

الاستقرار المالي العالمي لا يزال معرضاً للخطر

مضت قرابة أربعة أعوام على بدء أكبر أزمة مالية منذ الكساد الكبير، ولا يزال تحقيق الاستقرار المالي العالمي غير مؤكد بعد كما أن هناك تحديات كبيرة أمام السياسات لا يزال يتعين معالجتها. ولم تكتمل عملية إعادة هيكلة الميزانيات العمومية بعد فتسير ببطء، كما لا تزال معدلات الرفع المالي مرتفعة. ويظل التفاعل بين المخاطر المصرفية ومخاطر الائتمان السيادي في منطقة اليورو أحد العوامل الحاسمة، وهناك حاجة إلى انتهاج سياسات لمعالجة مواطن الضعف التي تشوب المالية العامة والقطاع المصرفي. وعلى المستوى العالمي، لا يزال يتعين إجراء إصلاحات تنظيمية لوضع القطاع المالي على مسار أكثر ثباتاً. وفي الوقت ذاته، تنتهج الاقتصادات المتقدمة سياسات تيسيرية بينما الأساسيات الاقتصادية في بعض بلدان الأسواق الصاعدة مواتية نسبياً الأمر الذي يحفز التدفقات الرأسمالية الداخلة. ويعني ذلك أنه سيتعين على صانعي السياسات في بلدان الأسواق الصاعدة الاجتهاد في مراقبة دلائل ظهور فقاعات أسعار الأصول والائتمان المفرط.

التدفقات الرأسمالية نحو هذه الاقتصادات، الأمر الذي يولد ضغوطاً رافعة لأسواق الأصول في البلدان المتلقية للتدفقات، ويضيف إلى المخاطر الكامنة النابعة من احتمال تحول مسار التدفقات الداخلة، ويفرض بالتالي تحديات جسيمة أمام السياسات في إيجاد أفضل السبل لاستيعاب التدفقات.

وعلى الرغم من هذه العوامل، لا يزال أداء الأسواق المالية مواتياً حتى هذه الآونة من مطلع عام ٢٠١١ وهو ما يمثل انعكاساً للمناخ الاقتصادي الأكثر إيجابية، ووفرة السيولة، وزيادة الإقبال على المخاطر. وسجلت أسواق الأسهم في البلدان المتقدمة وبلدان الأسواق الصاعدة ارتفاعاً منذ صدور عدد أكتوبر ٢٠١٠ من "تقرير الاستقرار المالي العالمي". وشهدت أسعار السلع الأولية انطلاقة - مع سرعة ارتفاع أسعار كل من النفط والغذاء والمعادن والمواد الخام. ومع هذا، كانت هذه التطورات الإيجابية غائبة بشكل ملحوظ عن الكيانات السيادية والأجهزة المصرفية في كثير من البلدان

وبالرغم من تسارع وتيرة النمو الاقتصادي العالمي إلى حد ما (راجع تقرير مستجدات آفاق الاقتصاد العالمي)، فلا يزال الاستقرار المالي العالمي غير مؤمناً بعد. ولا يزال التعافي العالمي مزدوج المسار - حيث تنمو البلدان المتقدمة بوتيرة أبطأ بكثير من سائر بلدان العالم - يمثل مصدراً للتحديات التي تواجه السياسات. وازدادت درجة حساسية الأسواق لمخاطر القدرة على مواصلة تحمل الديون جراء الاحتمالات المتوقعة لتباطؤ النمو واستمرار ضعف أرصدة المالية العامة في الاقتصادات المتقدمة. وظهرت الضغوط مجدداً في أسواق التمويل في منطقة اليورو وازدادت التوترات نتيجة للروابط الواضحة بين ضعف الميزانيات العمومية للقطاع الحكومي والقطاع المصرفي. وفي نفس الوقت أدت السياسات النقدية التيسيرية في البلدان المتقدمة والأساسيات الاقتصادية المواتية نسبياً في اقتصادات الأسواق الصاعدة إلى حفز

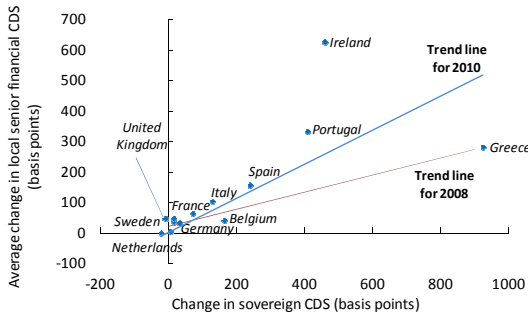
Figure 2. Ten-Year Government Bond Correlation with Average of Greece and Ireland (3-month correlation coefficient)



Sources: Bloomberg L.P.; and IMF staff calculations.

