

الحل الخطي
الصيني للنمو

التمويل والتنمية

www.imf.org/fandd

مارس ٢٠٠٩

لمحة عن حياة
المتنبئ بالأزمة

تمويل التجارة
ينضب

وضع التنظيم في
مساره الصحيح

الأزمة توقف العولمة

إعادة تشكيل الاقتصاد العالمي

Finance & Development, March 2009 - Arabic



MFIAA2009001

التمويل والتنمية

تحقيقات

العالم يواجه أزمة



- ٨ إعادة تشكيل الاقتصاد العالمي
تومى الأزمة الاقتصادية والمالية إلى نهاية التوسع السريع للعلومة (فى الوقت الحاضر)
جين بيزانى - فىرى واندهيرا سانتوس
تأثير عميق
- ١٣ تواجه أربعة بلدان آثارا قاسية وباعثة على التمزق من جراء الركود الاقتصادى العالمى
أوكرانيا: ديفيد هوفمان
سنغافورة: روبرتو جوماريس والسياندرى زانلو
بوركينيا فاسو: ايزابيل اديناور، نوربرت فونك، وتشارلس أمويراى
ايرلندا: سيويان ماكى
تمويل التجارة يتعثر
- ١٨ يقتضى ارتفاع تكلفة تمويل الواردات والصادرات وتناقص توافره ثمنا باهظا، خاصة فى الاقتصادات الناشئة توماس دورساي
حظوظ متقلبة
- ٢٠ شهد المقرضون والمقرضون العالميون الذين ضربتهم الأزمة المالية بقوة، تحولات مثيرة فى حساباتهم الخارجية.
جيان ماريا ميليسى - فىرىتى
ما الذى ينبغى عمله
- ٢٣ يتعين إصلاح نطاق التنظيم المالى وتحسين توفير السيولة لورا كودرس واديتيا نارين
تحمل العواقب
- ٢٧ دور السياسة متوسطة الأجل فى الانتعاش من الأزمة
كارلو كوتاريللى
بيانات للإنقاذ
- ٣١ لماذا تعد المعلومات الإحصائية المحسنة جوهرية لمنع نشوب الأزمات مستقبلا
أدلهيد بورجى - شملتز
بريتون وودز جديدة؟
- ٤٤ يبين التاريخ أن إصلاح النظام المالى الدولى يقتضى قيادة وشمولا على حد سواء
جيمس م. بوتون

محررون أوائل
كاميلا أندرسون
جبريمى كليفت
أرشانا كومار
جيمس روى
سيمون ويلسون

محررون مساعدون
مورين بوركى
سيرجيو نيچيريتى كارديناس
جلين جوتسلج
ناتالى راميريز - جومينا
خاير رودريجو

مدير الإبداع
لويزا منجفار

المحرر الفنى
لاى أوى لوى

مساعدون لرئيس التحرير
ليجون لى
كيلي ماكولوم
نيكول بريانز كيمانى

مستشارو رئيس التحرير
باس بيكر
ادواردو برونزشتين
أدريان تشيستي
ألفريدو كوفاس
مارسيلو ايستفاو
دومنكو فانيزا
جيمس جوردون
بول هيلبرز
باولو ماورو
جان - ويليام فان درفوسن
جبرومين زتليمير
خدمات الاشتراك وتغيير العناوين
والاستفسار عن الإعلانات

IMF Publication Services
Nineteenth Street, NW 700
Washington, DC, 20431, USA
Telephone: (202) 623-7430
Facsimile: (202) 623-7201
E-mail: publications@imf.org

مدير مكتب البريد : يرجى إرسال
تغيير العناوين إلى
Finance & Development
International Monetary Fund,
Washington, DC, 20431 USA

تدفع أجرة بريد الدرجة الثانية فى واشنطن العاصمة، وفى مكاتب الإرسال البريدى الإضافية.

The English edition is printed at united Lithographers Inc., Ashbum, VA

© ٢٠٠٨ حقوق النشر لصندوق النقد الدولي.
كافة الحقوق محفوظة. ينبغى إرسال طلبات الإذن باستنساخ المقالات لأغراض غير تجارية إلى رئيس
Finance & Development
International Monetary Fund, Washington,
DC, 20431 USA
Telephone: (202) 623-8300
Facsimile: (202) 623-6149
Website: <http://www.imf.org/fandd>

يمكن تأمين الحصول على إذن للأغراض التجارية عن طريق الانترنت من مركز الترخيص بحقوق الطبع من موقعه www.copyright.com وسيتم تحصيل رسوم اسمية مقابل هذه الخدمة.

الآراء المعبر عنها فى المقالات وغيرها من المواد تخص كتابها؛ ولا تعبر بالضرورة عن سياسة صندوق النقد الدولي.

إيجاد الحلول

المالى - وحوار حول ما ينبغي عمله من عدة زوايا، بما فى ذلك إعادة تصميم الإطار التنظيمى وسبل سدّ فجوات البيانات الكبيرة لمنع نشوب الأزمات مستقبلا والمساعدة فى إنشاء نظم للإنذار المبكر.

ونقدم لمحة عن سيرة الاقتصادى نوريل روبينى، «البدوى الجوّال» الذى كان له فضل دق جرس الإنذار عن الأزمة العالمية القادمة، فى حين نفحص فى باب «عودة للأساسيات» ما الذى يمثل الكساد.

وتناقش مقالات للرأى الحدود المتغيرة بين الدولة والأسواق، وجدول أعمال لإصلاح القطاع المالى وحوكمة الأسواق المالية العالمية. ونعتمد منظورا تاريخيا لنتبين متى تتجح عمليا إعادة هيكلة البنين المالى العالمى. إن دعم التنظيم سيستغرق وقتا، ولكن الحافز للمضى قدما نحو الإصلاح قوى حاليا. وسيقتضى ذلك المبادأة والشمول على حد سواء.

الأزمة العالمية جروحا عميقة لكثير من الاقتصادات فى شتى أنحاء العالم، مطلقة العنان لهبوط فى التجارة العالمية وجاعلة العولمة تتوقف.

ويبحث هذا العدد من مجلة التمويل والتنمية أوجه الكساد المتعددة- من التأثير على اقتصادات فرادى إلى التأثير على الحسابات الخارجية للمقرضين والمقترضين العالميين- ويقدم تشكيلة متنوعة من الاقتراحات لدعم تحقيق الانتعاش وتفادى الأزمات مستقبلا، من خلال إجراء تغييرات فى السياسة وإصلاح تنظيمى أطول أجلا على حد سواء.

ونغطى عدة دراسات لصندوق النقد الدولى تلقى الضوء على عمق الأزمة - بما فى ذلك مسح عن الهبوط الحاد فى تمويل التجارة، إلى جانب النتائج الكمية التى تم التوصل إليها بشأن التكاليف المباشر وغير المباشر للاضطراب

تسبب

إعادة رسم الحدود

٣٤ إعادة التفكير فى دور الدولة والأسواق

روجر بوتل

٣٦ شكل الأشياء القادمة

إن القرارات الوطنية، وليس القمم الدولية هى التى تعيد تشكيل

النظام المالى العالمى

براد سيتسر

٤٠ شبكة مشوشة

يتفق الجميع على إصلاح الحوكمة والأسواق المالية، لكن من الذى

سيفعل ما يبقى غير واضح

أمار بهاتاتشاريا

أبواب

٣ باختصار

صندوق النقد الدولى يسعى إلى مضاعفة موارد صندوقه لمواجهة

عدم المنعة

سلسلة مطبوعات جديدة

٤ العودة للأساسيات

رؤية الأزمة بوضوح

براكاش لونجانى يقدم لمحة عن سيرة نوريل روبينى

٤٧ الحبل الملقى

هل يمكن لنمو الصين أن يستديم من خلال سياسات حسن الجوار؟

ليزلى ليبستون، سيلين روشون، وجنفييف فيردير

٥٠ خطوات صغيرة

التوازن الدقيق للأسواق المالية النامية فى الاقتصادات الصغيرة:

مردود مع جرعة من الواقعية

مارك ستون وسييتشى شيمتزو

٥٢ عودة للأساسيات

ما هو الكساد

ستجن كلاسنز و م. ايهان كوزى

٥٤ استعراضات الكتب

الهند: العملاق الناهض، ارفند باناجاريا

متى تتصادم الأسواق: استراتيجيات الاستثمار لعصر التغيير

الاقتصادى العالمى، محمد العريان

٥٦ أضواء على بيانات؛ ديون أمريكا اللاتينية

تساعد نسب الديون الخارجية الأدنى أمريكا اللاتينية على مواجهة

الأزمة العالمية على نحو أفضل

الرسوم: ص ٣١، نيجيل ساندرى/ الليستريشن وركس/ كوربيس، ص ٣٤، لويزا منجيفيار/ صندوق النقد الدولى

الصون: الغلاف، جورج جريويل/ جيتى ايمجز؛ ص ٣، فيكتور دراشيف/ إيه إف بى/ جيتى ايمجز أند نيوزكوم؛ ص ٤، اندروتستا/ بانوس؛ ص ٨، تشينا فوتوس/ جيتى ايمجز، ص ١٢، ايماج شب/ كوربيس؛ ص ١٤، فيكتور كورتايف/ رويترز/ كوربيس؛ ص ١٥، روسلان راهمان/ إيه إف بى/ جيتى ايمجز؛ ص ١٦، ايسوف سيانوجو/ إيه إف بى/ جيتى ايمجز؛ ص ١٧، بيوتر ماليكى/ جيتى ايمجز؛ ص ١٨، بيون يونج - ووك/ إيه إف بى/ نيوزكوم؛ ص ٢٣، كونستركشن فوتوجرافى/ كوربيس؛ ص ٢٧، يانج ليو/ كوربيس؛ ص ٣٧، بيتر ماكديارميد/ جيتى ايمجز؛ ص ٣٣، اينى نوراينى/ رويترز/ نيوزكوم؛ ص ٤٠، نيوزكوم؛ ص ٤٤، هولتون أرشيف/ جيتى ايمجز؛ ص ٤٥، دوجلاس ميلر/ كيستون/ جيتى ايمجز؛ ص ٤٧، زانج زيتاو/ تشينا فوتوبرس/ نيوز كوم؛ ص ٥٠، مواجيد سافودين/ إيه إف بى/ نيوزكوم؛ ص ٥٤-٥٥، وحدة التصوير فى صندوق النقد الدولى.

THE SEQUEL TO
THE ACCLAIMED
CULTURE MATTERS
NOW IN PAPERBACK

“OUTSTANDING.
I devoured every word.”

—THOMAS FRIEDMAN, *The New York Times*

“It is not often that a book appears of such intellectual force and power that it can completely change the debate on an issue. Lawrence Harrison's book *The Central Liberal Truth* has done that for development theory.”

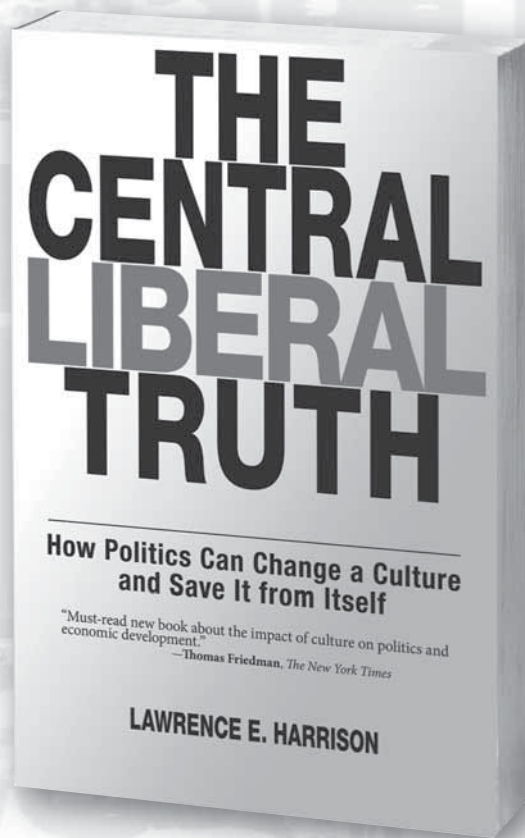
—ANDREW NATSIOS,
former Administrator of the U. S. Agency
for International Development

“*The Central Liberal Truth* is an impressive, persuasive, and indispensable book for anyone interested in improving the conditions of human life in poor countries.”

—SAMUEL HUNTINGTON,
author of *The Clash of Civilizations and
the Remaking of World Order*

“A book of enormous importance and startling originality.”

—FOUAD AJAMI,
Director of Middle East Studies,
Johns Hopkins University



Available wherever books are sold

www.oup.com/us

OXFORD
UNIVERSITY PRESS

المدفوعات لدى الحكومات الأعضاء التي يبلغ عددها ١٨٥ عضواً. وقد التزم الصندوق حتى الآن بتقديم ٥٠ مليار دولار للإقراض لعدد من الاقتصادات المتضررة من الأزمة، بما في ذلك ما قدمه مؤخراً لبيلاروسيا ولاتفيا وباكستان. ومع توقع انسحاق النمو العالمي لحد التوقف في ٢٠٠٩، ينتظر الصندوق أن يتلقى مزيداً من الطلبات بالحصول على المساعدة في الشهور القادمة.

وإلى جانب الأموال الجديدة المقدمة من اليابان، يتوافر للصندوق نحو ٢٠٠ مليار دولار موارد قابلة للإقراض. ويسعى مدير الصندوق دومنيك ستراوس-كاهن، إلى دعم الأموال القابلة للإقراض المتوافرة للصندوق لتبلغ نحو ٥٠٠ مليار دولار، سواء كاحتياطي في حالة إن زادت الأزمة سوءاً وكإعادة تأمين يستطيع الصندوق بها مواجهة أي احتمال. وينظر مجلس إدارة الصندوق في عدد من الأساليب اللازمة لتعزيز موارد الصندوق، بما في ذلك تدعيم موارده الميسرة المقدمة للبلدان الأكثر فقراً.



عامل من بيلاروسيا يؤدي عمله في خط أنابيب يامال-أوروبا

صندوق النقد الدولي يسعى لمضاعفة الموارد

زودت اليابان صندوق النقد الدولي بمبلغ إضافي قدره ١٠٠ مليار دولار لدعم موارد الصندوق القابلة للإقراض خلال الأزمة الاقتصادية والمالية العالمية الراهنة. وأعلن الصندوق أن الأموال الإضافية، التي تم التوقيع عليها في ١٣ فبراير، ستدعم قدرته على تقديم مساعدات فعالة وفي الوقت المناسب لميزان

صندوق لمواجهة عدم المنعة

دعا روبرت زوليك رئيس البنك الدولي، البلدان المتقدمة إلى أن تركز ٧ في المائة من حزمها للحفز الاقتصادي لصندوق لمواجهة عدم المنعة المكرس للبلدان المتضررة من جراء الكساد العالمي. وقد طرح زوليك هذه المناقشة أمام المنتدى الاقتصادي ٢٩ الذي عقد في دافوس في يناير الماضي.

وكما قال زوليك، فإن مثل هذا الصندوق يمكن أن يعجل بتقديم الموارد لما هو قائم لدى البنك الدولي والأمم المتحدة وبنوك التنمية الإقليمية من شبكات وبرامج أمان لتوفير الخدمات الصحية والتعليمية والتغذوية؛ وللمساعدة في بناء البنية الأساسية، ودعم المشروعات الصغيرة والمتوسطة الحجم ومؤسسات التمويل متناهي الصغر التي تفرض الفقراء.



سيعزز صندوق عدم المنعة برامج شبكات الأمان في البلدان النامية.

مناسبات في عام ٢٠٠٩

- ٢ أبريل، لندن، المملكة المتحدة
قمة مجموعة العشرين
- ١٤-١٦ أبريل، ريو دي جانيرو
المنتدى الاقتصادي العالمي المعنى بأمريكا اللاتينية
- ٢٥-٢٦ أبريل، واشنطن العاصمة
اجتماعات الربيع لصندوق النقد الدولي والبنك الدولي
- ٢-٥ مايو، بالي، إندونيسيا
الاجتماع السنوي لبنك التنمية الآسيوي
- ١٣-١٤ مايو، داكار، السنغال
الاجتماع السنوي لبنك التنمية الأفريقي
- ١٥-١٦ مايو، لندن، المملكة المتحدة
الاجتماع السنوي للبنك الأوروبي للإنشاء والتعمير
- ٨-١٠ يوليو، لا مادالينا، إيطاليا
قمة مجموعة الثمانية
- ٦-٧ أكتوبر، اسطنبول، تركيا
الاجتماعات السنوية لصندوق النقد الدولي والبنك الدولي

سلسلة من المطبوعات الجديدة

استهل صندوق النقد الدولي سلسلة من المطبوعات الجديدة، وهي مذكرات موقف يعدها العاملون به، لعرض تحليلات العاملين للسياسات وبحوثهم عن قضايا جارية.

وفي أحدث مذكرة بعنوان «الجهود المبذولة لتخفيف حبس الرهن في الولايات المتحدة: نهج وتحديات»، يلاحظ المؤلفان جون كيف وفلاديمير كليوف أن حبس الرهن في الولايات المتحدة قد ارتفع إلى أعلى المستويات منذ الكساد الكبير - على الرغم من حقيقة أن هذا يؤدي لخسائر جمة القيمة بالنسبة للمقرض والمقترض على حد سواء. ويضع البحث خطة لكبح جماح حبس الرهن وحل المشكلات الأخرى في سوق المساكن في الولايات المتحدة.

وفحصت عناوين حديثة أخرى السياسة المالية في زمن الأزمة وكيفية قياس عدم منعة البلدان أمام الانكماش. وللإطلاع على مذكرات الموقف التي أعدها العاملون بالصندوق، تفقد www.imf.org/external/ns/cs.aspx?id=236.

رؤية الأزمة بوضوح

براكاش لونجاني يقدم لمحة عن سيرة الاقتصادي
نوريل روبيني

Prakash Loungani profiles economist
Nouriel Roubini

«القوة» ٥٠ - ذلك ما أطلقته مجلة «المستثمر المؤسسي» على قائمة ٢٠٠٩ التي تضم أكثر ٥٠ شخصية تتمتع بالنفوذ في عالم المال. وكانت أسماء كثيرة هي لقمة صناع السياسة وكبار المديرين مثل بن برنانك ووارين بوفيت. وكان أستاذ اقتصاد واحد فقط هو الذي ورد اسمه في القائمة: عند رقم ٤٤، أدنى بدرجة واحدة من المستثمر السعودي الأمير الوليد بن طلال، وهو نوريل روبيني الأستاذ في جامعة نيويورك.

وهذه نقطة تحول مرضية بالنسبة لروبيني، الذي انجذب لعلم الاقتصاد بسبب إمكاناته في التأثير على الرأي العام والسياسات العامة. فمئذ عقدين خليا، كان روبيني مشهورا في المحل الأول في الدوائر الأكاديمية بسبب عمله المؤثر عن كيف تؤثر الظروف السياسية على النتائج الاقتصادية. ومئذ عقد مضى، بدأ يفرض اسمه خارج الدوائر الأكاديمية كمقدم للمعلومات والتحليلات عن الأزمة المالية الآسيوية. واليوم، أخذ يصبح اسما معروفا، يلقي ثناء عطرا في كلمات مجلة «المستثمر المؤسسي» بسبب «تنبؤه بأن الانهيار العقاري في الولايات المتحدة سيتسبب في إخفاق البنوك وفي نشوب كساد عميق».

وهو يسافر حاليا على نطاق واسع ليحاضر عن آثار الانهيار الذي تنبأ به. وإذا أنهى مؤخرا جولة استغرقت

الإجمالى»، ونتيجة لذلك، زاد الدين الحكومى زيادة جمة: فديون البلدان التى شكلت فيما بعد منطقة اليورو «تضاعفت تقريبا، من نحو ٣٠ فى المائة إلى ٦٠ فى المائة» من دخلها المجمع. كذلك تعرضت الولايات المتحدة واليابان لعجز مستمر.

وسادت وجهتها نظر فى الساحة الأكاديمية حول ما تسبب فى هذا العجز الحكومى وكم ينبغى أن نقلق بشأنه. كانت واحدة من وجهتى النظر، هى تلك التى قدمها جيمس بوكانان الحاصل على جائزة نوبل، وتقول بأنه كان هناك اتجاه مزمن نحو عجز الميزانية بسبب تقاتل السياسيين الذين يتنافسون على أصوات مجموعات مصالح خاصة بتقديم وعود لها باستمرار تقطير الإنفاق الحكومى فى الأوردة.

وكانت وجهة النظر الأخرى، التى كان الداعية الرئيسى لها هو روبرت بارو، تقول بأن حكومات الإنفاق بالعجز نزعَت إلى القيام بما هو صحيح على المدى الطويل: فقد حققت عجزا فى أوقات الحاجة، مثل الحروب والكساد، وسددت الدين - وإن كان ببطء بمعنى الكلمة - فى أوقات الهدوء. وقد دعم وجهة النظر هذه، سلوك حكومتى الولايات المتحدة، اللتان تصرفتا بهذه الطريقة بصورة صارمة عبر مدى طويل من التاريخ.

وكان إسهام روبينى، فى عمل تم فى منتصف الثمانينيات مع البرتو اليسينا وجيفرى ساكس، هو شق ممر متوسط بين وجهتى النظر هاتين. فقد فحص بحرص الوضع السياسى فى بلدان كثيرة لكى يفهم متى كان من الأرجح أن تستحوذ المصالح على الحكومات، لكنه لم يبخس قيمة العوامل الاقتصادية التى أسهمت أيضا فى العجز.

وفى سلسلة من البحوث، أوضح روبينى أنه عندما تتشتت القوة، مثلا عبر شركاء سياسيين كثيرين فى حكومة ائتلافية، يكون هناك نزوع أكبر نحو عجز الميزانية الخارج عن السيطرة، وكلما قلت مدة الولاية المتوقعة للحكومة الائتلافية، زاد هذا الاتجاه. وزادت الظروف الاقتصادية المعاكسة من احتمال نشوب المعارك بين أطراف الائتلاف، مما يزيد من تفاقم فقد السيطرة المالية.

ويتيح هذا التزاوج بين السياسة والاقتصاد تفسير سلوك حكومات العجز عبر طائفة من الديمقراطيات الصناعية، تفسيراً أفضل. وقد فسر السبب فى أن إيطاليا التى مرت بعقود من الحكومات الائتلافية قصيرة الأجل، وجدت أنه من الصعب السيطرة على عجز الميزانية. لكنه فسر أيضا السبب فى أن اليابان استطاعت الاستمرار فى خططها لتخفيض عجز الميزانية فى الثمانينيات - فسيطرة الأغلبية التامة للحزب الحاكم هناك، وطول أجل بقائها المتوقع فى السلطة، منحها مجالاً سياسياً لاتباع مثل هذه السياسة.

عبودية مالية

كانت اليابان من أوائل من تحركوا فى اتجاه يمضى نحو التصحيح المالى الذى كان يسم الاقتصادات الصناعية فى منتصف الثمانينيات. ويعتقد روبينى أن ذلك ربما كان رد فعل من قبل الناخبين تجاه التوسع الحكومى الضخم فى القطاع العام فى السبعينيات. ويشير إلى أنه «فى نحو ١٩٨٥، كانت كل حكومة من حكومات مجموعة الثمانية يرأسها حزب ليمين الوسط»، وكان التقيد المالى هو الغالب. وكان الاعتقاد السائد هو أن القواعد المالية - مقاييس الأداء المباشرة - مطلوب لكبح نزوع الحكومات نحو عجز طليق العنان.

أسبوعين - «اسطنبول، دى، أبوظبى، لندن، موسكو» - فقد توقف فى استراحة مؤقتة ويقول: «إننى أنسى بعض الأماكن فيما بين ذلك، ما هى؟ أه، نعم دافوس!»

التأثير الإيطالى

يدعو روبينى نفسه «البدوى الجوال». فهو من أصل إیرانى، وولد فى اسطنبول، وترعرع فى إسرائيل وإيطاليا وحصل على شهادة البكالوريوس من جامعة بوكوني فى ميلانو فى أواخر السبعينيات. «كان هناك قدر كبير من الاضطراب الاجتماعى والسياسى فى إيطاليا فى ذلك الوقت. ويقول كان كثيرون من أمثالى، حتى فى سنواتهم التى كانت دون العشرين، وبعين اجتماعيا ويبالون بما يحدث... وكان علم الاقتصاد يوفر سبيلا لفهم العالم، ومن ثم تغييره أيضا للأفضل، من خلال السياسات الجيدة كما هو مأمول». وكان له نموذج للدور الذى ينبغى للمرء القيام به، هو ماريو مونتي أستاذ الاقتصاد فى بوكوني، الذى مضى ليصبح صاحب نفوذ جم فى دوائر صنع السياسة فى أوروبا. (مجلة التمويل والتنمية، عدد يونيو ٢٠٠٥، لمحة عن سيرة مونتي). كان مونتي الذى تعلم فى بيل «قائدا ومعلما له كاريزما» كما يقول روبينى. «كان أكاديميا جادا لكنه كان يبالي بالسياسة».

وعندما جاء الوقت لاختيار مدرسة للدراسات العليا، كان الاختيار الذى واجهه هو بين كامبردج وكامبردج وهو الاختيار الذى واجه كثيرا من الطلاب الواعدين. فقد كان هناك تقليد شائع بين الطلاب الإيطاليين هو أن يذهبوا إلى كامبردج، حيث يجتذبهم وجود العالم الاقتصادى البارز بيرو سرافا هناك. ولكن بحلول الثمانينيات، كان الأرجح هو أن يتجه الطلاب إلى كامبردج، ماساشوستس، حيث كان عالم اقتصاد إيطالى كبير آخر، هو فرانكو موديليانى، مستكنا فى معهد ماساشوستس للتكنولوجيا.

