

المد الصاعد

هناك حاجة إلى التعاون الدولي لجني منافع التدفقات الرأسمالية العابرة للحدود وتجنب مزالقتها

راغورام راجان

الرأسمالية عبر الحدود لا هي نعمة تامة ولا نقمة مؤكدة. فمن خلال استخدامها بحكمة، يمكن تحقيق منفعة تعود على البلدان المتلقية لها، والتعويض عن أوجه القصور الناجمة عن توافر رأس المال المخاطر طويل الأجل وتقليص الفجوات في حوكمة الشركات المحلية. ويمكنها كذلك أن تعود بالمنفعة على البلدان التي صدرت منها، حيث توفر سبلا لاستثمار المدخرات التي تولدها شيخوخة السكان.

وبطبيعة الحال، التدفقات الرأسمالية يمكن كذلك أن تكون مصدر مشكلات. فقد تأتي في وقت غير مناسب، وتضيف مزيداً من الائتمان في فترة تشهد انتعاشاً استثمارياً كبيراً وتنجم عنها فقاعات أسعار الأصول. وقد تأتي في شكل غير مناسب—يحتفظ بها كمطالبات قصيرة الأجل على الشركات أو على الحكومة، مع خيار المغادرة لحظة الإشعار. وقد تغادر في وقت غير مناسب، حينما تعود من حيث أتت إذا أغرت أسعار الفائدة الأعلى في بلدانها، وليس عندما

التدفقات

تضع هياكل مكلفة وتفرض قيودا (مثل القواعد المحاسبية السليمة وتدقيق غير محل شك) من شأنها برغم هذا أن توفر مزيدا من التمويل؟

وتساعدنا المقارنة بطفرات أسعار المساكن على تفسير هذه الديناميكية. إذا عرف المقرض العقاري منزلا يمكن إعادة امتلاكه وبيعه بسعر يحقق له أرباحا لأن المساكن تُباع بسرعة وبأسعار مرتفعة، فما الحاجة إذن للتحري عن مُقدِّمة طلب القرض العقاري لمعرفة ما إذا كان لديها وظيفة أو دخل؟ فالضمانات العادية والعناية الواجبة في معرفة الهوية اللازمة لمنح القروض يتم التغاضي عنها في أوقات توقعات السيولة العالية. وكان من نتائج ذلك أثناء فقاعة المساكن في الولايات المتحدة ما عُرف بقرض «النينجا» الذي مُنح لمقترضين بلا دخل ولا وظيفة ولا أصول.

التوقف المفاجئ

لا يمثل تدهور الحوكمة مشكلة عندما يكون ارتفاع السيولة متواصلا، ولكنه يتحول إلى مصدر للمشكلات عندما تجف السيولة، نظرا لعدم توافر إلا أقل القليل آنذاك لدعم قدرة الشركات على الاقتراض. وبعبارة أخرى، توقعات السيولة العالمية تمهد الأجواء لاعتماد الشركات على السيولة المستمرة مستقبلا ومن ثم تجديد ديونها. وإذا لم يتحقق ذلك، تشهد توقفا مفاجئا. ويمكن أن يحدث ذلك حتى وإن ظلت الآفاق الاقتصادية أمام الشركات براقية.

وما وصفته إلى الآن هو نموذج لسلوك الشركات وضعته بصورة أكمل في دراسة أعدتها مع زميلين لي هما دوغلاس دياموند ويونويه هيو. والآن دعونا ننقل بمنظورنا ونضع هذه الشركة في أحد اقتصادات الأسواق الصاعدة. ونحن نضيف ثلاث فرضيات أخرى بناء على ظهور أدلة واسعة. أولا، الشركات المحلية في اقتصاد السوق الصاعدة عليها قروض قائمة بمبالغ طائلة من بلدان المصدر أو مقومة بعملة تلك البلدان. عادة ما يكون بلد المصدر هو الولايات المتحدة والعملة هي الدولار، وإن كانت نقطتنا أعم من ذلك. (تفسر دراسة Gopinath and Stein [2018] أسباب استئانة الشركات المحلية بعملات أجنبية، وهناك مجموعة كبيرة من الدراسات التي توثق هذه الظاهرة بأدلة تجريبية).

