



قراءة لآز كروجر لدور الأسواق المالية في النمو الاقتصادي

■ زاد الاهتمام بدور القطاع المالي في النمو الاقتصادي خلال العقدين الأخيرين خاصة أثر الأزمات المالية في تسعينات القرن الماضي. ويمكن القول بأن دوره قد تم تهميشه إلى حد بعيد قبل تسعينات القرن الماضي بالمقارنة مع التركيز مع قضايا التجارة الخارجية والإدارة العامة وما شابه وعلاقتها بالفقر والنمو.

تحليل الفقر والنمو

■ قبل الحرب العالمية الثانية كان تحليل النمو الاقتصادي تقريبا حكرًا على المؤرخين الاقتصاديين وكان التركيز على كيفية نمو الدول الغنية الصناعية والثورة الصناعية بالرغم من وجود العديد من الدول الأخرى الغنية والتي كانت تؤخذ على أنها "حالة الطبيعة" ولا تتطلب معالجة أو فهم. بالإضافة إلى تجاهل دول أخرى متوسطة الدخل أو الدول ذات التخطيط المركزي. اعتمد عموما فكرة وجود عالم "متقدم" وعالم "متخلف" ثم "أقل تقدما" ثم "نامي".

■ الدول النامية عموماً، باستثناء بعض الدول الغنية بالموارد الطبيعية، تتميز بانخفاض متوسط الدخل، بانخفاض أمل الحياة، بانخفاض معدلات الإلمام بالقراءة والكتابة، بانخفاض معدلات الالتحاق بالتعليم، بإحصاءات صحية سيئة، بضعف رأس المال وضعف معدلات الادخار وهياكل اقتصادية مشوهة تصف مثلاً بميل الصادرات نحو السلع الأولية والزراعية واستيراد السلع الصناعية.

- من هنا جاءت "البدعة الأولى في التنمية: تفشي الفقر وانخفاض الإنتاجية يرجع لانخفاض مستويات رأس المال لكل عامل، وهو نفسه راجع لضعف قدرة هؤلاء على الادخار ما أدى إلى حلقة "مفرغة".
- وكان ينظر لدور قيادي للحكومة في التنمية لحفز التطور من خلال استثمارات في الصناعة (قبل بروز فرضية زيادة الإنتاجية) في القطاعين الخاص والعام.
- خلصت حكومة الهند إلى أن ارتفاع معدل الادخار إلى مستوى 25% من الناتج المحلي الإجمالي خلال ربع قرن سيؤدي إلى تسريع النمو الاقتصادي بما فيه الكفاية.



مُقارنة بين مُعدلات الاستثمار والادخار في الهند والصين خلال الفترة 1980-2012

2012				1980				
معدل الاستثمار الخاص	معدل الاستثمار	متوسط الادخار	متوسط الدخل PPP,\$2005	معدل الاستثمار الخاص	معدل الاستثمار	متوسط الادخار	متوسط الدخل PPP,\$2005	
22.2	29.6	27.9	3340	8.8	17.9	15	880	الهند
25.3	46.8	51.6	7957	29.1	34.8	524		الصين

■ في أوائل الستينات من القرن الماضي جاء الاعتراف بضعف تراكم رأس المال البشري. من هنا بدأ التركيز على التعليم والصحة وأشياء أخرى بهدف زيادة الإنتاجية للفرد في كل القطاعات. باستثناء بعض دول جنوب شرقي آسيا ظلت سياسات تطوير الصناعة ورفع معدلات الاستثمار خاصة من خلال سياسات إحلال الواردات.

■ نتج سريعاً عن تلك السياسات عجز مزمن في ميزان المدفوعات واحتياطي النقد الأجنبي وأدى إلى اختناقات شتى وعدم كفاءة في الأداء الاقتصادي الكلي تحول إلى كامل محيط لأي أنشطة تصديرية جديدة (منها أسعار الصرف وأنظمتها وارتفاع التعريفات الجمركية وتشعبها...).

■ على العكس عدد من دول جنوب شرقي آسيا اعتمدت استراتيجية مخالفة متوجهة نحو الأسواق الخارجية أدت إلى نمو سريع في الناتج والصادرات لم يكن حتى متوقعا للاقتصاديين وصانعي القرار.

