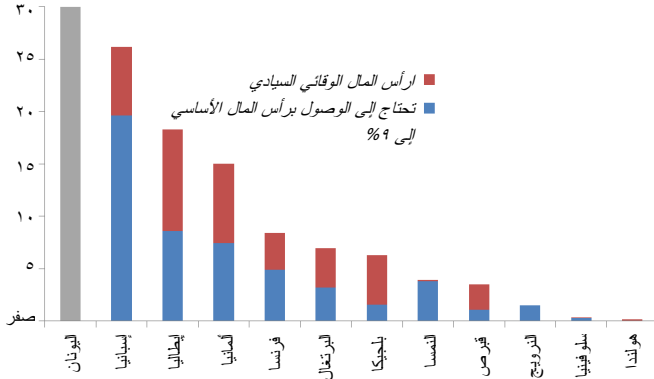
سري للغاية

مستجدات تقرير الاستقرار المالي العالمي، يناير ٢٠١٢

... ويمكن أن يؤدي ذلك إلى تفاقم المخاطر على الاستقرار المالي في الولايات المتحدة ...

يتعرض الاقتصاد الأمريكي لطائفة من الصدمات الآتية من منطقة اليورو، مما يعكس الاندماج المالي والتجاري الوثيق عبر المحيط الأطلنطي. ويمكن أن تتضمن التداعيات المحتملة انكشاف البنوك الأمريكية انكشافا مباشرا لبنوك منطقة اليورو أو بيع البنوك

الشكل البياني ٥: احتياجات رأس المال لدى البنوك الأوروبية (بمليارات اليورو)



المصدر: الهيئة المصرفية الأوروبية، وتقديرات خبراء صندوق النقد الدولي.

الأوروبية للأصول الأمريكية. فعلى سبيل المثال، ظهرت ضغوط في الشهور القليلة الماضية على أسواق الأوراق المالية المضمونة بعقارات تجارية (CMBS) والأوراق المالية المضمونة بأصول (ABS) التي تأثرت بحجم مبيعات الأصول الأوروبية. ويمكن أن تزداد توترات التمويل بشكل أعم، فنتقل الضغوط إلى النظام المصرفي الأمريكي. ومن الدلائل المهمة على ذلك أن فروق أسعار الفائدة على معاملات الإقراض بين البنوك في أسواق الدولار تواصل الاتساع منذ منتصف عام ٢٠١١، بالتوازي مع اتساع هذه الفروق في أسواق اليورو.

ولا تزال بعض المخاطر المحلية قائمة. فبينما استفادت أوضاع التمويل السيادي في الولايات المتحدة بشكل عام من السعي

الجماعي لملاذ آمن بعيدا عن منطقة اليورو، فإن هذا الوضع لا يمكن التعويل على استمراره إلى الأبد. ومن ثم يتعين الخروج من الطريق المسدود الذي آلت إليه الأمور على المستوى السياسي فيما يتعلق بموقف المالية العامة في الولايات المتحدة، مثلما أشار عدد يناير ٢٠١٢ من تقرير *مستجدات آفاق الاقتصاد العالمي*. وبينما استعاد النظام المصرفي الأمريكي درجة جيدة من الصحة بعد الأزمة الأخيرة ومع استمرار اختبارات تحمل الضغوط التي يجريها الاحتياطي الفيدرالي، فإن المشكلات الموروثة في قطاع العقارات لا تزال قائمة، مما يشكل عبئا على الاستهلاك ويلقي على كاهل القطاع العام بعض أعباء الحفاظ على الطلب. وبشكل أعم، ينبغي أن تسعى البنوك جاهدة للحفاظ على المستوى التاريخي للعائد على حقوق الملكية، وخاصة في البيئة التنظيمية الجديدة الأكثر تشددا.

... تهدد أوروبا الصاعدة وتنتقل إلى الأسواق الصاعدة على نطاق أوسع.

سوف تتأثر أوروبا الصاعدة تأثراً كبيراً إذا انخفضت قروض التمويل بالحجم المفترض في سيناريو التطورات السلبية الذي يرد بالتفصيل في عدد يناير ٢٠١٢ من تقرير *مستجدات آفاق الاقتصاد العالمي*، نتيجة لانتشار بنوك منطقة اليورو في تلك الاقتصادات. وكان الركود العميق الذي شهدته أوروبا الصاعدة في عام ٢٠٠٩ راجعاً في الأساس إلى التوقف المفاجئ لتدفقات رؤوس الأموال من بنوك أوروبا الغربية، مما وضع نهاية مفاجئة لفترة الرواج الائتماني.

