

للنشر على النحو التالي:

واشنطن العاصمة، التاسعة والنصف صباحا بتوقيت الساحل الشرقي، ١٦ يوليو ٢٠١٢

مخاطر مالية حادة: حان وقت العمل

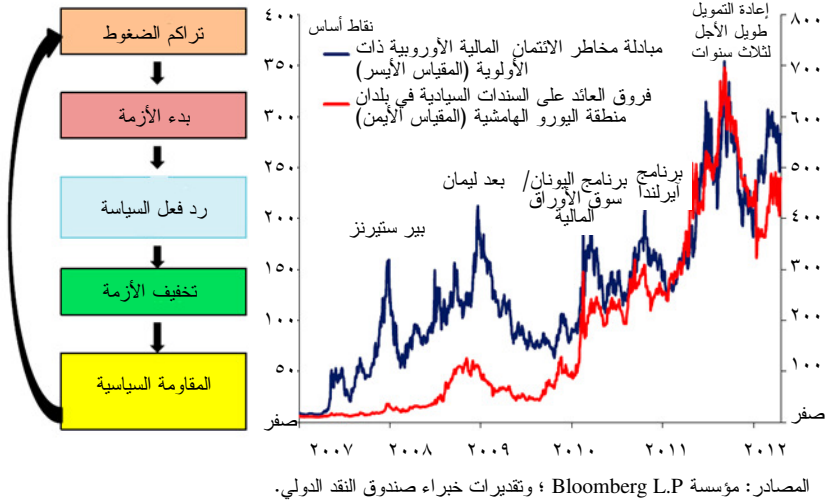
ازدادت المخاطر التي تهدد الاستقرار المالي منذ صدور عدد إبريل ٢٠١٢ من "تقرير الاستقرار المالي العالمي" (GFSR). فارتفعت عائدات السندات السيادية ارتفاعا حادا في جنوب أوروبا وسط زيادة تآكل قاعدة المستثمرين. وتواجه بلدان منطقة اليورو الهامشية مخاطر من تكرار خفض الائتمان جراء الضغوط التمويلية والسوقية المرتفعة. وتمثل التدابير التي اتفقت عليها قمة قادة الاتحاد الأوروبي الأخيرة خطوات واسعة نحو معالجة الأزمة الراهنة. وبالإضافة إلى السياسات النقدية وسياسات السيولة الداعمة، يجب إعطاء الأولوية لتنفيذ التدابير التي اتفقت بشأنها مؤخرا في الوقت المناسب، وإحراز مزيد من التقدم نحو إقامة اتحاد مصرفي واتحاد مالي. ويجب الإسراع بإزالة عدم اليقين الذي يكتنف جودة أصول الميزانيات العمومية للبنوك بضع رؤوس الأموال وإعادة الهيكلية حسب الحاجة. كذلك تراجعت احتمالات النمو في البلدان المتقدمة والأسواق الصاعدة الأخرى، فوهنت قدرتها على التصدي لانتقال تداعيات أزمة منطقة اليورو أو معالجة مواطن ضعف المالية العامة والقطاع المالي النابعة من الداخل. ويواجه الاستقرار المالي في الولايات المتحدة مخاطر كامنة بسبب أجواء عدم اليقين التي تغلف آفاق المالية العامة وتحيط بالحد الأقصى للدين الفيدرالي.

انتعاش الأسواق توقف من جراء تجدد ضغوط التمويل السيادي.

اتخذ صناع السياسات الأوروبيون إجراءات جريئة على صعيد السياسة في نهاية عام ٢٠١١ فكانت تلك لحظة قيمة لمعالجة الخلل في الميزانيات العمومية المصرفية والسيادية. فأدت "عمليات إعادة التمويل طويلة الأجل" (LTRO) التي تغطي ثلاث سنوات ويقوم بها البنك المركزي الأوروبي إلى تخفيف الضغوط التمويلية وإلى حدوث انتعاش واسع النطاق على مستوى أسواق الأصول. ومع ذلك، كان هذا الانتعاش قصير الأمد وسط تنامي الشعور بعدم الارتياح إزاء قوة الاقتصاد العالمي (راجع تقرير "مستجدات آفاق الاقتصاد العالمي" المصاحب). وتزايدت الضغوط من جراء استمرار عدم اليقين بشأن السياسة بعد إجراء الانتخابات في اليونان في مطلع شهر مايو، (الشكل البياني ١). وزاد العزوف عن المخاطر بصورة حادة في غمار ازدياد المخاوف من احتمال خروج اليونان من منطقة اليورو وتساعد القلق بشأن صحة الجهاز المصرفي الإسباني.