واختار روبينى كامبردج ماساشوستس، لكنه ذهب إلى هارفارد بدلا من معهد ماساشوستس للتكنولوجيا. لماذا؟ يقول «لم اقتنع بمعهد ماساشوستس للتكنولوجيا. لكن أرجو أوضحوا أننى لا أقصد بذلك توجيه إهانة فهذه أمور تحدث». والواقع، أنه استفاد من التفاعل مع كل من النجوم الأعظم - «فقد كان جيف ساكس، ولارى سومرز، وروبرت بارو، وجريج مانيكو فى الأنحاء - ونجوم ماساشوستس للتكنولوجيا. يقول: «كان من عادتى أن أحضر فصولا فى المعهد يلقيها روى دورنيوش، وستان فيشر، وأوليفيه بلانشارد». وكانت وظيفته الأولى فى بيل بعد التخرج فى هارفارد فى ١٩٨٨.

أفكار مالية حمقاء

انجذب روبينى الذى تأثر بقصة البطولة الطويلة عن صراع إيطاليا مع عجز الميزانية الكبير والمستمر إلى دراسة السياسة المالية - كيف تقرر الحكومة القدر الذى تتفقه وكيف تدفع مقابله. كان ذلك وقت تنفق فيه الحكومات ولا تدفع مقابلا، على الأقل فى التو واللحظة.

يقول روبينى: «كان ذلك ملفتا للنظر تماما. ففى أواخر السبعينيات وأوائل الثمانينيات، كان لدى بلدان كثيرة فى أوروبا عجز يبلغ نحو ٤ فى المائة من الناتج المحلى الإجمالى، وكان العجز فى بعض البلدان مثل بلجيكا واليونان وإيطاليا عاليا يصل حتى ١٠ فى المائة من الناتج المحلى

وكانت النماذج الأشد بروزاً لهذه القواعد هي تلك الواردة في معاهدة ماستريخت لعام ١٩٩٢، التي حددت الشروط المسبقة التي تلتزم بها البلدان الراغبة في الانضمام إلى الاتحاد النقدي الأوروبي. وفي مجال السياسة المالية، كان ما سمي معايير ماستريخت تقضى بألا يتجاوز عجز الميزانية ٣ في المائة من الناتج المحلي الإجمالي وألا يتخطى الدين الحكومي ٦٠ في المائة من الناتج المحلي الإجمالي.

وفي بحث أعد في ١٩٩٣ وأصبح شهيراً حالياً، العجز المفرط: الرشد وعدم الرشد في معاهدة «ماستريخت» (كتبها مع زميل في بيل ويليم بويتير، وجيانكارلو كورسيتي الذي كان طالباً حينذاك)، انتقد روبيني هذه المعايير باعتبارها مبرر «إسراف خطير في التدمير المالي». وكانت المشكلة في معايير ماستريخت هي أنها لا تراعي حالة الاقتصاد. فحتى في مواجهة الكساد، كانت تتوقع أن تستمر الحكومات في خفضها لتقليل العجز والدين حتى يتم الوفاء بالمعايير.

كما لم تُسَلَّم المعايير بأن بعض الإنفاق الحكومي يتخذ شكل استثمارات، مثلاً في البنية الأساسية، يمكن أن تولد إيرادات في المستقبل. وخلص روبيني والمؤلفون المشاركون معه إلى أن تنفيذ المعايير «يقتضى درجة مفردة من الانكماش المالي الذي لا بد وأن يؤثر تأثيراً عكسياً على مستوى النشاط الاقتصادي». وأوصوا بأنه «ينبغي إهمال المعايير أو تطبيقها بصورة فضفاضة تماماً».

وعلى أية حال، فقد وجد بعض البلدان الأوروبية أنه من الصعب الوفاء بالمعايير المذكورة ومع ذلك فقد تم التلويح بها في الاتحاد. وفي ٢٠٠٥، جرى تخفيف القواعد نفسها، مما وفر مجالاً أكبر للبلدان لترك العجز يزداد في مواجهة الظروف الاقتصادية المعاكسة. ويؤيد روبيني هذه التغيرات ويعتقد أن لها ما يبررها: «أعتقد أن التعديلات تفضي في اتجاه ما كنا نقترح منذ البداية، في ١٩٩٣. لقد استغرق الأمر وقتاً، لكن ما تم القيام به في النهاية كان رشيداً.

الدراما الآسيوية

أخذ روبيني يصبح، بعمله عن دورة الأعمال السياسية والقواعد المالية، مشهوراً تماماً في الدوائر الأكاديمية. لكن الاعتراف باسمه تصاعد بما لا يقاس خلال الأزمة الآسيوية في ٩٧-١٩٩٩ نتيجة لعمل من أعمال الكرم غير شائع بين الأكاديميين. فقد بدأ في إنشاء صفحة على الإنترنت، جعلها متاحة مجاناً للجميع، ووضع عليها مواداً عن الأزمة مع كتالوج لها - تقارير لصندوق النقد الدولي ووكالات أخرى، مقالات في الصحف والمجلات، تحليلات عن القطاع الخاص، وأبحاث تقنية لأكاديميين.

وسرعان ما أصبحت «صفحة روبيني» أول بوابة يلجأ إليها المهتمون بمتابعة الأزمة ومحاربتها. وفي يناير ١٩٩٨، اعترفت النيويورك تايمز بتأثيرها، وأبرزت أن «البروفسور روبيني يحتفظ بموقع... سيحده حتى الناس غير الحاصلين شهادات عليا، مفيداً في تعلم أمور بشأن الأزمة. وما يفتقر إليه الموقع في التصميم المتقن، يعوض في التحليل، والروابط الممتدة والتقييم التفصيلي». وحالياً، يضحك روبيني قائلاً «إن المراسل الصحفي كان محقاً بشأن التصميم. وحالياً، أعد الصفحة بنفسى. إنها مجرد حائط من الروابط، غير متقنة تماماً».

وخلال الأزمة الآسيوية، لم يكن روبيني مجرد مُجمَع للمعلومات، بل كان أيضاً محللاً نشيطاً. وقدم روبيني مع تلميذه كورسيتي وباولوبيزنتي، أشمل

تحليل للأزمة الآسيوية. وبالمعايير الأكاديمية، كان قريباً من الحقيقة. وفي بحث صدر في نوفمبر ١٩٩٣، كتب روبيني والمؤلفون المشاركون معه أن جذور الأزمة الآسيوية، كانت تكمن في «التقاليد الطويلة من الضمانات العامة المقدمة للمشروعات الخاصة. وحتى في ظل عدم وجود وعود مباشرة بالكفالة... تجاهل قطاع الشركات لحد كبير تكاليف مشروعات الاستثمار الأساسية ومخاطرها». واتهم روبيني الحكومات الآسيوية باتباع سياسات «متشابهة مع شبكة واسعة لقطاع الأعمال تتسم بالمحاباة الشخصية والسياسية» والتدخلات لصالح الشركات التي تعاني متاعب. وفي مناخ كهذا، كانت الأسواق تعمل بموجب افتراض يقول إن عوائدها على الاستثمار مكفولة ضد الآثار المعاكسة. سايرت البنوك ذلك، «ووجهت الأموال صوب المشروعات التي كانت حدية إن لم تكن غير مربحة كلية من وجهة النظر الاجتماعية».

وكانت وجهة النظر هذه عن الأزمة مثيرة للجدل في ذلك الوقت لأنها كانت تلوم الضحية على ما يبدو. لكن روبيني ظل ثابتاً على تحليله، فيقول «ما زالت اعتبار ذلك قضية خطر معنوي». وكان العالم الاقتصادي، بول كافمان على حق في القول بأن هذا لعبة «الرؤوس التي أكسبها، والذبول التي يخسرهما دافعوا الضرائب». وكان ذلك بسبب أن المستثمرين كانوا يعتقدون أن الحكومات لا بد وأن تحميهم من معظم الخسائر الناجمة عن الإفراط في الاستثمار، والاقتراض المغالي فيه من الخارج، وعجز الحساب الجاري».

كاشفو الستر

يعترف روبيني أن هناك آخرين قرعوا جرس الإنذار بالأزمة قبل أن يفعل هو ذلك - وينفس العلو عادة. ويقول: «لقد ألقى راجو راجان محاضرة قوية جدا في ٢٠٠٥» عن المخاطرة الجمة التي يتم تحملها في الأسواق المالية واحتمال حدوث انفجار مالي واسع النطاق، خاصة لأنه كان ما يزال يحتل منصباً رسمياً، كخبير اقتصادي رئيسي لدى صندوق النقد الدولي ورد راجان على المجاملة، ناسباً لروبيني الفضل في العمل بمقتضى قناعاته ولاحظ أن الأكاديميين يعملون عادة في ظل قيود خاصة بهم: «إن معظم الأكاديميين... يخافون من الحديث عن أشياء حينما لا يكون كل شيء مثبتاً في مكانه في النموذج بصورة تامة».

وكان بنك التسويات كاشفاً آخر بارزاً للأستار، فقد حذر في تقريره السنوي في يوليو ٢٠٠٧ من أن الاقتصاد العالمي كان معرضاً لخطر كساد كبير؛ ولخصت صحيفة الديلي تلجراف التقرير بعنوان رئيسي «بنك التسويات الدولية يحذر من مخاطر كساد كبير من جراء الإسراف في الائتمان». ويقول روبيني إن مشاركة دوائر رسمية، مثل بنك التسويات الدولية له في آرائه ساعده على أن «يمضى في طريقه». ويقول أنه كان يعرف «أن المعركة قد كسبت» عندما اعترف كثيرون من محلي وول ستريت والمعلقون في وسائل الإعلام بأنه كان على صواب.

يقول أبى جوزيف كوهن من جولدمان ساكس أن «روبيني كان من بين أول من قرعوا جرس الإنذار» عن الهشاشة المالية وأن المشاركين في الأسواق لم يعودوا يعاملون آرائه على أنها «سيناريوهات الاحتمالات القليلة التي تهم في المحل الأول للاقتصاديين الأكاديميين». وكتب مارتين ولف، وهو صاحب عمود في الفاينانشال تايمز في عمود له في فبراير ٢٠٠٨ يقول أن «سيناريو البروفسور روبيني كان منذراً بكارثة لدرجة تجعل الأبدان تقشعر. لكن تفكيره يستحق تناوله بجديّة. فهو أول من تنبأ بكساد في يوليو ٢٠٠٦. وفي الوقت نفسه، كانت وجهة نظره مثيرة للخلاف لأقصى حد. لكنهما لم تعد كذلك».

وقدم روبينى والمؤلفون المشاركون معه نصيحة سياسية مختلفة بشأن ما يقتضيه التغلب على الأزمة. وقد حَاجَّوا بأنه على المدى المتوسط، لا بد أن تتحسن الموازين المالية لاستيعاب تكاليف كفاءة القطاع المالى وقطاع الشركات. ولكن نظر لأن «الأزمة أدت فى الأجل القصير إلى هبوط حاد فى الاستثمار والناتج فى

«على مدى العقد الماضى، فإن صفحته عن الأزمة الآسيوية على الإنترنت التى كان يعدها شخص واحد، تشعبت إلى عملية يعدها ٤٠ شخصا تسمى مرصد روبينى للاقتصاد العالمى، والذي يجمع المعلومات الخاصة بكل القضايا الاقتصادية الدولية ويحللها».

المنطقة الآسيوية»، فإن تطبيق هذا التصحيح قمين بأن يتوقف، حتى بتكلفة تتمثل فى التعرض مؤقتا لعجز مالى كبير». وكتبوا يقولون أن خطط الإنقاذ الدولية - مثل تلك التى يقودها صندوق النقد الدولى، يمكن أن «تلعب دورا حاسما، بالمساعدة فى تخفيف الانسحاق وتجنب حدوث نقص أكثر حدة فى الاستثمار والاستهلاك».

وكان روبينى أكثر من أكاديميين كثيرين، مناصرا لصندوق النقد الدولى. وهو يؤمن بأن هذا يرجع جزئيا إلى أنه «يتيح له معرفة المؤسسة من الداخل» فى مرحلة مبكرة. ففي ١٩٨٥، وكان طالبا فى السنة الثانية من الدراسات العليا، تدرب داخل الصندوق. وعاد للصندوق مرات كثيرة فى السنوات اللاحقة وعمل مستشارا للخزانة الأمريكية من ١٩٩٩ حتى ٢٠٠١. وعمل خلال الفترة ٢٠٠١-٢٠٠٢ مع موظفى صندوق النقد الدولى حول التوصل لنهج لاكتشاف أوجه عدم المنعة فى القطاع المالى وقطاع الشركات وكتب (مع براد ستسر، ويعمل حاليا فى مجلس العلاقات الخارجية) كتابا أصبح مرجعا معياريا عن استجابات السياسة الملازمة لإزاء أزمة الأسواق الناشئة - عنوانه «كفاءة أم سحب للكفاءة؟ استجابات للأزمة المالية فى الاقتصادات الناشئة».

المشاكل الناشئة

رغم أن عمله بشأن الأزمة الآسيوية وأزمات الأسواق الناشئة الأخرى قد جعله مشهورا فى دوائر صنع السياسة وبين بعض أقسام وسائل الإعلام، فإن صعود روبينى إلى مصاف الشهرة بدأ حقا عندما شرع فى دق جرس الإنذار من وقوع أزمة أقرب للدار. ويقول روبينى أنه بدءا من ٢٠٠٥، وعلى نحو متزايد فى ٢٠٠٦، جعله الارتفاع فى أسعار الأصول، وممارسات الإقراض المتراخية فى القطاع المالى وقطاع الشركات، والعجز الكبير فى الحساب الجارى، يفكر: «هاى، انتظر لحظة. إن الولايات المتحدة تبدو مثل سوق ناشئة. لماذا لم تنتفخ بطنها».

وكان روبينى واحدا من حفنة من المراقبين الذين أطلقوا تحذيراتهم فى وجه جمهور شكاك، معاد صراحة فى كثير من الأحيان (انظر الإطار). وفى ٢٠٠٦، سجل الاقتصاد العالمى بالكاد أسرع فترة خمس سنوات له من النمو خلال ٣٠ عاما، وكان اقتصاد الولايات المتحدة يسير سيرا حسنا، فقد تخلص من آثار فقاعة

النت وهجمات ٩/١١ الإرهابية. وفى سبتمبر ٢٠٠٦، وفى خطاب أصبح مشهورا حاليا، أخبر روبينى جمهور المستمعين إليه من موظفى صندوق النقد الدولى أن هناك خطرا تربو نسبته على ٥٠ فى المائة بحدوث كساد فى الولايات المتحدة فى العام التالى. فخلال السنوات العديدة الماضية، مضى المستهلكون فى الولايات المتحدة فى صخبهم الإنفاقي، واستخدم كثيرون ملكية بيوتهم باعتبارها صرفا آليا وحذر من أن «استنفاد قوى المستهلكين»، أصبح وشيكا حينذاك.

وأجرى روبينى مقارنة بين ٢٠٠٦ و ٢٠٠١ عندما واجه الاقتصاد الأمريكى أزمات لاق له إلى الكساد: «إن ما يحدث اليوم هو أنه بدلا من حدوث تخمة فى السلع التقنية، فإن لدينا تخمة فى رصيد المساكن وكذلك تخمة فى السلع الاستهلاكية المعمرة». ولم يستطع مجلس بنك الاحتياطي الاتحادى الأمريكى أن يدرأ الكساد، كما قال، «لنفس السبب الذى جعل تطمينات هذا البنك لا تنجح فى ٢٠٠١». فإذا ما واجهت تخمة، فإنه «يتعين عليك أن تعمل لتصريفها، وأسعار الفائدة لاتهم عمليا». كما تنبأ روبينى بأن باقى العالم لن «يفصل» عن التطورات الجارية فى الولايات المتحدة.

ويقول تشارلس كولينز، نائب مدير دائرة البحث فى صندوق النقد الدولى، إنه بحلول الوقت الذى عاد فيه روبينى للحديث فى الصندوق بعد عام، ثبت إنه كان على صواب لحد كبير. والواقع أن كولينز قال مازحا فى ٢٠٠٧ إن «نوريل ربما لم يكن متشائما بالقدر الكافى» فى حديثه فى العام الماضى. كذلك قال كولينز أن آراء روبينى ساعدت فى إقناع الصندوق مبكرا بتبنى وجهة نظر متشائمة بشأن الأفاق العالمية.

إيجاد توازن

فى هذه الأيام، يحيا روبينى حياة مفعمة بالنشاط، محاولا أن يكون كما قال «أكاديميا بدوام كامل، وغير مستقر بدوام كامل، ومنظم مشروع بدوام كامل». ويقول أنه يتعين عليه أن يتوصل لتوازن أفضل بين هذه الأنشطة لكنه لا يعرف أيها يتخلى عنه.

وعبر العقد المنصرم، فإن صفحته عن الأزمة المالية الآسيوية على الإنترنت التى كان يعيدها شخص واحد، تشعبت إلى عملية يعدها ٤٠ شخصا تسمى مرصد روبينى للاقتصاد العالمى والذي يجمع المعلومات الخاصة بكل القضايا الاقتصادية الدولية ويحللها. ويقول روبينى أن كونه منظم مشروع منحه رؤية ثابتة فى مجال الأعمال لا تتوافر مطلقا للأستاذ الأكاديمى المتخصص فى علم الاقتصاد. وهو اعتقاد يشاركه فيه زميله السابق فى بيل، روبرت شيلر. ويقول شيلر وهو رجل أعمال ناجح أيضا «أنه أمر جيد لعالم اقتصاد أكاديمى أن يدير مشروع أعمال».

هل سيتم إغراؤه بالانضمام لإدارة أوباما؟ روبينى يقول إن ذلك غير مرجح ويضيف: «فى السنوات القليلة الماضية، أصبحت معتادا على أن أكون قادرا على الكتابة بحرية وأن أعبر عن آرائى دون قيود. وسيكون من الصعب التكيف للدخول فى وضع يتعين فيها على شخص ما توضيح كل كلمة أقولها». ويقول إنه بدلا من ذلك قانع بأن يكون تأثير غير مباشر على السياسة بالتعبير عن آرائه. «لا أود المبالغة فى تأكيد تأثيرى، لكننى أعتقد أننى حاليا عندما أكتب شيئا ما، فإن الناس يقرأونه ويفكرون فيه. وأنا سعيد بذلك».

باراكاش لونجانى مستشار فى دائرة البحوث فى صندوق النقد الدولى.

إعادة تشكيل الاقتصاد العالمي



جين بيزاني - فيري وانديرا سانتوس

Jean Pisani-Ferry and Indhira Santos

كانوا يذهبون إلى أن العولمة كانت تحابي رأس المال وليس العمل، والأثرياء وليس الفقراء.

والآن بدأت الأزمة والاستجابات الوطنية لها في إعادة تشكيل الاقتصاد العالمي وفي تغيير التوازن بين القوى السياسية - والاقتصادية الفاعلة في عملية العولمة. وتتعرض محركات الموجة الأخيرة من العولمة - وهي الأسواق المنفتحة، وسلسلة العرض العالمية، والشركات المتكاملة عالمياً، والملكية الخاصة - للتقويض، وعادت الروح الحمائية إلى الظهور. وبدأت الشركات العالمية التي كانت يوماً ذات مواطنين أقدم واسعة في العودة إلى جذورها الوطنية.

لذا، أي دور لعبته العولمة في نشوء الأزمة وتطورها؟ كيف يجري تحويل الاقتصاد العالمي؟ وما هي الاستجابات الممكنة من خلال السياسات؟ هذه هي الأسئلة الرئيسية التي نتناولها في هذا المقال.

الاضطراب الاقتصادي والمالي الذي يحتاج

العالم الأزمة الأولى للعهد الراهن من العولمة. وقد تراكمت تجارب قطرية كبيرة

عن أزمات مالية في بلدان أو أقاليم فرادى - يمكن لصانعي السياسات استخدامها في صياغة سياسات علاجية. إلا أنه لا توجد في الذاكرة الحية لمعظم الناس أزمة مالية عالمية. وتعتبر تجربة الثلاثينيات من القرن العشرين مرعبة لأن الحكومات في ذلك العهد أثبتت عجزها عن الحفاظ على التكامل الاقتصادي ووضع استجابات تعاونية.

لقد كانت العولمة بالفعل عرضة للتحدي حتى قبل هذه الأزمة. ورغم الظروف الاقتصادية العالمية المواتية بصورة استثنائية، فإن مزايا حرية التجارة العالمية وحرية انتقال رؤوس الأموال والوظائف لم يفد منها كل الناس. ووبرغم دعم الاقتصاديين، والشركات وبعض الساسة، إلا أن المتقدمين

يمثل

تحتل الأزمة
الاقتصادية والمالية
(حتى الآن) نهاية
توسع سريع للعولمة.



مصنع مغلق في دنجوان بالصين

لحد كبير بتراكم فوائض الحسابات الجارية في الاقتصادات الناشئة والغنية بالنفط، وبيئة من الحوافز الاقتصادية المعاكسة، والتنظيم الضعيف الذي أثبت أنه قابل للانفجار (انظر مجلة التمويل والتنمية عدد يونيه/حزيران ٢٠٠٨). ورغم ذلك، فقد ساعدت العلاقات المتبادلة والمعقدة داخل النظام العالمي في إخفاء كيفية عمله، ولفترة طويلة، ظل هناك إخفاق جماعي في إدراك العلاقة بالكامل بين اختلال ميزان المدفوعات العالمية، والطلب على الأصول المالية الآمنة (أو الآمنة ظاهريا) وصناعة تلك الأصول (كاباليرو ٢٠٠٩). وزادت المعانى السياسية الخفية من تعقد المناقشة على المستوى الوطني: فمنذ فرضية «تخمة المدخرات العالمية» التي طرحها بين بيرنانكى في ٢٠٠٥، كانت الولايات المتحدة تصر على القول بأن مشكلة الاقتصاد الكلى الرئيسية في الاقتصاد العالمي لم تكن العجز في حسابها الجارى، بل في نزوع الصين المرتفع نحو الادخار.

ويرجع الخطأ الثانى ذى الصلة بالأزمة إلى المراحل المبكرة من الأزمة. وحتى خريف ٢٠٠٨، كان من المأمول أن تتمكن الاقتصادات المحصنة ضد النتائج المباشرة غير المتوقعة لأزمة الرهن العقارى من اجتياز غمار العاصفة

أكثر من إخفاقات تنظيمية

في البداية، أخفق كثير من المحللين في إدراك طبيعة الأزمة إدراكا تاما. إذ كان التركيز منصبا بصورة حصرية تقريبا على تنظيم السوق، وإشراف المؤسسات المالية، بينما لم يكرس سوى قدر قليل من الاهتمام للأسباب الجذرية للأزمة المتصلة بالاقتصاد الكلى العالمى. والحقيقة أنه في وقت متأخر في نوفمبر من العام الماضى، أصدرت مجموعة العشرين المكونة من كبرى البلدان الصناعية واقتصادات الأسواق الناشئة بلاغا رسميا فى ختام اجتماع طارئ لها فى واشنطن العاصمة، انصب التركيز الرئيسى فيه على الإخفاقات فى التنظيم والإشراف، وبالمثل اعتبرت العلاجات ذات صبغة تنظيمية- ومن هنا جاء جدول الأعمال الطويل لمجموعة العشرين.

كان ذلك، فى شق منه، ناتجا عن أن الأزمة المتوقعة لم تقع: فلم يكن هنا تهور فى تخفيض قيمة العملة الأمريكية، ولا بيع كل سندات الخزانة الأمريكية. بيد أن الحقيقة كانت هي أنه، أيا كانت إخفاقات الاقتصاد الكلى حقيقة، فإن تأثيرها كان يمكن احتواؤها بقدر أكبر لولا النهم الذى لا يشبع للأصول المصنفة تحت فئة AAA. وكان ذلك يمثل توليفة من الطلب الدولى القوي على هذه الأصول، يتعلق

بأمان بما يكفي من القوة لكي تسحب معها الاقتصاد العالمي بأكمله. كانت هناك بعض المبررات السطحية لهذا الرأي القائل «بالفصل» بين الظاهرتين. ووفقا لرأى صندوق النقد الدولي، فقد عانت البنوك الأمريكية من ٥٧ في المائة من خسائر القطاع المالي من الديون المورقة ذات المنشأ الأمريكي، وعانت البنوك الأوروبية من ٣٩ في المائة هذه الخسائر، بينما تحملت المؤسسات الآسيوية ٤ في المائة فقط منها. (صندوق النقد الدولي ٢٠٠٨).

«ثمة حاجة ملحة لتفادي توليفة الكساد التي تجمع بين نزوب التدفقات المالية إلى الاقتصادات الناشئة والنامية، وتراكم احتياطات كبيرة من النقد الأجنبي».

وهذا يفسر نزوب السيولة في أسواق المعاملات بين البنوك في كل من أوروبا والولايات المتحدة في وقت واحد في صيف ٢٠٠٧، ويتسق مع درجة من التكامل المالي على ضفتي المحيط الأطلسي أكثر حدة إلى مدى بعيد منها بين أي إقليمين آخرين في العالم (كوهين- سيتون وبيزانى- فيري، ٢٠٠٨). وهكذا، فإن ما حدث من انسداد في الجهاز المصرفي ذي صلة بالرهن العقاري، وما نتج عنه من أزمة في الائتمان، كانا في الأساس ظاهرة أمريكية- أوروبية.

