

الصدّات العالمية والأسواق المحلية: المشهد المتغير للدين السيادي في الأسواق الصاعدة

يبحث هذا الفصل تطوّر أسواق الدين المحلي في اقتصادات الأسواق الصاعدة والاقتصادات النامية وتعرضها لمخاطر الصدمات العالمية على خلفية ارتفاع مستويات الديون (إلى ما يقرب من ١٢ تريليون دولار مُستبعدا منها الصين). وبرغم القدرة على الصمود التي أثبتتها كثير من اقتصادات الأسواق الصاعدة والاقتصادات النامية وأسواق سنداتها المحلية في مواجهة مجموعة مختلفة من الصدمات العالمية، كانت هناك على النقيض من ذلك الاقتصادات التي واجهت ضغوطا كبيرة وعدم استقرار اقتصادي كلي مما يلقي الضوء على التحديات الهيكلية والسوقية المرتبطة بتطورات أسواق السندات المحلية.

وشهدت اقتصادات الأسواق الصاعدة والاقتصادات النامية خروج تدفقات هائلة من أسواق السندات بالعملة المحلية لديها وضغوطا مالية أثناء الصدمات العالمية مثل احتياج الأسواق إزاء وقف السياسة النقدية الاستثنائية عام ٢٠١٣. ونتيجة لذلك، سعت اقتصادات الأسواق الصاعدة والاقتصادات النامية إلى توسيع دور المشتريين المقيمين في استراتيجياتها التمويلية. وإضافة إلى ذلك، فإن ضعف العائدات في سوق السندات بالعملة المحلية على مدار العقد الماضي - مدفوعا إلى حد كبير باستمرار قوة الدولار - جعلها فئة أصول أقل جاذبية للمستثمرين العالميين. وبالنظر إلى هذه التطورات، كان أمام اقتصادات الأسواق الصاعدة والاقتصادات النامية خياران أساسيان لتمويل إصدارات الدين المتزايدة هما إيجاد مزيد من المشتريين المقيمين للدين بالعملة المحلية أو مواصلة الاعتماد على إصدار سندات سيادية مُقوّمة بعملات أجنبية أو الاعتماد على القروض الخارجية.

وتمكنت مجموعة مُختارة من كبرى الأسواق الصاعدة إلى حد كبير من الاعتماد على الإصدارات بعملةتها المحلية والتي استوعبها المستثمرون المحليون بصورة متزايدة، ولا سيما المؤسسات المالية غير المصرفية، في ظل ارتفاع المدخرات المالية المحلية. وقد ساعد ذلك على الحد من المخاطر الناشئة من عدم توافق العملات والتدفقات الخارجة لغير المقيمين على حد سواء. وتوسعت اقتصادات الأسواق الصاعدة والاقتصادات النامية الأخرى في الاقتراض بشكل كبير من خلال التمويل الأقصر أجلا نسبيا من البنوك المحلية والبنك المركزي كما أنها غالبا ما تواصل الاعتماد على الدين بالعملة الأجنبية باهظ التكلفة. وأخيرا، كان على العديد من اقتصادات الأسواق الصاعدة والاقتصادات النامية اللجوء إلى إعادة هيكلة الدين المحلي بسبب عدم استدامة قدرتها على تحمل أعباء الدين العام.

ويبحث هذه الفصل كيف تأثرت القدرة على الصمود في مواجهة الصدمات الخارجية بالتغيرات في تكوين إصدار الدين، واستيعاب المستثمرين، وهيكّل سوق السندات بالعملة المحلية. ويضع الفصل تقديرات للآثار التي تُحدثها الصدمات العالمية في سوق السندات بالعملة المحلية وكيفية ارتباطها بدرجة مشاركة غير المقيمين مقابل المستثمرين المحليين، وكذلك الفصل بين البنوك المحلية والمؤسسات المالية غير المصرفية. وتؤكد النتائج التجريبية أن تواجد مزيد من المستثمرين غير المقيمين يرتبط بالفعل

زيادة حساسية الأسواق المحلية للصدمات العالمية، في حين أن تواجد مزيد من المستثمرين المحليين - ولا سيما البنوك - يرتبط بانخفاض مستويات هذه الحساسية.

وبرغم ما تشير إليه هذه النتائج من أن زيادة أعداد المشترين المقيمين للدين بالعملة المحلية غالبا ما يُحسِّن القدرة على الصمود في مواجهة الصدمات العالمية، لا يعني ذلك أن زيادة أعداد المشترين المحليين يكون أفضل في جميع الحالات. ويستكشف هذا الفصل كذلك العيوب التي قد تقترن بالاعتماد المفرط على الإصدار والطلب المحليين، وخاصة إذا كان مدفوعا بالكبح المالي. ولتحقيق هذا الهدف، يلقي الفصل الضوء على مخاطر الإفراط في الاقتراض ودوائر حلقات التأثيرات المرتدة السلبية التي يمكن أن تنشأ إذا كان على البنوك المحلية أن تستوعب مبالغ مفرطة من الدين السيادي (أي الرابطة بين الكيانات السيادية والبنوك)، وهو ما يمكن أن يفضي إلى نتائج سلبية كبيرة تمس الاستقرار المالي في حالات المديونية الحرجة أو إعادة هيكلة الدين.

وختاما، يقدم هذا الفصل مشورة بشأن سياسات تطوير سوق للسندات بالعملة المحلية تتمتع بالصمود. وفي حين أن تحسين الأساسيات الاقتصادية الكلية - مثل تعبئة المدخرات المالية المحلية وضمان استقرار البيئة الاقتصادية الكلية المالية - يظل ضروريا، لا بد من توفير إطار قوي للسياسات ونظم قوية للأسواق المالية من أجل توجيه المدخرات المالية نحو سوق محلية تتسم بسلامة أدائها. ويجب تطوير البنية التحتية السوقية الأساسية، وضمان توفير اليقين القانوني، وبذل الجهود المستمرة لتعميق قاعدة المستثمرين من خلال اعتماد ممارسات إدارة الدين السليمة والتواصل مع السوق.