وثانيا، السياسة النقدية الأيسر في بلد المصدر تدفع رؤوس الأموال، الباحثة عن عائداً أعلى، نحو بيئات تدر أسعار فائدة أعلى، مثل اقتصادات الأسواق الصاعدة. وتؤدي هذه التدفقات الداخلة إلى رفع قيمة عملة السوق الصاعدة أمام الدولار. ونظرا لحصول عدد من شركات الأسواق الصاعدة بالفعل على قروض بالدولار، فالنتيجة هي توقع ارتفاع صافي ثروتها، ومن

تكتمل المشروعات في البلدان التي جاءت إليها. والتدفقات الرأسمالية عبر الحدود مثل الديناميت، طريقة استخدامها هي التي تحدد الحكم عليها بأنها جيدة أو سيئة. ولسوء الحظ، لا يبدو أن هناك علاجا واضحا في جعبة السياسات لترويض التدفقات الرأسمالية الداخلة. وحتى إذا كان هناك علاج، فالمؤسسات في البلدان المتلقية لهذه التدفقات لا تكون في الغالب على مستوى هذه المهمة—فمن الصعب حتى على أكثر صناعات السياسات إحساسا بالمسؤولية أن يرفضوا أموالا سهلة المنال.

وبطبيعة الحال، البلدان المتلقية لهذه الأموال ليست الطرف المعني الوحيد. فهناك عامل له أهمية خاصة في «دفع» و«جذب» التدفقات الرأسمالية العابرة للحدود هو موقف السياسة النقدية في الاقتصادات المتقدمة. وينتقل تيسير السياسة النقدية إلى البلدان المتلقية عبر التدفقات الرأسمالية، وارتفاع سعر صرف العملة، وزيادة الاقتراض، وارتفاع أسعار الأصول المالية والعينية. وتنقلب كل هذه الأحوال عندما تتشدد السياسة النقدية، وإن كان بفرق واضح. وتراكم قروض الشركات والحكومة في البلدان المتلقية للتدفقات في مرحلة التيسير يؤدي إلى الهشاشة المالية أثناء مرحلة التشديد.

فما الذي في وسع اقتصادات الأسواق الصاعدة أن تفعله للحد من المخاطر المصاحبة لتدفقات رؤوس الأموال الكبيرة المستمرة؟ وما المسؤولية التي يتعين على البنوك المركزية في الاقتصادات المتقدمة أن تتحملها مقابل تأثير سياساتها النقدية في الخارج، وما الخطوات التي يمكن أن تتخذها للحد من هذا التأثير؟ وهل للمؤسسات المالية الدولية كصندوق النقد الدولي دور؟

انتعاش الائتمان المحلي

لررد على هذه التساؤلات، يتعين علينا أن نفهم ما يحدث عندما يشهد أحد اقتصادات الأسواق الصاعدة دخول تدفقات رأسمالية متواصلة من الخارج. ومن المفيد تشبيه هذا الوضع بتجربة شركة ما في مرحلة انتعاش ائتماني محلي. واستمرار التوقعات بارتفاع السيولة مستقبلا (بمعنى أن المشتريين المحتملين للأصول هم من الأغنياء وفي وسعهم شراء أصول الشركات بأسعار عالية) يمكن أن يحفز الشركات على الاعتماد على الدين؛ ومن منظور المقترض، هناك ترحيب دائم بتمويل الدين لأنه يسمح للمقترض بإدارة مشروعه مع تعريض أقل قدر من أمواله للمخاطر. ومن منظور المقرض، فإن السيولة العالية المتوقعة تسهل عليه استرداد الدين—وفي حالة عدم سداد المقترض، في إمكان المقرض مصادرة أصول الشركة وبيعها لطرف آخر بسعر عال. ومع ذلك، فاقتران المستوى العالي من التمويل بالديون وتوقعات السيولة العالية يحد من الحوافز أمام الإدارة على وضع هياكل لاحتواء سوء السلوك الإداري. والسبب هو: إذا كانت هناك توقعات بوفرة التمويل، فلماذا