ويمكن أن تتعرض الأسواق الصاعدة بخلاف أوروبا الوسطى والشرقية لانتقال التداعيات من أزمة الديون الأوروبية من خلال قنوات متعددة. وقد تراجعت بالفعل /احتمالات الاقتصاد الكلي المتوقعة/ للأسواق الصاعدة، وهي معرضة لمخاطر التطورات السلبية الناشئة في أوروبا، على النحو الذي يناقشه عدد يناير ٢٠١٢ من تقرير *مستجدات آفاق الاقتصاد العالمي*. وبينما أبدت الأسواق الصاعدة خارج أوروبا صلاباً كبيرة أمام الصدمات والتطورات التي شهدتها الاقتصادات الكبرى في العام الماضي، فإن المؤشرات الأخيرة سجلت تراجعاً كبيراً كما تدهور مناخ الأعمال بوجه عام.

أولاً، يمكن أن تتعطل قنوات الائتمان مع سحب أنشطة الإقراض عبر الحدود نتيجة الضغوط على البنوك الأوروبية، لا سيما أنشطة تمويل التجارة، وفقدان دعم البنوك الأم لأنشطة الإقراض المحلي. فعلى سبيل المثال، تقدم بنوك منطقة اليورو حوالي ٣٠% من التمويل الموجه للتجارة والمشروعات في المنطقة الآسيوية، حتى وإن كانت ميزانياتها العمومية لا تمثل سوى ٥% تقريباً من الأصول المصرفية. ويعتمد التأثير على مدى قدرة البنوك المحلية على المساهمة وسد فجوة التمويل؛ فرغم أن الميزانيات العمومية لبعض البنوك تسمح لها بأداء هذا الدور، فإن بعض مجالات تمويل التجارة تواجه تحديات تشغيلية كبيرة في هذا الخصوص. وسيكون على الداخلين الجدد في هذا الميدان أن يعملوا على تدبير حجم كبير من التمويل بالدولار الأمريكي في ظروف السوق المثقلة بالضغوط. ويمكن أن تتسبب قيود التمويل طويل الأجل في إحداث خفض حاد في قدرة البنوك على المشاركة في مجالات مثل تمويل التجارة البحرية والجوية، وكذلك تمويل المشروعات والبنية التحتية.

ثانياً، يمكن أن تتجدد الضغوط على *أسواق الأصول المحلية* (أسواق النقد الأجنبي، والدخل الثابت، والأسهم) بسبب التدفقات الخارجة، وتدهور السيولة، وإعادة التسعير، مما قد يسفر عن تداعيات واسعة على أوضاع التمويل المحلية. وقد تكون قابلية التأثر كبيرة بوجه خاص في الأسواق الصاعدة التي تتسم باعتمادها الشديد على تدفقات الحافظة الخارجية.

فما مدى صلابة الأسواق الصاعدة في مواجهة هذه التحديات؟ كثير من هذه الأسواق قامت ببناء قدر هائل من احتياطات رأس المال والسيولة حتى تتمكن من مواجهة الصدمات المعاكسة، وظلت أسواقها المحلية متماسكة تحت الضغوط التي ولدتها أزمة ليمان براذرز. ومنذ ذلك الحين، أنشأ بعض هذه الأسواق مزيداً من الاحتياطات الوقائية (وإن كانت محدودة) لتنفيذ سياسات معاكسة للاتجاهات الدورية، بالرغم من اختلاف الموقف باختلاف المناطق والبلدان. ويُلاحظ أن بلدان أوروبا الصاعدة معرضة للتأثر بشكل خاص، نظراً لتركز إقراض البنوك الأوروبية والاعتماد على أوروبا كسوق للتصدير. ويُلاحظ أن الاحتياطات الوقائية في تلك المنطقة ضعيفة عموماً إذا ما قورنت بغيرها من مناطق الأسواق الصاعدة، ويمكن أن تقع ضغوط على الميزانيات العمومية بسبب مواطن ضعف أخرى لا تزال تشوب النظام المالي منذ وقت طويل، بما في ذلك عدم الاتساق بين آجال الاستحقاق والعملات في بعض الاقتصادات.

