

أزمات المستقبل المالية

معدومون روس ممن تضرروا بالأزمة الاقتصادية في عام ١٩٩٨.

باولو ماورو وييشاي يافه

Paolo Mauro and Yishay Yafeh

الحين والآخر بقضية العدوى: إذ تشمل الوقائع الحديثة العهد عن اضطرابات السوق المالية ما حدث من هبوط في أسعار الأسهم في الأسواق الناشئة في أيار/ مايو- حزيران/ يونيو ٢٠٠٦، وعمليات تصفية الأسهم العالمية التي بدأت مع الكشف عن المواقف في سوق الأوراق المالية الصينية في شباط/ فبراير- آذار/ مارس ٢٠٠٧، وأحدث المحن التي بدأت في منتصف عام ٢٠٠٧ والتي فجرتها التطورات في أسواق رهونات الدرجة الثانية في الولايات المتحدة.

بيد أنه على العموم، تمتعت الأسواق الناشئة على مدى السنوات الماضية بوفرة في السيولة، وهوامش السندات المنخفضة، وازدهار في التدفقات الرأسمالية. وعلاوة على ذلك، تشير التوقعات الأبعد مدى إلى أن أزمات التسعينيات المعدية لم تكن هي القاعدة المرعية وإنما هي ظاهرة غير

أزمات التسعينيات المالية المخربة-
انتشرت التي نشأت في المكسيك في ١٩٩٤ وفي آسيا في ١٩٩٧ وفي روسيا في ١٩٩٨- بسرعة عبر الأسواق الناشئة، مما حض على المناداة بإصلاح البنيان المالي. بيد أن هذا كان واقع الحال في عقد مضى. وقد أفضت الأزمة الوحيدة الرئيسية التي تفجرت بشكل كامل في الأسواق الناشئة في القرن الحالي- في الأرجنتين في ٢٠٠١- إلى انتشار أو «عدوى» بسيطين، باستثناء ما حدث في الجارة أوروغواي. وفي السنوات الأخيرة، كثيرا ما ركزت التعليقات في الصحافة المالية وفي المطبوعات التي تصدرها المصارف الاستثمارية ووكالات التصنيف الائتماني على الانخفاض الظاهر في مخاطر العدوى الدولية.

ولا يعني ذلك القول بأن المستثمرين لا يذكرون بين

هل ستشبه الأزمات
المعدية لفترة
تسعينيات القرن
العشرين أم الأزمات
المخصصة ببلدان
بذاتها في فترة
تسعينيات القرن
التاسع عشر؟

نقطة أساس) بالتزامن في العديد من الأسواق الناشئة في التسعينيات، ولكنها كانت تقتصر في المعهود على بلد واحد في فترة ما قبل ١٩١٤.

التأثيرات المتغيرة على أسعار الأصول

ما الذي يفسر الاختلافات الملحوظة في مدى التحرك المشترك لأسعار الأصول فيما بين الفترتين؟ تبين الشواهد (استنادا إلى دراسات الأحداث، والتحليل الاقتصادي القياسي للبيانات الخاصة بأسعار الأصول، والمتغيرات الاقتصادية الكلية، ومقالات الصحف المعاصرة) أن محددات أسعار الأصول كانت مختلفة. إذ كانت هوامش السندات قبل قرن مضى تحركها بالدرجة الأولى أحداث مخصصة

«من الصعب التنبؤ بطابع الأزمات المالية في القرن الحادي والعشرين، ولكن من المحتمل تماما أن تنطوي على سمات من الماضي البعيد جداً ومن فترة تسعينيات القرن العشرين»

حسب بلدان معينة مثل الجفاف والتمرد والحروب وغير ذلك من التغييرات في المناخ السياسي والثوابت الاقتصادية. وعلى وجه الخصوص، كان لوقائع العنف ذى الدوافع السياسية أكبر تأثير مشهود على هوامش السندات. وعلى النقيض من ذلك، ففي التسعينيات، كان للبيانات والأحداث الخاصة ببلدان معينة، وإن ظلت وثيقة الصلة، تأثير محدود بدرجة أكبر في تفسير هوامش سندات البلدان فرادى، مع قيام التطورات التي حدثت في المؤشرات القياسية العامة للأسواق الناشئة (وبخاصة أزمات الأسواق الناشئة المعديّة) بدور أكبر.