الاعتدال الكبير

قبل وقوع الأزمة المالية الأخيرة، كان هناك شعور سائد بين صناعات السياسات بأن العالم وصل إلى مستوى أمثل من السياسات، مما أسهم في «الاعتدال الكبير» في التقلب الاقتصادي. وفي هذا العالم، كان الهدف الوحيد للسياسة النقدية هو تحقيق استقرار الأسعار المحلية، وهو ما تحقق من خلال استهداف التضخم المرن. ومن خلال السماح لسعر الصرف بالتجاوب عند الضرورة، ألغى النظام الحاجة إلى التدخل في أسواق العملات أو تراكم الاحتياطيات. على سبيل المثال، إذا دخلت التدفقات الرأسمالية بلدا ما، وسُمح لسعر الصرف بالارتفاع، سوف تتوقف التدفقات الرأسمالية الداخلة إلى هذا البلد في نهاية الأمر نظرا لأن توقعات انخفاض سعر الصرف مستقبلا تؤدي إلى تراجع التوقعات بشأن الإيرادات.

وتشير مجموعة كبيرة من البحوث التي أجريت منذ الأزمة المالية العالمية في ٢٠٠٧-٢٠٠٨ إلى أن هذا الرأي شديد التراخي — فتداعيات التدفقات الرأسمالية الداخلة لا

كثير من اقتصادات الأسواق الصاعدة قد فهم أنه ينبغي أن يبني احتياطيات بالنقد الأجنبي.

يمكن موازنتها بالسماح بارتفاع أسعار الصرف. وبدلا من ذلك، فكثير من البلدان التي أقدمت على هذه الخطوة شهدت برغم ذلك زيادة في التدفقات الرأسمالية الداخلة، باحثة عن العائدات التي حققها من سبقهم من المستثمرين (دراسة Bruno and Shin 2015).

وبالفعل، يشير نموذجنا إلى أن تقلبات سعر الصرف هي السبب الرئيسي وراء تقلبات سيولة الشركات في البلدان المتلقية لرؤوس الأموال. وكانت اقتصادات الأسواق الصاعدة تتعرض في كثير من الأحيان لاتهامات بالتلاعب بعملاتها لزيادة القدرة التنافسية لصادراتها. ولكن القلق بشأن القدرة التنافسية في مجال التجارة يتعين ألا يكون سبب مخاوف سلطات البلد المتلقي للتدفقات من السماح بتعويم عملته أو التحرك بحرية أكبر مقابل الدولار. وربما كانت محاولاتها لتمهيد تحركات سعر الصرف تمثل جهودا لتجنب التقلبات الكبيرة في توفير الائتمان وما ينتج عنها من تقلب اقتصادي كلي. وقد سبق لسلطات الأسواق الصاعدة رؤية هذا المشهد عدة مرات من قبل وتعرف نهايته.

ومن المؤكد أن كثيرا من اقتصادات الأسواق الصاعدة قد فهم أنه ينبغي أن يبني احتياطيات بالنقد الأجنبي في مواجهة الارتفاع المتواصل في العملة المحلية. ويمكن النظر إلى قيام عدد من الأسواق الصاعدة بشراء أصول، مثل سندات

ثم السيولة المتوافرة لديها، بينما ينخفض مقدار العملة المحلية التي تستخدمها في سداد القرض الأجنبي. وما دامت السياسة النقدية في بلد المصدّر تتفاعل بقوة مع انخفاض النمو المحلي لكنها لا تعود إلى طبيعتها إلا بعد فترات طويلة (خاصة في فترة انخفاض التضخم)، فالتدفقات الرأسمالية نحو الأسواق الصاعدة يمكن أن تكون كبيرة. وفي ظل توقع حدوث ارتفاع مستقبلا في القوة الشرائية للشركات المحلية التي اقترضت بالدولار بينما سعر العملة يرتفع، سيكون المقرضون على استعداد للتوسع في منح ائتمان بشكل كبير للشركات المحلية الأخرى اليوم. ويؤدي هذا الأمر إلى زيادة الاقتراض وارتفاع أسعار الأصول في البداية.