لكن من الواضح الآن أن النمو يتدهور تدهورا حادا في جميع أقاليم العالم. وقد أجمعت الآمال في الفصل بين الظاهرتين في ١٥ سبتمبر/ أيلول ٢٠٠٨، مع إفلاس ليمان برازرز وما ترتب عليه من عواقب على أسواق المال. وحسبما تمثل بجلاء في «خريطة الحرارة» التي وضعها صندوق النقد الدولي للأزمة (بلانشار، ٢٠٠٨)، فقد ضربت الزيادة الحادة في النفور من المخاطرة، وما ترتب عليه من توقف مفاجئ للتدفقات المالية إلى الداخل، الأسواق الناشئة والنامية بصورة فورية تقريبا. وكانت الصدمة شديدة بوجه خاص بالنسبة للبلدان المستوردة لرأس المال، خاصة في وسط وشرق أوروبا، حيث فاقمت الاختلالات التي كانت قائمة من قبل، وعجلت بطلب المساعدات من صندوق النقد الدولي. لكنها شديدة أيضا بالنسبة للبلدان التي كدست احتياطات من النقد الأجنبي، مثل كوريا. وكانت قناة النقل هنا هي التدفقات الرأسمالية الصافية وليس تكامل أسواق رأس المال في شكل أصول وخصوم خارجية كلية (لم يكن بعض هذه البلدان يحتفظ تقريبا بأية أصول أمريكية أو كان، يحتفظ أساسا بسندات خزائنة، ارتفعت قيمتها خلال الشهور الأخيرة). وتضاءلت التدفقات الرأسمالية الخاصة الصافية إلى الاقتصادات الناشئة في نهاية ٢٠٠٨، ويتوقع الآن أن تبلغ ١٦٥ مليار دولار في نهاية ٢٠٠٩، وهو ما يقل بنسبة ٨٢ في المائة عن مستواها في ٢٠٠٧ (IFF، ٢٠٠٩). ومرة أخرى، كان التقلب الشديد في التدفقات الرأسمالية الدولية عاملا قويا في انتشار عدوى الأزمة. وأخيرا، قدر للتجارة أن تكون قناة نقل كبرى بالنسبة لشرق آسيا، التي تبلغ صادراتها المجمع لأمریکا الشمالية وأوروبا نسبة مذهلة تبلغ ١٢ في المائة من الناتج المحلي الإجمالي للإقليم. وكان ذلك كافيا لتحويل الفصل بين الظاهرتين إلى وهم. فالتجارة لم تكن فحسب ناقلا للعدوى، بل أيضا معجلا لها. وتظهر أرقام نهاية ٢٠٠٨ أن التجارة والإنتاج الصناعي في العالم يتدهوران بالتداف بمعدلات من رقمين. فقد شهدت عدة بلدان آسيوية

هبوطا في صادراتها بنسب تتراوح بين ١٠ و٢٠ في المائة عاما بعد عام. ولا يمكن حتى الآن الفصل بين ما يمكن أن يعزى إلى انخفاض في الطلب وتصحيح المخزون، وما يحدث نتيجة لانسداد تمويل التجارة. والأمر الواضح هو أن تقلص التجارة الدولية يعتبر قناة للنقل، وكذلك عاملا في التعجيل بتقلص الناتج.

وفيما وراء الخصائص المحددة لنقل الصدمة، فقد كشفت الأزمة أنه، برغم التكامل الإقليمي، وبروز قوى اقتصادية جديدة، فإن الاقتصاد العالمي يفتقر إلى المرونة. وعلى أية حال، فإن الخسائر الناجمة عن الرهونات العقارية من الفئة دون الممتازة والرهنات Ait-A، والتي حركت عملية التوقف عن الاقتراض لتحقيق الفاعلية المالية بطريقة مثيرة، بلغت زهاء ١٠٠ مليار دولار؛ وبعبارة أخرى ٠,٧ في المائة فقط من الناتج المحلي الإجمالي للولايات المتحدة، و ٠,٢ في المائة من الناتج المحلي الإجمالي العالمي - وهو مبلغ تافه بأى مقياس. ومع استسلام الاقتصاد العالمي حاليا للركود، فإن الأسئلة المطروحة الآن هي ما هو الثمن الباهظ الذي سيقاضاه ذلك من العولمة، وكيف يمكن للاقتصادات الوطنية، والمنظمات الدولية أن تدير التغيرات الجارية.

العولمة: إعادة تشكيلها أم تصفيتها؟

بدأت الأزمة بالفعل في التأثير على الحركات الكامنة وراء العولمة السريعة خلال السنوات الأخيرة - أي الملكية الخاصة، والشركات المتكاملة عالميا، وسلسلة العرض العالمية، والأسواق المنفتحة.

وبداية، فقد تزايدت المشاركة العامة في القطاع الخاص بصورة ملحوظة خلال الشهور القليلة الماضية (انظر الشكل). فمن بين أكثر من خمسين بنكا في الولايات المتحدة، والإتحاد الأوروبي، تلقى ٢٣ و ١٥ بنكا على التوالي ضخ أموال عامة، أي أن بنوكا تمثل على التوالي ٧٦ و ٤٠ في المائة من رسملة السوق قبل الأزمة، تعتمد الآن على دافعي الضرائب. كما تلقت قطاعات أخرى، مثل صناعة السيارات، والتأمين أيضا مساعدات عامة. وأيا كانت نسبة الحكومات، فإن الدعم الحكومي قمين بأن يؤثر في مسلك الشركات العالمية التي كانت مواطئ أقدامها يوما ما واسعة.

ثانيا، إن هذه الأزمة تتحدى الشركات المتكاملة عالميا. فخلال الربع الماضي من القرن، كان التكامل الاقتصادي يحركه في جزء كبير منه سعي الشركات إلى خفض التكلفة والبحث عن الموهبة. ورغم ذلك، فقد كانت الشركات المتكاملة المندمجة عالميا هي أول من وضع على المحك أولا في أوائل الأزمة، مع انهيار البنوك التي كانت تعمل عبر الحدود الدولية. وفجأة، وجدت المؤسسات العابرة للقوميات، التي كانت يوما ما قوية صعودية في التعرف على أي الحكومات سوف تدعمها. وفي بعض الحالات، تجاوزت الحكومات بصورة تعاونية - كما حدث في حالة بلجيكا وفرنسا مع بنك دكسيا - إلا أن حالات أخرى انتهت بقطع الصلات حسب الحدود الوطنية مثل ما حدث مع مجموعة فورتيس البلجيكية- الهولندية للإقراض والتأمين. وذلك لم يوضح فقط أن نظم التنظيم والإشراف القائمة كانت غير مناسبة لهذا النموذج العابر للقوميات من الشركات، لكنه أثبت أيضا أن الحكومات الوطنية هي فقط التي تتوافر لها موارد الميزانية المطلوبة لكفالة المؤسسات المالية. وتخاذل المساعدات الحكومية بتحويل الشركات العالمية إلى أبطال منتظمين واليوم، لا يوجد رئيس تنفيذي لأية شركة تلقت دعما حكوميا يمكنه أن يرد كلمات مانفريد وينيمر (الرئيس التنفيذي لشركة كونتنتال الألمانية لصناعة إطارات السيارات)، وهو يبرر فصل العمال في مصنع الشركة في هانوفر في ٢٠٠٥، عندما قال: «إن ذلك هو واجبي تجاه عمالي البالغ عددهم ٨٠ ألفا في جميع أنحاء العالم» (الايكونوميست، ١٨ مايو ٢٠٠٦).

وهذه المخاطر، إذا أخذت مجتمعة، تشكل تحديا بارزا أمام التكامل العالمي. وهذا يصدق أيضا على المستوى الإقليمي. فالتباعد الاقتصادي يتصاعد داخل أوروبا، والتعاون داخل شرق آسيا - بأحسن الأوصاف - محدود، برغم الصدمة العنيفة التي تمس الإقليم.

«في ظل ركود عميق، يبرز حتما الإغراء بتصدير البطالة من خلال سياسات سعر الصرف التي لا تراعى سوى مصالح البلد دون اعتبار لمصالح الجيران».

ولاريب أن الحكومة العالمية والمشهد الاقتصادي يبزغان من هذه الأزمة، وقد أعيد تشكيلهما ويظل المحك الرئيسي هو دعم التعاون الدولي، في وقت يوجد فيه إغراء كبير بالبحث عن حلول في الداخل. إن تعميق النزعة المتعددة الأطراف وليس القومية المتطرفة هي التي يكمن فيها كثير من الردود على التحديات الراهنة. لكن ما الذي ينبغي إلى أن تفعله القوى الفاعلة الدولية والحكومات الوطنية؟

جدول أعمال السياسات

توحى الشواهد بأن إصلاح الأطر التنظيمية والإشرافية ما هي إلا جزء من الإجابة. وفي اجتماعها القادم في أبريل، ينبغي لمجموعة العشرين أن تلتفت إلى مجموعة أعرض من القضايا التي تشمل التجارة، والتكامل المالي، وسياسات الاقتصاد الكلي. وعلاوة على ذلك، فإن التعاون في مجال السياسات على المستوى العالمي يستلزم إطارا مؤسساتيا مناسباً، ولهذا السبب، فإن إصلاح المؤسسات المالية الدولية قمين بأن يدرج على لائحة المناقشات. ولذلك، نقترح جدول أعمال من خمس نقاط، تشير القضايا الثلاث الأولى منها إلى التجارة العالمية وجدول للأعمال الكلي وتشير الأخيرتان إلى واجبات تضطلع بها المؤسسات المالية الدولية.

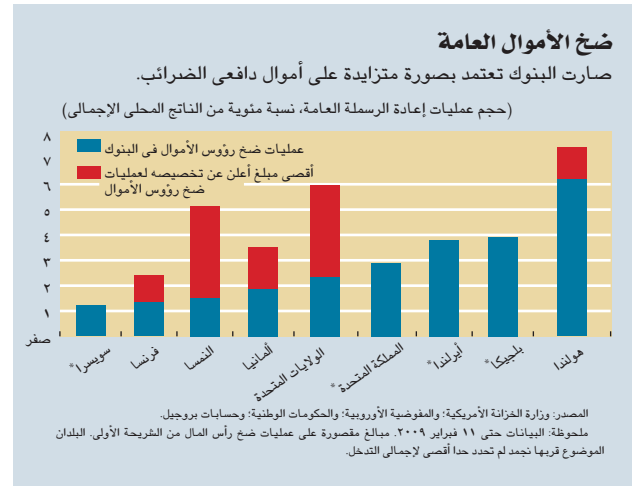
المحافظة على التكامل التجاري، ثمة حاجة ماسة إلى تفادي الإجراءات التي قد تجعل الأزمة والعدوى منها أسوأ. ومن الواضح أن ما أعلنته مجموعة العشرين في نوفمبر الماضي من التزام «بالامتناع عن إقامة حواجز جديدة أمام الاستثمار، أو أمام التجارة في السلع والخدمات، وعن فرض قيود جديدة على الصادرات، أو تطبيق تدابير لا تتسق مع منظمة التجارة العالمية لتحفيز الصادرات» ليس كافياً. وبسبب الزيادة في الرسوم الجمركية المطبقة، وعمليات التوريد العامة المتحيزة إلى عمليات الإقراض من البنوك المفوضة، للمستهلكين المحليين، والضغوط على شركات الصناعة التحويلية وشركات الخدمات من أجل المحافظة على الوظائف في الداخل، فإن التزام مجموعة العشرين بترك مسارات كثيرة إلى النزعة الحمائية مفتوحة على مصراعها. وبدلاً من ذلك، ينبغي على الحكومات في مجموعة العشرين أن تتفق على مدونة للسلوك تحدد ما هي تدابير الإنقاذ والدعم التي تكون مقبولة أم لا في أوقات الأزمات (سواء أكانت تمس التجارة بطريقة مباشرة أم غير مباشرة)، وأن تعهد لمنظمة التجارة الدولية ومنظمة التعاون والتنمية في الميدان الاقتصادي بمهمة رصد السياسات. وينبغي تطبيق أحكام مماثلة على المستوى الإقليمي.

تصميم برامج وطنية للحوافز وحزم للمساعدات تدعم العولمة ولا تقوضها. على الحكومات أن تدرس الوقت بالنسبة للخطط من جميع نواحيه بالنسبة للخطط التي رسمت في اجتماع مجموعة العشرين في نوفمبر الماضي لتنمية التعافي

ثالثاً، إن الواجهات الوطنية للأزمة قد تؤدي إلى التشاؤم والتفكك المالي والإقتصادي. توجد شواهد أولية مبدئية على أن الحكومات عندما تطلب من البنوك مواصلة إقراض العملاء المحليين، يتم ترشيد وضع مقننات الائتمان بصورة غير متناسبة في الأسواق الأجنبية. وهذا ما حدث مؤخراً، عندما طلبت الحكومة الهولندية إلى بنك أي إن جي التوسع في الإقراض المحلي، مع تخفيض ميزانيته العمومية. وحيث أن الشركات في الاقتصادات الناشئة والأقل نموا تعتمد إلى درجة كبيرة على الائتمان الخارجي، فإن ذلك من شأنه أن يتركها عرضة بوجه خاص للنزعة الحمائية المالية. وعلاوة على ذلك، فإن المساعدات الحكومية - التي يحركها قلق مشروع إزاء الوظائف، تبدو تفضيلاً للاقتصاد المحلي - وغالباً ما يكون ذلك بصورة ضمنية على الأقل. فالتحيز الفرنسي للوظائف المحلية في خطتها المتعلقة بصناعة السيارات، والحكم الخاص «بشراء المنتجات الأمريكية» من قانون الحوافز الأمريكية، والشعار الذي صار الآن سيء السمعة الذي أطلقه رئيس الوزراء البريطاني جوردون براون وهو «الوظائف للعمال البريطانيين»، ما هي إلا بضع نماذج.

وأخيراً وليس آخراً، فبرغم التزام مجموعة العشرين في نوفمبر الماضي بعدم زيادة الرسوم الجمركية، إلا أنها قد ارتفعت منذ بداية الأزمة في عدة بلدان من الهند والصين إلى الاكوادور والأرجنتين. وهذا يأتي على منوال تحرك مماثل جرى منذ عام مضى عندما طبقت قيود على التصدير عندما كانت البلدان تحاول عزل المستهلكين المحليين عن أسعار الغذاء العالمية الآخذة في التزايد.

ومن الصعب القول ما إذا كانت هذه التغيرات مجرد ردود أفعال قصيرة الأجل لصدمة كبرى، أم أنها ترقى إلى اتجاهات جديدة ومقلقة. وعلى أقل تقدير، فقد تغير التوازن بين القوى السياسية والاقتصادية بصورة ملحوظة. ولما كان الدعم السياسي للعولمة في أفضل حالاته ضحلاً بينما كان الاقتصاد العالمي في حالة ازدهار، فإن هذا يبين أن البندول يتأرجح الآن في الاتجاه المعاكس. وتلقاء هذه الخلفية، يبرز درس من التاريخ يستحق أن نضعهم نصب أعيننا. أولها أن تفكيك سياسات الحماية يستغرق وقتاً. فقد تطلب إزالة الحواجز التجارية التي أقيمت في فترة ما بين الحربين عقوداً من الزمن. وثانيهما، أنه حتى لو كان جانباً مهماً من التقدم في تحرير التجارة خلال العقود الأخيرة قد اكتسب صبغة مؤسسية، وكانت عمليات عكس الاتجاه القوية على نحو ما تم في الثلاثينيات من القرن العشرين غير محتملة، فإن الاتجاه النزولي الحزوني نحو النزعة الحمائية يفعل فعله بسرعة.



على المستوى العالمي من خلال حزم الحوافز، ومراجعة حجم ومدى كفاية الجهود المعلن عنها حتى الآن. ويعتبر التعاون الدولي في هذا المجال بطبيعته دقيقاً لأن أفضل نوع من الحوافز المالية العامة كما وضعها أحد الوزراء الأيرلنديين بصورة فظة «من وجهة نظر أيرلندا هي التي يطبقها شركاؤنا التجاريون. وفي النهاية، سوف تدعم هذه الحوافز الطلب على صادراتنا دون أن تكلفنا شيئاً». (ويلي أودي، وزير الدفاع في جريدة «الإندبندنت الأيرلندية»، ٤ يناير ٢٠٠٩). وتتباين الحزم المعلن عنها حتى الآن تبايناً كبيراً من حيث الحجم والمضمون، وحتى عندما لا

«إن منح الاقتصادات الناشئة والنامية صوتاً وتمثيلاً أكبر.. ينطوى على تخفيض عدد المقاعد الأوروبية، ونبذ سلطة الاعتراض (الفيتو) الأمريكية».

تتضمن أية تدابير تبعث على التشويه، ينزع كثيراً منها إلى تفضيل تدابير العرض في الصناعات ذات المكون المحلي المرتفع، مثل البنية التحتية. وهذا أمر قانوني تماماً، ويعتبر إلى درجة معينة حتمياً، لأن الحكومات خاضعة للمساءلة أمام دافعي الضرائب في بلادها. الذين يرغبون في الانتفاع بالأموال التي تم ضخها. ولكن ذلك يفتقر إلى الكفاءة لأن قطاع السلع القابلة للتداول (بالإضافة إلى التشييد) هو القطاع الأكثر تأثراً بالأزمة. وعلى مجموعة العشرين، كإجراء لسد الثغرات، أن تتفق على مجموعة من المبادئ تتعلق بمضمون حزم الحوافز والدعم الوطنية، وأن تدرج العناصر التي يحتمل أن تكون الأكثر مدعاة للتشويه ضمن مدونة السلوك المقترحة أعلاه.

تفادي سياسات سعر الصرف التي تشعل عدم الاستقرار الخارجي. وفي حالة الركود العميق، يتصاعد الإغراء بتصدير البطالة من خلال سياسات سعر الصرف التي لا تركز إلا على مصالح البلدان دون مراعاة لمصالح جيرانها. ومن حسن الحظ أن الأمر لم يصل بعد إلى هذا الحال على نطاق كبير، إلا أنه بالنسبة للمستقبل، ينبغي على مجموعة العشرين أن تشدد على ضرورة تفادي مثل هذه التدابير وأن تطلب إلى صندوق النقد الدولي أن يقوم برصد أسعار الصرف على أساس الوقت الحقيقي وأن يبلغ فوراً عن الانتهاكات التي قد تتم. وقد تم الاتفاق على هذا المبدأ في ٢٠٠٧، وصارت له أهمية خاصة في السياق الراهن.

بناء الثقة في التأمين متعدد الأطراف وليس التأمين الذاتي. ثمة حاجة ملحة لتفادي التوليفة المصممة لحالة الركود التي تجمع بين نضوب التدفقات المالية إلى الاقتصادات الناشئة والنامية، وتراكم احتياطات كبيرة من النقد الأجنبي. إن الخطر المائل حقيقياً تماماً. فقد ظلت معظم الاقتصادات الناشئة تعاني من توقف مفاجئ في تدفقات رأس المال إلى الداخل (أو انعكاس اتجاه تدفق رؤوس الأموال)، وما تبعه من عواقب وخيمة، خاصة في وسط وشرقي أوروبا وهما الإقليم الوحيد من العالم الذي ظل إلى وقت قريب يعتمد على رأس المال الأجنبي لكي يلحق بركب النمو. وعلاوة على ذلك، فإن الدرس الذي يمكن أن يستخلصه الكثيرون من الأزمة يتمثل في ضرورة وجود حتى مزيد من الاحتياطات للتأمين الذاتي ضد مثل هذه الأحداث. وسوف يتضمن ذلك تحركاً واسعاً، بما في ذلك داخل آسيا، حيث الاحتياطات عالية بالفعل، نحو فوائض في الحساب الجاري في أسوأ وقت ممكن - وهو ما يعتبر «مفارقة التوفير» الدولية. وعلاوة على ذلك، فإن

تكديس الاحتياطات يعتبر، بالإضافة إلى مساهمته في الأزمة، عن طريق إنكفاء الطلب الفانض على الأصول المالية الأمريكية، طريقة باهظة التكلفة من الناحية الفردية، وغير كفوة من الناحية الجماعية لتوقى الأزمات الناجمة عن الافتقار إلى الثقة في التأمين المتعدد الأطراف من خلال المؤسسات المالية الدولية، خاصة صندوق النقد الدولي. بل إن هناك حاجة إلى إعادة بناء الثقة في النظام. ويعتبر مستوى الموارد الذي يقتضيه ذلك وتوليفة التأمين المتعددة الأطراف والإقليمية اللازمة لتحقيق هذه الغاية، من الموضوعات المشروعة للمناقشة. وليس هناك مبرر لأن تكون التوليفة موحدة عبر الأقاليم، لكنها أياً كان شكلها، سوف تسفر عن وفورات مالية كبيرة.

جعل المؤسسات المالية الدولية أكثر تمثيلاً للمعيطات الراهنة. ومن الواضح أن ما حدث أخيراً من إصلاح في الحصص والأصوات في صندوق النقد الدولي لم يكن كافياً لخلق أو إعادة خلق الملكية اللازمة في العالم الناشئ والنامي، الأمر الذي يجعل من الضروري وضع إجراء المزيد من إصلاح الحوكمة على جدول الأعمال. وقد فوضت مجموعة العشرين الوزراء في إعداد مقترحات لإصلاح المؤسسات الملكية الدولية، بما في ذلك منح صوت وتمثيل أكبر للاقتصادات الناشئة والنامية. وسوف يكون تحقيق هذا التغيير الذي لا غنى له - الذي ينطوي على المستوى العملي، على تخفيض عدد المقاعد الأوروبية، ونبذ قوة الاعتراض (الفيتو) الأمريكية - أسهل لو تم وضع الجدول حول إعادة توزيع السلطة ضمن سياق أعرض (على النمو المطروح أعلاه).

ولذلك، فإن المهام المطروحة على عاتق مجموعة العشرين موعدة، لكن مجموعة العشرين هي المسرح المناسب للتصدي لها. ومن المسلم به أن كثيراً من البنود الواردة في إعلان نوفمبر ٢٠٠٨، كانت تتعلق في الأساس بمسئولية البلدان أو الأقاليم التي تمتلك أكثر الأسواق المالية تطوراً. وعلى النقيض من ذلك، فإن ضمان أن الأزمة لن تسفر على المدى القصير عن تجزؤ اقتصادي، وأن التجارة والتمويل الدوليين لن يتحولا إلى محركين قويين للانكماش الإقتصادي يحتاج إلى محفل أوسع، مثل مجموعة العشرين. فلو تمكنت مجموعة العشرين من النجاح في الارتباط بالمؤسسات الدولية القائمة، واعتمدت على قدراتها التحليلية، فقد يعنى ذلك تحويل الأزمة إلى فرصة لحوكمة العولمة بصورة أقوى وأكثر مشروعية. ■

جين بيزاني فيري مدير بيت الخبرة الأوروبي بروجيل، حيث تعمل انديرا سانتوس زميلة بحوث وقدم مارتن كسلر مساعدات بحثية.

المراجع:

Bernanke, Ben, 2005, "The Global Saving Glut and the U.S. Current Account Deficit," speech at the Sandridge Lecture, Virginia Association of Economics, March 10, Richmond, Virginia.

Blanchard, Olivier, 2008, "The World Financial and Economic Crisis," Munich Lectures, CESifo Conference, November, Munich, Germany.

Caballero, Ricardo, 2009, "A Global Perspective on the Great Financial Insurance Run: Causes, Consequences, and Solutions," notes prepared for MIT's Economics Alumni dinner, January 20, New York.

Cohen-Setton, Jérémie, and Jean Pisani-Ferry, 2008, "Asia-Europe: The Third Link," Bruegel Working Paper 00804/ (Brussels, Belgium).

Institute for International Finance, 2009, "Capital Flows to Emerging Market Economies" (Washington).

International Monetary Fund, 2008, Global Financial Stability Report, October (Washington).

O'Dea, Willie, 2009, "Why Our Response to Crisis Isn't Wrong," in The Irish Independent, January 4 (Dublin).

The Economist, 2006, "Germany's Export Champions," May 18 (London).

التأثير العميق

تواجه أربعة بلدان الآثار القاسية والباعثة على الاضطراب للتدهور الاقتصادي العالمي

(قيمة صادرات البضائع، النسبة المئوية للتغير كل ثلاثة شهور على مستوى سنوي)

٤٠
٣٠
٢٠
١٠
٠

الصادرات العالمية

الركود في التجارة العالمية مؤشرا رئيسيا لعمق الأزمة الاقتصادية العالمية الراهنة. **يعتبر** وفيما وراء ما يتوقع من هبوط في الحجم الإجمالي للتجارة الدولية وما يتنبأ به من انخفاض أكبر في ٢٠٠٩، تكمن روايات قوية للدلالات عن بلدان فرادى تكافح من أجل حل مشكلة تدهور أسواق التصدير، وتبخر تمويل التجارة، وتدفعات الهجرة المتقلبة. فأوكرانيا البلد المنتج للصلب، وسنغافورة البلد المصنع للسلع الالكترونية والاستهلاكية يواجهان مشكلتي تقلص الطلب على منتجاتهما وانخفاض في أسعارها. وفي الوقت ذاته، تواجه إصلاحات الإنتاج التي قامت بوركينا فاسو المصدرة للقطن انكماش مشتري المنسوجات، وتعجز أيرلندا حاضنة التقنية الرفيعة عن الاحتفاظ بوظائف للعمال المهاجرة لديها.

٥٠
٢٠٠٤ ٢٠٠٥ ٢٠٠٦ ٢٠٠٧ ٢٠٠٨

المصدر: بيانات هافر التحليلية، وتقديرات موظفي صندوق النقد الدولي.



مصنع صلب في دونيتك، أوكرانيا.

استثنائيا، إلا أن التصحيح الحاد في أسعار الصلب لم يكن دون سابقه. فالحقيقة أن أسعار الصلب كانت تهبط بصورة حادة بحددة في كل حالة كساد حدثت منذ أوائل السبعينيات، وكانت في كل مرة تعيد أسعار الصلب إلى اتجاهها الطويل الأجل أو أقل منه.