■ وبالتالي منذ أواخر الثمانينات جرى التركيز على الحد من الحواجز التجارية والاقتصادية واعتبارها عنصرا أساسيا في الوصفة لتسريع النمو الاقتصادي جنبا إلى جنب مع الاستثمار في رأس المال البشري خاصة بعد فشل التخطيط المركزي والشكوك بشأن فعالية الشركات المملوكة للدولة وتقديرا لدور المنافسة وآلية السوق.

■ بعد نجاح النمو الآسيوية (هونج كنج، سنغافورة، كوريا الجنوبية وتايوان) بدأت دول آسوية أخرى تتبع نفس النمط (الصين، تايلند، ماليزيا وإندونيسيا) شهدت معدلات نمو عالية مقارنة مع مناطق أخرى على غرار المكسيك والبرازيل. واعتبرت معجزة الدول الآسيوية بـما من من الأزمات. إلى أن تعثرت في عام 1997 وسرعان ما بدأت هذه الدول تواجه تدفق هام من النقد الأجنبي وإمكانية عدم القدرة بالإيفاء بالالتزامات الخارجية. كوريا على سبيل المثال استقبلت في المتوسط 10% من الناتج الإجمالي المحلي للفترة 1960-1980 وتفادت أزمة الديون (على غرار المكسيك والبرازيل) بفضل نمو الصادرات وتراجع حجم الديون في نفس الفترة.

■ أسباب الأزمة تشير إلى خروج هام للتدفقات المالية ناتجة عن المضاربة والأموال الساخنة والعدوى وبمزيد من التحليل تبين أن عوامل كامنّة لعبت دورا هاما بالرغم من اختلافها من دولة إلى أخرى لكن كان بينها قوام مشتركة على رأسها نظام الصرف الثابت الذي لا يمكن من امتصاص الصدمات بالإضافة إلى ضعف القدرة على تحمل الديون فضلا عن حجم التدفقات المالية.

■ هذه الأزمة أدت إلى اعتراف متزايد بالحاجة إلى تنسيق بين السياسات النقدية (Monetary Policy) والمالية (Fiscal Policy) ونظام الصرف للتخفيف من مخاطر الأزمات. بالإضافة ازداد الاعتراف بضرورة تطوير القطاع المالي في سياق النمو الاقتصادي.

دور القطاع المالي

■ بالرغم من الاعتراف بأهمية القطاع المالي في دعم كفاءة تخصيص الموارد والنمو الاقتصادي إلا أنه لم يتم التركيز على تزايد هذه الأهمية مع النمو الاقتصادي، أما أن يصبح القطاع المالي **ميسرا** للنمو الاقتصادي إذا تطور وإما **معوقا** للنمو الاقتصادي إذا لم يتطور بالشكل الكافي. بمعنى التمويل الأسري قد يكون كافيا لتمويل مجالات الاقتصاد الصغير. وحتى ترشيد أو تخصيص الائتمان قد يعمل بشكل مقبول في ضوء وجود بعض النشاطات الاقتصادية العالية العائد كالتعدين أو بعض الصناعات البسيطة العالية الطلب.

- ولكن مع زيادة تنوع وتوسع النشاطات الاقتصادية يتحول التمويل الأسري والتخصيص الائتماني إلى عامل كبح للنمو في ظل حاجة أكبر إلى مزيد من الوساطة المالية لتحسين مستوى كفاءة تخصيص الموارد في ضوء بروز نشاطات جديدة عالية المخاطرة والعائد.
- هنا يلعب القطاع البنكي دوراً هاماً في توجيه الموارد (الشحيحة) نحو هذه النشاطات الأكثر كفاءة. ولكن النمو الاقتصادي السليم يتطلب تعزيز المنافسة واعتبارات العائد والمخاطرة ومن ثم على القطاع المالي تحسين كفاءته على تخصيص الموارد لمواكبة النمو الاقتصادي.

■ بالإضافة إلى تعزيز القطاع البنكي الحاجة إلى تطوير مصادر وأنماط أخرى لتمويل جميع القطاعات - توسيع وتعميق النظام المالي (Financial Sector Development) وعلى رأسها الصناعية والخدماتية.

