



كاتب يسجل الأسعار في البورصة في مباباني، سوازيلند.

# خطوات صغيرة

## التوازن الدقيق للأسواق المالية النامية في الاقتصادات الصغيرة: مردود بجرية من الواقع

مارك ستون وسييتشي شيميزو

Mark Stone and Seiichi Shimizu

العديد من الاقتصادات الصغيرة عقبات داخلية المنشأ تخرج بدرجة كبيرة عن سيطرة صناعات السياسة. والبنوك هي محور العجلة في تطور الأسواق لأنها القوة الفاعلة الرئيسية في أغلب الأسواق المالية. إلا أن القطاعات المصرفية في أغلب الاقتصادات الصغيرة صغيرة وغير تنافسية؛ إن متوسط عدد البنوك هو ستة بل إن عددا أصغر منها ينزع للسيطرة على القطاع المصرفي. كما أن الاقتصاد الحقيقي غير المتنوع يحد من فرص تحويل المخاطر. والبنية الأساسية على أحدث طراز والتنظيمات المتقنة قد لا تفيد نظرا للحجم الأصغر للاقتصاد. والعدد المنخفض والحجم الصغير للشركات عائق متأصل آخر.

ويمكن لتدابير السياسة أن تساعد في التغلب على عقبات أخرى تعوق تطور السوق. فيمكن معالجة السيولة المفرطة في القطاع المصرفي، التي تضع كل البنوك في جانب البيع، من سوق النقد، والدولرة التي تقلل من حجم المعاملات المالية بالعملة المحلية، من خلال سياسات مناسبة تُنفذ على المدى الطويل. ويمكن تخفيض القيود المؤسسية، مثل العدد المحدود من القوى الفاعلة في السوق المالي وضعف ممارسات الإفصاح عن المعلومات المالية على المدى الطويل، وتطور السوق يمكن أن تعرقله أيضا السياسة في ظل السيطرة المباشرة للسلطات، وانعدام الإرادة السياسية والمصالح المكتسبة لمن لن يستفيدوا من تطوير السوق.

المالية في الاقتصادات الأصغر تتوافر لها نظريا الإمكانية لتحقيق مزايا مهمة. وهذه تشمل سياسة نقدية ومالية أكثر فاعلية، وتحويل أكبر للمخاطر، وتمويل متزايد للشركات، وتكامل أعظم في الاقتصاد العالمي. ولكن الأسس اللازمة لتحليل ما يقتضيه تطوير الأسواق المالية في الاقتصادات الأصغر محدودة لأن الأبحاث التي تجرى عبر البلدان قد ركزت حتى الآن على الأسواق المالية في بلدان الأسواق المتقدمة والنامية. وعلاوة على ذلك، تميل السياسات المطلوبة لتطوير الأسواق المالية في البلدان الأصغر لأن تكون ذات طابع خاص لأن الاقتصادات الصغيرة تختلف تماما بعضها عن البعض الآخر (انظر الإطار).

ويتناول هذا المقال هذه الفجوة التحليلية ويقترح سياسات لتطوير أسواق مالية «جوهريّة»- صرف أجنبي، ونقود، وأمن حكومي، وإنصاف- في الاقتصادات الصغيرة. وهذه الأسواق أساسية لأنها توفر المستوى الأكثر جوهريّة من الخدمات المالية. كما يقدم هذا المقال أيضا الخطوط الأساسية لسلسلة الخطوات التي يمكن أن تتبعها البلدان الصغيرة، مع التسليم بأن نهج المقاس الواحد الذي يناسب الجميع لا يصلح لهذه البلدان.

### أسواق ضحلة

الأسواق المالية في الاقتصادات الصغيرة أصغر بشكل عام وتقدم مجالها أضيق من الخدمات بالمقارنة بما تقدمه تلك الموجودة في الاقتصادات الأكبر. وحجم الأعمال في أسواق سعر الصرف الأجنبي في الاقتصادات الصغيرة أقل كثيرا بالمقارنة ببلدان الاقتصاد الناشئة، ويجرى أقل من ٥٠ في المائة منها معاملات آجلة (شراء أو بيع عملة في المستقبل طبقا لسعر صرف محدد سلفا). وأسواق المال ضعيفة وأغلبها تسيطر عليه عمليات نقدية قصيرة الأجل بين البنوك. ولدى ٢٥ في المائة فقط من الاقتصادات الصغيرة أسواق ثانوية للأوراق المالية الحكومية، متطورة بما يكفي لإشراك مؤسسات أجنبية. بل إن لدى ٤٠ في المائة فقط من الاقتصادات الصغيرة بورصة، والتداول في العديد من هذه البورصات منخفض لدرجة تجعل تأثيرها الاقتصادي ضئيل. وكان للتكامل الإقليمي حتى الآن نتائج مختلطة بالنسبة للنجاح في تعميق الأسواق. ومع ذلك، فهناك أمثلة إيجابية، ولدى بعض الاقتصادات الصغيرة (كروواتيا والأردن) أسواق متطورة لحد ما تقدم مجموعة واسعة من المزايا.