لقد ضرب الانهيار في أسعار الصلب أوكرانيا بعنف. وبعد أن بدأ بانخفاض بنسبة ٥٠ في المائة في إنتاج الصلب، انخفض الإنتاج الصناعي بنسبة تبلغ حوالي ٢٥ في المائة بين سبتمبر وديسمبر ٢٠٠٨، كما هبطت الصادرات بشكل حاد وتهيأ الأداء الاقتصادي الشامل. ويتبين من الأرقام المبدئية للإنتاج المحلي الإجمالي أن الناتج الحقيقي قد تقلص بحوالي ٩ في المائة خلال الربع الأخير من العام بالحسابات المصححة موسميا. وقد ضاعفت من ذلك كله، انهيار متزامن في توافر التمويل الخارجي، يتصل بتقلص الرغبة في المخاطرة بين المستثمرين الدوليين. وقد تسبب ذلك في تصاعد هوامش المسندات الأوكرانية، وحققت سوق الأوراق المالية المحلية حوالي ٧٥ في المائة على مدى العام.

نظام واه للعملة غير قادر على الصمود

جعلت التوليفة التي تجمع ما بين صدمة أسعار الصلب الكبيرة، وفقد فرص النفاذ إلى أسواق رأس المال الدولية نظام أسعار الصرف الذي يخضع لإدارة صارمة في أوكرانيا غير قادر على الصمود. وعندئذ تسببت المخاوف إزاء تقلب أسعار الصرف، واستقرار النظام المصرفي، في تدافع على سحب الودائع. وقد أدى ذلك إلى تعريض النظام المصرفي لضغط شديد بعد أن فقد بالفعل منغته بسبب النمو السريع في الائتمان مؤخرا، بما في ذلك فتح الائتمان بعملات أجنبية لأسر معيشية غير مشمولة بإجراءات التحوط - بقيود شديدة.

وللتصدى للآثار السلبية لصدمة أسعار الصلب، وتقلص التمويل الخارجي، تقوم السلطات الأوكرانية حاليا بتنفيذ برنامج لتصحيح السياسات، يدعمه قرض من صندوق النقد الدولي قيمته ١٦,٤ مليار دولار تم اعتماده في ديسمبر ٢٠٠٨

ديفيد هوفمان إقتصادي في دائرة أوروبا في صندوق النقد الدولي

إعياء المعادن إيرادات أوكرانيا من الصلب تتعاشق مع الاقتصاد العالمي

ديفيد هوفمان

David Hofman

تتسم أسعار الصلب العالمية بحساسية بالغة للكساد الاقتصادي العالمي الحاد. لذلك فإن إيرادات كبرى البلدان المصدرة للصلب مثل أوكرانيا ترتبط ارتباطا وثيقا باتجاهات الاقتصاد العالمي. ومع غرق النشاط العالمي لصناعة السيارات والتشييد - وبالتالي أسعار الصلب - في خصم التباطؤ العالمي الذي يتزايد عمقا، فقد انجرفت حظوظ أوكرانيا إلى الأسفل أيضا، وضاعف من هبوطها ثقل قرارات متعلقة بالسياسات فأت أوانها.

يعتمد اقتصاد أوكرانيا، ثامن أكبر منتج للصلب في العالم، اعتمادا شديدا على التطورات في قطاع الصلب بها. وتمثل صناعة الصلب، بالقياس المباشر، حوالي ١٢ في المائة الدخل الوطني لأوكرانيا، وأكثر من ثلث صادراتها السلعية. ومع ضخامة هذه الأرقام بالفعل، فإن الصلب يعتبر بصورة غير مباشرة أكثر أهمية لأن أنشطة اقتصادية أخرى كثيرة تعتمد على قطاع الصلب. ونتيجة لذلك، ينزع نمو الناتج المحلي الإجمالي في أوكرانيا إلى تقفي آثار التطورات في أسعار الصلب العالمية.

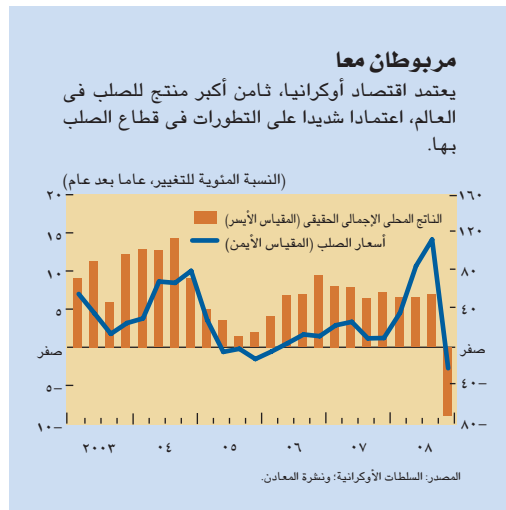
وقد ساعد ارتباط أوكرانيا القوي بأسعار المعادن فيما مضى في تدعيم الاقتصاد. وقد ارتكز الأداء المواتي بصورة كبيرة في مجال التصدير، والنمو

الرائع في الناتج المحلي الإجمالي لأوكرانيا إلى طفرة أسعار الصلب بين العامين ٢٠٠٦ و٢٠٠٨ - إلى مستويات أعلى كثيرا من اتجاهها إلى الهبوط على المدى الطويل: فقد نما الاقتصاد الأوكراني فيما بين ٢٠٠١ و٢٠٠٨ بمعدل متوسط قدرة ٧/١ في المائة سنويا بالأسعار الحقيقية. وقد أذكت إيرادات الصادرات والتدفقات الرأسمالية السخية إلى الداخل نمو الائتمان المحلي، وتساعدت أسعار الأسهم والمساكن. وارتفع العجز في الحساب الجاري الخارجي ارتفاعا شديدا، مع تصاعد الصادرات، وبدأ التضخم يتصاعد حلزونيا خارجا عن نطاق السيطرة. وفي غضون ذلك، عجزت سياسات الحكومة، وخاصة الربط الواقعي لأسعار الصرف، عن معالجة الاختلالات المتراكمة.

تصحيح حاد

رغم أنه لم يكن يمكن لأسعار الصلب أن تظل على مستوياتها المرتفعة في ٢٠٠٧ و٢٠٠٨، فإن قليلين فقط هم الذي استطاعوا التنبؤ بالسرعة المثيرة، التي انخفضت بها أسعار الصلب في أواخر ٢٠٠٨. وفي خصم الأزمة الاقتصادية العالمية، انتهت فجأة الرواج السلعي الذي ساد الأعوام الأخيرة، ومع الهبوط المفاجئ في مبيعات السيارات العالمية، والتقلص الحاد في نشاط التشييد، تأثر الصلب بصفة خاصة تأثيرا سلبيا.

وقبل أوائل نوفمبر ٢٠٠٨، كانت أسعار الصلب قد انخفضت بما يزيد على ٨٠ في المائة من مستوياتها القريبة من الذروة في أغسطس، الأمر الذي جعلها تنزل إلى ما يقارب مستوياتها في الاتجاه طويل الأجل. وحتى برغم أن التصحيح





خط تجميع أجهزة عرض أقراص الفيديو الرقمية في سنغافورة

المطلوب إعادة التشغيل يؤدي تقلص الطلب في كبرى أسواق التصدير إلى تجميد صناعة الإلكترونيات في سنغافورة

روبرتو جويماريس والساندرو زانيللو

Roberto Guimaraes and Alessandro Zanella

خلال

الشهور الاثني عشرة الماضية، سقطت الأسواق الغربية التي كانت تحرص على التماس الأجهزة الإلكترونية الاستهلاكية المصنوعة في سنغافورة من فوق جرف. فالأوروبيون والأمريكيون من المغرمين بالمبتكرات الآلية الذين اشتهروا بالتدافع مرارا وتكرارا إلى المتاجر لشراء أجيال جديدة من أجهزة الحاسوب، والهواتف الذكية، والكاميرات الرقمية، يلزمون الآن بيوتهم، بلا انتمان ولا ثقة. فقد ضرب الكساد العالمي سنغافورة على رأسها: فالاقتصاد الذي شهد نموا سريعا قارب 8 في المائة في 2008، لم يحقق سوى 1/3 في المائة العام الماضي.

وتعكس الحساسية الشديدة للأحداث العالمية بنية سنغافورة الصناعية ومجالات تخصصها. ويؤثر نمو الاقتصادات المتقدمة بصورة مباشرة في ثلث الاقتصاد - الذي يدور حول الصناعة التمويلية، خاصة في مجال منتجات تقنية المعلومات، والخدمات التجارية، وبعض الأنشطة المالية، التي تتعرض بوجه خاص لمخاطر التحولات في ثقة المستثمرين.

ويتأثر ثلث آخر من النشاط الاقتصادي أساسا بالتطورات الإقليمية. وقد أصيب كلا القطاعين بأضرار كبيرة (انظر الشكل البياني)، وتحدث موجات الصدمة المتمثلة في هبوط الطلب الخارجي، أثرها على الصناعات الموجهة بشكل أكبر إلى السوق المحلية مثل التشييد والمرافق.

الالتزام بالانفتاح

يعتبر تشابك سنغافورة مع النظم التجارية والمالية الدولية أمرا غير عادي بمقاييس كثيرة، لذلك فإنه من المتوقع حدوث تأثير كبير عندما يترنح الاقتصاد العالمي. وتمثل الصادرات 230 في المائة من الناتج المحلي الاجمالي، وتعتبر مركزا ماليا نابضا بالحركة في آسيا. وهناك ما يزيد على 100 مصرف أجنبي، تبلغ

أصولها ما يعادل حوالي ستة أمثال الناتج المحلي الإجمالي، تستخدم سنغافورة كقاعدة للعمليات الإقليمية؛ وهناك ثلاثة مصارف محلية تعتبر أيضا من كبار مقدمي الأموال السائلة للشركات الإقليمية والمتعددة الجنسيات.

لكن التكامل الاقتصادي والمالي العميق يحمل معه خطر التعرض للصدمة المالية العالمية، ودورات الأعمال الخاصة بالشركاء التجاريين. وكمثال على ذلك، تبين دراسة حديثة لصندوق النقد الدولي أن تباطؤا في الولايات المتحدة يترجم تقريبا إلى انهيار مقابل انهيار في وتيرة النشاط الاقتصادي في سنغافورة.

ضربتان متواليتان

الحقيقة أن الأزمة الراهنة تسد ضربتين متتاليتين لسنغافورة المترنحة. فالعدوى تجرى من خلال كلتا القناتين التجارية والمالية.

القناة التجارية: انكسرت الصادرات بنسبة 25 في المائة في الربع الأخير من 2008 مقارنة بذات الفترة من العام السابق، بعد أن تقلصت أيضا خلال الربعين السابقين. كان الهبوط الحاد في الصادرات عريض القاعدة. وكان التقلص في الصادرات من الإلكترونيات (التي تمثل ثلث إجمالي الصادرات)، قد بدأ في أوائل 2007. وصار الآن الأطول عمرا للسجل. بل الأسوأ من ذلك هو أن انخفاض الصادرات قد تعمق منذ أوائل 2008. وفي غضون ذلك، هبطت الشحنات البتروكيميائية والدوائية الصادرة وهبوطا حادا بعد أن ظلت صامدة خلال 2007، وقد تأثرت صادراتها إلى الولايات المتحدة والاتحاد الأوروبي بصفة خاصة حتى الآن، لكن الصادرات إلى آسيا، التي تستوعب أكثر من نصف إجمالي صادرات سنغافورة بدأت أيضا تواجه رياحا معاكسا.

القناة المالية: أضر الاضطراب المالي العالمي في أسعار الأسهم والائتمان أيضا. فقد انخفض مؤشر بورصة سنغافورة للأوراق المالية بنسبة 50 في المائة خلال 2008 وتساعدت التقلبات فيه. وتباطأ الإقراض بين البنوك بالدولار الأمريكي بصورة كبيرة مع تقلص السيولة العالمية - وتوجد فقط إشارات للتعافي تظهر على استحياء. ومع ارتفاع تكلفة التمويل المصرفي، وردت تقارير عن تخفيضات في تمويل التجارة قد تؤدي إلى حالات اضطراب أوسع في النشاط التجاري

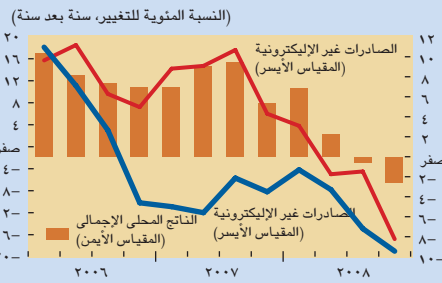
من خلال إلقاء ضغوط إضافية على الشركات.

وعلى المستوى العلوي، تتخذ السلطات حاليا إجراءات حاسمة للتخفيف من وضع الأزمة العالمية. وقد خفف البنك المركزي من موقف السياسة النقدية وطبق ضمانات للودائع لتدعيم الثقة في الجهاز المصرفي. وعلى جبهة المالية العامة اسمت موازنة 2009 بصيغة توسعية ملائمة، وتتضمن طائفة من التدابير المتعلقة بالضرائب والإنفاق لمساعدة مشروعات الأعمال والأسر المعيشية، بما في ذلك تقديم إعفاءات ضريبية وإنفاق على البنية التحتية، وتوفير ضمانات للقروض. ■

روبرتو جويماريس خبير اقتصادي، والساندرو زانيللو مدير مساعد في دائرة آسيا والمحيط الهادئ بصندوق النقد الدولي.

انهيار الشبكة

أنهارت صادرات سنغافورة من الإلكترونيات القائمة على تقنية المعلومات، أخذت معها اقتصاد الدولة - المدينة.



المصدر: بيانات معهد الصين وأوروبا الدولي لإدارة الأعمال (CEIS)، وحسابات موظفي صندوق النقد الدولي



جنى القطن في بورمو، بوركينافاصو

انهيار حلزوني يترك الانهيار الحاد في الأسعار شركات القطن في بوركينافاصو في موقف عصيب

إيزابيل أديناور، ونوربيرت فونكسي وتشارلز أمو يارتي
,Isabell Adenauer, Norbert Funke
and Charles Amo Yartey

الأزمة والقطن مست الأزمة الاقتصادية العالمية أصحاب المصلحة الأربعة الرئيسيين في قطاع القطن بطرق مختلفة.

المنتجون. أدت آلية أسعار المنتجين الجديدة إلى طمأننة المزارعين إزاء أسعار البيع في بداية موسم ٢٠٠٨، إذ عزلتهم عن انخفاض الأسعار في وقت لاحق من العام. وهكذا لم يتأثر إنتاج القطن في ٢٠٠٨ بالانهيار الذي حدث في أسعار القطن خلال العام (انظر الشكل) حيث هبطت بما يقارب ٤٠ في المائة من ذروتها في مارس. والحقيقة أن إنتاج القطن في ٢٠٠٨ فاق التوقعات إذ بلغ أكثر من ٥٠٠,٠٠٠ طن بسبب تحسن أحوال الطقس. إلا أن المنتجين سوف يتأثرون مباشرة لو استمر الطلب المتصل بالأزمة في الضغط على أسعار القطن خلال الأعوام القادمة.

انخفاض الإنتاج أدت الأزمة الاقتصادية العالمية إلى تخفيض الطلب العالمي على المنسوجات، وضغط أسعار القطن خلال ٢٠٠٨

شركات حلج الأقطان: حمت جزءاً من دخلها عن طريق بيع ما يقارب من ثلث إنتاجها بالأجل عندما كان متوسط سعر القطن لا يزال مرتفعاً نسبياً. أما الآن فإن الشركات تواجه خياراً صعباً بالنسبة لإنتاجها الذي لا يتمتع بإجراءات التحوط: إما أن تبيع بالأسعار الفورية المراهنة وإما أن تخزن القطن المحلوج على أمل أن تتعافى الأسعار الدولية. ورغم ذلك، فإن تأجيل المبيعات يحمل معه المخاطرة باحتمال وقوع مزيد من التدهور في الأسعار. علاوة على ذلك، فإن عقود المبيعات المطلوبة لتمويل باقى الموسم الحالي، لأن البنوك تأخذها كضمانات.

القطاع المصرفي. توفر البنوك المحلية والدولية التمويل لقطاع القطن، وتعرض البنوك المحلية لمخاطر كبيرة إزاء المحصول. وأى تخفيض في الائتمان أو أى ارتفاع في تكلفة الاقتراض من شأنه أن يعرض توازن القطاع للخطر. الحكومة. رغم أن الحكومة تزمع الانسحاب تدريجياً من قطاع القطن، إلا أنها تواجه صعوبة في الاهتداء إلى شريك استراتيجي لشركة سوفيتكس. ولو استمر التدهور في أسعار القطن، فقد يؤدي نزوب صندوق التخفيف في نهاية المطاف إلى دعوة الحكومة لتقديم الدعم.

ورغم أن قطاع القطن في بوركينافاصو قد تمكن حتى الآن من الصمود في وجه العاصفة العالمية، إلا أن مقاديره تعتمد على حصيلة الموسم الحالي، وأسعار القطن الدولية، وشروط التمويل. ولهذا السبب، فإن إصلاح القطاع بغرض تحسين الإنتاجية أهم منه في أي وقت مضى. وتجري بوركينافاصو حالياً تجارب على القطن المعدل وراثياً، الذي يبشر بمكاسب عالية في الإنتاجية تقارب ٣٠ في المائة. وقد تستكشف أيضاً الأفاق لمزيد من التعاون مع منتجي القطن في بلدان أخرى في غرب إفريقيا. ■

إيزابيل أديناور، ونوربيرت فونكي، وشارلز أمو يارتي هم على التوالي الممثل المقيم، ورئيس البعثة، والخبير الاقتصادي الفني ببوركينافاصو في دائرة أفريقيا في صندوق النقد الدولي.

تسببت الأزمة الاقتصادية العالمية في تخفيض الطلب العالمي على المنسوجات وكساد أسعار القطن، كان زراع القطن في بوركينافاصو في البداية معزولين عن أسوأ آثار صدمة أسعار السلع. فقد ساعدت آلية جديدة لأسعار المنتجين في وضع ماليات قطاع القطن على قاعدة أكثر سلامة. إلا أنه مع تصاعد الأزمة، تواجه شركات القطن الخيار بين البيع أو التخزين أثناء فترة انحدار ممتدة في أسعار القطن العالمية. ويمثل القطن حوالي ٦٠ في المائة من الصادرات في بوركينافاصو، التي تعتبر أكبر منتج للقطن في أفريقيا جنوب الصحراء. ويوفر قطاع القطن حوالي ٧٠٠,٠٠٠ وظيفة، ويستخدم حوالي ١٧ في المائة من السكان، وتفيد منه بصورة غير مباشرة أعداد أكبر من السكان. وفي عدة مناطق ريفية، حيث يرتفع معدل الفقر، يمثل بيع بذور القطن المصدر الرئيسي بل المصدر الوحيد للإيرادات النقدية. وقد أنعش التوسع في زراعة القطن إنتاج الغلال لسبب رئيسي هو أن الأسمدة الممولة بائتمان مقدم لزراعة القطن يمكن استخدامها أيضاً في محاصيل أخرى، ونتيجة لذلك، انخفض الفقر بنسبة الربع في مناطق زراعة القطن.

عندما

إصلاحات قطاع القطن

على الرغم من أن الأعوام القليلة الماضية كانت عصيبة بالنسبة لإنتاج القطن في بوركينافاصو، إلا أن القطاع كان يوشك على استرداد عافيته عندما بدأت الأزمة الاقتصادية العالمية. وتبيع شركات حلج الأقطان التي تقوم بفرز ألياف القطن عن البذور والأعواد، بأسعار عالمية، وقد منيت بخسائر مالية ضخمة خلال الفترة من ٢٠٠٥ إلى ٢٠٠٧ لأسباب من بينها وجود آلية تسعير غير مرنة كان تحول دون نقل عبء الانخفاض في أسعار القطن إلى المنتجين. وفي ٢٠٠٧، انخفض إنتاج بوركينافاصو من القطن بما يزيد على ٤٠ في المائة بسبب تأخر هطول الأمطار وانخفاض أسعار القطن.

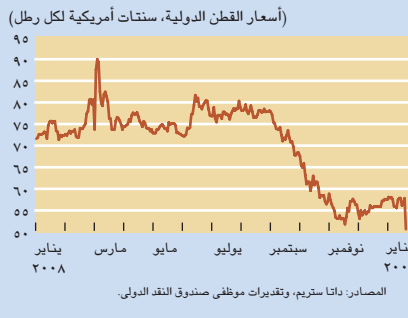
وتلت ذلك إصلاحات للمؤسسات والسياسات.

- فقد تم إنشاء آلية لأسعار المنتجين تركز على السوق. وبموجب هذه الآلية، يتم تحديد أسعار المنتجين بناء على متوسط للأسعار العالمية على مدى خمس سنوات، عند بداية كل موسم زراعة.
- تم إنشاء صندوق للتخفيف والتيسير لدعم آلية الأسعار بالنسبة للمنتجين ولتعويض شركات حلج الأقطان في حالة انخفاض أسعار السوق العالمية عن أسعار المنتجين.

- تطلبت خسائر شركات الحلج الكبيرة إعادة رسملة أكبر هذه الشركات، وهي شركة سوفيتكس في ٢٠٠٧، الأمر الذي أدى إلى زيادة ملكية الحكومة في الشركة من ٣٥ في المائة إلى أكثر من ٦٠ في المائة.

انخفاض الإنتاج

أدت الأزمة الاقتصادية العالمية إلى تخفيض الطلب العالمي على المنسوجات، وضغط أسعار القطن خلال ٢٠٠٨.





محاضرة في اللغة الإنجليزية لبولين، بولندا

حراك مرتفع

المهاجرون إلى أيرلندا ممن فقدوا وظائفهم حديثاً قد يلزمون أماكنهم بلا حراك في ظل

الركود

سيوبان ماكفي

Siobhán McPhee

والقطاع المالي - وكلاهما عانيا من خسائر شديدة في الوظائف في ٢٠٠٨. ولكن موقف التشغيل يختلف في قطاعات أخرى. فقطاع الضيافة، وهو من أرباب العمل الكبار بالنسبة للمهاجرين، لم يعد يوظف عمالاً، لكن أرباب الأعمال في قطاع الضيافة لا يستغنون عن عمالهم. وعلاوة على ذلك، يجري الاستغناء عن الوظائف في بعض القطاعات التي تتطلب مهارات عالية - خاصة في تلك المتصلة بصناعة التشييد مثل الهندسة والعمارة. ومرة أخرى يلجأ بعض المواطنين الأيرلنديين إلى الهجرة، بحثاً عن العمل في أستراليا، ونيوزيلندا، بل حتى في بلدان الشرق الأوسط الغنية بالنفط، وفقاً لتقارير حديثة.

المهاجرون قد يبقون

لكن الحقيقة هي أن الهجرة الأيرلندية لم تتوقف يوماً، حتى عندما كان بعض العمال ذوي المهارة العالية يعودون وكانت أعداد متزايدة من العمال الأجانب يستقرون في أيرلندا (انظر الشكل). وقد لا تكون الزيادة الأخيرة في هجرة المواطنين الأيرلنديين من ذوي المهارات العالية، مصحوبة بمغادرة أعداد كبيرة من المهاجرين. وإذا أخذنا الركود في كبرى البلدان الأوروبية خلال أواخر السبعينيات والثمانينيات من القرن العشرين كدليل، فإن أيرلندا لن تتعرض لخروج العمال المهاجرين. لكن الزمن صار غير الزمن، وصار العمال المهاجرون يعيشون حياة تنسم بدرجة عالية من الحراك. وقد يختار العمال أن يتوجهوا إلى بلدان تتوفر فيها الوظائف بصورة أفضل، أو قد يفضلون العودة إلى أوطانهم. ولكنهم قد يبقون فحسب في أماكنهم بلا حراك.

اجتذب اقتصاد أيرلندا الذي كان يوماً مزدهراً العمال من الخارج. إلا أنه في خضم الأزمة الاقتصادية الراهنة، صارت الهجرة إلى الخارج إلى ارتفاع، والهجرة من الخايج إلى تباطؤ.

إذ ما تتمتع به أيرلندا من نظام سخي للرعاية الاجتماعية قد يثني كثيرين من المهاجرين عن الرحيل. ويتأهل المهاجرون من بلدان الاتحاد الأوروبي الأخرى للحصول على مزايا الرعاية الاجتماعية بعد العمل ودفن الضرائب في أيرلندا مدة عامين. أما المهاجرون من بلدان غير أعضاء في الاتحاد الأوروبي، فينبغي أن يكونوا قد عاشوا في البلاد مدة خمسة أعوام وكانوا يعملون طوال

هذه الفترة حتى يصبحوا مؤهلين لذلك. وقد بلغت الهجرة من الخارج ذروتها في ٢٠٠٦. ونتيجة لذلك، فإن كثيراً من العمال المهاجرين، بل ربما معظمهم مؤهلون للحصول على هذه المزايا. وحيث أن الاتحاد الأوروبي بأسره في حالة ركود، شأنه في ذلك شأن معظم الاقتصادات الكبرى حول العالم، فقد لا تكون الوظائف في بلدان أخرى متوافرة وجاهرة، وبدلاً من المخاطرة بالانتقال بحثاً عن عمل، فقد يؤثر كثيرون من المهاجرين البقاء والصمود أمام العاصفة. ورغم أن معدل الهجرة من أيرلندا إلى الخارج في ٢٠٠٩، قد يقارب مرة أخرى معدلة خلال الثمانينيات من القرن العشرين، كما تتنبأ هيئة التدريب والتشغيل، إلا أن أيرلندا قد صارت مقصد للهجرة. ■

سيوبان ماكفي مرشح لنيل درجة الدكتوراه في السياسة العامة في معهد الجغرافيا، وسياسة التخطيطية والبيئية. بكلية يونيفرستي كولاج في دبلن.