وإلى حد ما، فإن التحرك المشترك لهوامش سندات الأسواق الناشئة في الأزمنة الحديثة، يفسره بدرجة أكبر مما كان يحدث في الماضي، ذلك التماثل الأكبر في الهياكل الاقتصادية لاقتصادات الأسواق الناشئة في الوقت الحالي. فقبل الحرب العالمية الأولى، كانت تلك الاقتصادات تنزع إلى أن تكون متخصصة جدا (على سبيل المثال، كانت الأرجنتين تنتج القمح والصوف وكانت البرازيل تنتج البن والمطاط). فيما هي الآن أفضل تنوعا، ونتيجة لذلك تنخرط في أنشطة اقتصادية أكثر تماثلا، بحيث تميل أساساتها الاقتصادية إلى التحرك معا بدرجة أكبر مما كان يحدث قبل قرن مضى. ومع ذلك، لا يمكن أن يعزى إلى التماثل الأكبر في اقتصادات الأسواق الناشئة في الوقت الحالي، ذلك الارتفاع في الحركة المشتركة لأسعار الأصول والأزمات المشتركة.

كما تسهم التغييرات في سلوك المستثمر والطريقة التي يتم بها تنظيم الاستثمار الدولي والاضطلاع به في زيادة التحرك المشترك لأسعار الأصول في الأزمنة الحديثة. فخلال التسعينيات، دفعت الخسائر المتكبدة في مستهل أزمة ما في بلد معين، الصناديق الاستثمارية الكبيرة (بما في ذلك صناديق الاستثمار المشتركة وصناديق التغطية) إلى بيع الأصول في بلدان غير متأثرة بالأزمة (بداية) للمحافظة على سيولة معينة وعلى وضع المخاطر. فمثلا، عندما توقعت الصناديق المشتركة المفتوحة حدوث عمليات استرداد للقيمة في المستقبل بعد وقوع صدمة في بلد ما، فإنها جمعت نقدا عن طريق بيع الأصول التي تمتلكها

عادية. وخلال فترة العولمة المالية السابقة- نصف القرن السابق على الحرب العالمية الأولى- شهد العالم العديد من الأزمات، ولكنه لم يشهد عدوى معدية بالأساس. وحتى أكثر الانهيارات المالية شهرة في تلك الفترة، ألا وهي أزمة بارينغز التي نشأت في الأرجنتين في عام ١٨٩٠، لم يكن لها تأثير كبير خارج حدود تلك الدولة.

فهل ستبدو أزمات المستقبل مثل تلك التي حدثت في تسعينيات القرن العشرين أم التي حدثت في ثمانينيات القرن التاسع عشر؟ هل كانت الأزمة الأرجنتينية في ٢٠٠١ نذيرا بعودة الأزمات المستقلة بذاتها؟ وإذا ما ظل الانتشار الدولي ممكنا، فهل ثمة تداعيات لذلك بالنسبة إلى الحكمة العالمية في مجال الأسواق المالية؟ ومن المفيد لإلقاء ضوء على تلك الأسئلة، أن نحلل السجل التاريخي.

قصة عهدين

تشبه فترة العولمة المالية ١٨٧٠-١٩١٣- التي تتصف بالتجارة الحرة، والهجرة غير المقيدة تقريبا، وتدفعات رؤوس الأموال الدولية الكبيرة، والأسواق المالية المتقدمة - تلك العولمة التي نعرفها اليوم، وتفوقها من بعض النواحي. فقد كانت سوق لندن للسندات التي تصدرها «الاقتصادات الناشئة» في تلك الأيام سوقا كبيرة (مع وجود رسملة عامة تصل إلى أكثر من نصف الناتج المحلي الإجمالي لبريطانيا)، تتمتع بالسيولة (مع تقلب هوامش السندات إلى حد كبير والإفادة عنها يوميا في الصحف)، وتحظى بالمساندة من معلومات حسنة التوقيت ويعول عليها (مع توافر الأخبار السياسية والاقتصادية عن الاقتصادات الناشئة توافرا واسعا في الصحافة البريطانية). وربما كانت حافظة المستثمر البريطاني المعهودة عند مطلع القرن العشرين أكثر تنوعا من الناحية الدولية، وتشمل حصة من الأوراق المالية للأسواق الناشئة أكبر بكثير من حافظة حفيد حفيده الذي يعيش في مطلع القرن الحادي والعشرين.

