

### الفصل الثاني: سيولة السوق – صامدة أم عابرة؟

#### ملخص

أصبحت أطراف السوق في الاقتصادات المتقدمة واقتصادات الأسواق الصاعدة تشعر بالقلق من احتمال تراجع السيولة السوقية من حيث المستوى ومرونة التكيف، وخاصة بالنسبة للسندات، ومن ثم تصاعد المخاطر التي تقترن بحدوث صدمات في السيولة. فمن المهم أن يتوافر في السوق مستوى مرتفع من السيولة – أي القدرة على البيع أو الشراء السريع لحجم كبير من الأوراق المالية بتكلفة منخفضة وتأثير محدود على الأسعار – حتى يتسنى تحويل الأموال بكفاءة من أصحاب المدخرات إلى المقترضين ومن ثم تحقيق النمو الاقتصادي. وتمثل السيولة السوقية عالية/التجاوب مع المتغيرات مطلباً أساسياً لتحقيق الاستقرار المالي لأنها تكون أقل عرضة للانخفاضات الحادة عند وقوع الصدمات. كذلك فإن السيولة السوقية المنخفضة من المرجح أن تكون هشة، وإن كانت سيولة السوق التي تبدو وفيرة يمكن أن تتعرض بدورها لهبوط حاد.

ويجري هذا الفصل بحثاً مستقلاً لكل من العوامل التي تؤثر على مستوى سيولة السوق وتجاوبها مع المتغيرات، ويخلص إلى أن العوامل الدورية، بما في ذلك السياسة النقدية، تساهم بدور مهم في هذا الخصوص. وعلى وجه التحديد، يخلص الفصل إلى أن بعض الأسواق فقط هي التي تُبدي دلائل واضحة على تقادم أوضاع السيولة، وإن تفاوتت ديناميكيتها عبر فئات السندات المختلفة. غير أن المستويات الحالية من السيولة السوقية تدعمها الظروف الدورية المعتدلة – وقد تتأثر درجة صمودها ببعض التطورات الهيكلية. وبالإضافة إلى ذلك، زادت تداعيات السيولة السوقية عبر فئات الأصول، بما في ذلك أصول الأسواق الصاعدة.

ولم يمض وقت كاف بعد إجراء تقييم كامل لأثر التغييرات التنظيمية التي تمت مؤخراً. ويبدو أن انخفاض أنشطة صناعة السوق قد أضر بمستوى السيولة السوقية ولكن المرجح أن يكون انخفاضها مدفوعاً بمجموعة من العوامل. وفي هذا السياق، يبدو تأثير التنظيم أوضح في مجالات أخرى. فعلى سبيل المثال، أدت القيود على تداول المشتقات المالية (كالتالي فرضها الاتحاد الأوروبي في عام ٢٠١٢) إلى إضعاف سيولة الأصول الأساسية. وفي المقابل، أدت القواعد التنظيمية المعززة للشفافية إلى تحسن مستوى سيولة السوق.

ويبدو أن التغييرات في هياكل الأسواق قد زادت من هشاشة السيولة. فزيادة حيازات سندات الشركات لدى صناديق الاستثمار المشترك، وارتفاع مستوى تركُّز الحيازات لدى صناديق الاستثمار المشترك وصناديق معاشات التقاعد وشركات التأمين، كلها مرتبطة بانخفاض تجاوب السيولة مع المتغيرات. وفي نفس الوقت، من شبه المؤكد أن تكاثر إصدارات السندات الصغيرة أدى إلى تخفيض السيولة في سوق الأسهم وساعد على تزايد مظاهر عدم الاتساق بين تدفقات السيولة في صناديق الاستثمار.

ويوصي الفصل بتدابير لدعم مستوى السيولة السوقية ودرجة مرونتها. فلما كانت سيولة السوق معرضة للنضوب المفاجئ، ينبغي أن يعتمد صناع السياسات استراتيجيات استباقية لمواكبة مثل هذه التحولات في سيولة السوق. وبالإضافة إلى ذلك، لأن

أوضاع السيولة السوقية الحالية يمكن أن تفيد في توضيح مخاطر تبخر السيولة، ينبغي لصناع السياسات أن يراقبوا بعناية أوضاع السيولة السوقية في مجموعة متنوعة من فئات الأصول. غير أن الفصل لا يهدف إلى طرح معايير "مثلى" لمستوى سيولة السوق أو مدى تجاوبها. ويمكن أن تساعد إصلاحات البنية التحتية السوقية (بما في ذلك المساواة في إتاحة منصات التداول الإلكتروني وتوحيد المعايير) عن طريق إيجاد أسواق رأسمالية أكثر شفافية وانفتاحا. وينبغي إعادة تقييم قيود التداول المفروضة على المشتقات المالية. فينبغي أن تنظر الأجهزة التنظيمية في استخدام أدوات تساعد على تحديد السعر الملائم الذي يتضمن تكلفة السيولة في صناديق الاستثمار المشترك. وتمثل عودة السياسة النقدية الطبيعية بهدوء في الولايات المتحدة الأمريكية عاملا مهما لتجنب اضطرابات السيولة السوقية في الاقتصادات المتقدمة أو الصاعدة.

