

أهي نوبة اضطرابات نتيجة كوفيد-١٩؟

موقف الاحتياطي الفيدرالي عقب انتهاء الجائحة سيكشف النقاب عن مواطن الضعف في الأسواق الصاعدة المثقلة بديون خارجية خاصة.
سيبنيم كاليملي-أوزكان

الفائدة الأمريكية في الارتفاع في نهاية المطاف؟ سيعتمد ذلك على ثلاث قضايا أساسية:

- تأثير السياسة النقدية الأمريكية على التدفقات الرأسمالية في الأسواق الصاعدة، وهو تأثير متفاوت عبر الأسواق الصاعدة حسب مخاطر كل بلد.
- العملات والقطاعات المكونة للدين الخارجي لهذه الاقتصادات في بداية الجائحة — وهذا الدين في معظمه عبارة عن قروض مقومة بالدولار الأمريكي حصل عليها القطاع الخاص.
- ضيق الحيز المالي المتاح لمكافحة الجائحة في اقتصادات الأسواق الصاعدة، مما يستلزم استمرار الاقتراض الحكومي من مصادر محلية وخارجية.

السياسة النقدية الأمريكية

كان للاقتراض السيادي دور كبير في اقتصادات الأسواق الصاعدة على مر التاريخ. وقد أشارت دراسات تعود إلى

تؤد الجائحة بعد إلى أزمة دين مكتملة الأركان في الأسواق الصاعدة، وإن يظل هناك قدر كبير من المخاطر.

لم قد يكون الوضع الحالي مجرد حالة من الاستقرار «الوهمي» الناتج أساساً عن الأثر التخفيفي للسياسة النقدية الأمريكية على الأوضاع التمويلية الخارجية في الأسواق الصاعدة. فقد ساهمت السياسة النقدية الأمريكية في استمرار تدفق رأس المال إلى هذه الاقتصادات من خلال تخفيض قيمة الدولار، وتوفير خطوط لتبادل النقد الأجنبي، والحد من تكلفة التمويل الخارجي بالدولار الأمريكي بالنسبة للاقتصادات الصاعدة. ودائماً ما كانت السياسة النقدية الأمريكية هي المحدد الأهم على الإطلاق للتدفقات الرأسمالية الوافدة والخارجية في الأسواق الصاعدة بسبب تأثيرها على تصورات المستثمرين للمخاطر في مختلف أنحاء العالم. فهل ستواجه الأسواق الصاعدة أزمة عندما تبدأ أسعار



ثمانينات القرن الماضي إلى أن الفرق في أسعار الفائدة بين سندات الخزانة الأمريكية والسندات الحكومية الصادرة عن الأسواق الصاعدة يؤثر على الطلب على دين الأسواق الصاعدة. غير أن هذا الرابط الوثيق بدأ في التراخي مؤخرًا. ويشير الرسم البياني ١ إلى تراجع كبير منذ الأزمة المالية العالمية في الارتباط بين التدفقات الرأسمالية وفروق أسعار الفائدة الأساسية التي تؤثر مباشرة على أسعار الفائدة على السندات الحكومية قصيرة الأجل. ويعزى ذلك إلى أن التدفقات الرأسمالية الخاصة، مثل التدفقات المصرفية وقروض وسندات الشركات عبر الحدود، أصبحت مكونا متزايد الأهمية في مجموع الاقتراض الخارجي للأسواق الصاعدة منذ أوائل العقد الأول من القرن الحادي والعشرين. وعادة ما تكون تدفقات رأس المال الخاص الوافدة إلى أي من اقتصادات الأسواق الصاعدة أكثر تأثراً على الأرجح بتصورات مستثمري القطاع الخاص لمخاطر هذا الاقتصاد منها بفروق أسعار الفائدة على السندات الحكومية. ويمكن بالطبع أن تتأثر التدفقات العامة أيضا بتصورات المخاطر العالمية، لا سيما التدفقات بالعملة المحلية. وهكذا تؤثر السياسة الأمريكية على التدفقات الرأسمالية الخاصة والعامة الوافدة إلى الأسواق الصاعدة والخارجة منها. وتجدر الإشارة أيضا إلى أن هذه التدفقات قد تعكس اتجاهها: فالتدفقات العامة قد تأتي إلى الأسواق الصاعدة والتدفقات الخاصة قد تخرج منها في حالة تراجع أسعار الفائدة الأساسية الأمريكية وزيادة إقبال المستثمرين على تحمل المخاطر عالميا.

