

# الوجه المتغير للمستثمرين

تداعيات الارتفاع  
الحاد لتدفقات رأس  
المال على الاستقرار  
المالي

أحد الموظفين يصرخ في بورصة شيكاغو التجارية.

سيليا بازارباشيوجلو، مانجال جوسوامي، وجاك رى  
Ceyla Pazarbaşıođlu, Mangal Goswami, and Jack Ree

وقد أسهم احتشاد هذه العوامل، وما صاحبه من نمو سريع في الأصول الخاضعة للإدارة يفوق الأصول المحلية المتاحة، في ارتفاع التدفقات عبر الحدود. وشجع انخفاض علاوات المخاطر على أصول المستثمرين على أن يغامروا في مجالات أدنى على منحنى الائتمان للبحث عن عوائد أفضل. كما صاحب هذه التطورات توفير فعالية المالية بالاقتراض وتحمل ارتفاع المخاطر.

ويعتبر تحليل التغيرات في القاعدة الدولية للمستثمرين وسلوكياتهم في تخصيص الاستثمار أمرا أساسيا لفهم تراكم مواطن القوة والضعف في الأسواق المالية الدولية. ولا تؤثر القرارات التي يتخذها المستثمرون بشأن المكان الذي

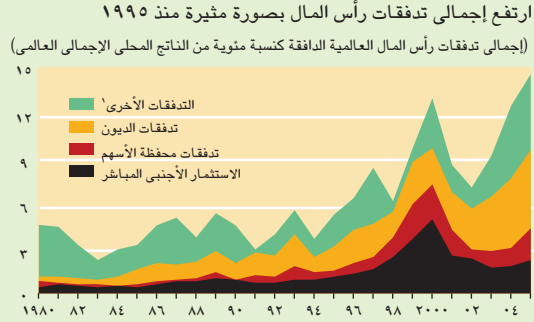
خلال العقد الماضى، ارتفع تراكم الأصول عبر الحدود بصورة مثيرة. وبعد فترة اتسمت بالتقلبات المحدودة نسبيا في خلال الفترة ١٩٨٠-١٩٩٥، ارتفعت التدفقات العالمية عبر الحدود إلى ثلاثة أمثال ما كانت عليه لتبلغ ٦,٤ تريليون دولار، وهو ما يناهز ١٤,٥ في المائة من الناتج المحلى الإجمالى للعالم فى عام ٢٠٠٥ (انظر الشكل ١). ويعزى قدر كبير من هذا التحرك إلى عدد من الاتجاهات. إذ يزداد تنوع الاستثمارات عبر الحدود، كما أن أسواق رأس المال العالمية تغدو أكثر تكاملا نتيجة للتحرير والتقدم التكنولوجى، ويوفر المناخ الاقتصادى الحالى كثيرا من فرص النمو حول العالم.

فى



شكل ١

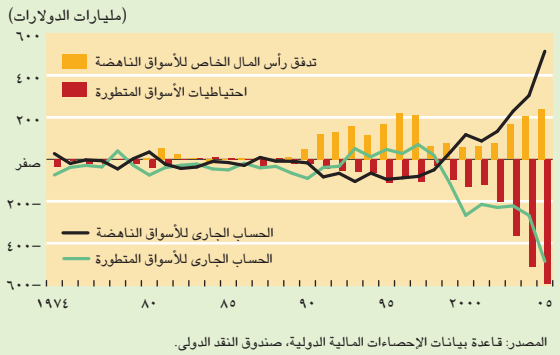
### ذرى جديدة



شكل ٢

### صورة المرآة

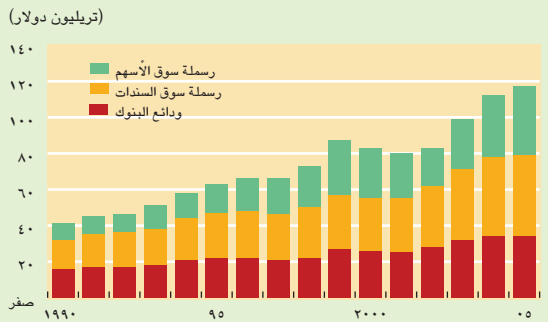
يتدفق رأس المال الخاص من الأسواق المتطورة إلى الأسواق الناهضة بينما يتدفق رأس المال الرسمي في الاتجاه العكسي.