مستجدات تقرير الاستقرار المالي العالمي، يوليو ٢٠١٢

الشكل البياني ١- دورة الاضطرابات المتصاعدة



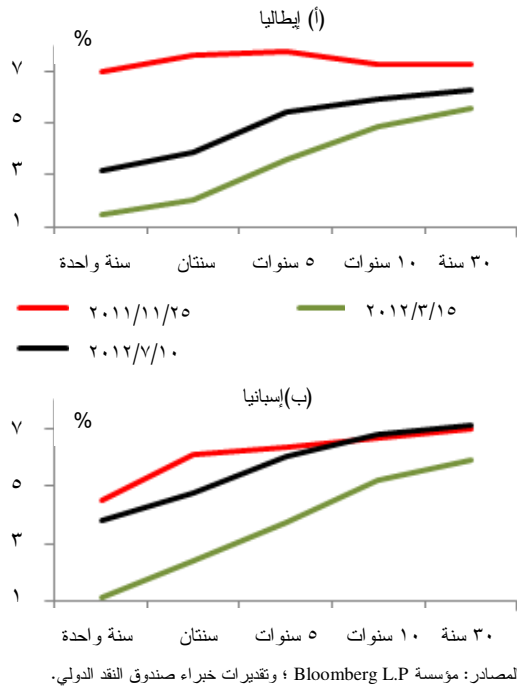
وتفاقمت أوضاع السوق كثيرا في شهري مايو ويونيو مع عودة مقاييس ضغوط الأسواق المالية إلى المستويات التي شهدتها أسوأ فتراتها في نوفمبر من العام الماضي، بل وتجاوزتها في بعض الحالات. وتصاعدت تقلبات أسواق الأسهم والصرف الكبرى بصورة حادة فبلغت مستويات مرتفعة في ٢٠١٢، بينما المكاسب التي حققتها معظم أسواق الأسهم في مطلع ٢٠١٢ ضاعت هباء.

وسجلت العائدات على سندات الديون السيادية ارتفاعا حادا في بلدان الهامش في ظل تراجع فرص النفاذ إلى الأسواق جراء تجدد المخاوف بشأن النمو الاقتصادي وصحة البنوك (الشكل البياني ٢). وساعدت "عمليات إعادة التمويل طويلة الأجل" التي تغطي ثلاث سنوات على دعم الطلب على سندات الديون السيادية في منطقة الهامش الأوروبية وإن كان هذا الأثر الإيجابي قد تراجع لاحقا. وأخذت قاعدة المستثمرين الأجانب في إيطاليا وإسبانيا تتآكل بسبب خروج التدفقات الرأسمالية الخاصة (الشكل البياني ٣).

وأدى السعي وراء الأصول المأمونة إلى انهيار عائدات السندات الحكومية في الولايات المتحدة وألمانيا وسويسرا ودفع الدولار إلى أعلى مستوياته في عشرين شهرا مقابل العملات الرئيسية. وأدت التدفقات الداخلة الباحثة عن ملاذ مأمون في اليابان إلى دفع عائدات السندات الحكومية نحو الاقتراب من مستويات منخفضة تاريخية بينما أسفر ارتفاع سعر صرف الين عن تأثيرات معاكسة على التعافي الاقتصادي. كذلك انضمت السويد والدانمرك إلى الملاذات المأمونة داخل الاتحاد الأوروبي. وأسهم تزايد العزوف عن المخاطر في إضعاف الثقة في الأسواق الصاعدة وسط المخاوف المتزايدة من قدرتها على التصدي لمواطن الضعف النابعة من الداخل، لا سيما بالنظر إلى تناقص الحيز المتاح للتصرف على صعيد السياسة وضعف الآفاق العالمية.

مستجدات تقرير الاستقرار المالي العالمي، يوليو ٢٠١٢

الشكل البياني ٢- منحني عائد السندات السيادية في إيطاليا وإسبانيا



واتفق القادة الأوروبيون في نهاية يونيو على اتخاذ خطوات إيجابية واسعة من أجل التصدي للأزمة الراهنة. وسوف يساعد هذا الاتفاق، إذا طُبِّقَ بأكمله، على كسر الروابط المعاكسة بين الكيانات السيادية والبنوك ويسهم في إقامة اتحاد مصرفي. وبصفة خاصة، فإنشاء آلية موحدة للرقابة على بنوك منطقة اليورو - والتي ستُتخذ أهم القرارات بشأنها مع حلول نهاية عام ٢٠١٢ - يمكن أن يتيح أمام "آلية الاستقرار الأوروبية" (ESM) إمكانية إعادة رسملة البنوك مباشرة. فضلا على ذلك، فالمساعدة التي ستقدمها "آلية الاستقرار الأوروبية" لن تمنح الأولوية لإسبانيا. وبعد انتعاش عائدات السندات الإسبانية والإيطالية لفترة قصيرة، تدهورت مستوياتها مجددا في غمار تقلب أوضاع التداول في ظل تركيز الأطراف المشاركة في السوق على مخاطر التنفيذ والحاجة إلى اتخاذ خطوات أوسع نحو اقتسام المخاطر على مستوى أوروبا.

التوترات في أسواق التمويل في الاتحاد الأوروبي ازدادت كثافة وضغوط خفض القروض التمويلية لا تزال مرتفعة.