وبينما لا يزال التفاعل السلبي محصورا في منطقة اليورو فقد اشتدت حدته بين المخاطر السيادية والمخاطر المصرفية في عدد من البلدان مما أدى إلى حدوث اضطرابات في بعض أسواق التمويل. ويوضح الشكل البياني ٣ أن فروق العائد على مبادلات مخاطر الائتمان السيادية المحررة في المؤسسات المالية بلغت أقصى مستويات الارتفاع في البلدان التي واجهت أكبر قدر من الضغوط السيادية - وتتسم هذه العلاقة في الوقت الحاضر بأنها موجبة بقدر أكبر مقارنة بعام ٢٠٠٨.

Figure 3. Sovereign and Bank Credit Default Swap Spreads¹

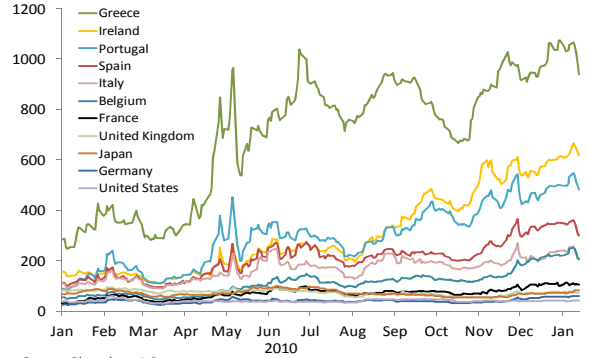


Sources: Bloomberg L.P.; and IMF staff estimates.
¹January 2010 to December 2010. Data points not labeled are for Austria, Denmark, and Norway.

أما البنوك الأصغر حجما والأكثر تركيزا على السوق المحلي في بعض البلدان فكانت فرصتها في الوصول إلى مصادر خاصة للتمويل بالجملة ضيقة، بينما تكبد كثير من البنوك التي ظلت محتفظة بقدرتها على النفاذ إلى هذه المصادر تكاليف أعلى، وليس في استطاعتها الاقتراض إلا بأجل استحقاق قصيرة جدا.

المتقدمة (الشكل البياني ١). وفي واقع الأمر، فإن فروق العائد على مبادلات مخاطر الائتمان السيادية تتجاوز الآن في العديد من الحالات الفروق السائدة في كبرى بلدان الأسواق الصاعدة. وعمدت البنوك في هذه الاقتصادات المتقدمة أيضا إلى زيادة فروق العائد على مبادلات مخاطر الائتمان السيادية.

Figure 1. Sovereign Credit Default Swap Spreads (In basis points)



Source: Bloomberg L.P.

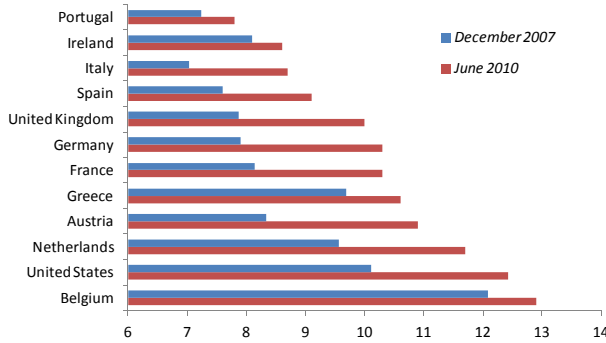
ازدياد حدة التفاعل بين المخاطر السيادية ومخاطر القطاع المصرفي

برغم تحسن أوضاع السوق منذ صدور عدد أكتوبر ٢٠١٠ من "تقرير الاستقرار المالي العالمي"، فقد اشتدت حدة المخاطر السيادية بوجه عام داخل منطقة اليورو فتداعت آثارها وانتقلت إلى بلدان أخرى. وفي بعض الحالات وصلت فروق أسعار الفائدة على السندات الحكومية إلى مستويات مرتفعة قياسية تفوق كثيرا المستويات التي رأيناها أثناء فترة الاضطرابات في شهر مايو الماضي. وواجهت آيرلندا ضغوطا حادة بشكل خاص مما أدى إلى وضع برنامج مشترك بين الاتحاد الأوروبي والبنك المركزي الأوروبي وصندوق النقد الدولي. واستمر الارتفاع في علاقات الارتباط بين متوسط العائدات على السندات السيادية في كل من اليونان وآيرلندا والعائدات في البرتغال، غير أن الشهور الأخيرة قد سجلت ارتفاعا حادا في علاقات الارتباط مع العائدات في إسبانيا، وفي إيطاليا ولكن بقدر أقل، في ظل التوترات المنتشرة (الشكل البياني ٢).