وقد وصل هذا التكامل العالمي إلى نهاية مباغتة مع اندلاع الحرب العالمية الأولى وما تلاها من التقلبات التي خلقها الكساد العظيم والحرب العالمية الثانية. واستؤنفت التدفقات المالية الدولية في سبعينيات القرن العشرين، ولكن العولمة المالية لم تبلغ مستوى وشكلا يذكر بما حدث في الفترة السابقة على عام ١٩١٤ إلا في السنوات النهائية من القرن العشرين. وعلى وجه الخصوص، فإن الاعتماد على سندات الأسواق الناشئة القابلة للتداول بدأ بداية قوية بفعل صفقات برادى في أوائل التسعينيات التي حولت ديون السبعينيات وأوائل الثمانينيات المصرفية المتأخرة السداد لشكل أكثر جاذبية وكفاءة هو سندات.

وعلى الرغم من أوجه التماثل في الحجم والاعتماد على التمويل بالسندات، فإن ثمة اختلافا لافتا للنظر بين عصر ١٨٧٠-١٩١٣ والتسعينيات يتعلق بمدى تحرك أسعار الأصول معا- وبخاصة هوامش السندات السيادية. فهوامش السندات السيادية محددة، بالنسبة للفترة التاريخية، باعتبارها عوائد على سندات بلدان الأسواق الناشئة المصدرة بالجنيه الاسترليني في سوق لندن للأوراق المالية مخصصا منها عوائد سندات بلدان الأسواق الناشئة المصدرة بدولارات الولايات المتحدة مخصصا منها عوائد السندات الحكومية البريطانية في القرن الـ ١٨، وفي العصر الحديث باعتبارها عوائد سندات خزانة الولايات المتحدة الطويلة الأجل. وفي حين أن هوامش السندات اتبعت مسارات مخصصة حسب البلدان خلال عصر ما قبل عام ١٩١٤ (انظر الرسم البياني ١)، فإن هوامش سندات الأسواق الناشئة نزعت إلى التحرك مترادفة إلى حد أكبر في التسعينيات (انظر الرسم البياني ٢). وتكون الرسالة متماثلة عندما يركز المرء على التحرك المشترك في أوقات الأزمة: فكتيرا ما حدثت زيادات حادة في هوامش السندات السيادية (مثلا، بأكثر من ٢٠٠

التحرك بحسب ميزاتها الخاصة

خلال الأعوام الخمسين السابقة على الحرب العالمية الأولى، تغيرت هوامش الديون السيادية استجابة لأحداث مخصوصة ببلدان بذاتها.

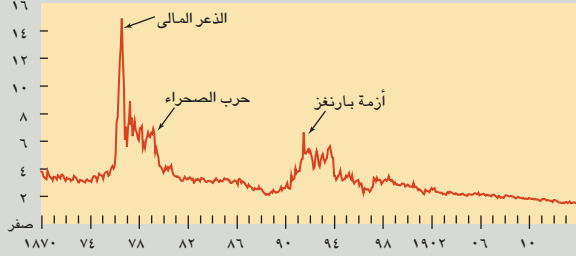
البرازيل

(الهوامش كنسبة مئوية)



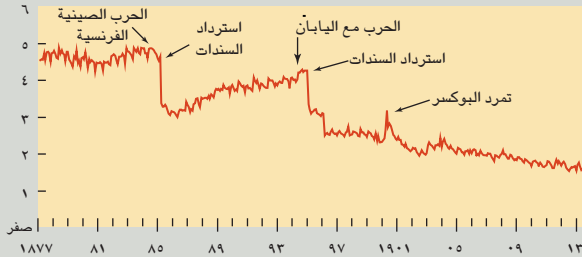
الأرجنتين

(الهوامش كنسبة مئوية)