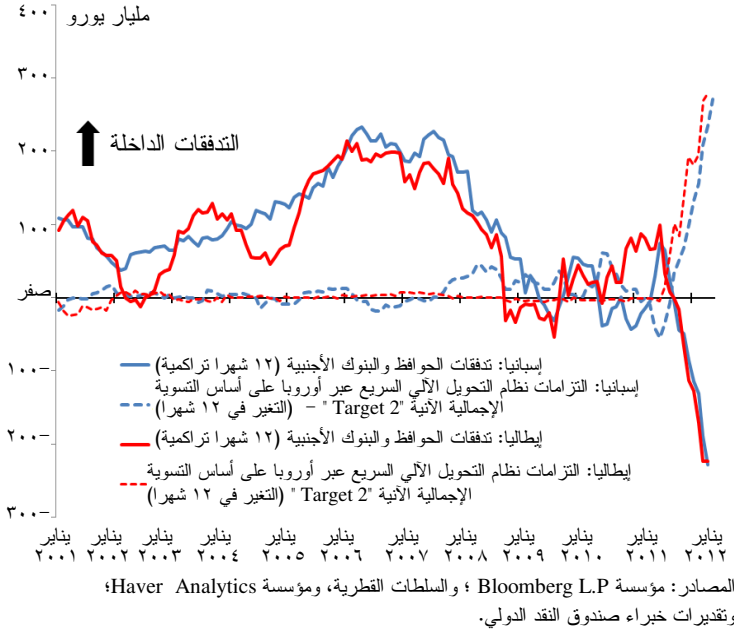
بالرغم من وفرة السيولة التي تقدمها عمليات إعادة التمويل من البنك المركزي الأوروبي، تدهورت أوضاع التمويل في كثير من بنوك وشركات البلدان الهامشية. ولا تزال أوضاع المعاملات بين البنوك تعاني من الضغوط في ظل محدودية النشاط في أسواق التمويل غير المضمون ذي الأجل المحدد واكتناز بنوك البلدان الرئيسية في منطقة اليورو للسيولة. وتراجع إصدار السندات المصرفية تراجعاً حاداً في ظل محدودية طلب المستثمرين حتى مع ارتفاع أسعار الفائدة. واضطرت بنوك البلدان الهامشية في منطقة اليورو إلى اللجوء إلى البنك المركزي الأوروبي لتعويض الدعم التمويلي الذي فقدته مع نزوب التمويل بالجملة عبر الحدود واستمرار تدفق الودائع إلى الخارج.

وأشار عدد إبريل ٢٠١٢ من "تقرير الاستقرار المالي العالمي" إلى الضغوط التي تزرح تحت وطأتها البنوك الأوروبية لتخفيض أصولها، نتيجة للضغوط التمويلية والسوقية فضلاً على الدوافع الهيكلية والتنظيمية الأطول أجلاً. واستمر التخفيض الحاد للميزانيات العمومية في البنوك من الربع الرابع من عام ٢٠١١ حتى الربع الأول من عام ٢٠١٢، وإن كان بوتيرة أبطأ. وتباين نمو الائتمان الممنوح للقطاع الخاص في منطقة اليورو تبايناً ملموساً. فبينما تقلص الائتمان في اليونان وإسبانيا

مستجدات تقرير الاستقرار المالي العالمي، يوليو ٢٠١٢

والبرتغال وأيرلندا، فقد ظل أكثر استقرارا في بعض البلدان الرئيسية. وتوضح بيانات مسح أوضاع الإقراض المصرفي أن

الشكل البياني ٣ - التدفقات الأجنبية الخارجة والتغيرات في التزامات المنظومة المصرفية الأوروبية



عرض الائتمان ظل محدودا، وإن كان بدرجة أقل في نهاية ٢٠١١، ولكنها تبين كذلك أن الطلب قد ضعف أيضا في وقت أقرب. كذلك يمثل تخفيض القروض التمويلية مصدر قلق لكثير من شركات البلدان الهامشية نظرا لاعتمادها التاريخي على التمويل المصرفي ونتيجة لاحتمال ارتفاع تكاليف الاقتراض بسبب تخفيض مستوى الجدارة الائتمانية وتراجع الإقبال من جانب المستثمرين، حتى في حالة مقدمي الائتمان عالي الجودة.