شكل ٣

### الأسواق الآخذة في التوسع

شهدت أسواق السندات والأسهم نمواً غير مسبوق في خلال السنوات الخمس عشرة الماضية



يخصصون أصولهم له على أسعار الأصول المالية فحسب، بل له أيضا تداعيات واسعة المدى على الأداء الاقتصادي والرفاهة في مختلف البلدان. وقد أدى حجم هذه التدفقات عبر الحدود وسرعة خطى الابتكار إلى إثارة القلق بشأن الاستقرار المالي، حيث تتذكر البلدان أن فترات الازدهار الماضية في الاستثمارات المالية تبتعتها الأزمات. وعلى الرغم من الإقرار بصعوبة تفكيك الروابط المعقدة وشبكات المستثمرين حول العالم، فإن هذا المقال يحاول تصوير التغيرات الأساسية الرئيسية في القاعدة العالمية للمستثمرين وتقدير التداعيات على الاستقرار المالي.

### من أين تأتي الأموال؟

ما زالت بلدان الأسواق المتطورة هي المورد المسيطر لإجمالي تدفقات رأس المال، التي تحركها التدفقات فيما بين البلدان الأوروبية عبر الحدود، تليها الولايات المتحدة واليابان. وقد سهل تكامل الاتحاد الأوروبي الألفية المالية داخل القارة، مما زاد في نصيب أوروبا في التدفقات العالمية عبر الحدود من ٥٠ في المائة في ١٩٩٦ إلى نحو ٧٠ في المائة في عام ٢٠٠٥. والواقع، أنه نظراً لأن البلدان الأعضاء في منطقة اليورو تستثمر على نحو غير متكافئ في بعضها بعضاً بالنسبة للثنائيات من البلدان الأخرى، يوجد قدر كبير من الإثبات التجريبي للتحيز لمنطقة اليورو في محافظ السندات (لين، ٢٠٠٦). وقد هبط مركز دول آسيا المتقدمة باعتبارها مورداً رئيسياً لإجمالي تدفقات رأس المال، بعض الشيء، وعلى الرغم من استمرار ضخامة حجم التدفقات اليابانية، فقد أخذت تفقد مكانتها عبر العقد المنصرم. ومع ذلك، فإن إسهام آسيا في التدفقات عبر الحدود - من الاقتصادات الناهضة، والاقتصادات حديثة التصنيع (هونغ كونج، وكوريا وسنغافورة ومقاطعة تايوان الصينية) والبلدان المنتجة للبتترول - ارتفع بشكل كبير منذ عام ٢٠٠٠.

ويكشف فحص الاتجاهات في صافي تدفقات رأس المال، عن تحول ملحوظ في تركيب الميزانية العالمية، ويلقي ضوءاً مركزاً على اختلال موازين المدفوعات العالمية. والأكثر وضوحاً هو أن بلدان الأسواق الناهضة كجموعة، أصبحت مصدراً صافياً لرأس المال، وتمثل طبقة مهمة من المستثمرين في الأسواق المتطورة، خلال السنوات الخمس الماضية (انظر الشكل ٢). وتنعكس التدفقات الخارجية منها فجوة التمويل الخارجي للولايات المتحدة. بيد أن هذا التحرك لرأس المال من الأسواق الناهضة إلى الأسواق المتطورة يمر أساساً من خلال قنوات احتياطيات البنوك المركزية الآسيوية، ومن خلال صناديق الثروة السيادية، وخاصة بالنسبة للبلدان المصدرة للبتترول (مثل تلك التي تديرها هيئة أبو ظبي للاستثمار، وهيئة الاستثمار الكويتية، وغيرهما). إلا أن رأس المال الخاص يتدفق أيضاً من الأسواق المتطورة إلى الأسواق الناهضة نظراً لأن مؤسسات الاستثمار والبنوك والشركات تخصص على نحو متزايد أصولها المالية المتنامية للاستثمار عبر الحدود لتنويع العوائد المصححة لمراعاة المخاطر وتعزيزها.