■ هذه تجربة الدول الصناعية خلال القرون 18, 19, 20 حيث زادت قطاعاتها المالية عمقا واتساعا مع النمو الاقتصادي. مثلاً تحولت لندن إلى المركز المالي الرائد في العالم لتلبية احتياجات الصناعة والمصدرين وأصبح مساهماً أساسياً في هذا النمو الاقتصادي. وفي القرن العشرين لعبت نيويورك دوراً مماثلاً بالنسبة للاقتصاد الأمريكي.

■ في كلتا الحالتين تطورت قدرة هذه القطاعات المالية لتصدير المهارات والخدمات المالية نفسها إلى بقية العالم على غرار الصناديق الاستثمارية. وقد أدى تطور هذه الأسواق المالية إلى خلق تحديات جديدة لضمان حسن آرائها وضمان سلامتها (الأزمة المالية لعام 2008).

تجربة كوريا

■ اعتمد النموذج الكوري على النمو الاقتصادي المدفوع بالصادرات حيث لعبت "chaebol" وهي شكل من أشكال التكتلات الصناعية المملوكة عادة للأسر دور هاماً في تحويل كوريا من اقتصاد زراعي صغير إلى اقتصاد صناعي مصدر استقادات من الإصلاحات العميقة والمحفزات الهائلة للتصدير. (أسعار فائدة ضعيفة، سعر صرف تم تخفيضه مرات متوالية، ائتمان مربوط بالتصدير...).

- لا بد من ملاحظة أن هذه المحفزات كانت موحدة بدون استهداف لقطاعات بعينها .
- على العكس من الانفتاح التجاري المبكر فقد بقي القطاع المصرفي قيد الرقابة المشددة. بالرغم من أن سعر الفائدة الحقيقي كان موجبا إلا أن الرقابة على البنوك تواصلت. ولم يتم تحرير أسعار الفائدة إلا في أواخر الثمانينات .
- منذ الثمانينات بلغ معدل نمو أكبر 30 cheabol ، 20 % سنويا 5 والأكثر cheabol ، 30 % سنويا .

■ في 1997 مثلت الخمس أكبر cheabol، 40% من أصول القطاع الصناعي. العلاقات الوثيقة بينها أدت إلى استثمارات متبادلة و ضمان قروض من البنوك المملوكة لبعضها.

■ وكانت نسبة استدانة هذه الشركات عالية بما يعادل 3.5 أضعاف رأس المال في التسعينات ما يعادل 2 إلى 3 أضعاف الحال في الولايات المتحدة وحتى أكثر من متوسط الشركات في كوريا مدفوعة بالقدرة على الحصول على القروض المدعومة في ظل فشل سوق الأوراق المالية في مواكبة توسع هذه الشركات الكبرى. وبما أن المحافظة على نمو هذه الشركات يستدعي مواصلة حصولها على هذه القروض المدعومة التي أصبحت ذات عوائد ضعيفة.

■ بالرغم من أن أصول البنوك زادت أضعافاً كثيرة إلا أن عوائدها بدأت تهاوى بالإضافة إلى زيادات هامة في نسبة القروض المتعثرة. عادة ما تفسر الأزمة المالية لتعرض القطاع البنكي لمخاطر سعر الصرف. ولكن الافتراض الخارجي كان بهدف ضمان تمويل التوسع الداخلي ومن أجل تغطية الخسائر بدلاً من توليد مصادر جديدة للدخل والتمويل.

■ وأثبت أحداث الأزمة مدى أهمية النظام المصرفي وضرورة ضمان سلامته وشفافيته في تحقيق التوازن بين الأصول والموجودات والتطابق في فئات العملات لها.

- والأهم من ذلك تبين أن تطور النظام المالي ككل لا بد أن يُواكب النمو الاقتصادي وتنوع الاقتصاد، في حين أن ترشيد الإقراض لا يمكن أن يواتي إلا المراحل الأولى للنمو الاقتصادي. وهذا بهدف المحافظة على استدامة مكسبات النمو.
- قامت كوريا بإصلاحات عميقة أثر هذه الأزمة أدت إلى تعافي سريع (في غضون 18 شهرا) للاقتصاد تواصل إلى اليوم.