وأدى تخفيض مستوى الجدارة الائتمانية للبنوك إلى زيادة الاحتمالات المتوقعة بارتفاع تكاليف التمويل التي يتحملها كثير من البنوك. فقامت مؤسسة "موديز" للتصنيف الائتماني مؤخرا بتخفيض مستوى

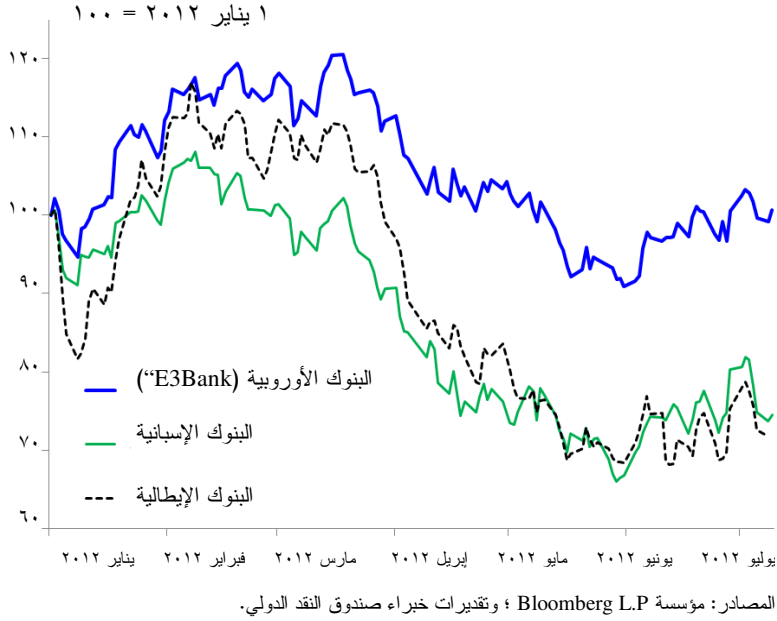
جدارة خمسة عشر بنكا أوروبيا وأمريكا تنفذ عمليات كبرى في الأسواق الرأسمالية. وكان تخفيض مستوى الجدارة الائتمانية انعكاسا للمخاوف من تناقص الربحية الأطول أجلا لهذه الشركات نتيجة للمخاطر التي تنطوي عليها أنشطتها في الأسواق الرأسمالية، وصعوبة أوضاع التمويل، وزيادة تشدد الشروط التنظيمية. وجاءت إجراءات التصنيف الائتماني أيضا انعكاسا لحجم ومدى استقرار المكاسب التي تتحقق من ممارسة الأنشطة في الأسواق غير الرأسمالية، واحتياطيات السيولة، ومخاطر الانكشاف أمام القروض العقارية السكنية أو حوافز العقارات التجارية أو الحوافز الموروثة في أوروبا والولايات المتحدة، وكذلك أي سجل لمشكلات إدارة المخاطر. واتخذت مؤسسة "ستاندرد أند بور" إجراءات مماثلة في نوفمبر ٢٠١١.

التدابير لتحقيق استقرار الجهاز المصرفي الإسباني لم تسترد ثقة السوق بعد.

أدت المخاوف بشأن احتياجات إعادة رسملة الجهاز المصرفي الإسباني إلى هبوط سوق الأسهم بصورة حادة (الشكل البياني ٤). وعادت تكاليف التمويل بالجملة التي تتحملها البنوك الإسبانية إلى المستويات المرتفعة التي كانت عليها في أواخر ٢٠١١ فيما يخص كل من السندات المغطاة والديون غير المضمونة.

مستجدات تقرير الاستقرار المالي العالمي، يوليو ٢٠١٢

الشكل البياني ٤- التجزؤ في أداء حصص رأس مال البنوك الأوروبية



ولم يبد المستثمرون ارتياحا يُذكر إزاء طلب إسبانيا المساعدة الخارجية في ١٠ يونيو لدعم جهازها المصرفي المحلي. وبينما يلقي طلب الدعم الخارجي الترحيب كأداة تساعد على إعادة هيكلة شرائح القطاع المصرفي، جاءت استجابة السوق المعاكسة للوهلة الأولى نتيجة للافتقار إلى برنامج شامل لإعادة هيكلة الجهاز المصرفي وعدم وجود أي تفاصيل عن القرض. وأعربت بعض الأطراف المشاركة في السوق أيضا عن قلقها من أن هذا الدعم، الذي سيقدم في صورة قرض سيادي، يمكن أن يمثل مطالبة ذات أولوية على دائني الحكومة الإسبانية الحاليين. وهدأت بعض هذه المخاوف بفضل القرار الذي اتخذته قادة الاتحاد الأوروبي في قمة نهاية يونيو بإمكانية تقديم الدعم المالي في صورة إعادة رسملة مباشرة للبنوك وعدم تمتعه بوضعية الدائن المفضل.

وضع مجموعة كاملة من السياسات لتقديم حل على مستوى أوروبا لا يزال عملا قيد الإنجاز.