حول

النمو الاقتصادي السريع في أوائل التسعينيات من القرن العشرين أيرلندا من بلدا للهجرة إلى الخارج والفرص الضئيلة إلى بلد يرتفع فيه الطلب على العمالة. وصارت مقصداً جاهزاً للعمال الأجانب. أما الآن فقد ضرب الركود العالمي أيرلندا بشدة - وكانت اللطمة للعمال الأجانب أكبر منها للمواطنين الأيرلنديين. لكنه ليس من الواضح ما إذا كان هذا الانقلاب في الحظوظ، سوف يسفر عن خروج جماعي للمواطنين غير الأيرلنديين. ويبدو حتى الآن أن كثيرين منهم باقون - جزئياً بسبب المزايا الاجتماعية السخية، وجزئياً لأنه لا توجد سوى مقاصد بديلة قليلة، إن وجدت، يمكنهم فيها العثور على وظائف.

النمر السلتي

في أوائل التسعينيات من القرن العشرين ظهر نقص في العمالة أولاً في القطاعات التي تتطلب مهارات عالية مثل تقنية المعلومات. وعاد كثيرون من المواطنين الأيرلنديين الذين كانوا قد هاجروا خلال الثمانينيات من القرن العشرين من المملكة المتحدة، والولايات المتحدة، لتلبية جزء من هذا الطلب. لكنه مع استمرار ما يسمى بالنمر السلتي في النمو، بدأت قطاعات أخرى تعاني من نقص في العمالة التي شغلها العمال الأجانب. وكان من بين هذه القطاعات قطاع الضيافة - أي المطاعم، والفنادق، والترفيه. وكانت النقص حاداً بوجه خاص في مجال التمريض، مما دفع الحكومة الأيرلندية إلى أن تنشط في توظيف ممرضات من الفلبين وسرى لانكا.

وفقاً للمسح الأسري الوطني الفصلي، كان العمال غير الأيرلنديين في أيرلندا ممثلون ١٦ في المائة من السكان في يولييه - سبتمبر ٢٠٠٨. وبعد ٢٠٠٤، عندما انضمت ثمانية بلدان شرق أوروبية (جمهورية التشيك، واستونيا، وهنغاريا، ولاتفيا، وليتوانيا، وبولندا، وجمهورية السلوفاك، وسلوفثينيا) إلى الاتحاد الأوروبي، كانت غالبية العمال المهاجرون إلى أيرلندا يقدون من هذه البلدان، خاصة من بولندا.

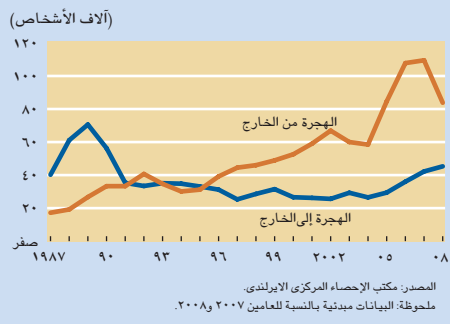
إلا أن الركود الاقتصادي العالمي أصاب النمر

السلتي بنكسة حادة. فقد ارتفعت البطالة بصورة حادة من ٤,٨ في المائة في الربع الثالث من ٢٠٠٧ إلى ٧ في المائة في ذات الفترة من ٢٠٠٨. وفقاً للمسح الأسري الوطني الفصلي. وأحس العمال المهاجرون إلى أيرلندا بوقع تدهور الإنتاج بصورة أشد مما أحسه المواطنون الأيرلنديون. وبالمثل، وقع عدد من المهاجرين على سجل الإقامة - حيث تقدم المطالبات المتعلقة بالوظائف إلى مكاتب الرعاية الاجتماعية بالمقاطعات - أكبر من عدد المواطنين الأيرلنديين الموقعين عليها، وبلغ معدل البطالة بين العمال غير الأيرلنديين ٩ في المائة مقابل ٦,١ في المائة بين المواطنين. وتزايد عدد غير المواطنين الذين وقعوا في سجل الإقامة بنسبة ١٠٠ في المائة بين أكتوبر ٢٠٠٧ وأكتوبر ٢٠٠٨، مقابل زيادة بنسبة ٥٢ في المائة بين المواطنين.

وليست هناك غرابة كبيرة في ارتفاع البطالة بين المهاجرين. فقد اجتذبت الغالبية العظمى من المهاجرين من شرق أوروبا إلى أيرلندا إلى قطاع التشييد

التوجه إلى جزيرة الزمرد

اجتذب اقتصاد أيرلندا الذي كان يوماً مزدهراً العمال من الخارج. إلا أنه في خضم الأزمة الاقتصادية الراهنة، صارت الهجرة إلى الخارج إلى ارتفاع، والهجرة من الخايج إلى تباطؤ.



تمويل التجارة يتعثر

أخذت التكلفة المتزايدة لتمويل الواردات والصادرات وتناقص توافره يقتضيان ثمنا باهظا، وبخاصة في الأسواق الناشئة

توماس دورسي

Thomas Dorsey

سيارات الشحن الفارغة في بوزان بكوريا

في تمويل التجارة ناجم عما أحدثته الركود من انهيار في التجارة، في حين أن بعضا من الزيادة في التكاليف يرجع تزايد احتمالات العجز عن السداد الناجم عن الانخفاض في التجارة.

تكاليف تمويل التجارة

لا يتم تمويل جميع التجارة الخارجية من خلال جهات الوساطة مثل المصارف (انظر الإطار ٢). ولكن المصارف تقوم بدور هام في تيسير حركة البضائع في كافة أنحاء العالم.

وقد بين مسح المصارف ما يلي:

• إزداد سعر تمويل التجارة بصورة حادة. قال أكثر من ٧٠ بالمائة من المجهيين على أسئلة المسح إن أسعار شتى أنواع خطابات الاعتماد، وهو أسلوب شائع يستخدم في المصارف ليضمن للمستوردين أنه سيتم السداد لهم، قد ارتفعت في السنة الماضية (الشكل ١). وأبلغ نحو ٩٠ بالمائة من المصارف عن زيادة في أسعار تسهيلات الإقراض القصيرة والمتوسطة الأجل على حد سواء التي تستخدم السلع المتجر فيها كضمان إضافي.

• القيود المالية الدولية تعد عاملا رئيسيا في ارتفاع تكاليف تمويل التجارة في كل من الاقتصادات المتقدمة والأسواق الناشئة. قال زهاء ٨٠ بالمائة من المصارف إن التكلفة الأعلى للأموال لها دور في زيادة سعر تمويل التجارة (انظر الشكل ٢). وقد رجحت كفة ضغوط زيادة تكلفة الأموال على المصارف على التأثير الملطف للسياسات النقدية الأقل تقييدا بشدة في الكثير من الدول على الأسعار، وبخاصة الولايات المتحدة والاقتصادات المتقدمة الأخرى. كما عملت اشتراطات رأس المال الأعلى التي تفرضها الجهات التنظيمية والمصارف على ما تقدمه من قروض على زيادة الفروق بين تكلفة الأموال على المصارف وسعر تمويل التجارة الذي تقدمه لعملائها.

• الخوف من العجز عن السداد، الذي يسمى مخاطر الطرف المقابل، يجعل المصارف تتشدد في مبادئها التوجيهية الخاصة بالإقراض. قال أكثر من ٩٠ بالمائة من المصارف في الاقتصادات المتقدمة و ٧٠ بالمائة منها في الأسواق الناشئة إنها غيرت من معاييرها الخاصة بالإقراض بالنسبة للمصرف المقابل المحدد في الصفقة التجارية. كما أبلغت المصارف عن مبادئ توجيهية أكثر تشددا من أجل عدد من البلدان المحددة، من بينها الأرجنتين وبلدان بحر البلطيق، وبوليفيا، والاكوادور، وهنغاريا، وأيسلندا، وكوريا، وباكستان، وروسيا، وتركيا،

التجارة العالمية في الأشهر الأخيرة خلال ما طفق يثبت أنه أسوأ كساد اقتصادي عالمي منذ الحرب العالمية الثانية. ويعكس جزء من هذا التدهور في التجارة هبوطا حادا في الطلب العالمي. لكن يبدو أن الانخفاض الذي بدأ في الربع الأخير من عام ٢٠٠٨ (انظر «تأثير عميق» في صفحة ٤٢ من العدد الحالي) أكبر بكثير مما توقعه العالم في ضوء انخفاض النشاط الاقتصادي العالمي. ويشير ذلك إلى أن جزءا من الانخفاض يعكس اختلالا في عمليات الوساطة المالية، الذي تقوم المؤسسات والمصارف والشركات فيها بتيسير التجارة العالمية.

وتبين الشواهد المرورية أن تكلفة تمويل التجارة ارتفعت بسرعة فيما انخفض توافرها في بعض الحالات، غير أنه لم يكن هناك سوى القليل من البيانات الموثقة عن تمويل التجارة، وبغية سد هذه الفجوة، قام صندوق النقد الدولي، بالتعاون مع رابطة المصرفيين للتمويل والتجارة، بمسح للمصارف الرئيسية في الاقتصادات المتقدمة والناشئة لاستجلاء الظروف الراهنة في تمويل التجارة والتوقعات الخاصة به (انظر الإطار ١).

وتميل نتائج المسح إلى تأييد الاستنتاجات المرورية. فتمويل التجارة أكثر تكلفة، والحصول عليه أكثر صعوبة في بعض الأحيان، في الأسواق الناشئة - حيث يجرى الكثير من التجارة الإقليمية في البنود التي ينخفض هامش الربح فيها والتي تشكل جزءا من سلسلة العرض الخاصة بالمصنوعات المخصصة للتصدير إلى الاقتصادات المتقدمة. وتتوقع المصارف أن يستمر هذا الاتجاه في عام ٢٠٠٩. غير أنه من الصعب الفصل ما بين السبب والنتيجة. فبعض التدني

الإطار ١

مسح المصارف

تعاون صندوق النقد الدولي مع رابطة المصرفيين من أجل التمويل والتجارة، لمواجهة ندرة المعلومات عن تمويل التجارة، في القيام بمسح لمصارف البلدان المتقدمة والأسواق الناشئة والبلدان النامية بشأن ظروف تمويل التجارة الراهنة بالمقارنة مع ظروفها قبل سنة مضت والتوقعات بشأن عام ٢٠٠٩. وقد ركز المسح على أشكال تمويل التجارة الدولية التي تتوسط المصارف فيها، مثل خطابات الاعتماد وإقراض التجارة. وقد قامت رابطة المصرفيين من أجل التمويل والتجارة واتحاد مصارف أمريكا اللاتينية وروابط التجارة التابعة للمؤسسات المالية النشطة على الصعيد العالمي بإرسال استبيان إلى قائمة طويلة من المصارف قام ٤٠ منها بالرد عليه - مقسمة بالتساوي تقريبا بين البلدان المتقدمة والأسواق الناشئة.

وأوكرانيا، والإمارات العربية المتحدة، وفنزويلا، وفييت نام.

• من المتوقع أن تستمر اتجاهات التسعير الراهنة في عام ٢٠٠٩. يشير المسح إلى أن من المحتمل أن تتعرض الأسواق الناشئة وتجارة السلع الأساسية لأشد الأضرار. غير أن القليل من المصارف قال إنه يمكن أن تضيق الفروق ما أن ينتعش الطلب العالمي وأن يزيد حجم ائتمانات التجارة المصرفية، وبخاصة في الاقتصادات المتقدمة. ومن الممكن أن ينتهي الأمر بأن يعمل ما قد يبرز من عدد أصغر من المؤسسات العالمية وفوق الإقليمية

على توفير قدر من تمويل التجارة أكبر مما يتم توفيره في الوقت الراهن.

الأسواق الناشئة تتضرر بشدة

رغم أن تكبد تكاليف أعلى لتمويل التجارة مسألة عالمية، فإن التدني في توافر التمويل حدث في الأسواق الناشئة بأكثر من غيرها، وبخاصة في آسيا. إذ قد أبلغت المصارف في البلدان المتقدمة عن عدد من معاملات تمويل التجارة في الأشهر الأخيرة من عام ٢٠٠٨ مماثل نظيره تقريبا في نهاية عام ٢٠٠٧. إلا أن مصارف الأسواق الناشئة أبلغت عن تدني بنسبة ٦ بالمائة في المتوسط في معاملات تمويل التجارة، وتوقعت المصارف المجيبة على أسئلة المسح، سواء من الاقتصادات المتقدمة أو الناشئة، أن يستمر هذا الاتجاه في عام ٢٠٠٩: لا تنتظر مصارف البلدان المتقدمة حدوث تغيير له شأنه في المعاملات ولكن مصارف الأسواق الناشئة تتوقع تدنيا بنسبة ١٠ بالمائة في المتوسط. وأبلغت المصارف أنه يبدو أن التجارة الإقليمية فيما بين الاقتصادات

الإطار ٢

ما هو تمويل التجارة؟

يمكن أن يأخذ تمويل التجارة أشكالا كثيرة بحسب مستوى الثقة بين الأطراف المتعاقبة ودرجة التمويل المطلوبة من المصارف.

فإذا ما كانت المعاملة تتم بشكل صرف بين مستورد ومصدر، فيمكن القيام بها على أساس الدفع نقدا مسبقا (يتم تلقي المدفوعات قبل شحن السلع) أو على أساس حساب مفتوح (يتم الشحن قبل موعد استحقاق المدفوعات). وبخلاف ذلك تقوم المصارف بدور ما.

فتوفر المصارف منتجات لتخفيف حدة مخاطر عدم السداد. ويأمر المصدر، مع نظام التحصيل المستندي، مصرف المصدر بتسليم المستندات وتحصيل المدفوعات من المستورد. ويعمل ذلك على تعجيل عملية التحصيل، ولكن المصرف لا يضمن السداد.

ومع نظام خطابات الاعتماد المصدر (ويسمى أيضا الاعتماد المستندي)، يطلب المستورد من مصرفه أن يشهد على أنه سيكون بمقدوره دفع ثمن الشحنة. وإذا كان المصدر لا يثق في مصرف المستورد، فإن مصرف المصدر يمكن أن يقدم تصديقا على خطاب الاعتماد.

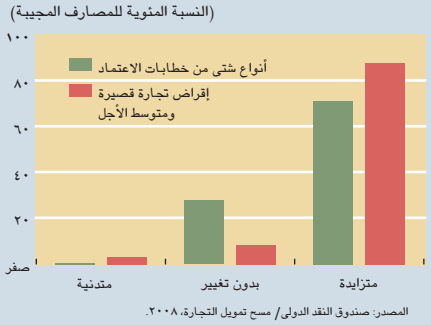
كما تقدم المصارف منتجات لتقليل مخاطر الاعتماد. فيسمح التأمين على اعتماد التصدير للمصدرين بأن يعرضوا شروط الحساب المفتوح في الأسواق التنافسية.

وأخيرا، تقدم المصارف إقراض التجارة (ويسمى أيضا إقراض رأس المال العامل للتصدير) بضمان السلع الفعلية. ومن شأن ذلك أن يسمح للمصدر الذي يفتقد إلى سيولة كافية أن يغطي دورة النقود بأكملها.

الشكل ١

تمويل التجارة أكثر تكلفة

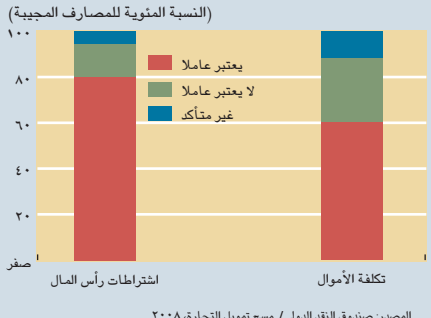
أبلغ ٧٠ بالمائة من المصارف منذ أواخر عام ٢٠٠٧ بأن أسعار خطابات الاعتماد ارتفعت، وقال ٩٠ بالمائة منها إن أسعار إقراض التجارة ارتفعت.



الشكل ٢

ما الذي يجعل تمويل التجارة أغلى ثمنا؟

تستشهد معظم المصارف بتكاليف الأموال الآخذة في الارتفاع، فيما يقول معظمها أيضا أن اشتراطات رأس المال الأعلى تعمل على رفع سعر تمويل التجارة.



المصدر: صندوق النقد الدولي/ مسح تمويل التجارة، ٢٠٠٨.

المتقدمة لم تتأثر من الأزمة الراهنة حتى حينه. وقال أكثر من نصف المصيرين إن تمويل الصادرات إلى الشرق الأوسط وشمال أفريقيا زاد بالفعل. غير أن نسبة مماثلة من المصارف قالت إن تمويل الواردات من جنوب آسيا وكوريا والصين تناقص بشدة. وأحد التفسيرات الممكنة لانخفاض التجارة في شرق آسيا أن التكاليف الآخذة في الارتفاع والتصورات عن تزايد المخاطر كان لهما تأثير حاد على المنتجات المنخفضة الهامش في سلسلة العرض الطويلة العالمية ذات القيمة المضافة. وبالنسبة للسلع المصنعة ذات هوامش الربح المنخفضة، والتي لها أكبر الأهمية في تجارة شرق آسيا، يمكن أن يعمل السعر الأعلى للتمويل على تقليل الحجم لأن المستوردين قد لا يستطيعون تحمل تكاليف خطابات الاعتماد الأعلى سعرا. ويمكن تقليل هذا الأثر بالمنتجات المرتفعة الهامش التي تهيمن على التجارة في الاقتصادات المتقدمة.

إلى أين تتجه الأسعار

مع زيادة تكاليف الأموال على المصارف، واشتراطات رأس المال الأعلى، والارتفاع في مخاطر العجز عن السداد، يسهل تفسير الزيادة في تكاليف تمويل التجارة. والتنبؤ بالمستقبل مسألة أكثر خداعا.

ومن المحتمل أن تنخفض تكلفة الأموال، مع تعويض الانخفاض الحاد في المعدلات الرسمية المستهدفة، للفروق الأعلى بدرجة ما. غير أن من المحتمل أن تكون آثار اشتراطات رأس المال المتزايدة أطول أمدا. وتقول الكثير من المصارف إن اشتراطات رأس المال المنخفض بشكل مفرط بشأن جميع المنتجات المصرفية قد سمحت للفروق بأن تتقلص إلى مستويات منخفضة لا يمكن استدامتها. وينطوي ذلك ضمنا على زيادة شبه دائمة في الفروق لأن مديري تخصيص رؤوس الأموال الداخلية والمخاطر، علاوة على الجهات التنظيمية الوطنية، يشترطون مزيدا من رؤوس الأموال لمساندة المخاطر.

غير أن آفاق النمو المرتقبة لها شأنها أيضا، والتوقعات المريحة القريبة الأجل بشأن الاقتصاد العالمي ستلقى بضغط تصاعدي على تكلفة تمويل التجارة مع قيام المصارف بتحديد الأسعار التي تعزى إليها الاحتمالات الأكبر لعجز المستوردين والمصدرين عن السداد. ■

توماس دورسي رئيس شعبة في دائرة الاستراتيجية والسياسات والاستعراض في صندوق النقد الدولي.

حظوظ متغيرة

جيان ماريا ميليسي - فيريتي
Gian Maria Milesi-Ferretti

قياس المراكز الخارجية الصافية

إن تفسير أسباب الانزعاج بشأن «الاختلالات العالمية» المتواصلة - أي أوجه العجز الكبيرة في الحساب الجارى وما يصاحبها من اقتراض خارجى فى بلدان مثل الولايات المتحدة، وفوائض كبيرة فى الحساب الجارى وما يصاحبها من قيام بلدان مثل الصين والبلدان المصدرة الرئيسية للنفط بعمليات إقراض خارجية - مسألة واضحة المعالم نسبيا. انظر مثلا إلى بلد من بلدان العجز. إنه سيراكم على مر السنين التزامات خارجية كبيرة يتعين خدمتها (ومن ثم تتطلب فائضا تجاريا). كما قد تتدنى قدرته على اجتذاب رؤوس الأموال الأجنبية مع تدهور مركزه الخارجى، مما يتسبب فى انخفاض سعر الصرف وزيادة تكلفة الاقتراض من الخارج.

ومن الواضح أن المخاطر المصاحبة للالتزامات الخارجية الكبيرة تعتمد على المناخ الدولى. فخلال فترات التكامل المالى الدولى المتنامى، يزداد سكان بلد ما من الحصة من ثروتهم المستثمرة فى الخارج، مما يسهل من الاقتراض والإقراض على الصعيد الدولى. وفى فترات الاضطرابات المالية، والتي تعتبر الفترة الراهنة حالة متطرفة منها، يمكن أن ترتفع بشكل ملفت للنظر المخاطر المصاحبة لعملية اللجوء إلى الاقتراض الخارجى بشكل كبير، وهو ما تبينه بشكل جلى حالات بلدان مثل هنغاريا ولاتفيا.

ويركز علماء الاقتصاد فى المعهود فى قياسهم للمركز الخارجى الصافى لبلد ما على ما يسمى المركز الاستثمارى الدولى الصافى (الفرق بين الاستحقاقات المالية لسكان بلد ما على بقية العالم والاستحقاقات المالية لبقية العالم على سكان البلد). ويمكن أن يتغير المركز الاستثمارى الدولى الصافى لبلد ما لسببين: الاقتراض أو الإقراض الخارجى الصافى (الصورة المنعكسة لأوجه العجز أو الفوائض فى الحساب الجارى) والتغيرات فى قيمة أصول البلد وخصومه بسبب التقلبات فى أسعار الصرف وأسعار الأصول. فمثلا، إذا كانت الصين تملك رصيدا كبيرا من سندات خزانة الولايات المتحدة وزادت قيمة تلك السندات بسبب تدنى أسعار الفائدة فى الولايات المتحدة، فإن المركز الاستثمارى الدولى الصافى للصين يتحسن. وعلى العكس من ذلك، فإن ارتفاعا فى قيمة الرينيمبى مقابل دولار الولايات المتحدة

أحدثت الأزمة المالية الجارية تغييرات مشهودة فى أسعار الأصول وأسعار الصرف فى كافة أنحاء العالم. فقد خسرت أسواق الأوراق المالية ٤٠ بالمائة أو أكثر من قيمتها فى كل من الاقتصادات المتقدمة والأسواق الناشئة. واتسعت فروق أسعار الفائدة على سندات الشركات والسندات السيادية بشكل ملفت للنظر. وكانت أسعار الصرف متقلبة جدا: فقد شهدت عملات معظم الأسواق الناشئة وبعض الاقتصادات المتقدمة (مثل المملكة المتحدة) انخفاضا عميقا، فيما ارتفعت قيمة الين بشكل حاد جدا. وبالإضافة إلى تأثير هذه التغييرات على النشاط الاقتصادى الكلى، فإنها أثرت بشكل له شأنه على الأصول والالتزامات الخارجية للبلدان الدائنة والمدينة الرئيسية.

خذ عندك مثلا أكبر مقترض خارجى فى العالم - الولايات المتحدة، كيف أثرت الأزمة على وضعه قبالة بقية العالم؟ تشير التقديرات الأولية إلى أن المركز الخارجى الصافى للولايات المتحدة - وهو ما يعنى الفرق بين الاستحقاقات المالية للمقيمين فى الولايات المتحدة على بقية العالم واستحقاقات بقية العالم المالية على الولايات المتحدة - شهد أخطر تدهور له فى التاريخ فى عام ٢٠٠٨: أكثر من تريليونى دولار. وقد حدث هذا التدهور رغما عن الانخفاض الكبير فى القيمة السوقية لثروة الولايات المتحدة - وهو ما كبد المالكين الأجانب لأصول الولايات المتحدة خسائر، وتجاوز بشكل له شأنه الاقتراض الصافى للولايات المتحدة (عجز الحساب الجارى) الذى بلغ زهاء ٦٥٠ مليار دولار «فقط». وبالمثل، أثرت التغييرات فى أسعار الأصول وأسعار الصرف بشكل جسيم على المركز الخارجى الصافى للبلدان التى كان لديها فوائض كبيرة فى الحساب الجارى فى عام ٢٠٠٨، مثل الصين واليابان والبلدان المصدرة للنفط.

ويستكشف هذا المقال الطرق التى تؤثر بها الأزمة الجارية على المراكز الخارجية الصافية للبلدان المقترضة والمقرضة والعواقب المحتملة لهذه التطورات. ويبدأ المقال بتفسير الكيفية التى يقيس بها علماء الاقتصاد المركز الخارجى الصافى لبلد ما، ويناقش بالتفصيل المركز الخارجى المتغير للولايات المتحدة، وكذلك البلدان الدائنة، ويخلص ببعض الأفكار عن الكيفية التى يمكن أن تؤثر بها تلك التطورات وما يتصل بها على الاختلالات العالمية الآخذة فى التزايد.

يتوقع المقرضون
والمقترضون على
نطاق العالم، وقد
أرهقتهم الأزمة
المالية، حدوث
تغييرات مشهودة
فى حساباتهم
الأجنبية.

وهو ما يعنى ضمنا مزيدا من التدهور فى مركز الأسهم الصافى للولايات المتحدة.

ورغم أن الأزمة المالية العالمية نشأت فى شريحة من سوق سندات الديون فى الولايات المتحدة وأدت إلى تغييرات كثيرة جدا فى أسعار السندات، فإن من المحتمل أن يكون التأثير الصافى لهذه التقلبات على مركز ديون الولايات المتحدة متواضعا. ففى نهاية عام ٢٠٠٧، كان الأجانب يملكون كميات لها شأنها من سندات وأذون خزانة الولايات المتحدة (٢,٤ تريليون دولار) وسندات الهيئات (١,٦ تريليون دولار) وسندات شركات الولايات المتحدة (٢,٨ تريليون دولار). وارتفعت قيمة كل من سندات الخزانة والهيئات مع تدنى أسعار الفائدة، فيما تدنت قيمة سندات الشركات (التي تشمل أوراقا مالية تدعمها رهونات طرحتها شركات خاصة). ومن المرجح أن الخسائر الصافية على سندات الشركات تجاوزت مكاسب سندات الخزانة والهيئات.