وفي وقت ما، ستعود السياسة النقدية لبلد المصدّر إلى طبيعتها—العنصر الثالث. وسوف يؤدي تشديد السياسة إلى انخفاض أسعار عملات الأسواق الصاعدة، وزيادة مدفوعات سداد القروض الأجنبية على أساس قيمة العملة المحلية، وتنخفض بالتالي السيولة لدى الشركات. علاوة على ذلك، يصل التمويل بالديون إلى مستوى أعلى بكثير في بداية فترة تشديد السياسة، لأن المقرضين كانوا يتوقعون احتمالات أعلى من السيولة المتواصلة. وتراجع إمكانات سداد الديون كما تنخفض القدرة على تجديد الدين، ليس نتيجة انخفاض السيولة وحسب، ولكن كذلك نتيجة إغفال مسألة حوكمة الشركات. واقتران ارتفاع مستوى التمويل بالديون وتراجع القدرة على سداد الديون سيعني إجمام المقرضين المحليين والأجانب عن تجديد القروض. وإذا كانت على الشركة قروض كبيرة قصيرة الأجل من قبل، فإن تراجع القدرة على سداد الدين يمكن أن يعجل بموجات الذعر مما يضع الشركات على الفور في حالة مديونية حرجة.

وبينما الانهيار في السيولة المحتملة قد ينشأ مع تغير موقف السياسة النقدية في بلد المصدّر، فلا حاجة إلى أن تكون له أي علاقة بالسياسات الاقتصادية الكلية في الأسواق الصاعدة، وبمصادقيتها من عدمها. وبتعبير آخر، ربما كانت فترات الكساد والانتعاش في الأسواق الصاعدة هي في حقيقتها تداعيات من سياسات بلد المصدّر.

والاضطراب الحاد مع عودة السياسة العادية أو ما يطلق عليه "taper tantrum" يعطينا مثلا جيدا على مدى ما يخلقه تغير السياسة النقدية في الاقتصادات المتقدمة — أو حتى التوقعات بتغييرها — من تداعيات على الأسواق الصاعدة. ففي ٢٠١٣، أشار بن برنانكي الذي كان رئيس الاحتياطي الفيدرالي في ذلك الوقت إلى أن البنك قد بدأ في وقت قريب «تقليص» مشترياته من السندات بعد فترة طويلة من السياسات النقدية بالغة التيسير. وكانت النتيجة هي خروج التدفقات الرأسمالية من الأسواق الصاعدة وهبوط حاد في أسعار أصول الأسواق الصاعدة وعملاتها.

يرون أي مسؤولية عن تغيير سلوك البلدان التي تخرج منها التدفقات. وبدلاً من ذلك، فإنهم يركزون على ما يسمى سياسات السلامة الاحترازية الكلية وإجراءات التدفقات الرأسمالية في البلدان المتلقية، كما يفعل صندوق النقد الدولي.

ومع أن نطاق سياسة السلامة الاحترازية الكلية ضيق—ليس للسلطات المعنية بالسلامة الاحترازية الكلية صلاحيات إلا على أجزاء من النظام المالي بينما السياسة النقدية، كما يقول جيريمي شتاين، تتغلغل «في النظام كله». ولم يتبين مدى فعالية هذه السياسات بعد—فإن رصد مخصصات رؤوس الأموال الديناميكي للبنوك في إسبانيا ربما مهد دورة الائتمان، لكنه بالتأكيد لم يتجنب تجاوزاتها. والقضية الأعم ليست هي استبعاد استخدام أدوات السلامة الاحترازية الكلية وإنما هي التأكيد على احتمال نشأة الحاجة إلى أدوات متعددة.