بمرور الوقت، غير أنه لا يزال هناك احتمال بأن يواجه الجهاز المصرفي مخاطر بسبب ارتفاع مستويات الديون الحالية وميل خسائر القروض عادة إلى التأخر عن مسيرة التعافي.

وعمدت الأجهزة المصرفية في معظم البلدان إلى الحد من مواطن ضعفها عن طريق زيادة نسب طبقة رأس المال الأولى (الشكل البياني ٦). ومع هذا كان الطريق نحو تحسين هيكل التمويل محفوفاً بقدر أكبر من المصاعب. وإضافة إلى ذلك، تواجه بعض الأجهزة المصرفية في منطقة اليورو بصفة خاصة مخاطر من تدهور الجودة الائتمانية للديون السيادية التي في حيازتها. وحتى البلدان التي تبدو في وضع أفضل من هذين البُعدين فلا تزال هي أيضاً معرضة للمخاطر. وفي الولايات المتحدة، لا تزال القروض المتعثرة ذات الصلة بالعقارات التجارية والسكنية مصدراً لمخاطر التطورات السلبية التي تهدد الميزانيات العمومية المصرفية، ولا تزال نسبة الدين الحكومي إلى إجمالي الناتج المحلي مرتفعة.

Figure 6. Banking System Tier 1 Capital Ratios
(In percent)

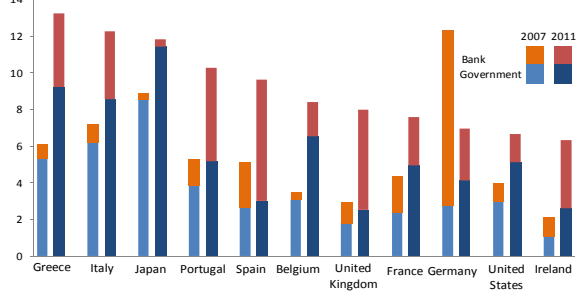


Sources: FII Consolidated Banking Data; and Federal Deposit Insurance Corporation.

ومن المرجح أن يؤدي استمرار الارتفاع في مستويات دين القطاع الخاص في بعض البلدان إلى إضعاف كل من طلب القطاع الخاص على الائتمان واستعداد البنوك للإقراض، الأمر الذي يؤثر سلباً على التعافي الاقتصادي. ومن الملائم أن تنتهج البلدان سياسات نقدية تيسيرية لأنها تساعد على حفز التعافي، إلا أن انخفاض أسعار الفائدة واستخدام التيسير الكمي يمكن أن يسفرا عن ظهور آثار جانبية سلبية على الاستقرار المالي

وستواجه عدة بلدان وكذلك بنوكها الرئيسية احتياجات تمويلية كبيرة في عام ٢٠١١ نظراً للارتفاع الكبير في نسب الديون المصرفية والسيادية إلى إجمالي الناتج المحلي على مدى السنوات العديدة الماضية (راجع تقرير مستجدات نشرة الراصد العالمي الصادر عن صندوق النقد الدولي والشكل البياني ٤). وتعاني النظم المالية من الهشاشة كما أنها شديدة التعرض لمخاطر تدهور الشعور السائد في السوق جراء الضغوط التمويلية المقترنة بمكامن الخطر المستمرة في القطاع المصرفي.

Figure 4. Government and Bank Bonds Due
(In percent of GDP)

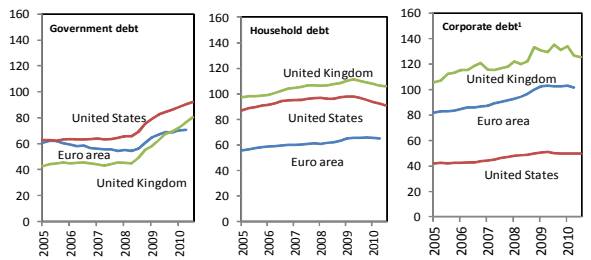


Sources: Dealogic; IMF, World Economic Outlook database; and IMF staff calculations.
Note: The first stacked bar for each country is for bonds that were due in 2007 and the second stacked bar is for bonds due in 2011. In order to compare current funding needs with the past the dataset only includes a subset of total bonds due and so does not reflect total funding needs. The chart also does not include interest payments.

تقدم محدودٌ صوب الحد من الرفع المالي

لم ينعكس مسار تزايد إجمالي الديون المتركمة لدى القطاع الخاص في عدد من الأسواق المتقدمة إلا بصورة جزئية في معظم الحالات، إن كان قد انعكس من الأساس (الشكل البياني ٥).