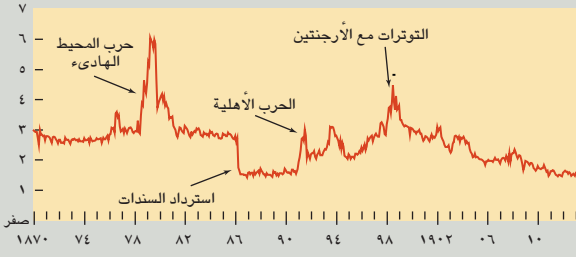
الصين

(الهوامش كنسبة مئوية)



شيلي

(الهوامش كنسبة مئوية)



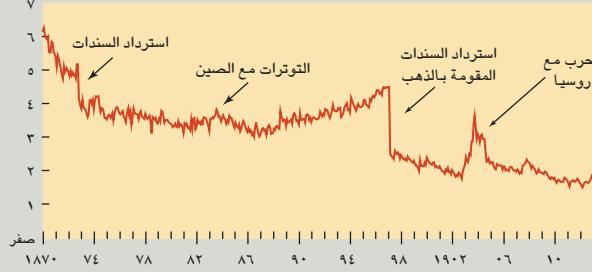
روسيا

(الهوامش كنسبة مئوية)



اليابان

(الهوامش كنسبة مئوية)



المصدر: ماورو، وسومان وياغه (٢٠٠٦).

ملحوظة: الهوامش هي الإيرادات الناتجة عن سندات بلد ناشئ مصدرها بالجنبة الاسترليني في بورصة لندن للأوراق المالية مخصوصا منها سندات الدين الموحد البريطانية (سندات بريطانية ليس لها تاريخ استحقاق محدد وتدفع قسمة على الدوام).

لم تتأثر سوى أوروغواي، وذلك بالدرجة الأولى بسبب مسحوبات الأرجنتينيين الذين كانت لهم ودائع في نظامها المصرفي؟ هنا أيضا، كان سلوك المستثمر هو العنصر الرئيسي. ففي حين أن أزمات التسعينيات أخذت الكثير من المستثمرين على غرة، كانت أزمة الأرجنتين متوقعة على نطاق عريض وكان لدى القوى الفاعلة في السوق فرص وافرة لتكييف تعرضها للمخاطر. وتكشف البيانات المتعلقة بصناديق الاستثمار المشتركة الدولية، انخفاض كبير في الحيازات الأرجنتينية طوال عام ٢٠٠١. وحينما انهار مجلس النقد الأرجنتيني في كانون الأول/ ديسمبر، كانت تلك الحيازات منخفضة للغاية. وعلى مستوى أكثر اتصافا بالطابع التقني، ربما يسر تتبع الكثيرين من المشاركين في الأسواق لتخفيض وزن الأرجنتين في المؤشر القياسي لسندات الأسواق الناشئة في الوقت المناسب، انتقالا منظما للمراكز الاستثمارية من الأرجنتين إلى أسواق ناشئة أخرى.

ورغم أن هناك البعض ممن يحاجون بأن أزمة الأرجنتين في عام ٢٠٠١

في بلدان أخرى. وبالمثل كانت الجهات الاستثمارية ذات الاستدانة العالية، مثل المصارف وصناديق تغطية المخاطر بوجه خاص، تواجه اشتراطات تنظيمية أو ممارسات داخلية لتخصيص الاحتياطيات أو مطالبات هوامش أفضت بها إلى إعادة موازنة حوافظها عن طريق بيع ممتلكاتها من الأصول في بلدان لم تطلها الأزمة ابتداء. وعلى النقيض من ذلك، كان المستثمرون يعملون في الماضي بالدرجة الأولى كأفراد في وقت كانت فيه تكنولوجيات الاتجار أبطأ أيضا. ولربما استجاب المستثمرون في أوقات الأزمات المحدقة للمتاعب في إحدى الأسواق الناشئة عن طريق شراء أصول في سوق أخرى، وبذلك ينقلون الأصول بدلا من بيعها جملة.