وقد أدت الظفرة في أموال المؤسسات إلى ازدهار تدفقات رأس المال خلال العقد الماضي. وحدث معظم أكبر نمو في تدفقات المحفظة، وبصفة رئيسية الديون، وفي العمليات المصرفية عبر الحدود. وأدت هذه التدفقات الوافدة، التي اقتربت بارتفاع في قيمة أسعار الأصول ويسرتها المبتكرات المالية في أسواق المشتقات، إلى نمو غير مسبوق في الأسواق المالية وتعميقها. وأصبح حجم الأسواق العالمية للأسهم والسندات الآن ضعف المستوى العالمي للناتج المحلي الإجمالي، بحيث بلغت رسملة الأسواق العالمية للأسهم ٣٨ تريليون دولار في عام ٢٠٠٥ مقابل ٤٥ تريليون دولار لأسواق السندات (انظر الشكل ٣).

الثراء الكبير. وعلى الرغم من صغر حجم الأصول التي تديرها صناعة صناديق التغطية عن تلك التي تديرها مؤسسات الاستثمار الأخرى، فقد نمت من ٣٠ مليار دولار في ١٩٩٠ إلى ما يزيد على ١,٤ تريليون دولار في ٢٠٠٥. ويدار معظم هذه الصناديق من الولايات المتحدة، والمملكة المتحدة التي تمثل معظم حصة أوروبا (انظر الشكل ٥). فعلى سبيل المثال، زاد صندوق معاشات المملكة المتحدة بشكل ملحوظ مخصصاته لصناديق التغطية في ٢٠٠٤ (يو بي اس، ٢٠٠٥).

وفي الأسواق الناهضة، أصبحت البنوك المركزية وصناديق الثروة السيادية قوى فاعلة رئيسية في تخصيص رأس المال عبر الحدود، مع وجود تركيز رئيسي لذلك في أسواق الولايات المتحدة. وقد زاد حجم سندات الخزنة في الولايات المتحدة المملوكة للأجانب على ثلاثة أمثال ما كان عليه خلال العقد الماضي، وقد أسهمت عمليات الشراء التي قامت بها مؤسسات أجنبية رسمية في هذا التراكم بشكل ملحوظ. وسجلت الصين أضخم المكاسب، إذ زادت من حيازتها بنسبة ٥٠ في المائة خلال بضع السنوات الماضية لتصبح ثالث أضخم مستثمر. وبنهاية عام ٢٠٠٥، قدر أن المؤسسات الأجنبية الرسمية تحوز أكثر من ٥٠ في المائة من كافة ما يملكه الأجانب من الأوراق المالية الأمريكية طويلة الأجل.

### التطلع إلى الخارج

اصطحبت الزيادة في الأصول التي تديرها مؤسسات الاستثمار في الأسواق المتطورة بزيادة في تخصيص الأصول عبر الحدود، واتجاه هبوطي في التحيز للوطن. ويبزغ التحيز الوطني من ملاحظة أن الأوزان في المحافظ الدولية تتجه نحو التحيز للوطن الأم. (فرنش وبوتيربا، ١٩٩١ أيلول، ٢٠٠٦).

وقد زادت محفظة الأصول العابرة للحدود كحصة من إجمالي الأصول التي تديرها بلدان الأسواق المتطورة بشكل حاد في خلال السنوات الخمس الماضية أو ما إلى ذلك، وهيمنت عليها مؤسسات الاستثمار. وفي خلال الفترة ٢٠٠١-٢٠٠٥، حدثت زيادة تراكمية في أصول المحفظة العابرة للحدود بما يربو على ١٠٠ في المائة، وبلغت ما يناهز ١٩ تريليون دولار. كما نمت أصول المحفظة العابرة للحدود من الولايات المتحدة من ٢,٣ تريليون دولار إلى ٤,٦ تريليون دولار في خلال الفترة نفسها، أما تلك الآتية من اليابان فقد ارتفعت بمبلغ ٠,٦ تريليون دولار لتبلغ ٢,١ تريليون دولار في عام ٢٠٠٥. وشهدت أوروبا أكبر

وبعيدا عن أموال المؤسسات وتمويل البنوك، انتعش الاستثمار الأجنبي المباشر التابع من بلدان الاقتصادات المتطورة جزئيا منذ انفجار فقاعة الاتصالات الالكترونية، وأخذت تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر الوافدة إلى الأسواق الناهضة تتزايد، إلا أنها ظلت مركزة إلى حد كبير، وتمثل الصين ما يناهز ٥٠ في المائة من تدفقات الأسواق الناهضة منذ عام ٢٠٠٢. ومن بين الأسواق الناهضة تعد بلدان آسيا - والمحيط الهادئ والدول الأوروبية الناهضة المتلقى الرئيسي للاستثمار الأجنبي المباشر. بينما هبطت التدفقات الوافدة إلى أمريكا اللاتينية، التي تسيطر عليها البرازيل، منذ عام ٢٠٠٠.