على أرقام تدفقات الحافظة الخارجة من الأسواق الصاعدة — استثمارات حافظة موجهة لأسهم الملكية بقيمة ٧٠ مليار دولار أمريكي وديون حافظة بقيمة ٣٠ مليار دولار أمريكي (راجع تقرير IMF April 2020). ومن خلال معرفة أنواع التدفقات الرأسمالية الأكثر خروجاً خلال الأزمات السابقة التي شهدتها الأسواق الصاعدة وتكوين رصيد الدين الخارجي في اقتصادات الأسواق الصاعدة مع بداية الجائحة، سيمنح فهم مواطن الضعف المتبقية في الأسواق الصاعدة بشكل أفضل والتي قد تؤدي مستقبلاً إلى خروج التدفقات الرأسمالية مع تغير الأوضاع العالمية.

العملات والقطاعات

ماذا كانت العملات والقطاعات المكونة لدين الأسواق الصاعدة إذن في نهاية عام ٢٠١٩ قبل ظهور الجائحة مباشرة؟ رغم أن ديون الحافظة، المكونة من قروض في صورة سندات صادرة عن حكومات وشركات الأسواق الصاعدة، تشكل جزءاً كبيراً من الدين الخارجي لهذه الأسواق، تعد القروض المصرفية عبر الحدود مهمة بنفس القدر. غير أن هذه القروض غير مدرجة ضمن تدفقات الحافظة. ففي الأسواق الصاعدة، تتركز نسبة كبيرة من الخصوم الخارجية (٦٥٪) في ديون (سندات) الحافظة وديون (قروض) استثمارية أخرى بالتساوي تقريباً. وتشكل استثمارات الحافظة الموجهة إلى أسهم الملكية والاستثمارات الأجنبية المباشرة النسبة المتبقية (٣٥٪). وتمثل الكيانات السيادية أكثر من ٦٠٪ من ديون الحافظة، بينما تمثل قروض البنوك والشركات معاً ٨٠٪ من الديون الاستثمارية الأخرى (راجع دراسة Avdjiev and others 2020). ورغم أن الكيانات السيادية يمكنها الاقتراض

وقد ساهمت الإجراءات غير المسبوقة التي اتخذها الاحتياطي الفيدرالي في عودة تدفقات بقيمة مائة مليار دولار أمريكي إلى الأسواق الصاعدة بعد خروجها في صورة حيازات حافظة عامة وخاصة مع بداية الأزمة خلال الفترة من يناير وحتى مايو ٢٠٢٠. ولم تؤد هذه الإجراءات إلى تخفيض تكلفة الاقتراض بالنسبة للأسواق الصاعدة فحسب، بل ساعدت أيضاً في الحد من العزوف العالمي عن تحمل المخاطر، مما شجع بدوره على تدفق رؤوس الأموال الخاصة إلى الأسواق الصاعدة خلال النصف الثاني من عام ٢٠٢٠ مع تراجع علاوة المخاطر على هذه الاستثمارات. كذلك تفاوتت طبيعة التدفقات الرأسمالية عبر الأسواق الصاعدة حسب كيفية تعاملها مع الجائحة (راجع دراسة Çakmaklı and others 2020، وتقرير IMF April 2020). وهو أمر معتاد عهدناه خلال الفترات السابقة التي شهدت تغيرات في السياسة النقدية الأمريكية (راجع دراسة Kalemli-Özcan 2019). فاستجابة الأسواق الصاعدة لموقف سياسات الاحتياطي الفيدرالي تختلف حسب المخاطر القطرية التي تتأثر بدورها مباشرة بكيفية تعامل البلد مع الجائحة.

وجميع ما سبق يعد تطورات إيجابية بالطبع. ولكن نظراً لعدم توافر بيانات لحظية عن ميزان المدفوعات لرصد مجموع التدفقات الرأسمالية، فقد لا تكون لدينا صورة كاملة عن التأثير المحتمل للجائحة والسياسة النقدية الأمريكية على التدفقات الرأسمالية إذا ما اعتمدنا فقط

وقد ظلت تدفقات ديون قطاعي البنوك والشركات في الأسواق الصاعدة محتفظة بتماسكها في عام ٢٠٢٠ على عكس ما حدث خلال الأزمة المالية العالمية ونوبة الاضطرابات الناجمة عن سحب السياسات النقدية الاستثنائية. ويعود الفضل في ذلك إلى الإجراءات السريعة والواضحة غير المسبوقة التي اتخذها الاحتياطي الفيدرالي. فالسياسة النقدية الأمريكية هي المحدد الرئيسي لتدفقات القطاع الخاص في الأسواق الصاعدة، وهي تدفقات مقومة بالدولار الأمريكي يتم اقتراضها من دائني القطاع الخاص وتتأثر بمدى إقبال المستثمرين على المخاطر عالمياً.