تمثل التدابير التي أعلنت عنها قمة القادة الأوروبيين في يونيو خطوات في الاتجاه الصحيح لمعالجة الأزمة الراهنة. وتشمل الخطوات الإضافية لتدعيم هذه التقدم على المدى القصير ما يلي:

- يجب على صانعي السياسات إزالة أجواء عدم اليقين التي تحيط بجودة الأصول المصرفية ودعم تقوية الميزانيات العمومية للبنوك. فلا تزال رؤوس أموال البنوك أو هياكل التمويل في كثير من المؤسسات ضعيفة وغير كافية لاستعادة ثقة الأسواق. ويتعين في بعض الحالات السعي لإعادة رسملة البنوك وإعادة هيكلتها، بوسائل منها مساهمة "آلية الاستقرار الأوروبية" المباشرة في حصص ملكية البنوك الضعيفة التي تمتلك مقومات البقاء، متى تأسست آلية رقابية موحدة.
- يجب على البلدان أيضا الوفاء بالالتزامات التي سبق وأن اتفقت عليها على صعيد السياسات لتقوية الموارد العامة ووضع إصلاحات هيكلية شاملة.

مستجدات تقرير الاستقرار المالي العالمي، يوليو ٢٠١٢

وتمثل المبادرات الأخيرة خطوات في الاتجاه الصحيح يتعين تكميلها، على النحو المتوخى، بإحراز مزيد من التقدم نحو إقامة اتحاد مصرفي متكامل وتعميق التكامل المالي. وبالبدا في تنفيذ عملية لإنشاء إطار رقابي موحد، تضع القمة الأوروبية أولى لبنات الاتحاد المصرفي. ولكن يتعين إضافة عناصر ضرورية أخرى، ومنها إنشاء نظام لضمان تأمين الودائع واستحداث آلية لتسوية أوضاع البنوك تمتلك احتياطات وقائية مشتركة على مستوى أوروبا. أما على المدى الأقرب، فمن الضروري أن يتم تنفيذ هذه الخطوات في الوقت المناسب، بما في ذلك من خلال مصادقة جميع الأعضاء على "آلية الاستقرار الأوروبية". فضلا على ذلك، سيكون من المفيد تكميل هذه الخطوات بوضع خطط للتكامل المالي، على النحو المتوقع في تقرير "الرؤساء الأربعة" الذي قُدّم إلى القمة.

ولا تزال السياسات النقدية وسياسات السيولة الداعمة تكتسب أيضا أهمية بالغة. فهناك ترحيب بتخفيض البنك المركزي الأوروبي لأسعار الفائدة مؤخرا، ولكن المجال متاح لزيادة تيسير السياسة النقدية. وساعدت "عمليات إعادة التمويل طويلة الأجل" على تخفيض تكلفة الإقراض المضمون وغير المضمون بين البنوك بالنسبة لكثير من البنوك الأوروبية، ولكنها لا تكفي وحدها لاستعادة ثقة المستثمرين أو التوصل إلى حل دائم. ويمكن اللجوء إلى استخدام تدابير غير تقليدية إذا استمر تدهور الأوضاع الاقتصادية. ويعني ذلك النظر في اتخاذ تدابير غير عادية، مثل إعادة تفعيل "برنامج سوق الأوراق المالية" (SMP)، أو تنفيذ مزيد من "عمليات إعادة التمويل طويلة الأجل" وفق اشتراطات ضمان مناسبة، أو استحداث بعض أشكال التيسير الكمي. وكان لقواعد الضمانات الجديدة التي وضعها البنك المركزي الأوروبي دور مهم في تخفيف القيود على السيولة، وينبغي تلافي أي تشديد لقواعد الضمانات مجددا.

المخاطر أمام الاستقرار المالي العالمي موجودة أيضا في الولايات المتحدة

كان محور الاهتمام المتزايد خارج أوروبا في الأسابيع الأخيرة هو "المنحدر المالي" في الولايات المتحدة- أي تقارب موعد انتهاء مدة التخفيضات الضريبية وبدء تخفيضات الإنفاق التلقائية في نهاية العام. وإذا لم يتخذ أي إجراء على صعيد السياسة، فمن شأن "المنحدر المالي" أن يسفر عن نقشف مالي يعادل أكثر من ٤% من إجمالي الناتج المحلي (راجع تقرير "مستجدات الرائد المالي" المصاحب).

ومع اقتراب نهاية العام وتزايد أجواء عدم اليقين، فإن معاودة انتهاج استراتيجية حافة الهاوية في الدوائر السياسية - على غرار ما حدث في أغسطس ٢٠١١ أثناء مناقشة الحد الأقصى للديون في الولايات المتحدة - من شأنها أن تسبب زيادة تقلب الأسواق. ومن العوامل التي تزيد الأزمة تعقيدا احتمال بلوغ الحد الأقصى للديون في نفس وقت "المنحدر المالي" تقريبا. وخلال النوبة الأخيرة لتحديد الحد الأقصى للديون، ارتفعت أسعار الفائدة على أدوات سوق النقد قصيرة الأجل، وانخفض حجم معاملات إعادة الشراء، واتجه منحنى سندات الخزنة نحو الانحدار، وانعكس مسار فروق العائد على مبادلات مخاطر الائتمان السيادي. ويرغم رفع الحد الأقصى للديون في نهاية المطاف، قامت مؤسسة "ستاندرد آند بور" بتخفيض تصنيفها الائتماني

مستجدات تقرير الاستقرار المالي العالمي، يوليو ٢٠١٢

السيادي للولايات المتحدة من AAA إلى AA+. ولا تزال توقعاتها للتصنيف الائتماني سلبية، معقدة ذلك بتدهور آفاق المالية العامة في الولايات المتحدة وغياب توافق الآراء على المستوى السياسي بشأن إيجاد حل له. ومع هذا، فمعظم الأسواق لا تأخذ في حسابها المخاطر الحادة التي تواجه المالية العامة عند التسعير. وبرغم ارتفاع فروق العائد على مبادلات مخاطر الائتمان في الولايات المتحدة، فلا تزال مستوياتها منخفضة.