### كيف تتغير قاعدة المستثمرين؟

اصطحب النمو السريع في التدفقات عبر الحدود بتغيرات في قاعدة المستثمرين أشعلتها اتجاهات ثلاثة رئيسية: النمو الاستثنائي في الأصول الخاضعة لإدارة مؤسسات الاستثمار، والنمو السريع في صناديق التغطية، وصعود البنوك المركزية للأسواق الناهضة وصناديق الثروة الحكومية باعتبارها قوى فاعلة أساسية.

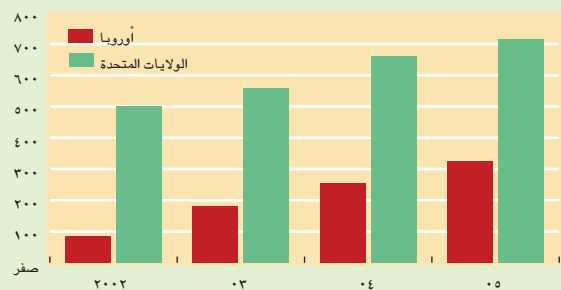
وقد حدثت زيادة حادة في الأصول الموجودة تحت إدارة مؤسسات الاستثمار التقليدية في الأسواق المتطورة (صناديق المعاشات، وشركات التأمين وصناديق الاستثمار). وقد نمت الأصول الموجودة لدى هؤلاء المستثمرين من نحو ٢١ تريليون دولار في عام ١٩٩٥ إلى نحو ٥٣ تريليون دولار في عام ٢٠٠٥، بما في ذلك الولايات المتحدة التي تمثل نحو النصف، والاتحاد الأوروبي الذي يمثل أكثر من ربع هذا الحجم (انظر الشكل ٤). وتمثل صناديق المعاشات في الولايات المتحدة شريحة كبيرة من قاعدة الأصول - في حين أنه باستثناء أيرلندا وهولندا والمملكة المتحدة - فإن الحصة التي تملكها أوروبا صغيرة نسبيا. بيد أن صناديق الاستثمار المشترك وشركات التأمين تشكل حصة رئيسية من الأصول المؤسسية سواء في الولايات المتحدة أو في أوروبا.

وتمثل اتجاه رئيسي آخر في النمو السريع لصناديق التغطية. فقد تضاعف عدد صناديق التغطية (باستثناء الصناديق التابعة) من ٥٣٠ صندوقا في ١٩٩٠ إلى أكثر من ٦٧٠٠ صندوق في ٢٠٠٥. وكانت التدفقات الداخلة إلى صناديق التغطية قوية جدا منذ ٢٠٠٢، وكان المحرك لها هو التوسع المتزايد في قاعدة المستثمرين لاجتذاب مؤسسات الاستثمار جنبا على جنب مع الأفراد من ذوي

### شكل ٥ الأصول المتنامية

طففت صناديق التغطية تغدو أكثر شعبية لدى مجموعة أوسع نطاقاً من المستثمرين

(الأصول المدارة، مليارات الدولارات)

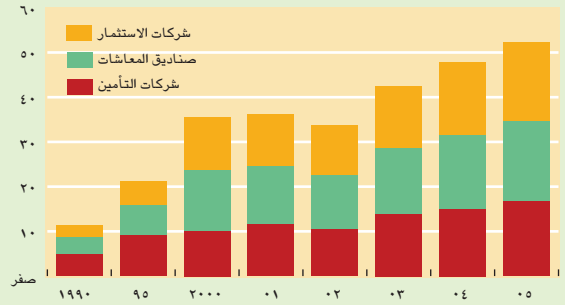


المصدر: Eurohedge, Hennessee Group LLC.