Figure 5. Debt to GDP, by Sector



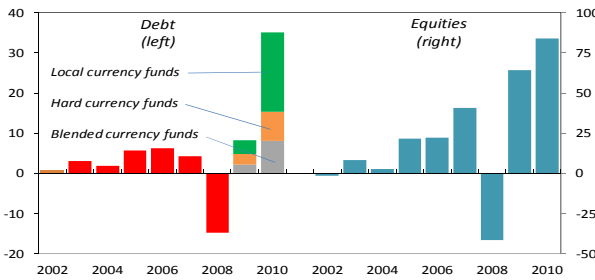
Sources: Haver Analytics; and IMF staff calculations.
*Corporate debt refers to non-financial corporate loans and bonds issued.

ويُتوقع انخفاض نسب ديون القطاع الخاص إلى إجمالي الناتج المحلي تدريجياً مع انتعاش النشاط الاقتصادي

هذا، تأتي هذه التدفقات أيضا مدفوعة بأنشطة تجارة المناقلة حيث يأمل المستثمرون أن يحققوا أرباحا من خلال فروق أسعار الفائدة والتوقعات السائدة بارتفاع أسعار الصرف. وغالبا ما تقترن هذه التوقعات بالسياسات الرامية إلى الحد من ارتفاع سعر الصرف مؤقتا. وتشير أسعار الفائدة الأجلة إلى توقعات ارتفاع الفروق الحالية بين أسعار الفائدة الأساسية في البلدان الصاعدة والبلدان المتقدمة وهو ما سيؤدي إلى زيادة الحافز على ممارسة أنشطة تجارة المناقلة. وينم هذا الأمر عن التعرض لمخاطر انعكاس مسار التدفقات وذلك كرد فعل على سبيل المثال في مواجهة الارتفاع غير المتوقع لأسعار الفائدة في البلدان المتقدمة، أو تغير آفاق النمو المتوقعة في بلدان الأسواق الصاعدة، أو زيادة العزوف عن المخاطر.

وعادة ما تحقق التدفقات الرأسمالية الداخلة منافع للبلدان المتلقية، غير أن استمرارها يمكن أن يفرض ضغوطا على الطاقة الاستيعابية للنظم المالية المحلية. واتسمت تدفقات التجزئة نحو صناديق الاستثمار المشترك في سندات الديون وأسهم رأس المال بقوتها، لا سيما في حالة صناديق أسهم رأس المال، ومن شأنها أن تؤدي إلى تكوين فقاعات أسعار الأصول في حالة محدودية المعروض من الأصول المحلية (الشكل البياني ٨).

Figure 8. Annual Retail Flows to Emerging Market Debt and Equity Mutual Funds
(In billions of U.S. dollars)



Sources: EPFR; and IMF staff estimates.

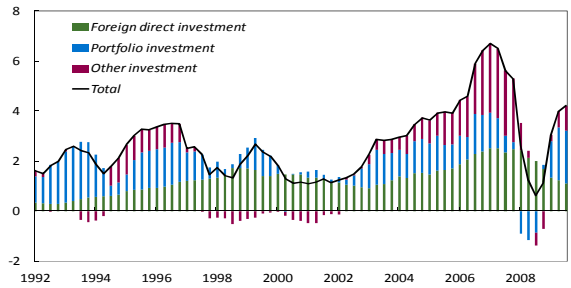
وبرغم أن معظم مقاييس تقييم أسهم رأس المال لا تزال ضمن النطاقات التاريخية، يبدو أن هناك بعض "المواضع الحساسة" الآخذة في الظهور في أسواق الأسهم في شيلي وكولومبيا والمكسيك، وكذلك في منطقة هونغ كونغ الصينية الإدارية الخاصة والهند وبيرو وإن كان بدرجة أقل.

وذلك لأسباب منها تشجيع الاستثمارات الأكثر خطرا. كذلك يفرض انخفاض أسعار الفائدة تحديا أمام المستثمرين أصحاب الدخل الثابت مثل صناديق التقاعد وشركات التأمين التي تعتمد على أصول ذات عائد أكبر لكي تفي بالتزاماتها الثابتة على المدى الطويل.