ودعا بعض خبراء الاقتصاد إلى وضع قواعد للسياسة النقدية وتقييد الإجراءات التي تتخذها البنوك المركزية في البلدان التي تخرج منها التدفقات في ظل بعض الظروف. على سبيل المثال، تشير دراسة Mishra and Rajan (2019) إلى أنه بينما ينبغي إتاحة المجال للسياسة النقدية العادية، يمكن استبعاد أنواع معينة من إجراءات السياسة النقدية غير التقليدية في بيئات معينة نتيجة لحجم التداعيات السلبية الكبيرة التي تولدها—كاستهجان التدخل المستمر من اتجاه واحد في سعر الصرف حتى وقت قريب. والالتزام بهذه القواعد لن يكون مسألة إيثار. فالبلدان التي وقعت اتفاقية تأسيس صندوق النقد الدولي تقبل بالفعل مسؤوليتها عن العواقب الدولية للإجراءات من جانبها. وهذه القواعد ستضع حداً لسلوك البنوك المركزية في حالات الضرورة القصوى دون تغيير صلاحياتها أو دون أن يقتضي ذلك التنسيق على المستوى الدولي. وببساطة سوف تتجنب البنوك المركزية السياسات التي تتجاوز القواعد. وبالفعل، فإن «مجموعة الشخصيات البارزة»، التي كلفتها مجموعة العشرين بوضع اقتراحات بشأن تغيير البنين المالي العالمي، أشارت إلى الحاجة إلى «إطار دولي يقوم على قواعد، ويستند إلى قاعدة من الأدلة الشاملة المتطورة... لتقديم مشورة بشأن السياسات تسعى البلدان من خلالها إلى تجنب السياسات التي تترتب عليها تداعيات كبيرة، وتطوير أسواق صلبة، وتحقيق منفعة من التدفقات الرأسمالية بينما تدير المخاطر التي تهدد الاستقرار المالي». وتضيف أن صندوق النقد الدولي ينبغي أن يضع إطاراً يمكن البلدان التي تخرج منها التدفقات من «تحقيق أهدافها المحلية مع تجنب انتشار تداعيات دولية كبيرة».

وهناك احتمال آخر مثير للاهتمام؛ إذ يشير نموذجنا إلى أن تيسير السياسة النقدية لفترة طويلة يمكن أن يعزز التمويل بالديون، ويضخم أسعار الأصول، ويزيد المخاطر

الخرزانة الأمريكية، باعتباره طلباً واسع الانتشار على أصول تُعتبر مأمونة. وفي الواقع، ربما كان محاولة لوقف حركة ارتفاع سعر العملة، حتى مع تجنب مبالغ نقدية بغرض التصدي للانخفاض الحتمي في العملة (دراسة Hofmann, Shin, and Villamizar-Villegas 2019). وبالطبع، يفضي هذا التدخل إلى تفاقم الخطر الأخلاقي لأن الشركات ربما أفرطت في الاقتراض بعملة أجنبية، عندما ترى تراجع المخاطر متى عمل البنك المركزي على تمهيد القلب. ولهذا السبب، تحاول بعض اقتصادات الأسواق الصاعدة، مثل الصين والهند، السيطرة على اقتراض الشركات بعملة أجنبية.

أدوات قليلة

لسوء الحظ، لا تملك سلطات البلدان المتلقية للتدفقات سوى عدد قليل من الأدوات لإدارة التدفقات الرأسمالية التي لن تؤدي كذلك إلى اضطراب الاقتصاد المحلي بشكل كبير. والأهم من ذلك أن تشديد السياسة النقدية في البلد المتلقي للتدفقات يغير مخاطر من تحويل العملات التي تتكون منها قروض الشركات نحو الدولار الأقل سعراً؛ ومن ثم مخاطر من زيادة الوضع سوءاً بارتفاع سعر العملة المحلية. ومن ناحية أخرى، فإن انتهاز سياسة نقدية محلية أكثر تيسيراً سيشتج التوسع الائتماني المفرط.

ويزداد وضوح الميل نحو الانتعاش والكساد في البلدان المتلقية للتدفقات عندما يؤدي التضخم الهادئ إلى جعل السياسة النقدية في بلد المصدر تيسيرية على مدى فترات طويلة، على غرار الوضع في العقود الأخيرة. ومن منظور البلدان التي تتلقى التدفقات، فإن الالتزام بالحفاظ على «مستوى منخفض لفترة طويلة» في بلدان المصدر هو التزام بدعم تيسير أوضاع السيولة بصفة مستمرة في البلدان المتلقية—حتى تعود. وينطوي ذلك على تراكم التمويل بالديون والهشاشة المالية بشكل كبير. ولا عجب من إعراب صناعات السياسات في الأسواق الصاعدة عن قلقهم بشأن السياسة التيسيرية المستمرة في بلدان المصدر، وكذلك إمكانية عودتها من حيث أتت بصورة مفاجئة. ولا تتناقض هذه المخاوف بعضها مع بعض، فأحدها ناتج عن الآخر.