وهناك توافق في الآراء في السوق حول تأجيل الجانب الأكبر من النقشف المالي إلى وقت لاحق ورفع الحد الأقصى للديون في الوقت المناسب لتفادي التوقف عن السداد. ومع هذا، من الواضح أن هناك احتمال بصدور رد فعل معاكس كبير في الأسواق إذا أعادت الأطراف المشاركة في السوق تقييم مدى رجحان حدوث "منحدر مالي"، نظرا لاحتمال تأثيره بشكل حاد على الاقتصاد الأمريكي. وينبغي أيضا رفع الحد الأقصى للدين الفيدرالي قبل الموعد النهائي بفترة طويلة (ويحل على الأرجح في مطلع ٢٠١٣) لتخفيف حدة مخاطر حدوث اضطرابات في الأسواق المالية وفقدان ثقة المستهلكين ومجتمع الأعمال. وفي نفس الوقت، فإن عدم إحراز تقدم صوب وضع خطة تقشفية موثوقة يهدد بتخفيض التصنيف الائتماني السيادي مجددا. ومن شأن تخفيض هذا التصنيف من جديد أن يرفع علاوات الاستثمار طويل الأجل، فيؤدي إلى فقدان السيولة، ويمكنه أيضا أن يسفر عن زعزعة الأسواق الأكبر وخلخلة المشاعر السائدة في السوق العالمية- نظرا لاتساع دور الخزانات في تسعير الأصول الأخرى وضمانها.

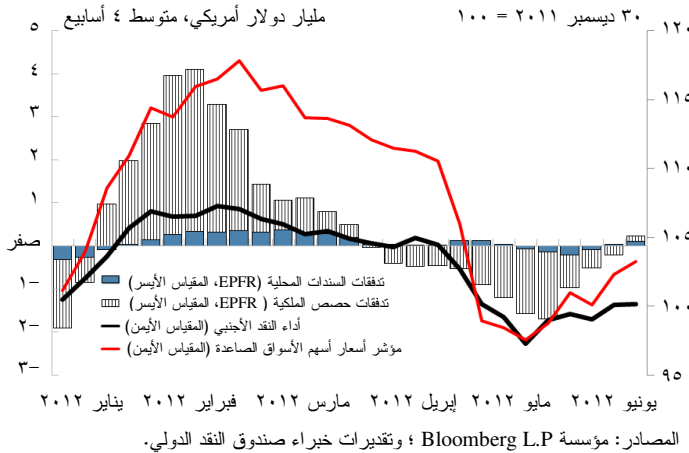
الأسواق الصاعدة لم تفر من العدوى، وتجابه أيضا مواطن ضعف نابغة من الداخل.

تشهد الأسواق الصاعدة أجواء غير عادية من عدم اليقين بشأن تأثير الأوضاع الخارجية على أدائها الاقتصادي. وفي مطلع هذا العام، ظل صناعات السياسات على مستوى العديد من اقتصادات الأسواق الصاعدة قلقين من التدفقات الرأسمالية الكبيرة الداخلة والارتفاع المفرط في أسعار عملاتهم. وأفسحت هذه

المخاوف المجال للقلق من السرعة البالغة في انخفاض سعر العملة وزيادة التقلبات، مع انخفاض عملات مثل الريال البرازيلي والروبية الهندية بما يتراوح بين ١٥% و ٢٥% خلال أقل من ربع سنة واحد.

وبرغم الارتداد الإيجابي القوي الذي شهدته أسواق الأسهم في الأسواق الصاعدة خلال أول شهرين من عام ٢٠١٢، إلا أنها فقدت منذ ذلك الوقت كثيرا من هذه المكاسب (الشكل البياني ٥). وشهدت الأسواق المحلية خروج قدر أقل من تدفقات الاستثمار في السندات

الشكل البياني ٥- الأسواق الصاعدة: التدفقات الداخلة والأسعار



مستجدات تقرير الاستقرار المالي العالمي، يوليو ٢٠١٢

مقارنة بتدفقات حصص الملكية. وبالفعل، فضل كثير من مستثمري السندات الأجانب التحوط ضد مخاطر العملة على أساس انتقائي بدلا من الانسحاب من الأسواق. وساعدت هذه الديناميكية على وضع حد أدنى لأسعار السندات أثناء فترات تصاعد العزوف العالمي عن المخاطر. ومع هذا، فالعائدات على السندات يمكن أن تسجل صعودا حادا وأن تزرع الأسواق المحلية في حالة خروج قدر كبير من تدفقات الاستثمار في السندات. وربما يتعين على البلدان في هذه الحالة الاعتماد بقدر أكبر على مرونة سعر الصرف، أو السحب بكثافة أعلى من احتياطات النقد الأجنبي، أو اتخاذ تدابير أخرى على مستوى السياسات لمواجهة أوضاع السوق غير المنظمة.