سياسة المالية العامة

هل سنشهد نوبة اضطرابات جديدة مع خروج رأس المال من الأسواق الصاعدة بمجرد ارتفاع أسعار الفائدة الأساسية الأمريكية عند تعافي الاقتصاد الأمريكي؟ تتوقف الإجابة على المخاطر التي تواجه كل بلد. وهذه المخاطر ليست دالة لمواطن الضعف المعتادة كارتفاع الدين الخارجي ودين القطاع الخاص المحلي المقوم بالعملة الأجنبية ومعدل التضخم فحسب، ولكنها ترتبط أيضاً باستجابة سياسات الأسواق الصاعدة للجائحة. وعلى غرار الاقتصادات المتقدمة، استخدمت الأسواق الصاعدة حتى الآن مزيجاً من سياسات المالية العامة والسياسات النقدية. وكما نعرف من تاريخ الأسواق الصاعدة، فإن سياسة المالية العامة لها دور محدد في العلاقة بين الدين الخارجي والدين المحلي والتضخم.

وعلى حكومات الأسواق الصاعدة التصدي للجائحة في الداخل، كما يتعين على قطاعاتها الخاصة تجديد ديونها الخارجية بالعملة الأجنبية، مما يعني أن هذه الحكومات في حاجة إلى تعبئة موارد تمويلية من الداخل والخارج.

من الخارج من خلال إصدار سندات بالعملة المحلية، فإن معظم سندات وقروض البنوك والشركات عبر الحدود مقومة بالدولار الأمريكي.

ومن المهم معرفة القطاعات المقترضة وفئات الأصول التي شهدت القدر الأكبر من خسائر رأس المال الأجنبي خلال الأزمات السابقة التي شهدتها الأسواق الصاعدة، مثل الأزمة المالية العالمية التي وقعت عام ٢٠٠٨ ونوبة اضطرابات عام ٢٠١٣ الناتجة عن الارتفاع الحاد في العائد على أدوات الخزانة الأمريكية على خلفية تكهنات بتباطؤ الاحتياطي الفيدرالي في شراء الأصول المالية (أو تراجعها عن السياسات النقدية الاستثنائية) بغرض دعم الاقتصاد. وخلال هذه الفترات، كانت القروض المصرفية عبر الحدود هي أكثر التدفقات الرأسمالية خروجاً من الأسواق الصاعدة، وتليها قروض وسندات الشركات عبر الحدود كما يشير الرسم البياني ٢.

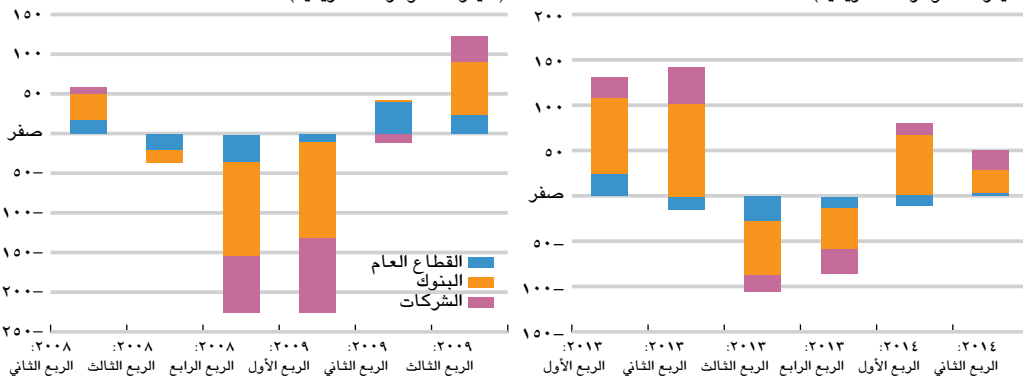
ويتضح من أزمتي عام ٢٠٠٨ وعام ٢٠١٣ أن الوضع من حيث خروج التدفقات الرأسمالية من الأسواق الصاعدة في بداية الجائحة خلال الفترة مارس-مايو ٢٠٢٠ ربما كان ليصبح أسوأ. فخلال الأزمة المالية ونوبة الاضطرابات الناتجة عن سحب السياسات النقدية الاستثنائية، كانت التدفقات الخارجة التي أثرت على مجموع دين القطاع الخاص ككل — وليس ديون الحافظة فقط — أكبر كثيراً من تدفقات ديون الحافظة الخارجة في بداية الجائحة والتي بلغت ٣٠ مليار دولار أمريكي، وهو أمر مفهوم. كذلك فإن خروج ٧٠ مليار دولار أمريكي من استثمارات الحافظة الموجهة إلى أسهم الملكية لم يكن أمراً مستغرباً نظراً لأن هذه الفئة هي الأكثر خطراً ضمن فئات أصول الأسواق الصاعدة وجائحة كوفيد-١٩ هي الصدمة الأكبر على الإطلاق منذ الأزمة المالية العالمية من حيث عزوف المستثمرين عن تحمل المخاطر.

