

## تحول الأسواق من النمط القائم على السيولة إلى النمط المدفوع بالنمو

الفصل الثاني: كيف تتأثر الأسواق الصاعدة بالتغيرات في قاعدة المستثمرين وبالتعميق المالي؟

### ملخص

طراً تغير كبير على مشهد استثمارات الحافظة في الأسواق الصاعدة على مدار الخمسة عشر عاما الماضية. فقد تعمقت أسواقها المالية وأصبحت أكثر انخراطا في العولمة. ونشأت شرائح جديدة من فئات الأصول، بما في ذلك الديون السيادية المقومة بالعملة المحلية، مع زيادة المشاركة المباشرة من المستثمرين العالميين. كذلك تغير مزيج المستثمرين العالميين، وزاد دور صناديق السندات - وخاصة الصناديق المقومة بالعملة المحلية وصناديق الاستثمار المفتوحة التي تتيح خيارات استرداد سهلة والصناديق التي يقتصر نشاطها في الأسواق الصاعدة على الاستثمار بطريقة انتهاز الفرص.

ويهدف هذا الفصل إلى تحديد آثار هذه التغيرات على استقرار تدفقات الحافظة وأسعار الأصول في الأسواق الصاعدة عن طريق مجموعة من الأساليب التي تستخدم بيانات غير مستغلة نسبيا. وفي هذا السياق، ندرس حساسية التدفقات من مختلف أنواع المستثمرين العالميين لتقييم ما إذا كان مزيج المستثمرين الجديد قد تسبب في زيادة حساسية تدفقات الحافظة أو قلل من حساسيتها تجاه الصدمات المالية العالمية، كما نبحث الدور الذي يؤديه كل من سلوك القطيع كمنهج للاستثمار وأساسيات الاقتصاد الكلي المحلي. وبالإضافة إلى ذلك، نحلل كيف تؤثر قوة النظم المالية المحلية على حساسية أسعار الأصول المحلية تجاه الصدمات المالية العالمية.

ونخلص من التحليل إلى أهمية هياكل قاعدة المستثمرين والنظم المالية المحلية على حد سواء. ومن المرجح أن يؤدي المزيج الجديد من مستثمري الحافظة العالميين إلى زيادة حساسية تدفقات الحافظة ككل تجاه الأوضاع المالية العالمية. فقد ارتفعت نسبة تدفقات السندات الأكثر تقبلا، كما أن زيادة المشاركة الأجنبية في الأسواق المحلية يمكن أن تنشئ حالة جديدة من عدم الاستقرار. ومن التطورات الجديدة بالترحيب تنامي الاستثمارات من المؤسسات الاستثمارية الأكثر استقرارا على وجه العموم في الفترات العادية، لكن هذه المؤسسات يمكن أن تتسحب بشكل أكثر قوة واطرادا عند وقوع صدمة حادة. ورغم أهمية أوضاع الاقتصاد الكلي المحلية كعامل مؤثر، يظل سلوك القطيع مستمرا كمنهج للاستثمار بين الصناديق العالمية، وهناك دلائل قليلة فحسب على تزايد التمييز حسب أساسيات الاقتصاد الكلي أثناء أزمات الخمسة عشر عاما الماضية. ومع ذلك، يؤدي التقدم الذي أحرزته الأسواق الصاعدة نحو تعزيز نظمها المالية إلى الحد من حساسية أسعار أصولها المالية للصدمات المالية العالمية.

ونقترح في النتائج التي توصلنا إليها خيارات لتمكين الأسواق الصاعدة من جني ثمار العولمة المالية مع الحد من تكاليفها المحتملة. فالحكومات تستطيع دعم التوسع في قواعد المستثمرين المحلية، وتعميق القطاعات المصرفية وأسواق رأس المال، وتحسين المؤسسات. ويلاحظ أن المبادرات الرامية إلى دعم إقامة أسواق للسندات بالعملة المحلية هي مبادرات مفيدة، ولكن ينبغي مراقبة حجم المشاركة المباشرة من المستثمرين الأجانب في الأسواق المحلية كما ينبغي تحقيق التوازن بين هذه المشاركة وسياسات تطوير النظام المالي. وتعد معرفة قاعدة المستثمرين والإلمام بخصائصها عاملا جوهريا في تقييم مخاطر التحولات في اتجاه تدفقات رأس المال وفي تصميم السياسات الاحترازية الكلية.