حالة الأرجنتين الغربية

لماذا لم تحدث عدوى تقريبا في حالة الأزمة الأرجنتينية في أواخر عام ٢٠٠١

مستقبل العدوى

احتمال حدوث أزمات مالية معدية وتحركات مشتركة مرتفعة عبر الأسواق المالية العالمية في المستقبل، يعزز دخول أدوات مالية جديدة وقوى فاعلة جديدة في الأسواق المالية الدولية وزيادة أهميتها.

«رغم أن بعض المراقبين اقترحوا أشكالا من تنظيم التدفقات المالية الدولية، فمن المحتمل أن ينصب الاهتمام على الحاجة المحتملة إلى شفافية متزايدة وإلى توفير للبيانات، وتحسين للتنظيمات التحوطية القائمة.»

صناديق التغطية، نمت تلك الصناديق بشكل هائل في السنوات الأخيرة وتقوم بإدارة أصول تزيد على تريليون دولار. وكما شوهد في التسعينيات، وفي الأزمة الحديثة العهد لرهونات الدرجة الثانية، فإن عمليات صناديق التغطية أضافت في كثير من الأحيان للتحرك المشترك لأسعار الأصول. بيد أن بعض المعلقين ألمحوا إلى أن تلك الصناديق ربما تكون قد خففت أحيانا من حدة الأزمات المالية بواسطة الاتجار «ضد» الأسواق عندما تهبط الأسعار إلى درجة منخفضة جدا بالنسبة للمستثمرين الأقل قدرة على المخاطرة.

صناديق الأسهم الرأسمالية الخاصة، تؤثر على التحرك المشترك وطابع الأزمات المالية، ولكن كيفية قيامها بذلك أقل وضوحا. وصناديق الأسهم الرأسمالية الخاصة تعتبر جهات استثمارية طويلة الأجل في المعهود، ولذلك فإن وجودها قد يخفف من حدة الأزمات ويسهم في تحقيق الاستقرار. غير أن العكس قد يحدث إذا ما كشفت عن وضعا ماليا كبيرا فجأة. وعلاوة على ذلك، فإن لهذه الصناديق في بعض الأحيان آفاقا استثمارية أقصر، وهو ما يؤدي بها إلى أن تستثمر في القطاعات الرائجة في العديد من البلدان في نفس الوقت، مما يسهم في التحرك المشترك عبر البلدان.

صناديق الثروة السيادية، تثير اهتماما جديدا، رغم أنها تستثمر الاحتياطيات الدولية للدول ذات السيادة منذ سنوات. وقد اشتعل الاهتمام المفاجئ بفعل عوامل شتى: فقد نمت هذه الصناديق بسرعة في العقد الماضي محققة حجما هائلا؛ وقد احتازت حصصا كبيرة في كل من الأسواق الناشئة وشركات البلدان المتقدمة ومؤسساتها المالية، مما أثار القلق في بعض الأحيان بشأن الأهمية الاستراتيجية المتصورة للشركات المستهدفة؛ والعديد منها

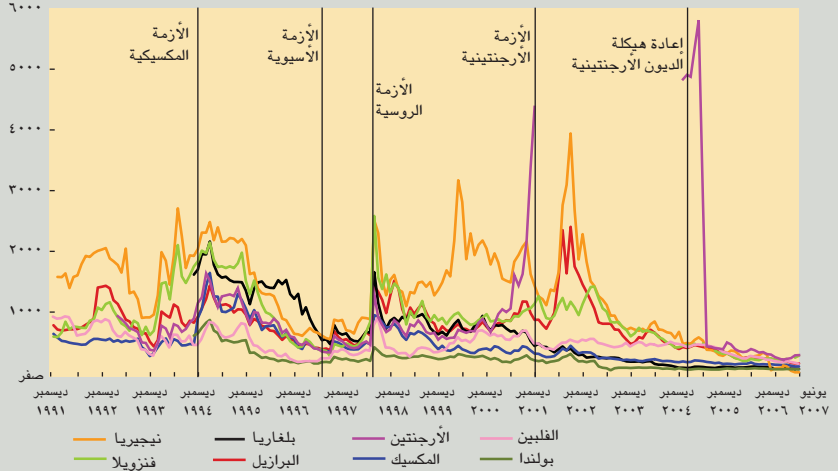
تبين أن العدوى ربما تكون قد «اختفت» بشكل دائم، فإن طابع هذه الأزمة الذي كان متوقعا يلقي بالشكوك على هذا الرأي. فعلى النقيض من ذلك، فإن الاندفاع المعمم للتدفقات الرأسمالية إلى الأسواق الناشئة الملاحظ في السنوات الحديثة العهد يتسق مع الرأي القائل بأن المستثمرين يعجزون في بعض الحالات عن التمييز بما فيه الكفاية فيما بين الأسواق الناشئة، استنادا إلى الأساسيات.