### الفصل الثالث: الرفع المالي في شركات الأسواق الصاعدة - هل تمثل مصدرا للقلق؟

#### ملخص

زادت ديون الشركات غير المالية في اقتصادات الأسواق الصاعدة الرئيسية بمقدار أربعة أضعاف بين عامي ٢٠٠٣ و٢٠١٤. وفي نفس الوقت، هناك تحول جارٍ في تكوين هذا الدين من القروض إلى السندات. وبالرغم من أن زيادة الرفع المالي يمكن الاستفادة منها في الاستثمار، ومن ثم تعزيز النمو، فإن اتجاهها الصاعد في السنوات الأخيرة يؤدي إلى زيادة القلق بالطبع، لأن كثيرا من الأزمات المالية في الأسواق الصاعدة كانت مسبقة بنمو سريع في الرفع المالي.

ويبحث هذا الفصل الأثر المتبلور للعوامل المتعلقة بالشركات والبلدان والتطورات العالمية على أنماط الرفع المالي والإصدارات وفروق العائد في الأسواق الصاعدة أثناء العقد الماضي. ولهذا الغرض، يستخدم الفصل قواعد بيانات كبيرة وغنية. فبالرغم من أنه لا يهدف إلى تقديم تقييم كمي لما إذا كان الرفع المالي مفرطا في قطاعات أو بلدان معينة، فإن تحليل العوامل الدافعة لنمو الرفع المالي يمكن أن يساعد في إلقاء الضوء على المخاطر المحتملة.

ويخلص الفصل إلى النتائج الثلاث الأساسية التالية: أولا، يبدو أن هناك تراجعا في المساهمات النسبية لكل من خصائص الشركات والبلدان في تفسير نمو الرفع المالي والإصدارات وفروق العائد في الأسواق الصاعدة في السنوات الأخيرة، مع قيام العوامل الدافعة العالمية بدور أكبر في هذا الخصوص. ثانيا، زاد الرفع المالي بدرجة أكبر في القطاعات الأكثر دورية، وسجل أكبر درجات النمو في قطاع البناء. كذلك ارتبطت زيادة الرفع المالي، في المتوسط، بتصاعد الانكشاف لمخاطر الصرف الأجنبي. ثالثا، رغم زيادة ضعف الميزانيات العمومية، تمكنت شركات الأسواق الصاعدة من إصدار سندات بشروط أفضل (عائدات أقل وآجال استحقاق أطول)، واستفاد كثير من مُصدري السندات من الظروف المالية المواتية لإعادة تمويل ديونهم.

ويشير تعاضم دور العوامل العالمية في فترة من التحسن الاستثنائي إلى ضرورة أن تستعد الأسواق الصاعدة لمواجهة الانعكاسات المرتقبة لزيادة ضيق الأوضاع المالية العالمية. وفيما يلي أهم التوصيات على صعيد السياسات: أولا، يتعين مراقبة الشركات المعرضة للمخاطر والمؤثرة على النظام المالي، إلى جانب البنوك والقطاعات الأخرى ذات الارتباط الوثيق بها. ثانيا، هذا التوسع في مراقبة الشركات يتطلب تحسين جمع البيانات عن مالية قطاع الشركات، بما في ذلك انكشافها لمخاطر الصرف الأجنبي. ثالثا، يمكن أن تساعد سياسات السلامة الاحترازية الكلية والجزئية في الحد من زيادة انكشاف الميزانيات العمومية لمخاطر الصرف الأجنبي واحتواء الزيادة المفرطة للرفع المالي في قطاع الشركات. رابعا، مع عودة السياسة النقدية الطبيعية في الاقتصادات المتقدمة، ينبغي أن تستعد الأسواق الصاعدة لزيادة حالات الفشل في قطاع الشركات، وإصلاح القواعد المنظمة لإفلاس الشركات حيثما دعت الحاجة.