طفرة التدفقات الرأسمالية نحو اقتصادات الأسواق الصاعدة

ازدادت الأساسيات الاقتصادية قوة في بعض الأسواق الصاعدة الرئيسية بينما انخفضت أسعار الفائدة في البلدان المتقدمة مما أدى إلى ارتداد التدفقات الرأسمالية بعد هبوطها هبوطا ملموسا بينما الأزمة المالية في أوجها. ويمثل صافي التدفقات الداخلة إلى بلدان الأسواق الصاعدة في الوقت الحاضر حوالي ٤% من إجمالي الناتج المحلي الكلي (الشكل البياني ٧). وعلى سبيل المقارنة، وصلت التدفقات الداخلة قبل وقوع الأزمة إلى أكثر من ٦% من إجمالي الناتج المحلي. وصاحب التدفقات الرأسمالية الداخلة ارتفاع كبير في حصص رأس المال وإصدار السندات، الأمر الذي ربما يكون قد أدى إلى تقليص بعض آثارها على أسعار هذه الأصول.

Figure 7. Capital Flows to Emerging Markets
(Net liabilities, percent of aggregate GDP, 4-quarter moving average)



Sources: IMF, International Financial Statistics; Haver Analytics; and IMF staff estimates.

وقد تكون هذه التدفقات الرأسمالية مدفوعة جزئيا بالعوامل الهيكلية التي استندت إليها المؤسسات الاستثمارية في اتخاذ قرارات التحول في توزيع الأصول، والتي أصبحت تنظر الآن إلى أصول الأسواق الصاعدة نظرة أكثر إيجابية. ومع

أولويات السياسات

يتعين اتخاذ إجراءات على مستوى السياسات لضمان القيام بما يلزم لإعادة الهيكلة وإصلاح الميزانيات العمومية - في البنوك والكيانات السيادية - والتأكد من المضي في تنفيذ الإصلاحات الهيكلية.

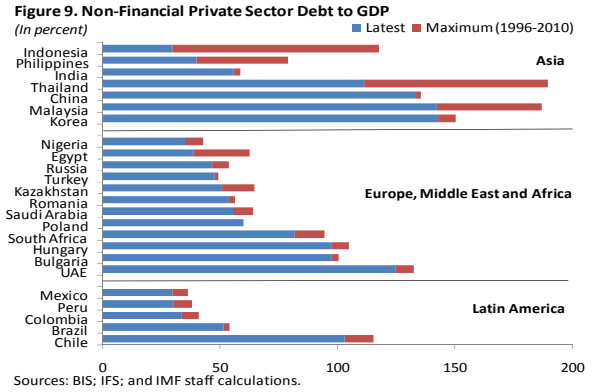
إن الوقت الذي كسبناه بفضل التدابير الداعمة الاستثنائية التي اتخذت في السنوات القليلة الماضية آخذ في النفاد، فتأثير انخفاض أسعار الفائدة الأساسية القريبة من الحد الصفري من المرجح أن يتقلص مع مرور الوقت، كما أن التنشيط المالي وزيادة الدعم الحكومي للقطاع المالي أصبحا غير مستساغين بصورة متزايدة من المنظور السياسي. ومن الواضح أن الدعم المقدم من السياسة النقدية وسياسة المالية العامة يمكن أن يفيد على المدى القصير، ولكنه ليس بديلاً عن وضع حلول هيكلية للمشكلات التي امتدت لفترة طويلة. ويتعين أن تعالج هذه الحلول المخاطر السيادية وأوجه الهشاشة المالية على نحو كلي وشامل.

كسر دائرة التأثيرات السلبية بين الكيانات السيادية والقطاع المالي

يجب معالجة جذور المشكلة في كثير من البلدان المتضررة من الأزمة - وهي التفاعل السلبي بين المخاطر السيادية ومخاطر القطاع المالي. وينطبق ذلك بصفة خاصة على بلدان منطقة اليورو حيث لا تزال الأسواق قلقة من غياب استراتيجية شاملة ومتسقة بقدر كافٍ لإصلاح الميزانيات العمومية المالية والنظام المالي، برغم إنشاء أدوات على مستوى المنطقة ككل.

ويجب على جميع البلدان التي لديها مستويات ضخمة من الديون - سواء داخل منطقة اليورو أو خارجها - أن تحرز تقدماً على المدى المتوسط يتسم بالطموح والمصدقية في وضع استراتيجيات لضبط أوضاع المالية العامة، مصحوباً

ويمكن أن تؤدي التدفقات الداخلة أيضاً إلى سرعة تزايد مديونية القطاع الخاص في البلدان المتلقية. وكما يوضح الشكل البياني ٩، تقترب ديون القطاع الخاص غير المالي في الوقت الحاضر في بعض اقتصادات آسيا وأمريكا اللاتينية من الحد الأقصى للنسب التي بلغت في الفترة بين عامي ١٩٩٦ و ٢٠١٠ (مثل البرازيل وشيلي والصين والهند وكوريا).^١ وقد تمثل التغييرات في بعض البلدان زيادة التعميق المالي والتطورات الصحية في الأسواق، ولكنها قد تصدر في بلدان أخرى إشارة على تزايد المخاطر، ومن ثم فمن الضروري أن تتوخى سلطات البلدان اليقظة حيالها.