المتاعب في المركز وفي الأطراف

يتعلق أحد العوامل الإضافية، التي تحدد ما إن كانت ثمة عدوى تحدث بما إذ كانت القوى الفاعلة في الأسواق المالية في بلدان «المركز» المتقدمة قد تأثرت بشكل معاكس بالتطورات في البلد الذي نشأت فيه الأزمة. وفي الحقيقة، ففي الكثير من أزمات الأسواق الناشئة المعدية المعروفة بشكل كبير، قامت المؤسسات المالية في البلدان المتقدمة بدور في تحويل الصدمة الأولية إلى بلدان على «الأطراف». فمثلا، كانت الخسائر التي تكبدتها مصارف البلدان المتقدمة وغيرها من مؤسساتها المالية بمثابة قناة هامة لانتقال العدوى خلال الأزمة الآسيوية. وكان الانهيار المفاجئ للإدارة الطويلة الأجل لرأس المال عاملا رئيسيا في انتشار الأزمة الروسية في آب/ أغسطس ١٩٩٨ إلى اقتصادات أسواق ناشئة أخرى. وأثارت أحداث الكروب عهدا التي بدأت مع التطورات التي حدثت في أسواق الدرجة الثانية في الولايات المتحدة القلق في عدد من الأسواق الناشئة، وإن لم تثر أزمة كاملة الأبعاد. وفي الحقيقة، ربما يكون قيام المصارف المركزية في البلدان المتقدمة الرئيسية بتوفير السيولة فورا - في حين أن الجلى أنها موجهة مباشرة نحو استعادة الثقة داخليا - قد عمل على تقليل احتمال انتشار العدوى إلى الأسواق الناشئة. ولم تتغير أهمية توفر المصارف المركزية للسيولة في الأسواق المالية المركزية كثيرا منذ عهد العولمة المالية السابق. فكثيرا ما يعزى إلى تصرف مصرف انجلترا الفوري الفضل في الحيلولة دون حدوث عدوى دولية كانت بغير هذا، ستنتج عن انهيار بيت بارنغز الاستثماري في عام ١٨٩٠.

الشكل ٢ التحرك بالترادف

تحركت هوامش السندات في بلدان الأسواق الناشئة منذ عام ١٩٩٠ معا باستثناءات قليلة. (الهوامش كقفاط أساسية)



المصدر: ماروو، وسوسمان ويافه (٢٠٠٦).

ملحوظة: الهوامش هي الإيرادات الناتجة عن سندات بلد سوق ناشئة صادرة بدولار الولايات المتحدة مخصصا منها للإيرادات من سندات الخزنة الأمريكية الطويلة الأجل. نقطة الأساس هي واحد على مائة من النقطة المئوية.

لا تعلن عن استثماراتها للجمهور. وتدير تلك الصناديق أصولاً، بحسب بعض التقديرات، تتجاوز ١,٥ تريليون دولار، ويعزى معظم ذلك المبلغ إلى حفنة من تلك الصناديق فقط. ورغم أن معظم الصناديق استخدمت استراتيجيات استثمارية متحفظة وطويلة المدى، فإن بإمكانها من ناحية المبدأ أن تقوم بدور مثير لعدم الاستقرار إذا ما عكست موقفها بغتة، ولا سيما ما يقوم به صندوق في بلد سوق ناشئ صغير.