ما السبب في عدم تطور الأسواق المالية في الاقتصادات الصغيرة؟ تواجه

### ما هي الاقتصادات الصغرى؟

تُعرّف الاقتصادات الصغرى هنا بأنها البلدان التي يكون فيها الناتج المحلي الإجمالي ونصيب الفرد من الناتج أدنى من عتبة معينة والتي يمكن اعتبارها الحدود المميزة المفروضة على التطور المحتمل لأسواقها المالية. وتبين مراجعة المعلومات الأساسية حول الأسواق المالية بأن أغلب البلدان التي وصلت إلى عتبة ٤٠ مليار دولار للناتج المحلي الإجمالي و ١٠ آلاف دولار لنصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي لديها أسواق مالية متخلّفة نسبيا، وفي حالات كثيرة ليس لديها أسواق مالية كلية.

وتتمثل الاقتصادات الصغرى ٢ في المائة من الناتج المحلي الإجمالي العالمي؛ ويبلغ مجموع السكان فيها ٩٦٠ مليون نسمة، أو ١٥ في المائة من إجمالي سكان العالم. وتضم الاقتصادات الصغرى طائفة واسعة من البلدان. ولدى عدد من الاقتصادات الصغرى بعض الأسواق المتطورة، وإما أنها قد انضمت لصفوف بلدان الأسواق الناشئة أو أن لديها إمكانية لأن تفعل ذلك. وعلى الطرف الآخر من الطيف، هناك ٣٦ من الاقتصادات الصغرى يقل عدد سكانها عن مليون، مما يدل على أنه سيكون من الصعب تحقيق وفورات الحجم.

## ما ينجح وما لا ينجح؟

كيف يمكن للاقتصادات الصغيرة أن تستفيد من النهوض بتنمية القطاع المالي؟ يمكن فهم الكثير من خبرة بلدان فرادى، ومن المقارنات عبر البلدان، ومن العمل الذي تم في صندوق النقد الدولي وأماكن أخرى.

وتتحول القوى المحركة لتطوير سوق الصرف الأجنبي من البنك المركزي والحكومة إلى القوى الفاعلة في السوق مع تعمق السوق. وفي المراحل المبكرة تزيل الحكومة العوائق مثل اشتراطات التنازل عن الصرف الأجنبي والقيود الشديدة على رأس المال (أوغندا). والخطوة التالية هي إعادة توجيه البنك المركزي ليغير دوره من تقييد السوق إلى دعم السوق، كما في جمهورية مقدونيا اليوغسلافية السابقة. ويقتضى هذا تقليل تحكم البنك المركزي المباشر في تدفقات السوق، وإنشاء آلية للتداول صديقة للسوق، ونقل وظيفة صنع السوق كلية إلى السوق، وإنشاء عمليات للصرف الأجنبي تستند إلى السوق. وآخر مرحلة هي التنمية التي تحركها السوق، مع الحد من دور السلطات بدرجة كبيرة ليقصر على الدعم الحريص (صربيا).

ويجب أن تتكامل تنمية أسواق النقد والأوراق النقدية الحكومية لأن المصارف تنزع للسيطرة على كلا هذين السوقين، وفي العادة تخدم البنية الأساسية نفسها هذين السوقين كما أن لهما دورا مشتركا في السياسات والعمليات النقدية المالية. وتنزع السياسات في مرحلة تنمية السوق الأولى، التي تشمل الإيداعات فيما بين البنوك أساسا، إلى التركيز على التدابير الحكومية لإزالة العقبات وتطوير النظام المصرفي، كما حدث في بوتسوانا. وبمجرد بدء التداول المنتظم للأوراق المالية، يستطيع البنك المركزي، بالتنسيق الوثيق مع الحكومة والمشاركين في السوق، أن يعزز التنمية بالانتقال إلى عمليات نقدية تدعم السوق (تونس) مثل إعادة الإيداع، وإلى تمويل مالي لتدعيم السوق مثل مزادات لسندات الخزانة التي تحركها السوق (صربيا). ويتولى القيادة القوى الفاعلة في السوق نفسها من أجل إقامة أسواق رسمية متقنة والعمل معا مع وكالات عامة لضمان استقرار النظام.

وتختلف أسواق الأسهم قليلا عن الأسواق المالية الأساسية الأخرى من حيث أن القوى الفاعلة في السوق نفسها تلعب دورا قياديا بدرجة أكبر وأن السياسات الحكومية تغطي مجالا أوسع. والتحدى الأول بالنسبة للاقتصادات الصغيرة التي ليس لديها بورصة نشيطة، هو إيجاد مصادر بديلة لتمويل الشركات. ومع تطوير الأسواق للتداول المنتظم، يجب أن تركز السياسات على المؤسسات وعلى حكومة الشركات الأساسية، كما حدث في كرواتيا وموريشيوس وكينيا. وأخيرا، فإن تنمية سوق ثانوية عميقة ونشيطة، تحركها القوى الفاعلة في السوق نفسها، مع قيام وكالات حكومية مختلفة بتحسين توفير المعلومات وتعزيز استقرار السوق (جامايكا، والأردن، وسري لانكا).