وتشعر الأطراف المشاركة في السوق بالقلق أيضا من تباطؤ النمو المحلي الذي يمكن أن يسفر عن تآكل ربحية البنوك ويفرض بعض المخاطر على الاستقرار المالي، وذلك على سبيل المثال في البرازيل والصين والهند. وواجهت أرصدة البنوك ضغوطا في الشهور الأخيرة من جراء عدم التيقن من تقييمات الأصول والنمو الاقتصادي. وانخفض الطلب على الائتمان في عدد من البلدان، حتى تلك التي توافر فيها الائتمان الذي تدعمه الحكومة.

هناك فروق ملموسة بين مختلف المناطق.

إن أوروبا الوسطى والشرقية هي الأكثر انكشافا أمام منطقة اليورو وقد تعاني على نحو غير متناسب من سحب التمويل المصرفي أو رؤوس أموال الحوافظ بوتيرة متسارعة. وتبدو آسيا متمتعة بحماية أفضل ضد أزمة منطقة اليورو، وذلك انعكاسا لمحدودية روابطها المالية المباشرة وقوة احتياطات النقد الأجنبي. ومع هذا، تأزمت الأوضاع في أسواق التمويل بالدولار في المنطقة منذ منتصف شهر مارس، بينما يسفر كل من زيادة عدم اليقين العالمي وضعف الطلب الخارجي عن وقوع تأثيرات معاكسة على الاقتصادات المعتمدة على التصدير مثل جمهورية كوريا. كذلك تباطأ النمو في الصين، مما أثر سلبا على الأسواق في آسيا، وكذلك على أسعار السلع الأولية على المستوى العالمي. وتمثل الهند مصدر قلق متزايد في ظل هبوط سعر الروبية إلى مستويات قياسية جديدة مؤخرا، لأن الحاجة إلى تمويل العجز الكبير في المالية العامة والحساب الجاري يسبب ضغوطا على الأسواق، وذلك على الرغم من سهولة تمويل عجز المالية العامة بفضل القيود المالية المفروضة. وفي البرازيل، قام البنك المركزي بتخفيض سعر الفائدة الأساسي إلى مستوى غير مسبوق لمواجهة التباطؤ الحاد في نشاط الاقتصاد العيني. كذلك انعكس مسار بعض التدابير التنظيمية التي اتُخذت في ٢٠١١ لإبطاء التدفقات الرأسمالية الداخلة ومسار نمو الائتمان الاستهلاكي.

صناع السياسات في الأسواق الصاعدة يواجهون تحديات أيضا.

لا يزال هناك حيز أمام كثير من بلدان الأسواق الصاعدة لتيسير السياسة النقدية في مواجهة الصدمات المحلية أو الخارجية الكبيرة المعاكسة، بينما يظل التنشيط المالي هو خط الدفاع الثاني في عدد من البلدان إذا أصيب نموها بصدمة كبيرة (راجع

مستجدات تقرير الاستقرار المالي العالمي، يوليو ٢٠١٢

تقرير "مستجدات الراصد المالي". ويسجل التضخم عموماً معدلات في حدود النطاقات المستهدفة، مما يشير إلى أن المجال متاح لتخفيض أسعار الفائدة مرة أخرى في حالة مواجهة صدمات كبيرة. وكثير من بلدان الأسواق الصاعدة التي لديها حيز للتحرك على صعيد السياسة في مواجهة الأزمات سيظل يستفيد من إعادة بناء مزيد من الاحتياطات الوقائية من خلال السياسات في هذه المرحلة نظراً لقوة أسعار السلع الأولية وأوضاع السيولة التي لا تزال مواتية. وعلى العكس من ذلك، فإن إتاحة تنشيط ائتماني كبير مدفوع بالسياسات يمكن أن يكون أقل فعالية مما كان عليه في ٢٠٠٨/٢٠٠٩، ومن المؤكد أنه لن يكون مستحياً بنفس الدرجة. واستفادت الاقتصادات الكبرى مثل البرازيل والصين والهند، مقارنة بالأسواق الصاعدة الأخرى، من قوة نمو الائتمان في السنوات الأخيرة، وهي تمر الآن بالمراحل الأخيرة في الدورة الائتمانية. أما التوسع الائتماني الكبير عند المنعطف الحالي فسوف يؤدي إلى تصاعد المخاوف بشأن جودة الأصول وقد يضعف نمو إجمالي الناتج المحلي والاستقرار المالي في السنوات القادمة.

