

موجز للصحافة

الفصل الثاني – أصحاب الاستثمارات طويلة الأجل وأصولهم الموزعة: أين هم الآن؟

تقرير الاستقرار المالي العالمي، سبتمبر ٢٠١١

إعداد: ستيفان إيريك أوبرز (رئيس الفريق)، روتشير أغروال، سركان أرسلان ألب، كن تشيكادا، باسكال فرح ماند، غريغوريو إمبافيدو، بيتر ليندندر، ينكيو لو، تاو سن، هان فان در هورن

النقاط الأساسية

- تغيرت استراتيجيات توزيع أصول المؤسسات الاستثمارية الخاصة والرسمية منذ وقوع الأزمة. وأهم التطورات في هذا الخصوص هو أن هذا النوع من المستثمرين أصبح أكثر وعياً بالمخاطر، بما في ذلك مخاطر السيولة والائتمان السيادي.
- في بيئة تسودها أسعار الفائدة المنخفضة، لا تزال معظم مؤسسات الاستثمار طويل الأجل تفضل القبول بعائدات أقل بدلا من تحمل مخاطر أكبر. ونظرا لمدفوعات المستقبلية الثابتة أو التزاماتها التي تمنح عائدا مضمونا، فسوف تتزايد عليها الضغوط للانتقال إلى أصول أكثر خطرا كلما استمرت بيئة الفائدة المنخفضة.
- يتحول مستثمري القطاع الخاص إلى الاحتفاظ بأصول "أكثر أمانا" كلما زاد الوعي بالمخاطر وكثرت المبادرات التنظيمية، مما يؤدي إلى إبعاد مجموعة من المستثمرين "أصحاب الموارد الغزيرة" تساعد في إرساء استقرار الأسواق المالية. وقد يكون لمديري الأصول السيادية دور في تحمل بعض المخاطر الأطول أجلا التي أصبح مستثمرو القطاع الخاص يتجنبونها حاليا.
- أهم العوامل المؤثرة على قرارات توزيع الأصول التي تتخذها مؤسسات الاستثمار طويل الأجل غير الممول بالديون هي آفاق النمو الجيدة، وتراجع المخاطر في البلدان المتلقية، وزيادة الإقبال العالمي على تحمل المخاطر. وتقوم فروق أسعار الفائدة بين البلدان بدور أقل في هذا الخصوص.
- زادت سرعة الاتجاه العام الهيكلي للاستثمار في الأسواق الصاعدة عقب الأزمة، لكن مخاطر انعكاس هذا الاتجاه لا يمكن استبعادها إذا حدث تغير في الأساسيات (مثل آفاق النمو أو المخاطر القطرية أو العالمية). ويتوافق حجم التدفقات الخارجة مؤخرا من صناديق الاستثمار في أسهم وسندات الأسواق الصاعدة مع نتائج الدراسة التجريبية الواردة في هذا الفصل حول آثار زيادة العزوف عن المخاطر عالميا.

ينظر هذا الفصل في العوامل الأساسية المؤثرة في قرارات توزيع الأصول الأطول أجلا التي تتخذها مؤسسات الاستثمار العام والخاص طويل الأجل غير الممول بالديون. وفي هذا السياق، يبحث الفصل في الاتجاهات العامة

الأطول أجلا، ولكنه يتساءل أيضا عما إذا كان توزيع الأصول قد تغير نتيجة للأزمة المالية العالمية وبيئة أسعار الفائدة المنخفضة.

وينطلق الفصل من مناقشة قرارات توزيع الأصول التي يتخذها فرادى المستثمرين، والتي تشكل أساسا للتدفقات المالية بين الأسواق والعملات والبلدان. ويختلف هذا الفصل عن الدراسات السابقة في استخدامه لبيانات مفصلة عن صناديق الاستثمار المشترك تتضمن معلومات عن تدفقات الاستثمار في الأسهم والسندات إلى البلدان المنفردة، بدلا من بيانات ميزان المدفوعات المجعة الأقل صلة بقرارات فرادى المستثمرين.