وإضافة إلى ظهور قوى جديدة، فإن لوسائل الاستثمار الجديدة أيضاً، إمكانية زيادة التحرك المشترك لأسعار الأصول عبر البلدان. فمثلاً، فإن ارتفاع الاستثمار المستند إلى مؤشر الأسعار ورواجه المتنامي - من خلال صناديق الاستثمار المشترك المستند إلى مؤشر الأسعار، ومن خلال صناديق النقد المتداول أخيراً جداً - يفضي إلى الاستثمار المستند إلى مؤشر الأسعار الإجمالي للبورصات القطرية أو الإقليمية وليس إلى مؤشر أسعار الأوراق المالية فرادى (أو البلدان فرادى). وصناديق النقد المتداول عبارة عن صناديق استثمار مشترك مفتوحة تسعى في المعهود إلى تكرار مؤشر سوق راسخة. وقد تتسبب التدفقات الخارجة منها والداخلية إليها في جعل كل الأوراق المالية التي تقوم عليها تتحرك معاً مع مراعاة محدودة للمعلومات المخصصة بقطر ما. ومن ناحية أخرى، فإن إدخال العمل بأدوات مالية جديدة، مثل صناديق النقد المتداول، قد يساعد المستثمرين على تنوع حوافظهم وزيادة سيولة السوق، مما يساهم في استعداد المستثمرين للاستثمار في الأسهم والسندات فرادى. ومما لا شك فيه أن الزيادة في التعاملات المصرفية عبر الحدود قد قامت بدور في زيادة إمكانية نقل الصدمات المالية وغيرها من الصدمات على الصعيد الدولي.

الاستعداد للمستقبل

من الصعب التنبؤ بطبيعة الأزمات المالية في القرن الحادي والعشرين، ولكن من المرجح تماماً، أن تتضمن سمات من كل من الماضي الأبعد ومن تسعينيات القرن العشرين. لقد حدثت الأزمات المالية في فترة ما قبل الحرب العالمية الأولى في ظل الصعوبات الاقتصادية الكلية، ولكن الذي فجرها عادة هي أحداث من قبيل الحروب أو وقائع عنف أخرى ذات دوافع سياسية، بما يعكس أوجه قصور مؤسسية وقليل سياسية. لقد تحسنت السياسات الاقتصادية الكلية في الكثير من الاقتصادات الناشئة. ولكن مواطن الضعف المؤسسية لا تزال قائمة في البعض الآخر، ولذلك فقد تتفجر أزمات المستقبل أيضاً بفعل الاضطرابات السياسية. وربما تفضي الروابط المالية الحالية الأكبر - بما في ذلك تلك التي تولدها أنشطة القوى الفاعلة الجديدة - إلى انتقال سريع للأزمات إلى بلدان أخرى، مثلما حدث إلى حد كبير في التسعينيات.

ومن ثم فإن من الافتراضات العملية الفطنة أن من المحتمل أن تعاد العدوى الظهور، مما يشير إلى الحاجة إلى التأهب لها على الصعيدين المحلي والدولي. فعلى الصعيد المحلي، اتخذ الكثير من البلدان خطوات - بما في ذلك السياسات الاقتصادية الكلية وإدارة الديون المحسنة - ترمي إلى تقليل إمكانية تعرضها للتضرر وإلى تخفيف حدة الضربة في حالة وقوع أزمة. وعلى الصعيد الدولي، ركزت المناقشات، في حدود ما تتطلبه إخفاقات السوق والتأثيرات الخارجية من الحوكمة والتنسيق العالميين، على الدور المحتمل للمؤسسات المالية الدولية والمؤسسات عبر القومية الأخرى، مثلاً، في إنشاء آليات ملتزمة بتوفير السيولة في حالة نشوب أزمة. وقد رتبت مجموعات من البلدان الإقليمية لتجميع احتياطاتها الدولية لتوفير مصد في حالة وقوع أزمة.