بيد أن المقيمين فى الولايات المتحدة تكبدوا فى نفس الوقت خسائر على ممتلكاتهم من السندات المصدرة فى خارج البلاد، وذلك لأسباب شتى: تدنى الأسعار الدلارية لسندات الأسواق الناشئة؛ وتأثير ارتفاع سعر الدولار على قيمة السندات المقومة بالعملة المحلية التي تملكها الولايات المتحدة؛ وتدنى أسعار سندات الشركات فى أوروبا؛ وتدنى قيمة الأوراق المالية المدعومة بأصول (سندات مصدرة من قبل كيانات فى جزر كايمان ولكنها تدعمها رهونات فى الولايات المتحدة ومشتراة من قبل مقيمين فى الولايات المتحدة). وربما يتجاوز صافى الخسائر المقدرة التي تكبدها المقيمون فى الولايات المتحدة على أدوات الدين تلك ما تكبده المقيمون فى الخارج على سندات الولايات المتحدة.

وإجمالا، من المحتمل أن تكون الخسائر الصافية على الحوافض الأجنبية للولايات المتحدة فى حدود ١,٥ تريليون دولار- بل وقد تكون أكبر إذا ما قدرت الاستثمارات الأجنبية المباشرة بقيمتها السوقية. ومرة ثانية، يبين هذا الرقم الكبير جدا الكيفية التي يمكن أن تعمل بها التقلبات فى قيمة تلك الصكوك، فى عالم يملك

حيازات كبيرة عبر الحدود من الصكوك المالية، على اكتساح تأثير الاقتراض أو الإقراض الصافيين. كما أنه يبين مخاطر استقراء الأداء المنهجي المفرط لعوائد الأصول باعتبارها دليلا لتعديلات الحساب الجاري: فعلى نحو ما يبينه الرسم البياني ٢، شهدت الولايات المتحدة مكاسب رأسمالية صافية كبيرة جدا خلال الفترة ٢٠٠٢-٢٠٠٧ سمحت لها بأن تحتفظ بمركز استثمارى دولى صافى مستقر بشكل عام رغما عن الاعتماد بشكل بالغ على الاقتراض الخارجى. لقد نشأت تلك المكاسب الرأسمالية عن عوائد مرتفعة جدا على حيازات مستثمرى الولايات المتحدة من الأسهم الأجنبية والتي زادت فى قيمتها بأسرع بكثير من

من شأنه أن يعمل على أن تنخفض قيمة أصول الصين المقومة بالدولار بمقابلها بالرينمبي، ومن ثم يسوء المركز الاستثمارى الدولى الصافى. وينبغى عدم الخلط بين المركز الاستثمارى الدولى الصافى وبين مقياس الثروة العامة لبلد ما: فمثلا، إذا زادت إنتاجية شركات بلد ما، فإن القيمة السوقية لتلك الشركات ترتفع، ومن ثم ثروة البلد. بيد أنه إذا ما كان الأجانب يملكون بعضا من الأسهم فى تلك الشركات، فإن المركز الاستثمارى الدولى الصافى للبلد قد يتدهور لأن بعض مكاسب الثروة ستعود إلى باقى العالم.

التطورات فى الولايات المتحدة

فلماذا إذن تدهور المركز الاستثمارى الدولى الصافى للولايات المتحدة إلى هذا الحد؟ وما هى العواقب التي ستترتب على ذلك؟

من المفيد، لكى نفهم هذه التطورات، أن نبدأ بتوصيف مركز الولايات المتحدة فى نهاية عام ٢٠٠٧، والذي كان سلبيا بشكل يصل إلى ٢,٢ تريليون دولار (انظر الرسم البياني ١). وكانت الأصول الخارجية للولايات المتحدة تتصف بحيازات كبيرة من حوافض الأسهم والاستثمارات الأجنبية المباشرة، فيما كانت الالتزامات الخارجية للولايات المتحدة تتكون فى الأغلب من صكوك دين (مثل سندات الخزانة والشركات). وكان مركز الأسهم الصافى (مجموع أصول أسهم الحافظة وأصول الاستثمارات الأجنبية المباشرة ناقصا مجموع أسهم الحافظة والتزامات الاستثمارات الأجنبية المباشرة) إيجابيا ويبلغ حوالى ٣ تريليونات دولار، ومركز الدين الصافى سلبيا ويبلغ أكثر من ٥ تريليونات دولار. وكانت الأصول الخارجية للولايات المتحدة، من حيث التكوين النقدي، مقومة فى الأغلب بالنقد الأجنبي، فى حين كانت التزامات الولايات المتحدة مقومة بأكملها تقريبا بالدولارات.

وبعد أن كانت سوق الأوراق المالية قد حققت مكاسب قوية لسنوات عديدة، فإن تقييماها فى عام ٢٠٠٨ انحدرت بسرعة على الصعيد العالمى وقد سحقتها الأزمة المالية. وحيث أن الولايات المتحدة كانت «مزودة» تزويدا وافيا إلى

الشكل ١

سلبى صافى

كان مركز الأسهم الصافى فى الولايات المتحدة بنهاية عام ٢٠٠٧ إيجابيا (٣ تريليونات دولار)، ولكن مركز الين الصافى كان سلبيا أكثر من ٥ تريليونات دولار.

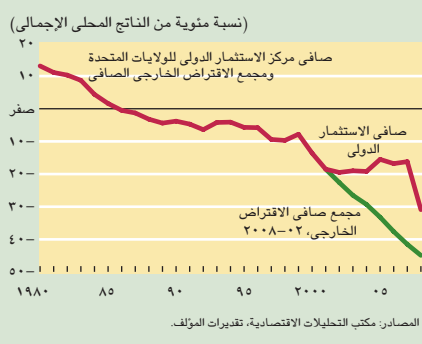
(بمليارات الدولارات)



الشكل ٢

انعكاس مسار الاتجاه

انعكست المكاسب الرأسمالية الصافية من ٢٠٠٢ إلى ٢٠٠٧ فى ٢٠٠٨.



حد كبير بصكوك الأسهم بالنسبة لبقية العام، فقد ألحق ذلك خسائر رأسمالية صافية حادة بالمقيمين فى الولايات المتحدة. وقد تفاقمت هذه الخسائر الصافية بأكثر من ذلك من جراء حقيقة أن تدنى سوق الأوراق المالية فى أسواق الأوراق المالية غير الأمريكية كان أكبر منه فى الولايات المتحدة، وهو ما يعكس أيضا بعض الارتفاع فى قيمة الدولار. وإجمالا، من المحتمل أن تكون تذبذبات أسعار الأوراق المالية قد زادت من سوء مركز أسهم حافظة الولايات المتحدة بنحو ١,٣ تريليون دولار. وبالإضافة إلى ذلك، تأثرت القيمة الدلارية للاستثمارات الأجنبية المباشرة للولايات المتحدة فى الخارج تأثرا سلبيا بفعل ارتفاع قيمة الدولار،

حيازات أسهم الولايات المتحدة التي يملكها المستثمرون الأجانب، علاوة على تلك التي نشأت عن انخفاض قيمة الدولار بدرجة لها شأنها وهو ما زاد من القيمة الدلالية لحيازات الولايات المتحدة من النقد الأجنبي. وقد انعكس مسار كلا الاتجاهين في عام ٢٠٠٨.

التطورات في البلدان الدائنة

ما هي البلدان التي شهدت مكاسب صافية مقابلة على مركزها الخارجى الصافي خلال عام ٢٠٠٨؟ وبشكل أعم، ما هي التداعيات التي ترتبت على الحيازات العالمية من الأصول والالتزامات نتيجة للتغيرات الملمفة للنظر في أسعار الصرف وأسعار الأصول؟ النقطة الأولى التي نشير إليها هي أن التدنى في أسعار الأسهم في مختلف أنحاء العالم قلل بدرجة جمة من القيمة السوقية للثروة المالية في جميع البلدان فعليا، وهي صدمة تفاقمت في عدد من البلدان بفعل القيم المتدنية للعقارات السكنية والتجارية. وشهدت البلدان التي تجاوزت فيها الحيازات الأجنبية من الأسهم المحلية بدرجة جمة حيازات سكانها من الأسهم الأجنبية (مجموعة من البلدان تشمل معظم الأسواق الناشئة، علاوة على منطقة اليورو) تحقيق مكاسب رأسمالية صافية على مركزها الخارجى، حتى على الرغم من تدنى ثروتها الإجمالية. وتشير تقديراتى الأولى التقريبية إلى أن من الممكن أن يكون التحسين في المركز الخارجى الصافي الناتج عن تغييرات في أسعار الأسهم في حدود تريليون دولار بالنسبة لمنطقة اليورو، وفي حدود ٢٠٠ مليار دولار بالنسبة للعديد من الأسواق الناشئة الكبيرة مثل البرازيل والصين والهند وكوريا وروسيا.

وعلى الأعم، كيف أثرت التغييرات في أسعار الأصول وأسعار الصرف على المركز الخارجى للبلدان الدائنة الكبيرة: الصين واليابان والبلدان المصدرة للنفط؟ سجلت جميع تلك الاقتصادات فوائض كبيرة في حساباتها الجارية في عام ٢٠٠٨، عملت، عند تساوى جميع العوامل الأخرى، على مواصلة زيادة مراكزها الاستثمارية الدولية الصافية. غير أن التغييرات في أسعار الأصول وأسعار الصرف كان لها بطبيعة الحال تأثيرات لها شأنها أيضا؛ وعلى الأخص،

• من حيث القيمة السوقية، فمن الأرجح أن الصين شهدت مكاسب رأسمالية لها شأنها على حيازاتها من سندات خزانة وهيئات الولايات المتحدة التي زادت قيمتها بسبب تدنى أسعار الفائدة في الولايات المتحدة. وينبغي إضافة هذه المكاسب الصافية إلى تلك التي تحققت على مركز أسهم الحافظة الصافي المشار إليه أعلاه (تملك الأجانب لخصص في الشركات الصينية- بما في ذلك إيصالات الإيداع الأمريكية- أكبر مما يملكه المقيمون الصينيون من الأسهم الأجنبية). ومن ناحية أخرى، فإن ارتفاع قيمة الريمبى مقابل دولار الولايات المتحدة والعملات الأخرى زاد من القيمة الدلالية للاستثمارات الأجنبية المباشرة في الصين. وإجمالا، كانت المكاسب الرأسمالية الصافية إيجابية على الأرجح، ومن ثم يرجح أن يكون المركز الاستثمارى الدولى الصافي قد زاد بالقيمة السوقية بأكثر مما قد يشير إليه فائض الحساب الجارى.

• وعلى العكس من ذلك، من المحتمل أن تشهد اليابان خسائر رأسمالية صافية على مركزها الاستثمارى الدولى الصافي والذي قد يكون قد تدنى على الرغم من الفائض في الحساب الجارى. ويرجع السبب الرئيسى في هذه التطورات إلى سلوك سعر الصرف: لقد ارتفعت قيمة الين بشكل ملفت للنظر في عام ٢٠٠٨ (بأكثر من ٣٠ بالمائة بالأسعار الفعلية الإسمية)، وإلى أن الأصول الخارجية لليابات مقومة في الأغلب بالعملات الأجنبية والتزاماتها مقومة بالعملة المحلية، وقد تدنت قيمة الأصول بالين بالنسبة إلى التزاماتها.

• إن حساب تأثير التغيير في أسعار الأصول على قيمة الأصول الخارجية في البلدان المصدرة للنفط مهمة مثبطة للهمة، بالنظر إلى ندرة المعلومات عن

حجم وتشكيل أصولها. ومن المحتمل أن يحدث بعض التدنى في قيمة أصولها الخارجية، في ضوء التدنى العالمى في أسعار الأسهم، غير أنه لا يمكن تحديد مدى هذا التدنى بدقة (للاطلاع على تقدير للخسائر التي تكبدتها صناديق الثروة السيادية في بلدان مجلس التعاون الخليجي، أنظر Setser and Ziemba (2009).

التأثير على الاختلالات العالمية

كيف يمكن أن يكون لهذه التطورات، وللأزمة الاقتصادية والمالية الجارية بشكل أعم، صلة بالآفاق المرتقبة بشأن تفشى الاختلالات العالمية؟ رغم أن المرء لا يمكن أن يوفى هذه القضية حقها في فقرات قليلة، فإليك نقاط عامة قليلة:

• كانت عملية التكيف الخارجى- على الأقل جزئيا- جارية قبل الأزمة: فباستثناء الواردات من النفط، والتي تأثرت من الارتفاع القياسى في أسعار الطاقة، كان العجز في الحساب الجارى للولايات المتحدة في تناقص منذ نهاية عام ٢٠٠٥، وساعد في ذلك ضعف الدولار بشكل له شأنه منذ ذروة ٢٠٠٢.

• يبدو مركز الدين السلبى الكبير للولايات المتحدة في الوقت الحالى، مع وجود احتياطي أكثر انخفاضاً من الأسهم، أكثر تعرضاً للتضرر، مما يبرز أهمية مواصلة التخفيض في العجز في الحساب الجارى.

• تشير اسقاطات «آفاق الاقتصاد العالمى» التي يصدرها صندوق النقد الدولى إلى أن هذا الانخفاض سيحدث بمساعدة من التدنى المشهود في أسعار النفط، وهو ما يمكن أن يقلل من العجز في الحساب الجارى للولايات المتحدة بمقدار ١٥٠ مليار دولار أو أكثر في عام ٢٠٠٩، علاوة على ما قد يحدثه الانخفاض الحاد جدا في الطلب في الولايات المتحدة.

• وعلى الأعم، تنهوى أحجام التجارة الدولية مع التدينيات الكبيرة في الناتج والطلب عبر العالم، وسيعتمد تطور موازين التجارة وموازين الحساب الجارى، في الولايات المتحدة وغيرها، على الحدة النسبية لعملية الهبوط في كل بلد بالنسبة لشركائه في التجارة وعلى فترة دوام تلك العملية- وهو أمر من الواضح أنه يوجد بشأنه قدر كبير من عدم التيقن.

وأما بالنسبة للأقاليم والبلدان الدائنة الرئيسية:

• فيما بين البلدان المصدرة للنفط، يتفاهم تدنى قيمة الأصول الخارجية بفعل الانخفاض الكبير جدا في عوائد النفط- ففي حقيقة الأمر، فإن ما حققته من فائض بلغ ٦٠٠ مليار دولار في الحساب الجارى في عام ٢٠٠٨ قد يختفى كلية في عام ٢٠٠٩.

• وفى اليابان، قد تميل أسعار السلع الأساسية الأكثر انخفاضاً إلى تلطيف حدة التدنى في فائض الحساب الجارى مدفوعة بارتفاع له شأنه في قيمة الين وطلب خارجى أكثر انخفاضاً.

• وفى الصين، التي ستستفيد حساباتها الخارجية من أسعار السلع الأساسية الأكثر انخفاضاً، سيمثل الازدهار الكبير الحجم في الطلب الداخلى عاملا رئيسيا في مواجهة مخاطر التباطؤ الحاد على الصعيد المحلى، ويساعد في عملية إعادة التوازن الخارجى. ■

جيان ماريا ميليسى-فيريتى مدير مساعد في إدارة البحوث في صندوق النقد الدولي.

المراجع:

Setser, Brad, and Rachel Ziemba, 2009, "GCC Sovereign Wealth Funds: Reversals of Fortune," Council on Foreign Relations Working Paper (Washington); see www.cfr.org/content/publications/attachments/CGS_WorkingPaper_5.pdf.



ما الذى يتعين علينا عمله؟

لاورا كودريس وأديتيا نارين

Laura Kodres and Aditya Narain

يقتضى الأمر إصلاح
التنظيم المالى
وتحسين توفير
السيولة. ونبحث
هنا كيف يمكن عمل
ذلك

التنظيمية وممارسات نشاط الأعمال إلى تضخيم دورة
الأعمال:

- فجوات المعلومات بشأن المخاطر وأماكن توزيعها
فى النظام المالى؛
- العمل على تجانس السياسات التنظيمية والأطر
القانونية لتعزيز الإشراف المنسق والبيت فى أمور الشركات
والأسواق التى تعمل عبر الحدود؛
- توفير السيولة للأسواق لكفالة التدفق السلس للأموال
من أجل الاستثمار والإبلاغ الفعال للسياسة النقدية.

محيط التنظيم

الواضح من الأزمة الأخيرة أنه يجب توسيع محيط التنظيم
ليشمل المؤسسات والأسواق التى كانت خارج نطاق التنظيم
والتي تخرج فى بعض الأحيان عن مجال اكتشاف القائمين
على التنظيم والإشراف. لقد تمكنت بعض هذه الكيانات من

فى حين أن هناك ما يكفى من اللوم الذى يمكن
توجيهه إلى الجميع، فإن أحد العوامل الرئيسية
المساهمة فى الأزمة المالية العالمية هو عدم
كفاية التنظيم المالى - من حيث طابعها المجزأ والافتقار
إلى انفاذه. ولا بد من إصلاح الهياكل التنظيمية لمنع
استفحال مخاطر أخرى تهدد النظام، وتوفير أساس أسلم
للوصل بين المدخرين والمستثمرين فى العالم (أى الوساطة
المالية العالمية)، وكفالة وجود طريقة واضحة وثابتة
للتعامل مع عدم الاستقرار المالى عندما ينشأ. ويجب البحث
أيضا فى الطرائق التى تتبعها المصارف المركزية لتوفير
السيولة للأسواق.

وقد أخذ صندوق النقد الدولى يتفحص مجالات عديدة
تتطلب الاعتناء بها لمنع الأزمات التى تهدد النظام:

- محيط التنظيم، أو ما هى المؤسسات والممارسات
التي ينبغى أن تكون موضع إشراف القائمين على التنظيم؛
- مسيطرة الاتجاهات الدورية، ميل بعض الممارسات

الحصول على ديون قصيرة الأجل للاستثمار في أصول أطول أجلا وزيادة قدرتها على تعزيز الفاعلية المالية بالاستدانة (استخدام الدين لشراء الأصول) إلى درجة هدت استقرار النظام المالي عندما طالبت هذه الجهات المقدمة الديون قصيرة الأجل بأموالها. بيد أن تغطية جميع الوسطاء الماليين غير ضرورية وقد تحد من الفوائد التي يوفرها البعض منهم للاقتصاد - مثل الابتكار والتحويل الكفاء للأموال. ومن المهم، لتجنب إقبال كاهل الأسواق والمؤسسات المقيدة بالأعباء، العمل بحرص على تحديد مواطن الضعف المحددة التي يسعى التنظيم الأعرض إلى علاجها (ما يسمى إخفاقات السوق). ومن الممكن إنجاز ذلك بواسطة نهج المحيط المزودج. إذ يكون الكثير من المؤسسات والأنشطة المالية في المحيط الخارجى وخاضعة لاشتراطات الإفصاح. ويتم نقل ما يخلق مخاطر تهدد النظام إلى المحيط الداخلى وتخضع لتنظيم تحوطى.

وفى المقام الأول، تشمل الأنشطة أو الكيانات غير الخاضعة للتنظيم التي ينبغى وضعها داخل المحيط الجديد ما يلي:

• المؤسسات التي تعتبر طرفا مقابلا فى تحويلات المخاطر من القطاعات الخاضعة للتنظيم: ينبغى أن يستهدف التنظيم الجديد الكيانات الخارجة عن الميزانية العمومية، مثل أدوات الاستثمار المهيكل التي يمكن استخدامها فى الاستحواذ على أصول محفوفة بالمخاطر من المصارف أو الشركات الأخرى الخاضعة للتنظيم.

• شركات الاستثمار التي تستخدم الاستدانة لتحقيق الفاعلية المالية والمبالاة إلى تضخيم عمليات النزول للزوني لأسعار الأصول عندما تكون فى حاجة إلى تسديد ما استدانته لتحقيق الفاعلية المالية، أى بيع الأصول قبل أوانها لتقليل اعتمادها على الديون عندما تعتبر الاستدانة لتحقيق الفاعلية المالية مفرطة.

وسيكون من الصعب التمييز بوضوح بين الكيانات التي تعتبر هامة للنظام وتلك التي تعتبر غير هامة، ولكن ينبغى من الناحية المثالية أن تكون المؤسسات التي تحمل مراكزها بقروض أقل والتي تكون أقل اتصالا فيما بينها مثقلة بقدر أقل من أعباء التنظيم. ومع ذلك، يجب أن يكون بمقدور القائمين على التنظيم أن يجمعوا ما يكفى من المعلومات بشأن المؤسسات حتى يكون بمقدورهم البت فيما إن كانت تساهم فى المخاطر المحدقة بالنظام.

الممارسات المسيرة للاتجاهات الدورية

يتعين توقع حدوث دورات اقتصادية، غير أن بعض الممارسات التنظيمية والمؤسسية قد تزيد حدة التحركات الدورية. وقد تتفاوت هذه الممارسات من تنظيمات رأس المال وقواعد رصد مخصصات الاحتياطي للمصارف إلى إدارة المخاطر وممارسات التعويض فى الكثير من المؤسسات المالية.

ويتمثل التحدى الذى يواجه التنظيم التحوطى فى إزالة العناصر المسيرة للاتجاهات الدورية بدون إبطال مفعول صنع القرارات المستندة إلى المخاطر داخل المؤسسات المالية. وعلاوة على ذلك، ينبغى أن يكون أى تحرك لإضافة تنظيمات تشترط رأس مال إضافى تدريجيا لتجنب إلحاق المزيد من الضرر بنظام مالى موهن.

إن أحد البنود الرئيسية على جدول أعمال تلطيف مسيطرة الاتجاهات الدورية هو تنظيم رأس المال - الأموال المطلوب من المؤسسات أن تحتفظ بها لى تستوعب الخسائر. (وعلى سبيل المثال، يعتبر رأس المال «الأساسي» أسهم رأس مال ناتج عن إصدار السندات والاحتياطات المعلنة المجنبة من الأرباح). وينبغى إدخال العمل بحوافز من أجل تشجيع الشركات على مراكمة احتياطات رأسمالية إضافية أثناء فترات الانتعاش والإفراج عنها خلال فترات الانكماش. وهناك طرق

عديدة للقيام بذلك، غير أن احدى الطرق البسيطة تتمثل فى جعل اشتراطات رأس المال مضادة للتقلبات الدورية - يرتفع مبلغ رأس المال المطلوب لدعم مستوى معين من الأصول أثناء فترات الازدهار وينخفض أثناء الأزمات الاقتصادية. ومن الناحية المثالية، يتعين ألا تكون هذه التنظيمات المضادة للتقلبات الدورية استثنائية، بل مدمجة فى التنظيمات لتصبح عوامل تثبيت تلقائية بحيث تمكن المشرفين أن يقاوموا أثناء فترات الانتعاش ما يواجهونه من ضغوط من الشركات أو السياسيين لترك الأمور تستمر فى مسارها الصعودى.

وقد أبرزت الأزمة دور الاستدانة لتحقيق الفاعلية المالية. فمن ناحية المبدأ، ينبغى لاشتراطات رأس المال المرجح بالمخاطر التي تطالب برؤوس أموال للأصول الأكثر خطر أكبر مما تطالب به للأصول الأقل خطرا أن تحد من الاستدانة المفرطة لتحقيق الفاعلية المالية.. غير أنه قد يكون من المفيد أيضا أن تطبق نسبة مئوية قصوى لهذه الاستدانة - مثل رأس مال مرتفع النوعية مقسوما على إجمالي الأصول - بما فى ذلك الكيانات الخارجة عن الميزانية العمومية، كأداة بسيطة نسبيا للحد من الاستدانة العامة لتحقيق الفاعلية المالية فى المؤسسات المالية أثناء الانتعاش.

رغم أن طرائق المحاسبة بالقيمة العادلة، التي تتطلب من المؤسسات أن تقيم الأصول باستخدام الأسعار السوقية الراهنة، تستخدم كمقياس أداء جيد فى معظم الحالات، فإن الأزمة أوضحت أنها يمكن أن تعمل فى فترات التخفيف من الاستدانة على زيادة حدة عمليات الهبوط للزوني فى الأسعار. فإذا ما تعين على شركة ما أن تبيع أصل ما بسعر منخفض، فقد يتعين على شركات أخرى أن تقيم الأصول المماثلة بنفس السعر المنخفض، وهو ما قد يستحث شركات أخرى على البيع، وبخاصة إذا ما كان لديها قواعد تمنع الاحتفاظ بأصول منخفضة القيمة. ومن ثم فإنه ينبغى أن تسمح قواعد المحاسبة للشركات المالية التي لديها أصول متداولة بأن تخصص «احتياطات تقييم» تنمو لى تعكس التقييمات المبالغ فيها أثناء الانتعاش وتعمل كواق من أى انتكاسات نحو القيم الأدنى أثناء الانكماش. وبالمثل، فإن قيم الأصول المستخدمة كرهونات، مثل المنازل، تميل أيضا إلى التحرك مع الدورة. ويتطلب الأمر مساحة أكبر فى سجل قواعد المحاسبة للسماح بالإبلاغ عن تقييمات محافظة بدرجة أكبر، استنادا إلى مؤشرات تتطلع للمستقبل وقابلة للقياس.