ويوضح التحليل أن الدافع القوي وراء توزيع الأصول الخاصة هو الآفاق المتوقعة للنمو وتراجع المخاطر في البلدان المتقلية، بينما تقوم فروق أسعار الفائدة بين البلدان بدور أقل في هذا الخصوص. غير أن هذه الخلاصة لا تعني أن تدفقات رؤوس الأموال لا تتأثر على وجه العموم بفروق أسعار الفائدة، إذ أنها قد تكون ناتجة عن قرارات أصحاب الاستثمارات قصيرة الأجل الممولة بالديون (مثل قرارات تنفيذ تجارة المناقلة) – وهو ما يخرج عن نطاق البحث في هذا الفصل.

وتعرض الأزمة المالية العالمية وتبعاتها للمستثمرين لعاملين متضادين. فمن ناحية، أدت الأزمة إلى زيادة وعي أصحاب الاستثمارات طويلة الأجل بالمخاطر، وخاصة مخاطر السيولة والائتمان السيادي، وخاصة ما يتعلق منها بالاقتصادات المتقدمة. ومن ناحية أخرى، تتسبب بيئة أسعار الفائدة المنخفضة في تزايد الضغوط على مؤسسات الاستثمار (وخاصة شركات التأمين التي باعت منتجات بحد أدنى للعائد المضمون وصناديق معاشات التقاعد قاصرة التمويل) لتعزيز عائد استثمارات الحافظة عن طريق الاستثمار في أصول أكثر خطرا.

ولا تزال مؤسسات الاستثمار تفضل القبول بعائدات أقل بدلا من تحمل مخاطر أكبر. ويذهب الفصل إلى أن هذا قد يكون دليلا واضحا على حدوث تغير جوهري في السلوك الاستثماري لمؤسسات الاستثمار طويل الأجل. ويمكن رؤية هذا التحول الهيكلي من خلال البيانات، إذ توضح نماذج الانحدار الواردة في الفصل حدوث تحولات هبوطية كبيرة طوال فترة الدراسة بعد بدء الأزمة في منتصف ٢٠٠٧، مما يعكس تعديلا في تدفقات الحافظة حسب التقييم الجديد للمخاطر، ولا توجد أدلة حتى الآن تشير إلى تراجع هذا التأثير. ومع ذلك، فسوف يخضع هؤلاء المستثمرون لضغوط متزايدة تدفعهم إلى تحمل مخاطر استثمارية أكبر مع تراجع موقفهم المالي، إذا استمرت أسعار الفائدة في الاقتصادات المتقدمة منخفضة لفترة مطولة – كما هو متوقع.

وقد زادت سرعة الاتجاه العام الهيكلي للاستثمار في الأسواق الصاعدة عقب الأزمة. ولكن، مع اغتنام الكثير من المستثمرين الجدد فرصة الأداء الاقتصادي الأفضل نسبيا في هذه البلدان، تظل مخاطر انعكاس هذا الاتجاه قائمة إذا ما حدث تغير في العوامل الأساسية. وبالنسبة للصدمات الأكبر، يمكن أن يكون تأثير هذا الانعكاس مساويا لسحب التدفقات الذي حدث أثناء الأزمة. ونجد بالفعل أن حجم التدفقات التي خرجت مؤخرا من صناديق الاستثمار في أسهم وسندات الأسواق الصاعدة (بعد الانتهاء من إعداد هذا الفصل) يتوافق مع نتائج الدراسة التجريبية الواردة في هذا الفصل.

ويشير الفصل إلى أن توزيع الأصول السيادية قد يشكل ثقلاً موازناً لتغير سلوك القطاع الخاص. وفي هذا السياق، يفيد الفصل بأن زيادة الوعي بالمخاطر وظهور مبادرات مثل معيار "الملاءة ٢" (Solvency II) لشركات التأمين الأوروبية قد تدفع هذه المؤسسات بعيداً عن دورها التقليدي المتمثل في الاستثمار في أصول خطرة أطول أجلاً، مما يمكن أن يقلص التأثير الإيجابي لفئة المستثمرين "أصحاب الموارد الغزيرة" المستعدين للاحتفاظ بالأصول غير السائلة عبر فترات هبوط النشاط في الأسواق. وإذ تدفع الظروف بمستثمري القطاع الخاص للاحتفاظ بأصول "أكثر أماناً"، قد يكون لمديري الأصول السيادية دور في تحمل بعض المخاطر الأطول أجلاً التي يتجنبها الآن مستثمرو القطاع الخاص.