ومن السمات الأخرى التي تميز التدفقات الرأسمالية الداخلة الكبيرة اتساع إمكانية نفاذ الكيانات الأقل جودة إلى السوق لإصدار سندات الدين فينخفض بالتالي متوسط مستوى جودة الأصول في حيازة المستثمرين. وشهد العمان الماضيان ارتفاع نسبة سندات الدين الصادرة عن كيانات الائتمان الأقل مرتبة.

^١ تشمل ديون القطاع الخاص الائتمان المصرفي المحلي وعبر الحدود، وديون الشركات المحلية والدولية.

ويتعين اتخاذ الخطوات الواردة أدناه على مستوى الاتحاد الأوروبي للحد من عدم اليقين والمساعدة على استعادة الثقة في الأسواق.

- يتعين إجراء مزيد من اختبارات القدرة على تحمل الضغوط في البنوك مع توخي الدقة والمصداقية إلى جانب وضع خطط متابعة محددة المدة لإعادة رسملة وإعادة هيكلة المؤسسات التي تمتلك مقومات البقاء وتعاني من نقص رؤوس الأموال وإغلاق المؤسسات التي لا تتوافر لها مكونات الاستمرار.

- ينبغي زيادة حجم "التسهيل الأوروبي للاستقرار المالي" الفعلي ويتعين أن تتسم صلاحياته بمزيد من المرونة. وفيما يخص البلدان التي يمثل الجهاز المصرفي نسبة كبيرة من اقتصادها، فقد ازدادت الآن أهمية ضمان الحصول على أموال كافية على نحو يتجاوز أدوات الدعم الوطنية كلما اقتضت الضرورة ذلك .

- يتعين تعميم وتعزيز آليات التسوية على مستوى منطقة اليورو عند الحاجة. ومن شأن استحداث إطار لتسوية أوضاع البنوك في أوروبا عموماً مع أداة دعم مالي على مستوى الاتحاد الأوروبي أن يساعد على فصل المخاطر السيادية عن المخاطر المصرفية.

- سيتعين على البنك المركزي الأوروبي الاستمرار في توفير السيولة للبنوك التي تحتاج إليها والحفاظ على فعالية "برنامج أسواق الأوراق المالية" مع الإقرار أيضاً بأنه عبارة عن مجموعة من التدابير المؤقتة ولن يؤدي إلى التوصل إلى حل المشكلات الأساسية.

ويتعين بذل الجهود في الولايات المتحدة لمعالجة التأثيرات المعاكسة الناجمة عن الأسواق العقارية التي لا تزال تعاني من الأضرار.

- من المهم إيجاد السبل لتخفيف الروابط الاقتصادية الكلية- المالية السلبية الناتجة عن "مخزون الظل" الكبير من المساكن المعروضة للبيع (أي العقارات

بتحسين إدارة الدين العام استناداً إلى مبادئ ستوكهولم^٢ وعلى وجه الخصوص، لا تزال الحاجة قائمة إلى أن تسعى السلطات في البلدان التي تواجه ضغوطاً تمويلية إلى إقناع الأسواق بقدرتها على الحد من الاعتماد على عمليات تجديد الديون وإطالة هياكل آجال استحقاق ديونها، وبأنها ستجري ذلك بالفعل. وستطوي هذه العملية حتماً على سياسات أخرى، لا سيما التدابير الهيكلية الرامية إلى دعم النمو المحتمل. وقام عدد من بلدان منطقة اليورو بتحركات ملموسة في هذا الاتجاه ولكن لا يزال يتعين عليها مواصلة ذلك. وفي الولايات المتحدة، من شأن تأخر وضع استراتيجية موثوقة لضبط أوضاع المالية العامة على المدى المتوسط أن يؤدي في نهاية المطاف إلى رفع أسعار الفائدة الأمريكية فيسفر عن تداعيات مقلقة على تكاليف الاقتراض في الاقتصادات الأخرى. وكلما طالت فترة توقف عملية تحقيق استقرار المالية العامة ازدادت احتمالات الارتفاع الحاد في عائدات الخزائن، الأمر الذي يمكن أن يسفر عن اضطراب الأسواق المالية العالمية والاقتصاد العالمي. ويتعين على اليابان، وهي إحدى البلدان الأخرى ذات مستويات الدين المرتفعة، أن تواصل العمل على خفض هذه المستويات وضمان استمرارية أوضاع المالية العامة إزاء تزايد أعداد السكان المسنين.