ومن بين سمات النظام المالى الأخرى المسيرة للاتجاهات الدورية تمويل السيولة - أى قدرة الشركات المالية على الحصول على أموال من أجل الإقراض. وتميل الأموال إلى أن تكون أكثر وفرة أثناء الانتعاش وأقل وفرة أثناء الانكماش. ويتمثل خط الدفاع الأول لكفالة توافر الأموال المطرد فى وجود تقنيات مدعمة لإدارة مخاطر السيولة فى الشركات المالية. وينبغى تشجيع الشركات على الاعتماد على أشكال للتمويل أقل تقلبا مثل ودائع التجزئة وليس على تمويل الجملة قصير الأجل. وقد يكون تحديد اشتراطات إضافية لرأس المال مستندة إلى المخاطر أو فرض نوع ما من الرسوم بمثابة طرائق كفئة لإعادة تسعير السيولة من أجل التلطيف من حصة من المخاطر النظامية. كما يمكن النظر فى أداة أقل مضاء، تتطلب من المصارف الاحتفاظ بحد أدنى من الأصول السائلة المرتفعة الجودة.

سد فجوات المعلومات

من بين أكثر أوجه الأزمة إثارة للانزعاج عدم القدرة على رؤية المخاطر التي يمكن أن تكون قد وزعت على شتى الحائزين، وماهية هؤلاء الحائزين. وكان من المفترض أن يكون الكثير من منتجات الائتمان المهيكل قد وزعت المخاطر على أولئك الأفضل قدرة، من الناحية النظرية، على إدارتها. ولكن فى الكثير من الحالات لم يستطع المشرفون وغيرهم من المشاركين فى السوق أن يدركوا المكان الذى انتهت إليه شتى المخاطر. والأكثر من ذلك أن المخاطر جُرئت وقطعت إلى

شرائح صغيرة بطريقة تمنع أصحاب حزم المخاطر والمشتريين من أن يتفهموا بشكل كامل ماهية المخاطر التي باعوها أو احتازوها. وعلاوة على ذلك، لم تكن المعلومات الأساسية التي استخدمت في تسعير تلك الأوراق المالية المعقدة متاحة بسهولة أو مما يسهل تفسيرها.

ويقتضى التحليل الجاد للمخاطر الناشئة عن حركة السوق وكيفية منعها إلى سد فجوات المعلومات. ومن المحتمل أن يكون أكثر ما تمس الحاجة إليها هو بيانات بشأن تعرض المصارف الهامة من الناحية النظامية والمؤسسات المالية غير المصرفية للمخاطر. ومستويات تركيز تلك المخاطر (والتي قد تقوم السلطات بجمعها ولكنها لا تنشرها) والصلات فيما بين المؤسسات عبر الحدود والأسواق هي الأكثر أهمية من أجل ملاحظة المخاطر الناشئة عن النظام ومواطن التعرض للضرر.

ينبغي إيلاء المزيد من التأكيد على جمع المعلومات التي يمكن أن تسمح ببناء مؤشرات تحذر من المشاكل المحدقة

إن من شأن توافر المزيد من المعلومات حول تقنيات تقييم الأصول وحول البيانات والافتراضات الأساسية أن تسمح بتسعير أفضل وأن تمنح المشتركين قدرة أكبر على رؤية الارتباطات المتبادلة، وربما على تتبع المخاطر (النتائج غير المحتملة التي تكون مدمرة إذا ما حدثت). كما يتعين الاهتمام بالبيانات الخاصة بالأسعار والأحجام والتركيزات العامة في الأسواق غير الرسمية لأنها لا تسجل في المعهود بطرق تسمح للأخريين بأن يدركوا المعلومات عن الصفقات، وتحد من السيولة في فترات الضوائق. ويمكن استخدام نظام مقاصد لجمع المبادلات (وطرحها) بما يسمح للمشاركين وغيرهم بأن يدركوا مقدار المخاطر الإجمالية التي يتم تحملها.

وينبغي إيلاء المزيد من التأكيد على جمع المعلومات التي يمكن أن تسمح ببناء مؤشرات تحذر من المشاكل المحدقة. ويجب على المحللين أن يفكروا باعتناء في نوع المعلومات التي يمكن أن تعطى تقييمات تتطلع للمستقبل عن المخاطر في النظام وفي المؤسسات فرادى أو الأسواق على حد سواء. وبالحدس، فإن المؤشرات التي تنطوي على المخاطر - مثل تلك المستندة إلى أسعار الخيارات - أفضل في ذلك من تلك التي لا تنطوي عليها. غير أنه نظرا إلى أن هذه المؤشرات تستخدم أسعار السوق، فمن المحتمل ألا تعكس سوى التصورات الراهنة عن المخاطر في المستقبل وقد لا تستطيع أن تتنبأ بمتى قد تصبح المخاطر نظامية.

كما أن ثمة ما يبرر قواعد الإفصاح الأفضل التي تغطي المؤسسات المالية وذلك لجعل المعلومات أكثر تحديدا واتساقا. وينبغي أن يغطي الإبلاغ، على وجه الخصوص، كلا من البنود الداخلة في الميزانية العمومية والخارجة عنها، لأنه تم الإبقاء على الكثير من المخاطر خارج الميزانية العمومية - مخفاة عن المستثمرين والمشرفين على حد سواء. كما قد يطلب من المؤسسات المالية غير المصرفية اتخاذ تدابير أساسية بشأن الاستدانة لتحقيق الفاعلية المالية والتعرض، وذلك إلى حد ما من أجل الحكم على أهميتها النظامية. وينبغي الإفصاح عن النماذج وعن تقنيات التقييم لإتاحة الفرصة للمستثمرين للحكم بشكل أفضل على مخاطر ما يقومون بشرائه. وتهدف هذه الأنواع من الإفصاح إلى إعطاء ضوابط السوق فرصة للعمل.

ومن ناحية أخرى، تعمل الأسواق بشكل أفضل إذا ما كانت الأسعار ومبالغ

المعاملات وغير ذلك من المعلومات بشأن أسواق المشتقات غير الرسمية متاحة بسهولة. إذ كانت الأسواق المفتقدة إلى عمليات إبلاغ متسقة عن المعلومات أكثرها اتساما بالمشاكل وكانت مصحوبة بأكثر قدر من عدم التيقن. ويجرى بالفعل جمع بعض البيانات عن الأسواق غير الرسمية ويمكن الإفصاح عنها بشكل أكثر تواترا مع توفير المزيد من المعلومات عن الموقع الجغرافي، وتغطية الصكوك، ونوع الطرف المقابل، والتركيزات العامة للأسواق. ومن شأن ذلك أن يحول تركيز البيانات المجموعة من المعلومات عن الحجم إلى التعرض للمخاطر. ويجب أن تكون هناك معلومات أفضل عن مقايضات العجز عن تسديد الائتمانات لأن «بوالص التأمين» تلك يحوزها الكثير من الأطراف المرتبطين ببعضهم بحيث يصعب إدراك من هو معرض للعجز عن السداد من شتى الشركات. ومن شأن وجود مرافق مقاصد مركزية بشأن عقود مقايضات الإعسار الائتماني، كما تجرى إقامتها حاليا، أن تساعد على تقليل مخاطر إعسار الطرف المقابل وتوفير مكان مركزي لجمع المعلومات.

تحسين التنسيق عبر الحدود

لم يُنفذ الإشراف على الشركات المالية ذات الشأن عالميا وإقليميا بطريقة تسمح بالتصدى للمخاطر النظامية والعالمية المتصلة بهذه الأزمة بشكل سلس. إن إفلاس المصرف الاستثماري الدولي ليمان برذرز Lehman Brothers، وعدم ملاءة ثلاثة مصارف من أيسلندا، وتهاولى عملاق التأمينات الدولي AIG، كلها وقائع لسوء التنسيق الذي أضر بالثقة في الأسواق المالية. وبأدائها وقد قوضت مصاعب التنازل عن المصالح الوطنية - وغير ذلك من القيود الهيكلية والسياسية والثقافية والقانونية - من الإشراف الفعال على المجموعات المالية.

ويتعين على صناعات السياسات والسياسيين من البلدان التي تعمل فيها الشركات المالية المتعددة الأنشطة أن يعملوا معا على معالجة مواطن التنافر في الأطر القانونية الوطنية التي أصبحت جلية في الإخفاقات المصرفية الحديثة العهد. إن من المهم كفاية أن تكون أطر الإعسار متسقة في كافة أنحاء الوطن والبلدان المضيفة في عدد من الجبهات الأساسية. فمثلا، قد يكون من المفيد وجود معايير متسقة لاستهلال إجراءات الإعسار إذا ما أقرتها الجهات المنظمة الداخلية أو جهات الإشراف الوثيقة الصلة في البلدان التي تمارس فيها المؤسسات نشاط أعمالها. وقد تساعد مجموعة متسقة من المبادئ التوجيهية لاستهلال تصفية المصرف - بما في ذلك أدوات الاستهلال التلقائي، والأطر الزمنية، والإجراءات - على المحافظة على قيمة حقوق امتياز شركة ما. وينبغي أن تتجنب مخططات حماية المودعين والمستثمرين في كافة الاختصاصات الولايات القضائية إطلاق تدفقات مزعومة للاستقرار من الودائع من مكان إلى آخر خلال فترات عدم التيقن. وأخيرا، ينبغي لترتيب يستند إلى نوع من المعايير الموضوعية، مثل الحجم والنوعية المتناسبين للأصول فيما بين البلدان، أن يكفل توزيعا منصفا للخسائر بحيث تتحمل الولايات القضائية الخاضعة لإشراف أفضل قدرا أقل من التكاليف. كما يمكن أن تفضي تلك الترتيبات إلى تخفيض عمليات الشركة في الخارج إذا لم يكن لبلدها الأصلي قدرة على المساهمة في تكاليف التصفية.

وخلال الأزمة، أحيانا ما يعمل عدم اتساق تدفقات المعلومات عبر الحدود والتعاون فيما بين الجهات التنظيمية على تثبيط عمليات الحل. لقد كانت المعلومات عن التعرض للمخاطر عبر الحدود غير مكتملة، ولم تكن الصلات النظامية فيما بين المؤسسات المالية موضع تقدير كافٍ. ويجب على الجهات التنظيمية والإشرافية أن تبت في أي المعلومات التي يعتبر جمعها وإبلاغها ضروريا، مع الأخذ في الاعتبار بوثاقه صلتها بالاستقرار النظامي.

وهناك عدد من الطرق لتعزيز التعاون فيما بين الولايات القضائية. فمثلا، يمكن أن تقوم مجموعة من جهات الإشراف من بلدان تمارس فيها شركة ما

نشاط أعمالها بالإشراف على عمل تلك الشركة. ويكون رئيس تلك المجموعة، المشرف الرئيسي (ويكون في المعهود من البلد الذي يوجد فيه المقر الرئيسي للمصرف)، مسؤولاً عن رسم صورة واضحة لتركز المخاطر على نطاق الشركة علاوة على مواطن قوتها وضعفها الرئيسية. ويقرر المشرف الرئيسي وجهات الإشراف المناسبة الأخرى ما هو مسموح به من أنشطة للشركة. وتقوم المجموعة بفحص أنشطة الشركة وتقديم طلبات للحصول على معلومات مخصصة كلما مست الحاجة. وبصفة عامة، فإن من شأن جعل إقلال المخاطر النظامية لأدنى حد هدفاً جلياً لجهات الإشراف المالي أن يوائم بين شتى أبعاد تنظيم الشركات المالية العالمية والمحلية.

والأهم من ذلك، أنه ينبغي أن تشمل الطرائق الجديدة المستخدمة لتقديم السيولة في حالة الطوارئ وتوفير الوساطة إلى المقترضين المحتاجين مفهومًا ما عن كيفية وقف استخدام تلك الطرائق مع عودة الظروف إلى وضعها الطبيعي

كما يقتضى الطابع الجزأ لبعض التنظيمات المحلية مزيداً من التنسيق والتعاون. ويمكن إنشاء نهج مماثل لمجموعة جهات الإشراف الدولية على الصعيد المحلي إذا ما كانت هناك جهات إشراف متعددة. ولا تعتمد قدرة الكيانات التنظيمية المحلية على التخفيف بشكل أفضل من المخاطر النظامية على الهيكل المؤسسي (أى ما إن كانت قائمة في مؤسسة واحدة أو في عدة مؤسسات، أو داخل المصرف المركزي أو خارجه)، وإنما على التعاون والتنسيق الوثيقين فيما بين جهات التنظيم المسؤولة.

توفير السيولة للأسواق

أسفرت الأزمة عن وفرة من الطرق لتوفير السيولة للأسواق. وقد وسعت المصارف المركزية من عدد الأطراف المقابلة، وزادت من أنواع الرهونات التي تقبلها، وأطالت فترة استحقاق دعم السيولة. وفي بعض الحالات، تم إدخال العمل بتسهيلات جديدة. ولكن حتى على الرغم من أن هذه الإجراءات ساعدت على تلبية الطلب المتزايد على السيولة، فإنها عجزت عن الإبقاء على الأسواق مستمرة في عملها - وذلك إلى حد ما لأنها لم تقض على عدم تيقن الطرف المقابل الذي يسود الأسواق المالية. وأصبحت قدرة المصارف المركزية على استخدام أسعار الفائدة للتحكم في عمليات الوساطة أكثر تعقيداً. إذ يتعين على المصارف المركزية أن تنظر في أي أسعار السوق التي تستطيع أن تؤثر عليها، أخذاً في اعتبارها الكيفية التي تترجم بها هذه الأسعار إلى أسعار اقتراض يدفعها المستخدمون النهائيون. كما يتعين على المصارف المركزية في الأسواق الناشئة أن تبذل أقصى جهدها للمفاضلة بين توفير السيولة المطلوبة والمخاطرة بتسيير هروب رؤوس الأموال. ونظراً إلى أن آليات إبلاغ السياسة النقدية كانت أقل جدارة بالتعويل عليها، كان على المصارف المركزية أن تركز اهتمامها لتقرير الكيفية التي يمكن أن تدعم بها الوساطة أثناء فترات تصحيح الميزانية العمومية للمصرف. وثمة أنشطة من قبيل مقايضات الأصول للتخفيف عن الميزانية العمومية للمصرف بصفة مؤقتة للسماح للمصارف بتقديم قروض أخرى يمكن أن تعمل على دعم المصارف مباشرة. والتدابير شبه المالية - مثل استخدام الميزانيات العمومية للمصارف

المركزية في توفير الائتمان لمقترضين معينين - تساعد على الإبقاء على استمرار أسواق الائتمان في عملها ولكن يمكن أن تكون لها آثار ضارة إذا ما استخدمت لفترات زمنية طويلة. وقد تعمل، بوجه خاص، على التعمية على الجوانب المؤثرة من سياسات المصرف المركزي بشأن أسعار الفائدة، فتستبعد المقترضين غير المفضلين (وقد تمنعهم فيما يحتمل من الحصول على أموال لهم)، وتزيد من حجم الميزانية العمومية للمصارف المركزية إلى درجة أنها قد تبدأ في الحد من مصداقيتها باعتبارها مؤسسة حسنة الإدارة.

والأهم من ذلك، ينبغي أن تشمل الطرائق الجديدة المستخدمة لإتاحة السيولة في حالة الطوارئ وتوفير الوساطة إلى المقترضين المحتاجين مفهومًا ما عن كيفية وقف استخدام تلك الطرائق مع عودة الظروف إلى وضعها الطبيعي. ويجب تنسيق توقيت هذا التخارج لتجنب الحركة المبالغية للسيولة والائتمان. ويقل احتمال أن تتسبب استراتيجيات التخارج المصحوبة بحوافز لاستعادة المشتركين في الأسواق تدريجياً من المصارف المركزية إلى الجهات المعتادة المزودة للسيولة في إحداث مثل هذه الصدمات. وعلى سبيل المثال، يمكن أن تغير المصارف المركزية تدريجياً من سياسات الإيداع لجعل إيداع الضمانات الأكثر خطورة أقل جاذبية. ومن شأن تصحيح أسعار أدوات المصارف المركزية لزيادة حوافز استخدام القنوات السوقية أن يخدم غرضاً مماثلاً.

مستقبل التنظيم

تدور المناقشات في الكثير من المحافل الدولية حول إعادة تصميم الأطر التنظيمية لتجنب حدوث أزمات في المستقبل. وفيما نعيد الإعراب عن حتمية إعادة هيكلة التنظيم، فإن من المهم أيضاً ألا تغيب عن الأذهان الحاجة إلى تقوية قدرة جهات الإشراف واستعدادها فيما يتعلق بإنفاذ هذه التنظيمات في الوقت المناسب وبطريقة لها مصداقيتها. ولن يكون إعادة تصميم القواعد التنظيمية مهما كان مقدارها فعالة ما لم يتم تحسين الإنفاذ وسيحتاج ذلك بدوره إلى كفاءة استقلال التنفيذ وكفاية الموارد المتاحة لوكالات الإشراف.

وستستغرق إعادة هيكلة القواعد التنظيمية وقتاً، ولكن قوة الدفع للتحرك في هذه الاتجاهات التي ناقشناها للتو متينة. وحالما تستطيع الأسواق أن تدرك الوجهة التي تتخذها التنظيمات الجديدة، يستطيع المستثمرون أن يسارعوا بالنظر في البيئة الجديدة. ونظراً إلى أن الكثير من المستثمرين يتوقعون إصلاحات ثقيلة الوطأة، فإنهم يتمهلون قبل توزيع أموالهم في شتى المؤسسات والأسواق المالية. والساحة التنظيمية المشوّهة بعدم اليقين تصعب من التنبؤ بأى خطوط نشاط الأعمال التي قد تكون مثمرة وما هي التي قد تستبعد التنظيمات من الوجود. ومن ثم، فإن التحرك لتوفير الاتساق في التنظيمات عبر عدد من المجالات - فيما عبر الحدود وداخل الولاية القضائية المحلية على حد سواء - يمكن أن يساعد في استعادة بعض التيقن المطلوبة باستماتة في النظام المالي.

لاورا كودريس رئيسة شعبة وأديتا نارايين نائبة رئيسة شعبة في دائرة الأسواق النقدية وأسواق رؤوس الأموال في صندوق النقد الدولي. ■

يستند هذا المقال إلى «دروس من الأزمة المالية من أجل تنظيم المؤسسات والأسواق المالية وإدارة السيولة في المستقبل» التي أعدتها دائرة الأسواق النقدية وأسواق رؤوس الأموال. ومن بين المؤلفين المشرفين الآخرين لويس كورتيفاري - تشيكلي، وسيمون غراي، وباري جونسون، وأيان تاور. ويمكن الاطلاع على هذه الورقة والأوراق التي استندت إليها، علاوة على قائمة كاملة بالمؤلفين المساهمين، على الموقع www.imf.or/fandd

التكفل بالتبعات المالية

كارلو كوتاريلي

Carlo Cottarelli

دور السياسة المالية القصيرة الأجل في الانتعاش من الأزمة

المباشرة الناتجة عن الحوافز المالية الاستثنائية المقصود بها أن تنطلق مسرعة بالنمو الاقتصادي. كما توضع الأزمة في سياق أوسع بواسطة (١) مقارنتها بالوقائع السابقة للتراكمات والانكماشات الرئيسية في الديون في بعض من أكبر الاقتصادات؛ (٢) ومقارنة تكاليف الأزمة الجارية مع التحديات السابقة الوجود والأكثر حدة الناتجة عن شيوخة السكان. ويختتم المقال بتلخيص لاستراتيجية محتملة يمكن بها للسياسة المالية العامة أن تدعم استئناف النمو الاقتصادي المعتاد فيما تحافظ على الملاءة المالية للقطاع العام، وبيان مجالات رئيسية قليلة يمكن لصندوق النقد الدولي أن يقوم فيها بدور بناء.

التكاليف والالتزامات المباشرة المتصاعدة

دفع حجم الأزمة المالية وطابعها غير المسبوقين صناعات السياسات إلى أن يكونوا مبتكرين بشكل ملحوظ فيما يبذلونه من جهود لدعم المؤسسات والأسواق المالية التي تواجه متاعب. وقد انطوت تلك التدخلات بالأساس على عمليات ضخ لرؤوس أموال، أو شراء للأصول، أو قيام الحكومات أو المصارف المركزية بتقديم قروض أو ضمانات مباشرة. وفي معظم الحالات، أدت العمليات التي اضطلعت بها الحكومات مباشرة إلى زيادات في إجمالي الدين العام، وإن لم تكن قد أحدثت بالضرورة تغييرا في الثروة

فانترينة عرض في هونغ كونج.



التدخلات الحاشدة وغير المسبوقة من قبل الحكومات في الولايات المتحدة وغيرها من الاقتصادات المتقدمة إلى استعادة النمو الاقتصادي وتطهير القطاع المالي. غير أن تأثير الأزمة على المالية العامة هائل: فمن المتوقع أن تكون الزيادة في الدين العام (كحصة من الناتج المحلي الإجمالي) في الاقتصادات المتقدمة هي الأكبر والأكثر تفشيا منذ الحرب العالمية الثانية. وتحدث هذه الزيادة في ظل الضغوط طويلة الأجل والقائمة من قبل الناتجة عن الإنفاق على المعاشات والرعاية الصحية، وبخاصة في البلدان التي سرعان ما ستشهد تحولا سريعا صوب سكان أكبر سنا.

لم يكن لدى الحكومات خيار كبير سوى التدخل لإنقاذ النظام المالي من الانهيار، وتوفير حوافز مالية عامة للتغلب على الانكماش الحاد في طلب القطاع الخاص. وقد لا نكون قد وصلنا إلى النهاية بعد. فليس من الصعب تخيل سيناريو تتضخم فيه تكاليف الفائدة الأعلى والنمو الاقتصادي الأكثر انخفاضا بشكل تدريجي لتتحول إلى نسب دين أعلى إلى الناتج المحلي الإجمالي، مما يفضي في نهاية المطاف إلى إثارة المستثمرين للتساؤل حول استدامة المالية الحكومية في مختلف أنحاء العالم. ولم يحدث ذلك بعد حتى الآن بصفة عامة (رغم أن فروق مقايضة العجز عن سداد الائتمان طفت في التزايد في الكثير من البلدان)، ولا يزال الاحتمال المتصور بشأن العجز عن السداد صغيرا. غير أنه بالنظر إلى أن ثقة المستثمرين في الجدارة الائتمانية للحكومات كانت عنصرا رئيسيا في منع الانهيار الكامل للنظام المالي والاقتصادي، فإن المحافظة على تلك الثقة لها أهمية قصوى. كما أن من شأن التصورات المتعلقة بمشاكل الملاءة المالية، والقفز بأسعار الفائدة لأعلى مع طلب مالكي الديون لعلاوة مخاطر أعلى، أن تقوض فعالية تدابير التحفيز المالي.

فما هي إذن الطريقة التي ينبغي للحكومات أن تستجيب بها في أعقاب أزمة تخلف وراءها الدول محملة بطلبات أكبر بكثير على الأموال العامة؟ يقدم هذا المقال النتائج الكمية لدراسة حديثة العهد أجرتها دائرة الشؤون المالية العامة في صندوق النقد الدولي بشأن التكاليف المباشرة وغير المباشرة للأزمة المالية. فقد قمنا بفحص حجم التدخلات في القطاع المالي؛ والتكاليف غير المباشرة وغير الاستثنائية، مثل تلك الناجمة عن تأثير التباطؤ الاقتصادي والانهيار في أسعار الأصول على العوائد؛ والتكاليف غير

الصافية أو العجز العام، بعد الأخذ في الاعتبار عمليات الاستحواذ ذات الصلة على الأصول- على الأقل إلى الحد الذي تعكس به صفقات أصول محددة، بدون أى عنصر دعم، القيمة السوقية الفعلية.

وقد وصلت التكاليف الإجمالية المؤلفة لعمليات التزويد ضخ رؤوس وشراء الأصول، بالإضافة إلى قيام الحكومات بالإقراض المباشر، إلى ٥ نقاط مئوية من الناتج المحلي الإجمالي، فى المتوسط، بالنسبة للاقتصادات المتقدمة فى مجموعة العشرين (أنظر الإطار). بيد أنه بمرور الوقت، سيعتمد التأثير المالى الصافى على معدل الانتعاش من بيع الأصول المحتازة. وتشير الخبرات المكتسبة من أزمات مصرفية سابقة إلى أن معدلات الانتعاش على هذه العمليات تتباين بشكل واسع، ولا تصبح عمليات الانتعاش ذات شأن إلا حالما يستؤنف النمو الاقتصادى على أسس قوية.

وفيما عدا تلك العمليات، والتي كان لها تأثير مباشر على إجمالى الدين الحكومى، كانت التزامات الطوارئ الجديدة فى شكل حدود تسهيلات ائتمانية مقدمه من المصرف المركزى وضمانات لودائع المصارف أكبر بكثير. وفى الحقيقة، رفعت معظم البلدان حدود تأمينها على الودائع، وضمن العديد منها القروض فيما بين المصارف وغير ذلك من الأدوات- وكان ذلك فى القليل من الحالات لمبالغ مساوية لمضاعفات الناتج المحلي الإجمالي. وفى حين أن صافى التكاليف النهائية لتلك الضمانات سيكون محدودا فى السيناريوهات الحميدة، فمن المهم ألا يغيب عن الأذهان أن نطاق النتائج الممكنة أوسع بكثير وأن النتائج يمكن أن تكون أسوأ إلى حد بعيد، ولا سيما إذا ثبت أن الأزمة الاقتصادية والمالية ستكون متطاوله.