### شكل ٤ حقباء النقود

ارتفعت الأصول التي تديرها مؤسسات الاستثمار في البلدان الصناعية بشكل حاد

(أصول مؤسسات الاستثمار في الأسواق المتطورة، تريليون دولار)



المصدر: الخدمات المالية الدولية، لندن؛ منظمة التعاون والتنمية في المجال الاقتصادي؛ وتقديرات هيئة موظفي صندوق النقد الدولي.



إلى أعلى، مع قيام مؤسسات الاستثمار مثل صناديق معاشات الولايات المتحدة بإضافة سوق الدين الخارجي لمقياس تخصيص المحفظة فيها.

وقد استندت نظرة المستثمرين لمدى تطور طبقات الأصول في الأسواق الناهضة إلى الأسس الائتمانية المحسنة، وزيادة مرونة نظم أسعار الصرف، وارتفاع تغطية الاحتياطيات، والتعزيز الهيكلي الناشئ من اقتراب الدول الأوروبية الناهضة إلى مستويات الاتحاد الأوروبي، وشفافية المعلومات الآتية من بلدان الأسواق الناهضة (بيو واوزوان، ٢٠٠٦). وقد أسفرت التغييرات عن تدفق استراتيجي وافر أعلى لهذه الطبقة من الأصول. والواقع، أن الأصول التي كانت تحت إدارة صناديق الأسواق الناهضة مقيسة بالنسبة بمؤشرات سوق السندات في الأسواق الناهضة، زادت من ٢٧ مليار دولار في أواخر عام ٢٠٠٠ إلى نحو ٢٣٠ مليار دولار في منتصف عام ٢٠٠٦. وينزع هؤلاء المستثمرون الاستراتيجيون إلى الشراء والحيازة وفعاليتهم المالية منخفضة أو غير قائمة لأنهم يهدفون إلى حد كبير إلى تنسيق آجال التزاماتهم الأطول أجلا.

وقد ازداد تذبذب صافي وإجمالي تدفقات رأس المال بدرجة كبيرة خلال العقد الماضي، سواء في الأسواق المتطورة أو في بعض الأسواق الناهضة، على الرغم من تحسن قدرة صمود معظم بلدان الأسواق الناهضة على مواجهة الصدمات. والواقع أن زيادة تذبذب تدفقات رأس المال عبر الحدود إلى معظم بلدان الأسواق الناهضة، عندما يتم تصحيحه لمراعاة الزيادة في الاحتياطيات من العملة الأجنبية، تظهر هبوطا ملموسا من ١٩٩٦ وحتى ٢٠٠٥.

وقد شهد تذبذب أسعار الأصول انخفاضا طويلا في جميع طبقات الأصول بالنسبة للسندات والأسهم والنقد الأجنبي. واعتدل كل من التذبذبات المدركة والضمنية بصورة كبيرة في عدد من الأصول في الأسواق المتطورة. كما اتبعت أصول الأسواق الناهضة هذا الاتجاه نفسه. وعلى الرغم من أن مثل هذه الظاهرة يمكن، وفقا لما ذكره بين برنانك رئيس مجلس بنك الاحتياطي الفيدرالي للولايات المتحدة، أن تعزى إلى «الاعتدال العظيم»، إلا أن الأمر مازال يتطلب اختبار مدى قابليتها للاستمرار في بيئة أقل اعتدالا.

سيليا بازارباشيوجلو تعمل رئيسة شعبة، كما يعمل مانجال جوسوامي خبيرا اقتصاديا، ويعمل جاك رى اقتصاديا أقدم في دائرة الأسواق المالية والنقدية بصندوق النقد الدولي.

اعتمد هذا المقال إلى حد كبير على تقرير الاستقرار المالي العالمي الذي سيصدره صندوق النقد الدولي (في أبريل ٢٠٠٧)، والذي يتضمن فصلا يحلل نمو تدفقات رأس المال الدولية، وتوسع قاعدة المستثمرين، وتداعيات ذلك على الاستقرار المالي.

المراجع:

Aurélio, Marcela Meirelles, 2006, "Going Global: The Changing Pattern of U.S. Investment Abroad," Federal Reserve Bank of Kansas Economic Review, Third Quarter, pp. 5-32.