## الفصل الثالث: ما حجم الدعم الضمني للبنوك التي تعتبر أكبر من أن تفشل؟

### ملخص

هناك مشكلات متعددة تتسبب فيها الحماية الحكومية للبنوك المصنفة بأنها أهم من أن تفشل (TITF): عدم تكافؤ الفرص، والإفراط في تحمل المخاطر، والتكاليف الكبيرة على القطاع العام. ولأن دائني البنوك المؤثرة على القطاع المالي (SIBs) لا يتحملون تكلفة الفشل بالكامل، نجدهم مستعدين لتقديم التمويل دون انتباه كافٍ لخصائص المخاطر التي تتسم بها هذه البنوك، مما يشجع الرفع المالي وتحمل المخاطر. وهكذا تتمتع هذه البنوك بميزة تنافسية مقارنة بالبنوك الأقل تأثيراً على النظام المالي وقد تتخرب في أنشطة أكثر خطراً، مما يزيد من المخاطر النظامية. وغالباً ما يتطلب إنقاذ البنوك المؤثرة على النظام المالي إنفاق مبالغ كبيرة من المالية العامة حال تعرضها للعسر المالي.

ومن المرجح أن مشكلة البنوك الأهم من أن تفشل قد زادت كثافة في أعقاب الأزمة المالية. فحين بدأت الأزمة في عام ٢٠٠٧، وخاصة بعد الأزمة المالية التي أعقبت انهيار بنك ليمان براذرز في سبتمبر ٢٠٠٨، تدخلت الحكومات بقدر كبير من الأموال لدعم البنوك المتعثرة وحماية الاستقرار المالي، الأمر الذي لم يترك شكاً يُذكر في استعدادها لإنقاذ البنوك الفاشلة المؤثرة على النظام المالي. وأدى ذلك إلى تعزيز حوافز البنوك لكي تصبح أكبر حجماً، ومع الدعم الحكومي الذي قدمته الحكومة للاندماجات المصرفية من حين إلى آخر، أدى ذلك في كثير من البلدان بالفعل إلى زيادة تركيز قطاعاتها المصرفية.

وإزاء هذه التطورات، أطلق صناع السياسات إصلاحات مالية طموحة، ففرضوا مستوى أعلى من رؤوس الأموال الوقائية وعززوا الرقابة على البنوك المؤثرة على النظام العالمي (G-SIBs) للحد من احتمالات الفشل والعدوى وخفض التكلفة التي تترتب عليهما. ويعمل صناع السياسات على تحسين أطر تسوية أوضاع المؤسسات المالية الكبيرة والمعقدة على المستويين المحلي والعاور للحدود. وفي بعض البلدان، قرر صناع السياسات اتخاذ تدابير هيكلية للحد من بعض الأنشطة المصرفية.

ويتم في هذا الفصل تقدير احتمالية نجاح الجهود المبذولة على مستوى السياسات في تخفيف مشكلة المؤسسات الأهم من أن تفشل، وذلك بالنظر في تطور المزايا المصاحبة لتكلفة تمويل البنوك المؤثرة على النظام المالي. ويعد توقع المساندة الحكومية لهذه المؤسسات في حالة العسر المالي بمثابة دعم حكومي ضمني لهذه البنوك. وقد حدث تراجع حاد في الدعم المقدر للبنوك ذات الأهمية الحرجة للنظام من مستوى الذروة الذي وصل إليه في الفترة ٢٠٠٨-٢٠٠٩ في الولايات المتحدة، لكنه لا يزال مرتفعاً في منطقة اليورو. وقد حدث ارتفاع عام في الدعم أثناء الأزمة، لكنه تراجع في معظم البلدان منذ ذلك الحين مع معالجة خلل الميزانيات العمومية في البنوك وطرح ما يلزم من إصلاحات مالية. غير أن الدعم يظل أعلى في منطقة اليورو منه في الولايات المتحدة، ويُرجح أن يكون السبب هو اختلاف السرعة التي تتم بها معالجة خلل

الميزانيات العمومية إلى جانب الفروق المتصورة في أطر السياسات الموضوعة للتعامل مع قضية المؤسسات الأهم من أن تفشل. ولكن على وجه العموم، لا تزال احتمالية إنقاذ البنوك المؤثرة على النظام المالي كبيرة في كل المناطق.

ولم يتم حتى الآن استكمال أو تنفيذ تدابير السياسة بالكامل، ولا يزال المجال متاحا لزيادة دعم الإصلاحات. ويتضمن هذا زيادة متطلبات رأس المال الإلزامي لدى البنوك المؤثرة على النظام المالي أو إلزامها بمساهمة لدعم الاستقرار المالي تبعاً لحجم التزامات كل بنك. وينبغي تحقيق تقدم أيضاً في تيسير الرقابة على المؤسسات المالية العابرة للحدود وتسوية أوضاعها. ويعتبر التنسيق الدولي في هذه المجالات مطلباً حيوياً لتجنب أي تشوهات جديدة وأي تداعيات سلبية عبر الحدود، الأمر الذي ربما يكون قد ازداد بسبب إصلاحات السياسة التي يجريها كل بلد على حدة.