وفي نفس الوقت، يجب إصلاح النظام المالي - أي تعزيز القطاع المصرفي باتخاذ إجراءات علاجية موجهة بدقة، والتخلص من المخاطر المتطرفة، ووضع قواعد تنظيمية أفضل.

^٢ للاطلاع على المجموعة الكاملة من المبادئ راجع

الموقع الإلكتروني:

www.imf.org/external/np/mcm/Stockholm/principles.htm

المؤسسات المالية الكبيرة لاستقرار النظام المالي ككل وللميزانيات العمومية السيادية، وذلك من خلال تحسين الهياكل الرأسمالية وربما بفرض قيود على نطاق الأنشطة والحد من المخاطر التي تتطوي عليها.

مواصلة جهود الإصلاح التنظيمي ضرورة حتمية

تمضي الجهود قُدماً نحو الإصلاح التنظيمي على المستوى العالمي ولكنها تعاني بصورة متزايدة من مزيج من الإرهاق وتعقيدات القضايا في حد ذاتها. وقد تحقق تقدم على صعيد التنظيم المصرفي الاحترازي الجزئي الذي يهدف إلى ضمان صلابة المؤسسات المنفردة، وإن كانت لا تزال هناك ثغرات مهمة تشوبه. ولا يزال صنع سياسات السلامة الاحترازية الكلية وليداً في معظم البلدان، والهدف منه هو الحفاظ على استقرار النظام المالي ككل، كما أن هناك مخاوف من احتمال تراكم جوانب الضعف النظامية مرة أخرى قبل إحراز تقدم قوي يحول دون هذا التراكم. وسوف يتعين تعديل الأنظمة المالية بما يتلاءم مع الإصلاحات الجديدة، بما في ذلك مع رسوخ أركان التعافي وارتفاع أسعار الفائدة. ومن ثم ستزداد التحديات أمام البلدان التي سجلت انخفاضاً في أسعار فائدة وتراكم ديونها على مدى فترة طويلة مثل اليابان.

ويجري الآن تأسيس كيانات جديدة بغية تحسين الإشراف النظامي، وينبغي ألا تهدر الوقت في جمع البيانات وتحليلها وإصدار المشورة بشأن السياسات، وخاصة في ظل انخفاض أسعار الفائدة السائد في الوقت الراهن الذي يمكن أن يؤدي بسهولة إلى إرساء الأسس لمواطن ضعف مالية جديدة. ودخل "المجلس الأوروبي للمخاطر النظامية" الجديد إلى حيز التنفيذ هذا الشهر، وسوف تترقب الأسواق عن كثب صدور إندارات وتوصيات قوية بشأن المخاطر. ويتعين على "مجلس الرقابة على الاستقرار المالي" الذي أنشئ حديثاً في الولايات المتحدة، وبدأ في عقد اجتماعات منتظمة بالفعل، أن يبرهن على تحسُّن

التي أُغْلِقَتْ رهونها بالفعل أو من المتوقع التوقف عن سداد رهونها) والذي سيؤدي على الأرجح إلى تراجع أسعار المساكن لبعض الوقت في الفترة القادمة وتفاقم مشكلات القروض العقارية المُغرِّقة. ويتعين أيضاً اتخاذ الخطوات لإنعاش أسواق التوريق مع التأكد في نفس الوقت من اتساق منتجات الائتمان المهيكلة مع استقرار النظام المالي.

• مثلما أكدت استنتاجات "برنامج تقييم القطاع المالي" الأخير، يتعين إصلاح نظام تمويل الإسكان في الولايات المتحدة بما في ذلك دور المؤسسات المرتبطة بالرهون العقارية والتي ترعاها الحكومة. ويمكن خصخصة هذه المؤسسات أو تحويلها إلى مرافق عامة بضمان صريح (وتمويلها صراحة). وينبغي ألا تتأخر السلطات في بذل الجهود لوضع خطة عمل مستقبلية.

ومن الضروري القيام بإعادة هيكلة الميزانيات العمومية وإعادة الهيكلة التشغيلية في البنوك في كثير من البلدان المتقدمة للحفاظ على مقومات استمرار المؤسسات المالية على المدى الطويل ومن ثم الحد من الضغوط الضمنية على الميزانيات العمومية للكيانات السيادية في هذه البلدان. وتتسم المشكلات في بعض الأجهزة المصرفية بأنها ذات طبيعة دورية أقل وطبيعة هيكلية أكبر - أي انخفاض الربحية المزمع وتضاؤل مجالات الأنشطة. وعندما لا يتسنى إيجاد حلول دائمة، يتعين توافر أدوات فعالة لتسوية الأوضاع يمكنها الحفاظ على الاستقرار المالي، في ظل التعقيدات المتزايدة والارتباطات المتبادلة التي يتسم بها النظام المالي العالمي، مع السماح في نهاية المطاف بتحمل الدائنين للخسائر بدلاً من أن يتحملها دافع الضرائب. ويتعين أن تنظر الحكومات بدقة في كيفية الحد من تهديد