Byun, Jennie, and William Oswald, 2006, "Emerging Markets External Debt as an Asset Class" (New York: JPMorgan).

French, Kenneth, and James Poterba, 1991, "Investor Diversification and International Equity Markets," American Economic Review, Vol. 81 (May), pp. 222-26.

Lane, Philip, 2006, "Global Bond Portfolios and EMU," International Journal of Central Banking, Vol. 2 (June), pp. 1-23.

UBS, 2005, Pension Fund Indicators (New York).

هبوطا ملحوظ في التحيز للوطن عندما ازدادت أصول المحفظة العابرة للحدود بمبلغ ٦,١ تريليون دولار في خلال الفترة ٢٠٠١-٢٠٠٥. بيد أن حصة ضخمة من هذا الهبوط حدثت في نطاق أوروبا المتقدمة، نظرا لأن قاعدة المستثمرين بها فضلت الاستثمار في نطاق القارة الأوروبية والمملكة المتحدة. كما استمر تزايد تدفقات المحفظة عبر الحدود من العائلات اليابانية منذ عام ٢٠٠٠، من خلال قنوات صناديق الاستثمار المشترك اليابانية. وطفقت مؤسسات الاستثمار مثل صناديق الاستثمار المشترك وصناديق المعاشات من دول الأسواق المتطورة، تزيد استثماراتها في الأسواق الناهضة.

## «إن فترة التذبذب المنخفض وعلاوات الائتمان القليلة قد تخفي انكشافا جديدا للأخطار ومخاطر جديدة، مثل ازدياد النشاط في أصول بديلة أقل سيولة نسبيا، وهو ما يزيد من دواعي القلق بشأن الاستقرار المالي»

وقد كان الدافع وراء الانخفاض في التحيز للوطن نتيجة لعوامل هيكلية إلى جانب عوامل دورية. كما كان التنوع الحاز الغالب لمعظم مؤسسات الاستثمار. كذلك أسهمت التغييرات التنظيمية والمحاسبية في صناديق المعاشات في التحول الذي حدث في قرارات المستثمرين بشأن تخصيص الأصول. وعلى وجه الخصوص، كان هؤلاء المستثمرون يسعون ليس فقط إلى تنوع استراتيجيات الاستثمار التي لا تساير بدرجة أكبر التزاماتهم بل كانوا يسعون أيضا لتحقيق أكبر عائد مصحح لمراعاة المخاطر.

### التداعيات على الاستقرار العالمي

إن لتدفقات رأس المال عبر الحدود والتغير في قاعدة المستثمرين تداعيات مهمة على الاستقرار المالي، إلا أن هناك إيجابيات وسلبيات. إذ أن أكثر تنوعا على النطاق العالمي من المستثمرين يمثلون أنواعا مختلفة من المؤسسات وبلداننا مختلفة، يقل احتمال معاناتها من صدمات متماثلة، ومتزامنة وضخمة، ومن ثم قد تكون أكثر قدرة على إدارة المخاطر، وامتصاص الصدمات في خلال فترة الكساد. ومن ناحية أخرى، فإن فترة من التذبذب المنخفض وعلاوات الائتمان القليلة قد تخفي وراءها انكشافا جديدا للأخطار ومخاطر جديدة مثل ازدياد النشاط في أصول بديلة أقل سيولة نسبيا، وهو ما يزيد من دواعي القلق بشأن الاستقرار المالي. ويتفاقم هذا القلق من خلال زيادة الفاعلية المالية للمشاركين في السوق وكيفية تنفيذ خطط مواجهة مثل هذه الأوضاع في ظل الإكراه بالتهديد.

وقد ساعدت الطفرة الكبيرة في تدفقات رأس المال عبر الحدود من الأسواق المتطورة في توسيع قاعدة المستثمرين بالنسبة للسوق الناهضة للحصول على الدين الخارجي الحكومي، وهو ما أدى إلى الاستقرار وانخفاض التذبذب في هذه الطبقة من الأصول في خلال السنوات الخمس الأخيرة وهو ما تعكسه العلاوات العالمية لمؤشر السندات في الأسواق الصاعدة لبنك جي بي مورجان تشينز للأسواق الناهضة. وقد شهدت أسعار الفائدة في الأسواق الصاعدة تحولا هيكليا