الدروس المستفادة من التجربة الكورية

■ يصعب جداً فتح الحساب الجاري مع وجود قيود مشددة على تحركات رأس المال. حيث يتطلب وجود قطاع مالي سليم وكفؤ ما عدا ذلك تنعكس تشوهات على حساب رأس المال وغيره. في حال ترشيد الاقراض تتردى نوعية محافظ البنوك وتضعف قدرة البنوك على تقييم المخاطر المالية والاقتصادية ومن ثم تضعف العوائد عليها.

■ وإذا فشل القطاع البنكي في التطور السليم في مستوى من المنافسة الحرة التي تؤدي إلى مستوى مقبول من تقييم المخاطر والعوائد فإن فشله سيؤدي حتماً إلى فشل الشق الثاني من النظام المالي (الأسواق المالية) من التطور

■ المزيد من مصادر التمويل المختلفة في إطار تنافسي تعطي القطاع المالي القدرة على لعب دوره التنموي.

■ في دراسة لبراساد، راجان وسامبرامنيان (2007) تبين أن تأثير التدفقات المالية يتفاوت بين الدول الصناعية حيث تدفع بالنمو والدول النامية حيث يبدو تأثيرها ضارا إلا في حال الاستثمار الأجنبي المباشر.

■ وقد يعني ذلك أن عدم وجود نظام مالي سليم وكفؤ يؤدي إلى عدم وجود اليات كفوة تمكن من استيعاب رؤوس الأموال المحلية والأجنبية بكفاءة وهذا ما يفسر في عديد الحالات وجود تدفقات مالية خارجة وليست داخلة إلى هذه الدول.

■ وتخلص الدراسة إلى أن الدول النامية الناجحة تشكو من ضعف قدرتها على استيعاب التدفقات المالية الأجنبية سواء كان ذلك بسبب ضعف نظامها المالي أو لأنها عرضة للمغالاة في الأسعار (Overpricing) بسبب هذه التدفقات نفسها .

السياسات المترتبة

- تحتاج الدول التي تنمو بسرعة إلى تطوير قطاع مالي وتعميق أسواق الأسهم والسندات والأسواق الأخرى لضمان توفير الائتمان القصير والمتوسط والطويل الأجل بكفاءة أعلى من أجل استدامة النمو.
- لا بد أولاً من التشديد في المراحل الأولى على تعزيز حقوق المقرضين والمقرضين وتطوير نظام تصنيف الائتمان (عادة من خلال مكاتب خاصة حيث تغطي الدول المتقدمة جل السكان وفي البرازيل نصف السكان وفي كوستريكا أقل من 5% وجل الدول النامية والعربية ليست لها تغطية ائتمانية البتة) وتخفيض تكاليف الحصول على الائتمان (سعر الفائدة) وتبسيط وتسريع عملية تسوية النزاعات وتنفيذ العقود وتحسين الشفافية المالية وحوكمة الشركات.

■ القطاع المالي ليس هو مفتاح التنمية، أي أكثر من رأس المال البشري أو تراكم رأس المال المادي. ولكن الفشل في تطوير القطاع المالي يمكن أن يشكل عائقاً في وجه النمو الاقتصادي. وعلى الدول الملتزمة بدفع عملية النمو أن تولي قضايا تطوير القطاع المالي بالغ الأهمية ما عدا ذلك يجب توقع أزمة مالية خانقة تفرض الإصلاحات الضرورية فيما بعد.

■ أثرت الأزمة المالية الأخيرة كثيراً في فهمنا لسياسات القطاع المالي. وقد أصدر البنك الدولي تقرير **Global Financial Development Report** 2013 بعد أربع سنوات من انهيار بنك ليمان براذرز حول الدور المناسب للدولة كمنظم ومشرف وضامن للمنافسة السليمة للقطاع المالي ودعا للبنية المؤسسية على غرار ضمان نوعية وتوافر المعلومات الائتمانية. في المقابل يحذر من تدخل الدولة المباشر على غرار الإقراض من قبل البنوك الحكومية.