ينبغي أن تتخذ السياسة إجراءات إضافية لوضع خطة شاملة

في مواجهة المخاطر آفة الذكر، ينبغي أن يركز صناع السياسات في كل الاقتصادات الكبرى على عدد من التحديات المتشابهة. فعلى صناع السياسات الأوروبيين التحجيل بوضع مجموعة من التدابير الشاملة لاستعادة الثقة. وبالإضافة إلى اتباع سياسات مالية واقتصادية كلية ملائمة، عليهم مراعاة التنفيذ الدقيق لتدابير السياسة المتفق عليها في قمتي أكتوبر وديسمبر. كذلك ينبغي توفير حاجز وقائي كاف لتجنب الدخول في دوامة مزعزة للاستقرار تتعاقب فيها تكاليف التمويل المرتفعة للكيانات السيادية والبنوك؛ وإدارة عملية تصحيح الميزانيات العمومية في الجهاز المصرفي للحيلولة دون التخفيض غير المنظم لقروض التمويل والعمل بدلا من ذلك على تشجيع التدفق الائتماني الكافي إلى القطاع الخاص؛ واتخاذ أي تدابير إضافية قد تكون ضرورية لدعم الثقة في النظام المالي العالمي، سواء للاقتصادات الصاعدة أو المتقدمة. وسوف يتطلب تحقيق جدول أعمال السياسة المذكور التنفيذ العاجل والدقيق للمبادرات التي أُطلقت مؤخرا، واعتماد سياسات جديدة لتشجيع ودعم الاستقرار المالي.

وعلى وجه التحديد:

- **ينبغي أن يكون "الحاجز الواقي" كبيرا بالقدر الكافي ومصمما بشكل مقنع.** فقد يستغرق الأمر فترة من النجاح في تنفيذ السياسة قبل أن يعود المستثمرون إلى الكيانات السيادية التي تواجه ضغوطا تمويلية رغم ملاءمتها. وإلى أن يتحقق ذلك، من الضروري أن يتم تأمين التمويل المطلوب بأسعار معقولة من مصادر خارجية. وقد كان هذا هو الهدف من "تسهيل الاستقرار المالي الأوروبي" في منطقة اليورو، لكن حجمه وهيكله يحدان من قدرته على القيام بهذا الدور. ومن المحبذ كثيرا لإرساء الثقة أن تتم زيادة حجم ومرونة "تسهيل الاستقرار المالي الأوروبي"/"آلية الاستقرار الأوروبية" في أقرب فرصة ممكنة. وإلى أن يصبح هذا "الحاجز الواقي" الأكبر راسخ الدعائم، سيظل من الضروري أن يقدم البنك المركزي الأوروبي دعما كبيرا ومستمرًا من السيولة لتحقيق الاستقرار في أسواق الدين الحكومي والتمويل المصرفي.
- **يتطلب الأمر إنشاء كيان يمثل "حارسا للسلامة الاحترازية الكلية" يكفل اتساق خطط تخفيض قروض التمويل مع استمرار تدفق الائتمان لدعم النشاط الاقتصادي** وتجنب دخول أسعار الأصول في دائرة من الهبوط المتواصل. وداخل منطقة اليورو، يمكن تنسيق هذا الدور بين الهيئة المصرفية الأوروبية والمجلس الأوروبي للمخاطر النظامية، وأجهزة الرقابة المصرفية الوطنية، والبنوك ذاتها. وينبغي أن تهدف البلدان إلى مراقبة تخفيض بنوكها لقروض التمويل والحد من هذا التخفيض ليس فقط في الأسواق المحلية وإنما في الخارج أيضا، حيث من الطبيعي أن تتم هذه الجهود بالتعاون مع الأجهزة التنظيمية في البلدان المضيفة. وهناك ما يمكن أن يكون سابقة لوظيفة الحارس المذكورة، وهو مبادرة فيينا الحالية التي تهدف إلى تنسيق الجهود الوطنية لتجنب الآثار العابرة للحدود على أوروبا الصاعدة ارتباطا بتخفيض قروض التمويل من جانب بنوك منطقة اليورو.
- **لا يزال من الضروري لاستعادة الثقة إجراء زيادة معقولة في رأس المال الوقائي لدى البنوك على النحو الذي أوصت به الهيئة المصرفية الأوروبية.** وحسب إرشادات الهيئة المصرفية الأوروبية، ينبغي أن يتم ذلك قدر الإمكان عن طريق زيادة رأس المال وليس بتخفيض الائتمان. ويجري بالفعل اتخاذ خطوات تتطلب من البنوك استيفاء مستوى معين من رأس المال الاسمي (كما حدث بمقتضى "برنامج إنقاذ الأصول المتعثرة" في الولايات المتحدة و"صندوق إعادة الهيكلة المصرفية المنظمة" في