المجال أمام العمل متعدد الأطراف

ما مدى مسؤولية بلدان المصدّر عن هذه التداعيات؟ أشار الرأي القائل بأن التداعيات ناتجة في الأساس عن عدم كفاية تصحيح سعر الصرف في البلدان المتلقية للتدفقات إلى أنه ليس عليها أي مسؤولية. وهذا بالفعل هو الرأي الذي تعتنقه بعض البنوك المركزية في الاقتصادات المتقدمة، والتي تركز على صلاحياتها المحلية. ومن الصعب أن نعرف ما إذا كانت ستحتفظ بالرأي نفسه إذا كانت صلاحياتها تتضمن كذلك بعض عناصر المسؤولية الدولية. ويقر آخرون أنه ربما كانت هناك تداعيات لكنهم لا

إطار تتفق عليه كل الأطراف، ودعوة من يتخلفون عن السداد عادة. **FD**

راغورام راجان أستاذ المالية في كلية بووث لإدارة الأعمال في جامعة شيكاغو ومحافظ بنك الاحتياطي الهندي الأسبق. ويلخص هذا المقال محاضرة «مانديل فيلمنغ ٢٠١٨»، التي ألقاها في صندوق النقد الدولي، وكانت مبنية على دراسة Diamond, Hu, and Rajan (قيد الإصدار).

المراجع:

Bruno, Valentina, and Hyun Song Shin. 2015. "Capital Flows and the Risk Taking Channel of Monetary Policy." *Journal of Monetary Economics* 71:119–32.

Diamond, Douglas, Yunzhi Hu, and Raghuram Rajan. Forthcoming. "Pledgeability, Liquidity, and Financing Cycles." *Journal of Finance*.

Gopinath, Gita, and Jeremy C. Stein. 2018. "Banking, Trade, and the Making of a Dominant Currency." Working paper, Harvard University, Cambridge, MA.

Hofmann, Boris, Hyun Song Shin, and Mauricio Villamizar-Villegas. 2019. "FX Intervention and Domestic Credit: Evidence from High-Frequency Microdata." BIS working paper, Bank for International Settlements, Basel.

Mishra, Prachi, and Raghuram Rajan. 2019. "International Rules of the Monetary Game." In *Currencies, Capital, and Central Bank Balances*, edited by John Cochrane, Kyle Palermo, and John Taylor. Stanford, CA: Hoover Institution Press.

التي تهدد الاستقرار المالي في بلدان المصدر. وإذا كانت السياسات النقدية للبنوك المركزية في بلدان المصدر تتضمن صلاحية الحفاظ على الاستقرار المالي المحلي، يجوز تعديل إجراءات السياسات على نحو يخفف كذلك من التداعيات الخارجية.

وبطبيعة الحال، لا يزال أمامنا طريق طويل للتوصل إلى الأدلة والفهم اللازمين لوضع إطار دولي قائم على قواعد غير أننا قطعنا شوطاً طويلاً أيضاً. ونحن في الغالب لم نعد نضع اقتصادات الأسواق الصاعدة والاقتصادات النامية كبش فداء لإصدار رد فعل غير ملائم أمام التدفقات الرأسمالية الداخلة. وإذا كنا نرغب في إيجاد السبل لاستخدام التدفقات الرأسمالية بصورة جيدة—لتلبية احتياجات الادخار في البلدان الغنية التي تبرز فيها ظاهرة الشيخوخة، وفي الوقت نفسه تلبية احتياجات تمويل اقتصادات الأسواق الصاعدة والاقتصادات النامية، دون التعجيل بوقوع أزمات دورية — فعلى البلدان أن تصنع سياساتها السيادية من واقع مسؤوليتها الدولية لتجنب وقوع تداعيات كبيرة. وربما كانت أفضل وسيلة لمعالجة هذه المشكلة متعددة الوجوه هي استخدام البلدان لأدوات متعددة بطريقة مسؤولة، مع قيام صندوق النقد الدولي بإجراء البحوث اللازمة، ووضع

مكتبة صندوق النقد الدولي الإلكترونية

يمكنك مشاهدة عرض أولي مجاني لمجموعة مختارة من مطبوعات صندوق النقد الدولي تغطي قضايا الاقتصاد العالمي، وعدم المساواة والنمو، وآسيا، والطاقة والموارد الطبيعية، من خلال زيارة

elibrary.imf.org



مطالعة أولية مجانية

صندوق النقد الدولي