الرسم البياني ٢

التدفقات الرأسمالية الخارجة في السابق

شكلت القروض المصرفية النسبة الأكبر من التدفقات الرأسمالية الخارجة من الأسواق الصاعدة خلال الأزمة المالية العالمية التي وقعت خلال الفترة ٢٠٠٨-٢٠٠٩ ونوبة اضطرابات عام ٢٠١٣ الناجمة عن سحب السياسات النقدية الاستثنائية.

نوبة الاضطرابات الناجمة عن سحب السياسات النقدية الاستثنائية (مليارات الدولارات الأمريكية)



المصدر: مقتبس من دراسة Avdjiev and others (2020). وتستند حسابات المؤلف إلى البيانات الصادرة عن صندوق النقد الدولي وبنك التسويات الدولية.

في الوقت الذي تحتاج فيه اقتصادات الأسواق الصاعدة إلى كل الدعم الذي يمكنها الحصول عليه، يتعين عليها تعبئة موارد تمويلية من الداخل والخارج.

قد ينشأ عن برامج التيسير الكمي. ومصداقية السياسات هي قوام أي برنامج تيسير كمي ناجح. وطبق ١٥ اقتصاداً من اقتصادات الأسواق الصاعدة برامج التيسير الكمي اعتقاداً منها بأنه لولا هذه البرامج لازداد عجز الموازنة وأغرقت الأسواق بالسندات الحكومية؛ مما يدفع بأسعار الفائدة نحو الارتفاع. وقامت البنوك المركزية بالأسواق الصاعدة بشراء هذه السندات أملاً منها في الحيلولة دون ذلك (راجع تقرير BIS 2020، وتقرير IMF 2020). ونجحت معظم هذه البرامج حتى الآن رغم حجمها المحدود، باستثناء حالات قليلة لم تتمتع فيها البنوك المركزية بالمصداقية لطمأنة الأسواق بأنها لن تستمر طويلاً في تمويل الحكومة. وتعكس تكلفة مبادلات مخاطر عدم السداد جزئياً هذه الحالة من انعدام الثقة — وتمثل هذه المبادلات في الأساس تأميناً ضد التعثر وتعد مقياساً جيداً لتكلفة التمويل الخارجي. وازدادت فروق أسعار الفائدة على مبادلات مخاطر عدم السداد في بعض الأسواق الصاعدة دون غيرها، مما يعكس التباين في درجة مصداقية مزيج السياسات النقدية/المالية المطبق. وفي الوقت الذي تحتاج فيه اقتصادات الأسواق الصاعدة إلى كل الدعم الذي يمكنها الحصول عليه، يتعين عليها تعبئة موارد تمويلية من الداخل والخارج. وقد يؤدي ارتفاع تكلفة التمويل الخارجي إلى نتائج كارثية في هذه المرحلة، لا سيما إذا بدأ الاحتياطي الفيدرالي في رفع أسعار الفائدة وإلغاء السياسات التيسيرية التي استفادت منها الأسواق الصاعدة حتى الآن. لذلك ينبغي لاقتصادات الأسواق الصاعدة موازنة مزيج سياساتها النقدية والمالية بدقة، واتباع الشفافية في الإفصاح عن هذه السياسات، ومراقبة تأثيرها عن كثب على تكلفة الاقتراض الخارجي. ^{FD}

سيبنيم كالملي — أوزكان أستاذ الاقتصاد بجامعة ميريلاند في كوليدج بارك.