سري للغاية

مستجدات تقرير الاستقرار المالي العالمي، يناير ٢٠١٢

أسبانيا) وليس عن طريق استيفاء نسبة معينة بما يحفز على تقليص الأصول. وينبغي تشجيع البنوك على زيادة رأس المال من المصادر الخاصة. ولكن بالنظر إلى بعض التحديات التي ظهرت مؤخرا أمام البنوك في سعيها للقيام بذلك، ينبغي أن يتاح التمويل العام بوصفه ترتيبا مساندا لهذه الجهود، على أن يكون خاضعا لشروط صارمة. ويمكن زيادة رأس المال في بعض البنوك بالتوازي مع ضخ الأموال إلى الحكومة عن طريق أدوات رأسمال الطوارئ. وإضافة إلى ذلك، ينبغي أن يكون هناك تسهيل على مستوى منطقة اليورو يمتلك الإمكانات الكافية للحصول على حصص مباشرة في البنوك. وكعنصر مكمل لعمليات إعادة التمويل طويلة الأجل التي يجريها البنك المركزي الأوروبي، ينبغي إنشاء نظم للضمانات المصرفية على مستوى منطقة اليورو للمساعدة على إعادة فتح أسواق التمويل الخاص. وأخيرا، لا يزال هناك عدد من البنوك الضعيفة التي تتسم برؤوس أموالها المنخفضة وربحياتها المحدودة وقابلية تأثرها بصدمات التمويل، وهي تمثل عبئا معوقا للتعافي المنشود. وبعض هذه البنوك ينبغي إعادة هيكلته ورسملته، أو تصفيته.

● لا يزال تصحيح الأوضاع ضروريا، ولكن التأثير قصير الأجل على النمو ينبغي أن يؤخذ في الاعتبار. وكما يدرك صناع السياسات، يتعين أن تلتزم معظم الاقتصادات المتقدمة التزاما موثوقا بالتقشف المالي على المدى المتوسط، حتى تتخلص من المخاطر طويلة الأجل ضعيفة الاحتمال التي تهدد بزيادات حادة في فروق أسعار الفائدة على السندات السيادية. غير أن وتيرة التصحيح المالي ينبغي أن تأخذ في الاعتبار أيضا التأثير على الأوضاع الاقتصادية الراهنة. وكما أوضح عدد يناير ٢٠١٢ من تقرير مستجدات الرائد المالي، ينبغي السماح لأدوات الضبط التلقائي بالعمل إذا زاد تباطؤ النمو عن المستوى المتوقع، كما ينبغي في حالة الولايات المتحدة تجديد العمل بالسياسات المصممة لدعم الطلب عند انتهاء المدة المحددة لها. وينبغي أيضا أن تكون السياسة النقدية تيسيرية بالقدر الكافي وأن تهدف السياسات الهيكلية إلى تشجيع النمو عند الحاجة، لا سيما باستعادة القدرة التنافسية للقطاع الخاص.

● ينبغي أن يظل صناع السياسات في الأسواق الصاعدة على استعداد لمواجهة ضغوط التمويل والائتمان، ولتطبيق سياسات معاكسة للاتجاهات الدورية حيثما توافر الحيز المالي الكافي لذلك. وقد قامت الأسواق الصاعدة في كثير من الحالات ببناء احتياطات وقائية كبيرة يمكن استخدامها لمواجهة صدمات السيولة الخارجية. ويمكن أن يساعد توافر مزيج ملائم وكاف من تدابير السياسة الاقتصادية الكلية والمالية إلى الحد من تأثير الصدمات الخارجية، لكنه يتعين توخي الحذر في هذا السياق لتجنب نشوء التشوهات المالية.