وتشكل مجموعة الأوضاع الراهنة تحديات جسيمة أمام صناعات السياسات. وأدت المخاوف المستمرة من مواجهة صدمات التطورات السلبية الحادة إلى حفاظ كثير من بلدان الأسواق الصاعدة على أوضاع السياسة التيسيرية، والتي يمكن أن تسفر بمرور الوقت عن تعرض الاستقرار المالي لاختلالات وتهديدات جديدة. ويؤدي انخفاض أسعار الفائدة إلى التحفيز على تراكم الديون، بينما يدعم أسعار الأصول. وفي الوقت الحاضر، تسير عملية إعادة بناء الحيز المالي في عدد قليل من الاقتصادات الصاعدة الكبرى (الهند وروسيا وتركيا) بوتيرة أبطأ كثيراً مما هو محبذ (راجع تقرير "مستجدات الراصد المالي"). وقد تكون السياسات المالية أقل تحفظاً مما يناسب الوضع في الأسواق الصاعدة التي تمر بمرحلة متقدمة في الدورة الائتمانية. وإذا ما وقعت صدمة تطورات سلبية كبيرة في نهاية المطاف، يمكن حينئذ أن تحتل مواطن الضعف هذه مجتمعة موقع الصدارة بسرعة فتضع الاستقرار المالي أمام اختبار صعب.

جدول أعمال الإصلاحات التنظيمية يركز الآن على صنع القواعد وتطبيقها، لكن إحراز التقدم كان متفاوتاً.

انتقل محور تركيز جدول أعمال الإصلاحات التنظيمية من مجرد وضع المعايير إلى صنع القواعد وتطبيقها. وأعلن بالفعل عدد قليل من البلدان أعضاء مجموعة العشرين (الهند واليابان والمملكة العربية السعودية) عن القواعد النهائية لتنفيذ اتفاقية بازل الثالثة اعتباراً من مطلع عام ٢٠١٣، غير أن معظم البلدان لا يزال إما في مرحلة الصياغة أو التشاور. واقترب الاتحاد الأوروبي من إصدار القاعدة النهائية مع موافقة المجلس الأوروبي على حل توافقي فيما يخص "التوجيه الرابع بشأن متطلبات رأس المال" (CRD IV). وأصدرت السلطات الأمريكية قاعدة نهائية تضع معايير لكفاية رأس المال تتوافق إلى حد كبير مع اتفاقية بازل ٢-٥ اعتباراً من يناير ٢٠١٣، ونشرت قواعد إدراج معايير كفاية رأس المال التي تنص عليها اتفاقية بازل الثالثة ضمن الإطار التنظيمي بغرض لتشاور حولها.

مستجدات تقرير الاستقرار المالي العالمي، يوليو ٢٠١٢

ولا تزال العناصر الأخرى في جدول أعمال الإصلاحات قيد التطور، ويتسم تطبيقها بالتجزؤ. وفيما يتعلق بالمشتقات المالية المتداولة خارج المقصورة (OTC)، يتعين أن تمضي جميع مناطق الاختصاص والأسواق بجرأة صوب التطبيق الكامل للتغيرات السوقية في أكبر عدد ممكن من المناطق، وذلك بحلول الموعد النهائي الذي حدده قادة مجموعة العشرين وهو نهاية عام ٢٠١٢. ويعني ذلك على وجه التحديد نقل جميع عمليات تداول المشتقات النمطية إلى البورصات أو تنفيذها عبر منصات التداول الإلكتروني، حسبما يكون ملائماً، وإجراء عمليات المقاصة الخاصة بها من خلال الأطراف المقابلة المركزية (CCPs). وفي ظل تصاعد المخاوف من احتمال أن تصبح الأطراف المقابلة المركزية هي المؤسسات المالية الجديدة المؤثرة على النظام العالمي، أصبحت الحاجة الآن أكثر إلحاحاً لوضع ترتيبات لتسوية الأوضاع والاتفاق بشأنها. وتحقق تقدم بطيء نحو وضع أطر لتسوية الأوضاع على نطاق أعم، بينما لا يزال كثير من مناطق الاختصاص يفتقر إلى أدوات التسوية القانونية الضرورية. ويعمل كثير من مناطق الاختصاص في الوقت الحاضر على تطبيق الإصلاحات القانونية اللازمة التي تهدف إلى تحقيق اتساق نظم التسوية الوطنية مع "مواصفات مجلس الاستقرار المالي الأساسية لنظم التسوية الفعالة". ومن الخطوات المهمة في هذا الصدد صدور مسودة توجيه عن المفوضية الأوروبية مؤخراً بشأن وضع إطار لتعافي مؤسسات الائتمان وشركات الاستثمار وتسوية أوضاعها. ومع ذلك، لا تزال منطقة اليورو في حاجة إلى إحراز مزيد من التقدم نحو إنشاء إطار متكامل للرقابة وإدارة الأزمات وتسويتها.