وفيما عدا ما يتعلق بالأرصدة المتزايدة من سيولة القطاع الرسمي - سواء

كانت من خلال التأمين الذاتي في شكل احتياطات دولية، أو ترتيبات دولية فيما بين البلدان أو مع مؤسسات دولية - هل هناك تداعيات إضافية بالنسبة للحوكمة العالمية في مجال التدفقات المالية الدولية؟ من المرجح أن تتركز المناقشات على ما إن كان ينبغي للقطاع الرسمي أن يزيد من تحييصه للقوى الفاعلة الخاصة في الأسواق المالية. ورغم أن بعض المراقبين اقترحوا أشكالاً من تنظيم التدفقات المالية الدولية، فمن المحتمل أن ينصب الاهتمام على الحاجة المحتملة إلى شفافية متزايدة وإلى توفير للبيانات، وتحسين لتنظيمات التحوط القائمة. وسينطوي ذلك على مناقشة لما إذا كانت الاضطرابات الحديثة الناجمة في الأسواق الثانوية قد كشفت عن الفجوات.

وتداعيات القوى الفاعلة الجديدة الأهمية، مثل صناديق التغطية وصناديق الأسهم الرأسمالية الخاصة وصناديق استثمار الثروات السيادية، ليست مفهومة تماماً بعد، ويمكن الحاجة على نحو معقول بشأن ما إن كان من المحتمل أن يعزز كل من هذه القوى الفاعلة - في نهاية المطاف - من الاستقرار أو التقلب. وبغض النظر عن ذلك، فليس من الصعب تخيل سيناريوهات تكون فيها هذه الفعاليات مصدراً للتقلب والعدوى؛ ويبدو أن ثمة ما يبرر القيام بمناقشة حريصة لكيفية تجنب تلك السيناريوهات. وعلى وجه الخصوص، من المرجح أن تركز مناقشات السياسات على ما إن كان ينبغي لهذه القوى الفاعلة أن توفر معلومات إضافية عن استراتيجياتها واستثماراتها (أي شفافية أكبر)، وعلى إمكانية التدبير في وضع مدونات سلوك (طوعية) لهذه القوى الفاعلة الجديدة. ويتطلب تحقيق تقدم في هذه المجالات تحديد ماهية المعلومات المطلوبة بالضبط للسماح بالتنظيم التحوطى الفعال ولتيسير اتخاذ المستثمرين لقرارات متغيرة بدون عرقلة غير ضرورية لعمل النظام المالي.

ويبدو أن من الواضح أن كلا من بلدان السوق المتقدمة والناشئة ستولى اهتماماً وثيقاً لهذه المناقشة. وتقليدياً، تم التأكيد على أهمية الحوكمة الرشيدة والشفافية بالنسبة لتجنب الالتزامات المستترة وإمكانات التضرر المتصلة بها في الأسواق الناشئة المعرضة للأزمات. لقد تحول التركيز على الشفافية في الأسواق الناشئة إلى جانب الأصول، مع دعوات متواترة بالشفافية الأكبر في تشغيل صناديق استثمار الثروات السيادية في الأسواق الناشئة. بيد أن الاضطرابات المالية التي بدأت في صيف عام ٢٠٠٧ ركزت الأضواء على القضايا المتصلة بالشفافية في المؤسسات المالية للبلدان المتقدمة وعلى أهمية المحافظة على الاستقرار في الأسواق المالية المركزية - ليس فقط من أجل صالح المستثمرين المحليين ولكن لتجنب العدوى الدولية الضارة أيضاً. ومن المرجح أن يصبح الجدال حول هذه القضايا أكثر بروزاً في السنوات المقبلة. ■

باولو ماورو رئيس شعبة في دائرة الشؤون المالية في صندوق النقد الدولي وبيشاي يافه دارس زائر في دائرة البحوث في الصندوق من الجامعة العبرية في القدس ومركز بحوث السياسات الاقتصادية.

المراجع:

Mauro, Paolo, Nathan Sussman, and Yishay Yafeh, 2006, Emerging Markets and Financial Globalization: Sovereign Bond Spreads in 1870-1913 and Today (London: Oxford University Press).

Didier, Tatiana, Paolo Mauro, and Sergio Schmukler, 2006, "Vanishing Financial Contagion?" IMF Policy Discussion Paper 06/1 (Washington: International Monetary Fund).