وللتكامل الإقليمي القدرة على التصدي لبعض العقبات التي تقف أمام تنمية السوق بالتخفيف من إلغاء وفورات الحجم، ولكن التجربة كانت متضاربة حتى الآن. ويبدو أن الشروط العامة المسبقة لتكامل ناجح هي الروابط الاقتصادية والسياسية الإقليمية والقطاعات المصرفية المتطورة والمتكاملة والأسواق المحلية القائمة بالفعل، والدعم السياسي للتغلب على المصالح المكتسبة. وينبغي أن يكمل التكامل الإقليمي بشكل عام الأسواق المحلية لا أن يحل محلها. وقد تمت أغلب الحالات التي نجح فيها التكامل الإقليمي بقيادة السوق وشملت أسواق الأسهم (دول البلطيق). ويمكن أن يكون التدخل الحكومي فعال عندما تتعارض مصالح

القوى الفاعلة فرادى في السوق مع تكامل السوق. والانضمام لأسواق إقليمية قائمة حقت بالفعل وفورات الحجم الأساسية قد يكون أكثر رشدا من محاولة دمج أسواق صغيرة عبر البلدان.

## ما هي الدروس المستفادة؟

إن الدرس الغالب هو أن سياسات تطوير السوق يجب أن تكون واقعية ومفصلة لتناسب ظروف الاقتصادات الصغرى الفريدة عادة. ويمكن أن ينطوي التنفيذ الفعال لمثل هذه السياسات على ثلاث خطوات: أولا يجب الحكم على السوق الأكثر نشاطا بأنها قادرة على البقاء والاستمرار - أي أنه يجب أن يكون هناك عدد كاف من القوى الفاعلة لتكوين جانبي السوق على أساس جار. ثانيا، يتعين اعتبار أن المنافع العريضة لتنمية السوق القابلة للتحقيق على المدى الطويل يجب أن تزيد على التكلفة التي يتحملها القطاع العام. وبالنسبة للعديد من الاقتصادات الصغيرة، يمكن أن تكون تكلفة الفرصة البديلة لإنفاق الموارد المالية والبشرية الحكومية النادرة على تطوير السوق عالية. وأخيرا يجب مراعاة أي تداعيات على الاستقرار المالي الشامل للسوق الأكثر فاعلية بشكل كامل في السياسات.

ماذا عن بدائل الأسواق المالية إذا كانت احتمالات التنمية محدودة أو تكتنفها المخاطر؟ إن استثمار كل إمكانيات القطاع المصرفي يمكن أن يساعد على تعويض الافتقار إلى الأسواق المتطورة. فعلى سبيل المثال، تستطيع البنوك أن تقدم النقود ومنتجات الصرف الأجنبي لمساعدة الشركات على تدبير السيولة. وسياسات الحكومة التي تعزز الإقراض المصرفي المستند إلى السوق يمكن أن تعوض التمويل بالأسهم. والأفراد الأثرياء والجماعات الصغيرة - من المستثمرين المتخصصين، مصادر بديلة لتمويل الشركات يمكن تعزيزها بسياسات الحكومة. وأخيرا، هل يضطرنا الاضطراب المالي الحالي إلى إعادة التفكير في دور الأسواق المالية في الاقتصادات الصغيرة؟ حتى الآن يبدو أن التأثير على الاقتصادات الصغرى الذي أحدثته ضائقة السوق العالمي التي تعمل من خلال روابط عالية، كان معتدلا، ويرجع ذلك بدرجة كبيرة إلى الدور الصغير نسبيا لتدفقات رأس المال الخاص لهذه البلدان. وعلاوة على ذلك، فإن المؤسسات المالية في الاقتصادات الصغرى لم تشتر الأصول السامة التي ساهمت في الضائقة في الاقتصادات المتقدمة وفي العديد من الاقتصادات الناشئة. وهكذا فإن المشاكل الجارية في اقتصادات الأسواق المتقدمة والناشئة لا يبدو أنها تغير المبرر الكبير لتطوير الأسواق في الاقتصادات الصغرى. ومن المحتمل أن يكون من الأفضل بالنسبة للاقتصادات الصغرى أن تتمسك بالأساسيات واستغلال إمكانيات أسواقها لأقصى درجة. ■

مارك ستون نائب رئيس شعبة وسيشي شيميزو خبير اقتصادي أقدم في دائرة النقد وأسواق رأس المال في صندوق النقد الدولي.

هذا المقال يستند إلى بحث «تطوير الأسواق المالية الأساسية في الاقتصادات الصغرى: حقائق محددة حسب أسلوب معين وخيارات السياسة»، دراسة معدة لمناسبة خاصة رقم ٢٦٥ لصندوق النقد الدولي (واشنطن، ٢٠٠٩).