للاتجاهات الدورية فيتعين عليها التحول نحو اتخاذ موقف محايد على صعيد السياسات. وينبغي للبلدان التي تقوم أسعار الصرف بأقل من قيمتها الحقيقية أن تسمح بعمل آلية التسعير هذه لكي تساهم في موازنة ضغوط التدفقات الداخلة. ومع هذا، إذا لم يكن رفع سعر العملة من بين الخيارات المتاحة، فينبغي استخدام وسائل أخرى مثل السياسة النقدية و/أو سياسة المالية العامة. غير أنه قد يلزم تدعيم التدابير الاحترازية الكلية (برفع نسب القروض إلى القيمة، أو فرض قيود على مكونات التمويل، على سبيل المثال)، ووضع ضوابط رأس المال في بعض الحالات، بحيث يأتي ذلك على سبيل الترتيبات المكملة لإجراءات السياسة الاقتصادية الكلية المتخذة لمواجهة الأزمة.

وبوجه عام، فبرغم إحراز تقدم ومواصلة معظم القطاعات المالية لمسيرة التعافي، لا يزال الاستقرار المالي العالمي معرضا للمخاطر. وقد أثارت المشكلات في اليونان، فضلا على تلك التي ظهرت الآن في أيرلندا، تساؤلات حول إمكانية الاستمرار في تحمل الديون السيادية وصحة القطاع المصرفي في مجموعة أكبر من بلدان منطقة اليورو وربما أبعد من ذلك. ويتعين انتهاج أسلوب شامل في التعامل مع التفاعل الضار الحالي بين استقرار النظام المالي واستمرارية تحمل الديون السيادية من أجل كسر دائرة التأثيرات المترددة السلبية التي يمكن أن تنتشر وتتجاوز النطاق الأصغر لبلدان منطقة اليورو. ولا يزال المضي قدما في تنفيذ جدول أعمال الإصلاحات التنظيمية - في المؤسسات والأسواق على السواء - مطلباً حاسماً. وإذا لم يتم إحراز مزيد من التقدم في هذا المجال، سيظل تحقيق الاستقرار المالي العالمي والنمو القابل للاستمرار هدفاً بعيد المنال.

ترتيبات الاستقرار المالي والهيكل التنظيمي المحيط بها في ضوء الدروس المستفادة من الأزمة.

والعمل جارٍ في الوقت الحاضر على وضع المبادئ التوجيهية لتحديد المؤسسات المالية المؤثرة على النظام وقياس مساهمتها في المخاطر النظامية، وإن كانت كيفية تخفيف حدة المخاطر التي تفرسها على النظام المالي لا تزال سؤالاً مطروحاً. أما كيفية التعامل مع المؤسسات غير المصرفية والأسواق المؤثرة على النظام المالي بصفة خاصة، فتلك قضية صعبة ومعقدة. فضلاً على ذلك، لا تزال قائمة المهام المطلوبة تتضمن تحديد أساليب تحسين جودة الرقابة ووضع نظام مكتمل الوظائف لتسوية الأوضاع عبر الحدود.

مواجهة التدفقات الرأسمالية الداخلة

تكتسب الحاجة إلى صنع سياسات السلامة الاحترازية الكلية أهمية بالغة أيضاً في اقتصادات الأسواق الصاعدة التي تواجه قيوداً في استيعاب التدفقات الرأسمالية الداخلة. وهذه السياسات ليست بديلاً عن السياسات الاقتصادية الكلية التقليدية وإنما هي مكملة لها. وحتى هذه الآونة، لا تزال دلائل فقاعات أسعار الأصول والرواج الائتماني مقتصرة على عدد قليل من البلدان وفي عدد قليل من القطاعات، غير أن التدفقات الرأسمالية الداخلة وأنشطة تجارة المناقلة قوية للغاية بوجه عام ويتعين أن تخضع للمراقبة الدقيقة، لا سيما ما قد ينطوي منها على الرفع المالي.

وسوف يتعين على صانعي السياسات أن يتنبهوا ويتخذوا إجراءات في الوقت المناسب عندما تتراكم الضغوط الناجمة عن التدفقات الداخلة نظراً لأن السياسات تستغرق وقتاً في تحقيق الأهداف المرجوة. أما الاقتصادات التي تواجه تدفقات داخلة قوية وتحفظ بسياسات مسابرة