المراجع:

- Avdjiev, Stefan, Bryan Hardy, Şebnem Kalemli-Özcan, and Luis Servén. 2020. "Gross Capital Flows by Banks, Corporates and Sovereigns." NBER Working Paper 23116, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.
- Bank for International Settlements (BIS). 2020. *BIS Bulletin*, June.
- Çakmaklı, Cem, Selva Demiralp, Şebnem Kalemli-Özcan, Sevcan Yesiltas, and Muhammed A. Yildirim. 2020. "COVID-19 and Emerging Markets: A SIR Model, Demand Shocks and Capital Flows." NBER Working Paper 27191, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.
- International Monetary Fund (IMF). 2020. *Global Financial Stability Report*, Washington, DC, April and October.
- . 2021. *World Economic Outlook*. Washington, DC, April.
- Kalemli-Özcan, Şebnem. 2019. "The U.S. Monetary Policy and International Risk Spillovers." Jackson Hole Symposium Proceedings, September.

ليس فقط لتمويل جهود التصدي للجائحة، ولكن استعداداً أيضاً لاحتمالية تعثر القطاع الخاص وما سينشأ عن ذلك من عمليات إنقاذ ممولة من جانب الحكومة. غير أن الحيز المالي المتاح لحكومات هذه البلدان محدود. لذلك كان هناك تفاوت كبير بين الاقتصادات المتقدمة واقتصادات الأسواق الصاعدة من حيث حجم الإجراءات المالية المتخذة في بداية الجائحة. ومنذ أوائل عام ٢٠٢١، تزايد هذا التفاوت، حيث بلغت قيمة الدعم المالي الكلي في اقتصادات الأسواق الصاعدة ٦٪ من إجمالي ناتجها المحلي في المتوسط مقابل دعم بلغ حوالي ٢٠٪ من إجمالي الناتج المحلي في المتوسط في الاقتصادات المتقدمة (راجع IMF 2021).

وبالنظر عن قرب إلى الأرقام الأمريكية، يتضح حجم هذه الصدمة مقارنة بالأزمة المالية العالمية. فمنذ بداية الجائحة وحتى الآن، بلغت قيمة الدعم الأمريكي الحالي أو الملتزم به مستقبلاً ٧,٢٥ تريليون دولار أمريكي، أي ٣٤٪ من إجمالي الناتج المحلي الأمريكي عام ٢٠١٩. وفي المقابل، بلغ حجم الدعم الأمريكي ٨٣٠ مليار دولار أمريكي في أعقاب الأزمة المالية التي وقعت خلال ٢٠٠٧-٢٠٠٩، وهو ما يعادل ٦٪ فقط من إجمالي الناتج المحلي عام ٢٠٠٧. لذلك كان الدعم المالي اللازم لمواجهة صدمة بحجم كوفيد-١٩ أكبر بكثير.

وفي العديد من اقتصادات الأسواق الصاعدة التي تفتقر إلى الموارد اللازمة لتنفيذ حزم إجراءات مالية بهذا الحجم، تمت إضافة السياسة النقدية إلى المزيج. فعلى غرار الاقتصادات المتقدمة، اتجهت الأسواق الصاعدة إلى عمليات شراء الأصول، فيما يعرف ببرامج التيسير الكمي. وعلى الفور، حذر الأكاديميون وصناع السياسات من تنقيد الدين — أي طبع نقود لشراء الدين الحكومي، مخافة أن يؤدي ذلك إلى تضخم في الأسواق الصاعدة وزوال المكاسب المحققة بشق الأنفس على المدار العقدين الماضيين بفضل نظام استهداف التضخم.

ودائماً ما كانت العلاقة بين التضخم وسياسة المالية العامة تشكل مصدر قلق لاقتصادات الأسواق الصاعدة. فقد تعلم العديد منها درساً قاسياً حول الدور الأساسي للضبط المالي في نجاح برامج استهداف التضخم. ودائماً ما يصرح مسؤولو البنوك المركزية في الأسواق الصاعدة بأن السيطرة على التضخم تتطلب ضبط المالية العامة. وعقب فترات ارتفاع التضخم خلال سبعينات القرن الماضي، اتفقت الآراء للمرة الأولى في الاقتصادات المتقدمة على ضرورة توفير الدعم من المالية العامة واستقلالية البنوك المركزية لكبح جماح التضخم. وبالنسبة للأسواق الصاعدة، كما هو الحال في الاقتصادات المتقدمة، يمكن أن تحول استقلالية البنوك المركزية والضبط المالي دون الأثر التضخمي الذي