موجز للصحافة

الفصل الثالث – نحو أعمال السياسات الاحترازية الكلية: متى ينبغي التنفيذ؟

تقرير الاستقرار المالي العالمي، سبتمبر ٢٠١١

إعداد: سروبونا ميترا (رئيسة الفريق)، يارومير بينيش، سيفيا يورغوفا، كاسبر لوند-ينسن، كريستيان شمایدر، تياغو سيفيرو.

النقاط الأساسية

- التوظيف الصحيح للسياسات الاحترازية الكلية سوف يتطلب فهما أفضل لمصادر الصدمات المؤدية إلى تراكم المخاطر النظامية، ومن المنتظر أن تعمل المؤشرات القيادية الجيدة لتراكم المخاطر النظامية على التمييز بين الصدمات الجيدة (مثل مكاسب الإنتاجية) والصدمات السيئة (مثل فقاعات أسعار الأصول).
- ينبغي تكون مؤشرات النمو الائتماني، الذي هو محور تراكم المخاطر النظامية، مصحوبة بمؤشرات أخرى مثل ارتفاعات أسعار الأصول والتزامات البنوك الأجنبية، بالإضافة إلى ارتفاعات أسعار الصرف الحقيقية، حتى يمكن الفصل بين نوعي الصدمات.
- من مؤشرات النمو الائتماني الجيدة نسبة الائتمان إلى إجمالي الناتج المحلي. وباستخدام عينة من ٣٦ بلداً، يخلص نموذجنا إلى أن احتمالية حدوث أزمة مالية في غضون عامين تبلغ ٥/١ إذا ارتفعت نسبة الائتمان إلى إجمالي الناتج المحلي بأكثر من خمس نقط مئوية سنوياً وإذا صاحب ذلك ارتفاع في أسعار الأسهم بمقدار ١٥% أو أكثر.
- المؤشرات عالية التواتر القائمة على السوق هي أفضل المؤشرات في تحديد الوقت الذي تكون فيه المخاطر النظامية على وشك التحقق في غضون أسابيع قليلة. ويتبين من الدراسة أن المؤشر الذي يستند إلى الفرق بين سعر "ليبور" والسعر السائد في سوق مبادلة أسعار الفائدة لليلة واحدة (LIBOR-OIS spread) ومنحنى العائد هو مؤشر فعال في أداء هذه المهمة.
- هناك عدد من الأدوات التي يستطيع صناع السياسات استخدامها لتخفيف احتمالات وقوع أزمة مالية. ويختبر الفصل إحدى هذه الأدوات، وهي رأس المال الإلزامي المعاكس للاتجاهات الدورية، ويبين أنها يمكن أن تكون أداة مفيدة في تخفيف حدة التغيرات المصاحبة للدورات الاقتصادية والحد من احتمالات العسر المالي.
- ينبغي أن يقوم صناع السياسات الاحترازية الكلية والنقدية بالتنسيق في مجالين اثنين على الأقل: فهم المصدر الرئيسي للصدمات، والسياسات المتبعة في نظم سعر الصرف المدار التي يشجع فيها الإقراض بالعملة الأجنبية.

تسعى السياسة الاحترازية الكلية إلى الحد من مخاطر الاضطراب الحاد في الخدمات المالية على مستوى النظام، أو "المخاطر النظامية"، مما يمكن أن يخلف آثارا سلبية خطيرة على الاقتصاد العيني. وتتطوي مهمة إعمال السياسات الاحترازية الكلية على عدة أبعاد، ويتخذ التحليل الوارد في هذا الفصل خطوات عملية على عدة مسارات لبلوغ هذا الهدف. ويستخدم في ذلك نموذج للروابط المالية-الاقتصادية الكلية يعمل على استكشاف سلوك المؤشرات المختلفة في مواجهة مصادر الصدمات المختلفة التي يتعرض لها الاقتصاد. وتتيح التحليلات التجريبية دعما أكبر للمعلومات الإضافية اللازمة لرصد تراكم المخاطر على الوجه الأكمل. وإضافة إلى ذلك، يقترح التحليل مجموعة من المؤشرات عالية التواتر يمكن أن تنبه صناع السياسات إلى قرب حدوث العسر المالي. وباستخدام الرؤى التحليلية القائمة على النموذج، نخلص إلى أن تلك الأداة الاحترازية الكلية الشائعة – وهي رأس المال الإلزامي المعاكس للاتجاهات الدورية – يمكن أن تعمل في ظل النظم المختلفة لسعر الصرف.

وتعتمد فعالية مراقبة المخاطر النظامية وفعالية ما يتخذ من سياسات لمواجهةها اعتمادا أساسيا على دقة تحديد مصادر الصدمات التي يتعرض لها الاقتصاد. ويخلص الفصل إلى أن مصدر الصدمات يستحث تحركات في بعض البيانات الاقتصادية ترتبط بتراكم المخاطر النظامية. فالفروق في الهيكل المالي لاقتصاد ما تُحدث تغييرا في حجم الآثار المترتبة على الصدمات لكنها لا تغير اتجاهها، مما يتيح الاستفادة على نطاق واسع للغاية من الدروس المستخلصة في هذا المجال. وينبغي لصناع السياسات تخصيص ما يلزم من موارد وتوخي التنسيق فيما بينهم بغية التوصل إلى فهم أفضل لمصادر الصدمات، لا سيما العابرة للحدود.

ومن بين المؤشرات البطيئة لتراكم المخاطر، تمثل معلومات الائتمان المجمعة مؤشرا مفيدا، وإن كان يتعين استكمالها بمؤشرات أخرى. وبالرغم من أن الائتمان يزداد مع الصدمات الجيدة (كأن يتلقى الاقتصاد العيني دفعة مواتية من خلال زيادات الإنتاجية) والصدمات السيئة (مثل انتعاش أسعار الأصول وتراخي معايير الإقراض من البنوك)، فإن زيادة الائتمان واستمراره وتراجع نسب رأس المال المصرفي يكون أعلى بكثير في حالة الصدمات السيئة. وثمة إشارات قوية تأتي من مؤشرات أخرى مصاحبة لنمو الائتمان. فإذا كان الائتمان ينمو بما يزيد على خمس نقط مئوية من إجمالي الناتج المحلي، ويقترن بارتفاع أسعار الأسهم بنسبة ١٥% أو أكثر، يترتب على ذلك الدفع باحتمالية الأزمة إلى ٢٠% في غضون عامين. وتزداد قوة الإشارة إذا استُخدم مقياس أوسع نطاقا للائتمان – كالقروض التي تقدم للقطاع الخاص من خلال البنوك والقروض العابرة للحدود التي تقدم لهذا القطاع بشكل مباشر. وفي سياق الاقتصادات الصاعدة، يبدو ارتفاع أسعار الصرف الحقيقية عاملا وثيق الصلة.

كذلك ينبغي أن ينظر صناع السياسات في المؤشرات عالية التواتر استعدادا لاحتمال تحقق الأزمة في الأجل القريب واللجوء للسحب من الاحتياطيات المتراكمة. ومن بين هذه المؤشرات، يستنتج هذا الفصل أن المؤشر الذي يستند إلى الفرق بين سعر "ليبور" والسعر السائد في سوق مبادلة أسعار الفائدة لليلة واحدة (LIBOR-OIS spread) ومنحنى

العائد يمكن أن يشير إلى احتمال تحقق الضغوط أيضا. غير أن المؤشرات التي تتضمن معلومات عن الترابط بين المؤسسات المالية لم يبد أداء جيدا في الإشارة مسبقا إلى فشل مؤسستي "بير ستيرنز" و"ليمان"، مما يفيد بأن صناع السياسات قد يكون عليهم الاعتماد على معلومات الانكشاف الفعلية عبر المؤسسات بغية تقدير احتمالية الآثار التعاقبية إذا ما تحققت الأزمة.

ونجد أن مجموعة مشابهة من الأدوات الاحترازية الكلية يمكن أن تكون فعالة الأثر في مختلف أنواع الاقتصادات، وهو ما يمكن أن يساهم في تيسير التنسيق بين السياسات على المستوى الدولي. غير أن معايرة أدوات السياسة تختلف تبعا لظروف كل بلد – وخاصة مع الأدوات التي تعتمد على مستويات حدية للمؤشرات المختلفة. فعلى سبيل المثال، تؤدي أسعار الصرف المدارة واستخدام القروض المحررة بالعملة الأجنبية إلى تضخيم آثار كل الصدمات. ومن ثم يتعين تنسيق سياسات سعر الصرف والسياسات النقدية والاحترازية الكلية لكي يكون القطاع المالي والاقتصاد العيني أكثر استقرارا في هذه الظروف.