حوافز المالية العامة

أعلن الكثير من البلدان، وقد ووجهت بالتباطؤ الاقتصادي، حزم حوافز مالية عامة. وكانت الأرقام التي جاءت فى العناوين الرئيسية مبهرة حقا فى بعض الحالات. بيد أن من المهم، وقد وقعت الحكومات تحت ضغوط تتمثل فى رغبتها فى اعتبارها حكومات تقوم بتقديم العون لمواطنيها، التمييز بين أرقام العناوين الرئيسية المقدمة إلى الصحف والحقائق الفعلية بواسطة تتبع مقدار التدابير التي تعتبر إضافة صادقة لما قد يكون واردا بالفعل فى الموازنات الخاصة بالسنة التالية. ففي بعض الحالات، تكون الفروق هائلة. ويتصحح البيانات الخاصة بهذه العوامل، قد تكون حوافز المالية العامة أصغر إلى حد ما، ولكنها لا تزال ذات شأن. إذ تصل، مثلا، إلى ١.٥ نقطة مئوية من الناتج المحلي الإجمالي فى المتوسط بالنسبة لبلدان مجموعة العشرين فى عام ٢٠٠٩.

ولقد كان ثلثا حوافز المالية العامة تقريبا متمثلا حتى الآن فى تدابير

تتعلق بالمصرفيات مع التأكيد على وجه الخصوص على زيادة الإنفاق على البنية التحتية. كما أعلن الكثير من البلدان خططا لحماية المجموعات المعرضة للتضرر- بما فى ذلك تقوية إعانات البطالة، والتحويلات النقدية للفقراء، ودعم الأطفال وأرباب المعاشات. وقد زاد القليل من البلدان ما تقدمه من دعم للمنشآت الصغيرة والمتوسطة الحجم؛ ودعمت بلدان أخرى قطاعات محددة (مثل صناعة السيارات).

وعلى جانب الإيرادات، استهدفت التدابير الأسر المعيشية بالدرجة الأولى، وذلك أساسا من خلال تخفيضات فى الضرائب على الإيرادات الشخصية والضرائب غير المباشرة. ويقصد بمعظم تدابير الحوافز على جانب الإنفاق أن تنتهى بعد فترة معينة- رغم أن من المحتمل أن يكون لبعض برامج الإنفاق تداعيات على التكاليف الجارية، مثل تكاليف الصيانة بالنسبة لمشاريع البنية التحتية الجديدة. ومع ذلك فإن معظم تدابير الإيرادات دائمة؛ ومجموعات قليلة من التدابير تلغى نفسها تلقائيا، مع اعتراف تعويض بعض التخفيضات فى الضرائب فى الوقت الحالى بزيادات ضريبية بعد سنوات قليلة. (ومثلا، فى المملكة المتحدة، سيتم تعويض تخفيض فى ضريبة القيمة المضافة بتدابير لزيادة الإيرادات بدءا من عام ٢٠١٠).

تداعيات مالية عامة أخرى للأزمة

كما أن الهبوط العالمى المفاجئ فى النمو الاقتصادي الذى فجرته الأزمة المالية له عواقب معاكسة على الإيرادات الحكومية من خلال عمل عناصر التثبيت التلقائى. وإذا ما انتعش النشاط الاقتصادي بشكل عاجل نسبيا، فينبغى ألا تثير الآثار المترتبة على انخفاض الإيرادات إنشغالا كبيرا. غير أنه إذا ما تحول التباطؤ إلى انكماش متطول فإن الآثار المترتبة على استدامة المالىات العامة ستكون أشد حدة بكثير.

وبالإضافة إلى ذلك، أسفرت الآثار غير الاستثنائية الأكبر للأزمة عن انهيار فى أسعار الأسهم والبيوت وفى أرباح القطاع المالى؛ وتسبب ذلك فى تهاوى حاد فى الإيرادات الضريبية على بنود من قبيل مكاسب رؤوس الأموال وأرباح الشركات. وعلاوة على ذلك، فيقدر ما يمكن أن يعزى الانهيار فى أسعار السلع الأساسية إلى تباطؤ النمو الاقتصادي العالمى، فإن أثرا معاكسا آخر- بالنسبة إلى منتجى السلع الأساسية- يتمثل فى الانخفاض الحاد فى الإيرادات المتصلة بالسلع الأساسية.

كما أن الخسائر المتكبدة نتيجة لانهايار أسعار الأصول كانت ضخمة

ديون أخذة فى التزايد

ستشهد الاقتصادات المتقدمة ارتفاعا ملفتا للنظر فى الدين العام بسبب الأزمة الاقتصادية

(تغيير فى موازين المالية العامة والدين الحكومى فى مجموعة العشرين (١). كنسبة مئوية من الناتج المحلي الإجمالي؛ الاختلاف عن السنوات السابقة)

٢٠٠٨ (الألف)	٢٠٠٩ (بأه)	٢٠٠٨ (الألف)
٢٠٠٨-٠٩ (ألف+ بأه)		
موازن المالية العامة		
الاقتصادات المتقدمة فى مجموعة العشرين	٢٠٠٨-٣٠٠٩	٢٠٠٨-٢٠٠٩
اقتصادات السوق الناشئة الأعضاء فى مجموعة العشرين	٢٠٠٨-٣٠٠٩	٢٠٠٨-٢٠٠٩
مجموعة العشرين	٢٠٠٨-٣٠٠٩	٢٠٠٨-٢٠٠٩
الدين العام		
الاقتصادات المتقدمة فى مجموعة العشرين	٢٠٠٨-١٠٠٩	٢٠٠٨-٢٠٠٩
اقتصادات السوق الناشئة الأعضاء فى مجموعة العشرين	٢٠٠٨-١٠٠٩	٢٠٠٨-٢٠٠٩
مجموعة العشرين	٢٠٠٨-٧٠٠٩	٢٠٠٨-٢٠٠٩

المصدر: أفاق الاقتصاد العالمى، كانون الثانى/يناير ٢٠٠٩ محدثة لتعكس النسخة النهائية من حزمة الحوافز فى الولايات المتحدة وتمايز الدعم المالى الحديثة العهد فى المملكة المتحدة.
(١) حكومية عامة إن كانت متاحة، وإن لم تكن فالإجمالي المالى العام الأشمل المبلغ إلى أفاق الاقتصاد العالمى الصادرة عن صندوق النقد الدولى ومحدثة على النحو المذكور آنفا. ويشير الجدول إلى متوسط الناتج المحلي الإجمالي المرجح بمكافئ القوة الشرائية

من هم أعضاء مجموعة العشرين

تتألف مجموعة العشرين من وزراء المالية ومحافظى المصارف المركزية فى ١٩ بلدا: الأرجنتين وأستراليا والبرازيل وكندا والصين وفرنسا وألمانيا، والهند، وأندونيسيا، وإيطاليا، واليابان، والمكسيك، وروسيا، والمملكة العربية السعودية، وجنوب أفريقيا، وكوريا الجنوبية، وتركيا، والمملكة المتحدة، والولايات المتحدة، بالإضافة إلى الاتحاد الأوروبى مثلا بالرئاسة الدورية لمجلس الاتحاد والمصرف المركزى الأوروبى. كما يشارك فيها المدير العام لصندوق النقد الدولى ورئيس البنك الدولى، بالإضافة إلى رئيسى اللجنة الدولية للشؤون النقدية والمالية ولجنة التنمية فى صندوق النقد الدولى والبنك الدولى. وتمثل البلدان الأعضاء مجتمعة حوالى ٩٠ بالمائة من الناتج الوطنى الإجمالى العالمى، و ٨٠ بالمائة من التجارة العالمية (بما فى ذلك التجارة فيما بين البلدان الأعضاء فى الاتحاد الأوروبى)، علاوة على ثلثى سكان العالم.

حقا بالمقارنة مع الوقائع التاريخية: فتنطوى على وجه الخصوص على التزامات طوارئ مصحوبة بضمانات لالتزامات القطاع المالى على مستوى لم يلحظ فيما سبق.

لا تنسوا أزمة أكبر: شيوخة السكان

وثمة خلاف آخر بين واقعة تراكم الديون الجارية وما حدث من أزمات فى الماضى هو السياق الحالى للتحديات المالية سابقة الوجود فى مجالى نظام المعاشات والرعاية الصحية.

ففى حين أن نظامى المعاشات والرعاية الصحية الحالىين على درجة مرتفعة من التقدم (وارتفاع التكلفة) فى معظم الاقتصادات المتقدمة والعديد من الاقتصادات الناشئة، فلم يكن هذا هو واقع الحال أثناء الوقائع السابقة على الحرب العالمية الثانية. فمثلا، من أفضل الإنجازات المعروفة لإدارة الرئيس فرانكلين ديلاون روزفلت فى التصدي للكساد الكبير إنشاء نظام الضمان الاجتماعى فى الولايات المتحدة فى عام ١٩٣٥ (مع زيادات فورية فى الاشتراكات وتأخير فى مدفوعات المعاشات).

واليوم، تواجه معظم الاقتصادات المتقدمة والعديد من الاقتصادات الناشئة ضغوطا مالية كبرى طويلة الأمد من تأثير شيوخة السكان على تكاليف نظامى المعاشات والرعاية الصحية: فبالنسبة لمعظم بلدان مجموعة العشرين التى تتوافر عنها بيانات، من المتوقع أن يرتفع الإنفاق على المعاشات والرعاية الصحية بأكثر من ٣ نقاط مئوية من الناتج المحلى الإجمالى فيما بين عامى ٢٠٠٥ و ٢٠٥٠. وفى الحقيقة، فإن هذه الضغوط أشد حدة من تلك الناجمة عن الأزمة المالية: فمن حيث القيمة الحالية الصافية، يعادل عبء الأزمة أقل من ٥ بالمائة من تأثير الشيوخة. ومع ذلك، فنظرا إلى الطابع البطيء الحركة لمشكلة الشيوخة بالمقارنة مع ما للأزمة المالية من تداعيات أكثر ضغطا وظهورا بكثير، هناك خطر بأن تُنسى التحديات الناجمة عن شيوخة السكان مؤقتا، ويتم إرجاء حلها إلى وقت تصبح فيه أكثر تكلفة.

استراتيجية للعودة إلى الأوضاع السابقة

واستنادا إلى هذه الاعتبارات، ورغم أن الانتعاش الاقتصادى الناجم من الأزمة المالية يحتاج إلى استعادة عافية النظام المالى وتوفير حوافز جمة فى الأجل القريب للبلدان التى تستطيع إطاعة ذلك، يتعين على البلدان أن توضح عاجلا استراتيجيتها لكفالة الملاءة المالية.

فيتعين على صناعات السياسات أن يوازنوا بين خطرين متضادين:

• خطر الكساد والركود المطولين: وهنا، يمكن أن تكون التكاليف الاقتصادية والمالية لعدم اتخاذ إجراءات ما أكبر مما يترتب على اتخاذ الإجراءات؛ وإذا ما تواصل تدهور الحالة الاقتصادية والمالية، فقد يكون من الضرورى تقديم دعم إضافى إلى القطاع المالى، بوصفه قطاعا له أولوية، وربما أيضا لتعزيز الطلب الإجمالى.

• خطر فقد الثقة فى الملاءة الحكومية: هناك حاجة، من هذا المنظور، للقيام برصد وثيق لمؤشرات القابلية المتصورة للتضرر من الناحية المالية، مثل أسعار الفائدة الحقيقية، والتوقعات الخاصة بالتضخم، وهوامش التخلف عن سداد الائتمان والسندات، وأجل استحقاق الديون.

وتعتمد المفاضلة بين هذين الخطرين على الظروف المخصوصة بكل بلد. وفى الحقيقة، تختلف البلدان فيما بينها اختلافا واسعا فيما إن كان بإمكانها تحمل تكاليف حوافز أخرى؛ وسيكون لمستويات الدين المتوقعة ومؤشرات القابلية للتضرر المالى صلة وثيقة بالقيام باختيارات للسياسات فى هذا الصدد.

بيد أنه يمكن تحسين المفاضلة بالنسبة لجميع البلدان إذا ما أوضحت

الحكومات، بطريقة لها مصداقيتها، استراتيجياتها لكفالة الملاءة المالية. وينبغى أن تستند استراتيجيتها كفالة الملاءة المالية على أربع دعائم.

أولا، ينبغى أن تتألف حزم التحفيز المالى بقدر الإمكان من تدابير مؤقتة لتجنب زيادة مواطن العجز بصفة دائمة. وفى حين أن من المحتمل أن تكون الحوافز متطاولة – لأن من المحتمل أن يكون التهاوى فى طلب القطاع الخاص طويل الأجل – فإنها ينبغى ألا تكون دائمة.

وثانيا، ينبغى رسم السياسات فى حدود إطار مالى قصير الأجل وأن تنص على ضبط أوضاع المالية العامة حالما تتحسن الظروف الاقتصادية. إن من شأن الإطار المتوسط الأجل (المدموم بقوانين المسؤولية المالية، أو قواعد المالية العامة، أو مجالس مالية مستقلة) أن يساند سياسات المصروفات والإيرادات. ولكن نظرا إلى عدم التيقن المرتفع بشأن التوقعات الاقتصادية، فينبغى أن توفر الأطر المالية مرونة كافية لتوفير دعم مالى إضافى إذا مست الحاجة إليه.

وثالثا، ينبغى للحكومات أن تتخذ إصلاحات هيكلية لتعزيز آفاق النمو – وهو عامل رئيسى فى تقليل عبء الدين فى معظم وقائع الضبط الناجح لأوضاع المالية العامة فى الماضى. وفى المجال المالى، ينبغى أن يشمل ذلك إصلاحات للمصروفات لتقليل الإنفاق غير المثمر فيما تتم المحافظة على البرامج التى تغل نموا مرتفع الجودة ومعدل عائد اجتماعى مرتفع. وينبغى للإصلاحات الضريبية أن تحسن من الحوافز على العمل والاستثمار؛ كما أن ثمة ميزة فى تقليل التحيز لصالح التمويل بالدين مقابل التمويل بالأسهم، وهو الموجود فى معظم النظم الضريبية.

ورابعا، ثمة حاجة إلى خطة واضحة لإصلاح استحقاقات المعاشات والصحة لمعالجة الضغوط الطويلة الأجل الناتجة عن شيوخة السكان. وتتحدد كمية وسرعة المواءمات بحسب ظروف كل بلد. ومع ذلك، فإن تأجيل الإصلاحات يسفر فى نهاية الأمر، بالنسبة لمعظم البلدان، عن حاجة إلى تدابير أكبر وأكثر إيلا. وبشكل ما، يمكن النظر حتى إلى حجم التحديات الكبيرة الناتجة عن شيوخة السكان على أنها فرصة فى السياق الحالى: فمعالجة الضغوط الناتجة عن الشيوخة، من خلال تدابير مثل زيادة سن التقاعد، يمكن أن تقطع شوطا طويلا نحو تهدئة شواغل السوق بشأن الملاءة المالية.

وفرص متاحة أيضا

هذه الصفات العلاجية ليست جديدة – فبعضها جزء من مشورة سياسات صندوق النقد الدولى الطويلة الأمد. بيد أن الحالة الأضعف للماليات العامة للدول زادت من الحاجة إلى تنفيذها.

من المحتمل أن يكون إنفاذ إصلاحات مالية كبرى فى أوقات الوهن الاقتصادى الحاد عصيا من منظور الاقتصاد السياسى، غير أن ثمة فرصا متاحة أيضا. ففى الحقيقة، أحيانا ما توفر الأزمات شرارة لإطلاق إصلاحات صعبة من الناحية السياسية، وربما توفر بيئة الأزمة نطاقا لنهج التغيير الكبير والشامل الذى يمكن فيه الجمع بين التحفيز المباشر لدعم الاقتصاد مع تطبيق العمل بإصلاحات طويلة الأمد فى الاستحقاقات.

ويقوم صندوق النقد الدولى، جنبا إلى جنب مع المؤسسات المالية الدولية الأخرى، بدور هام وبناء فى النهوض بالإصلاحات المالية التى تشكل جزءا من هذه الاستراتيجية. ويعتبر صندوق النقد الدولى – بالنظر إلى عضويته العالمية، فى وضع ملائم لمساعدة البلدان الأعضاء، وقد تضررت كلها من الأزمة الجارية، وإن يكن بدرجات مختلفة. ومن المحتمل أن تحتل الجهود المبذولة فى مجالات إصلاح الاستحقاقات، والأطر المالية العامة المتوسطة الأجل، ورفع التقارير المالية، والقواعد المالية، من جملة أمور، صدارة الاهتمامات فى السنوات المقبلة. ■

كارلو كوتاريللي، مدير إدارة شؤون المالية العامة فى صندوق النقد الدولى

بيانات من أجل الإنقاذ

لماذا ستصبح المعلومات الإحصائية المفتاح الرئيسي لتفادي الأزمات في المستقبل

فعل لأزمات سابقة، بما في ذلك الأزمة المكسيكية والأزمة الآسيوية في سنوات التسعينيات، عندما ساد الشعور بأن بطء وعدم اكتمال التقارير الخاصة بالإبلاغ عن البيانات الاقتصادية الحاسمة قد أدى إلى تفاقم المشاكل - ونتيجة لذلك - يقوم المحللون الآن بتقدير المخاطر السيادية في الاقتصادات الناشئة بشكل أفضل كثيرا عما كان يجري في التسعينيات.

معايير البيانات ونشرها: جرى بذل جهد كبير لوضع معايير تقوم الحكومات بمقتضاها بإعداد تقارير عن البيانات الاقتصادية. وأدت أزمة المكسيك في منتصف التسعينيات إلى إنشاء معيارين حاسمين هما معيار نشر البيانات الخاصة ونظام نشر البيانات العامة. وتوفر هذه المبادرات أطرا شاملة لتوليد وبت مجموعة رئيسية من مجموعات البيانات الاقتصادية والمالية. ويصف معيار نشر البيانات الخاصة كيف ينبغي لأعضاء صندوق النقد الدولي، الذين تتوافر لهم فرصة الوصول الأسواق المالية الدولية، أو ربما كانوا يسعون لهذا، أن تقدم البيانات الاقتصادية والمالية الخاصة بها إلى عامة الناس، بينما يقترح معيار نشر البيانات العامة ممارسات جيدة لإنتاج الإحصاءات وبتها.

وفيما بعد، وفي أعقاب الأزمة المالية الآسيوية، تمت تقوية معيار نشر البيانات الخاصة ليشمل نشر البيانات الخاصة بالاحتياطيات وبالسوية من النقد الأجنبي، كما أدخلت متطلبات جديدة بشأن موقف الدين الخارجي والاستثمار الدولي في البلد. وهو ما أدى بالتالي، إلى زيادة كبيرة في عدد البلاد التي تنشر هذه المجموعات من البيانات، مما أدى إلى تحسين القابلية للمقارنة فيما بين البلدان.

وفيما بين الدول الأعضاء في صندوق النقد الدولي، جرى سريعا التسليم سريعا بوثيقة صلة هذه المعايير وأهميتها. ويشارك نحو ٨٥ في المائة من الدول الأعضاء بصندوق النقد الدولي البالغ عددها ١٨٥ دولة، في معيار أو آخر من بين هذه المعايير.

التجانس. بالإضافة إلى هذا المجهود المبذول في مبادرات نشر البيانات، فقد عمل المجتمع الإحصائي على تشجيع تكامل قواعد البيانات الخاصة بالاقتصاد الكلي. ففي عام ١٩٩٣، تم تحقيق التناسق، في الأطر الإحصائية الرئيسية، مثل نظام الحسابات القومية ودليل ميزان المدفوعات بين مفاهيم مثل الإقامة (أى تحديد تعريف المقيم)، والقطاعات الاقتصادية، والأدوات، والمحاسبة على أساس الاستحقاق، وطرق التقييم. كما تم تحقيق التجانس بين الكتيبات الإرشادية الخاصة بالإحصاءات النقدية والمالية والتمويل الحكومي. واستمر هذا العمل، وفي عام ٢٠٠٨ قام المجتمع الإحصائي الدولي بتحديث نظام الحسابات القومية ودليل ميزان المدفوعات، اللذين تم الاضطلاع بهما للمساعدة في المحافظة على صلة ومغزى الإحصاءات الاقتصادية في هذا العالم الذي يزداد عولمة.



بقلم: أدلهيد بورجي - شميلز
Adelheid Burgi-Schmelz

توافر البيانات الدقيقة والكاملة في الوقت المناسب أمرا **يعتبر** حاسما في وضع سياسات اقتصادية جيدة، واتخاذ قرارات مالية سليمة. فبدون وجود البيانات القوية، لا يمكن لصناع السياسات القيام بإدارة فعالة، وقد يؤدي ذلك إلى ترك قادة الأعمال في ظلام وعجز عن تحديد الاتجاهات البازغة ونذر المخاطر.

أن كل أزمة تكشف نقاط الضعف الموجودة، والأزمة المالية العالمية الحالية ليست استثناء من ذلك. والسرعة التي تطورت بها الأزمة تؤكد أهمية المؤشرات التي يمكن أن تدعم جهود الإنذار المبكر وتحليل الارتباطات المالية الممتدة عبر الحدود. وفي حين عرقلت التعقيدات التي خلقتها الأدوات المالية الجديدة تحليل الهوامش وتحويل المخاطر، فقد ساعدت الأزمة أيضا على تأكيد الحاجة إلى الإبقاء على رقابة يقظة على نواحي نشاط المنشآت ذات الطابع الخاص والعمليات التي تجرى خارج الميزانية، والتي غالبا ما يتم خلقها خصيصا لأنها «بعيدة عن رقابة الرادار».

وعجلت الأزمات التي حدثت من منتصف التسعينيات وحتى أواخرها بحدوث تقدم كبير في الحصول على البيانات - بصفة رئيسية بيانات أكثر وأشد ملائمة للوقت المناسب للاقتصادات الناشئة. هذا بالإضافة إلى تحسن البيانات الخاصة باحتياطيات النقد الأجنبي والديون الأجنبية تحسنا كبيرا جدا.

وبينما كان يجري سد هذه الثغرات، تغير المشهد المالي بدرجة أكبر، فمن ناحية نمت الوساطة المالية غير المصرفية بدرجة أسرع كثيرا من نمو الوساطة المصرفية. وفي الوقت نفسه شهدت الأدوات الجديدة بما في ذلك المشتقات والأصول المورقة نموا مفرطا. وقد أبرزت أحدث أزمة الافتقار إلى بيانات متسقة عن ملك ماذا، وميزانيات المنشآت غير المصرفية، وكذلك عن المخاطر المحتملة وأوضاع المشتقات. هذا بالإضافة إلى أن المنشآت الخاصة في الأسواق الصاعدة أصبحت أكثر تكاملا من الناحية المالية في الأسواق العالمية، مما يبرز نقص بيانات الميزانيات الخاصة بالقطاع الخاص في الاقتصادات الناشئة.

ويفحص هذا المقال ما تم إنجازه في السنوات الأخيرة لتقوية جمع وتوزيع المعلومات الإحصائية دوليا، ويقدم المقترحات بشأن ما ينبغي عمله لزيادة تحسين التعاون الدولي وسد الثغرات التي أبرزتها الأزمة.

خطوات واسعة

تحققت تحسينات رئيسية في تجانس ومدى توافر البيانات الاقتصادية والمالية فيما بين السنوات العشر والخمس عشرة الماضية، جنبا إلى جنب مع بدء مشروعات تدعم تحليل مدى تعرض الدول للصدمات. وكان هذا جزئيا رد

المساعدة في تقدير نواحي التعرض للمخاطر

ركز كثير من أعمال صندوق النقد الدولي الخاص بالتعرض للمخاطر على نوعية وشفافية البيانات ويدعم توافر البيانات التفصيلية في الوقت المناسب عن الاحتياطيات الدولية والدين الخارجي والتدفقات الرأسمالية، القدرة على اكتشاف نواحي التعرض للمخاطر، مما يعطي لصناع السياسات وقتا كافيا لتنفيذ الإجراءات المناسبة لعلاجها.

وتغطي المؤشرات الرئيسية للتعرض للمخاطر الحكومة والقطاعات المالية، والعائلية، والخاصة بالشركات. وعندما تتعرض الاقتصادات للضغوط، فإن المشاكل التي تحدث في أحد القطاعات، غالبا ما تمتد إلى قطاعات أخرى. فعلى سبيل المثال، فإن القلق بشأن عجز الحالة العامة في إحدى الدول قد يؤدي إلى تصاعد أسعار الصرف الأجنبي أو تقيؤ الثقة في البنوك الحائزة على سندات الدين الحكومي، ومن ثم يطلق عنان أزمة مصرفية.

وقد دعمت مبادرات نشر البيانات، مقترنة بظهور نظام البيانات الاقتصادية المتناسقة، تطور الإحصاءات ذات الصلة القابلة للمقارنة والتي تظهر في التوقيعات المناسبة سواء في داخل البلدان أو فيما بينها. وتقدم دائرة الإحصاء بصندوق النقد الدولي بيانات مالية واقتصادية شاملة من خلال نشرتها الشهرية، الإحصاءات المالية الدولية، وغيرها من المطبوعات. وقد قدمت تلك المجموعات من البيانات، بالفعل، تحذيرات جزئية قبل وقوع الأزمة الراهنة. على سبيل المثال، من حيث الارتفاع الضخم في نسبة إجمالي الأصول والالتزامات الخارجية إلى الناتج المحلي الإجمالي للبلدان الصناعية، وكذلك بشكل أوسع من حيث الاختلالات العالمية عبر الحدود.

وقد سمح التقدم في توفير البيانات منذ منتصف التسعينيات بتحقيق تحسن كبير في تحليل أوجه التعرض للمخاطر في الاقتصادات الناشئة. والأسواق الناشئة التي كثيرا ما تعتمد بصورة باهظة على الاقتراض الخارجي والتدفقات الرأسمالية الوافدة الأخرى اللازمة لنموها الاقتصادي، معرضة، بصفة خاصة، للانقلاب في مشاعر المستثمر. ولذا فإن صندوق النقد الدولي قد أولى اهتماما

نهج الميزانية

يركز نهج الميزانية على الصدمات المتوالية في الأصول والالتزامات التي يمكن أن تطلق العنان لتصححات ضخمة في تدفقات رؤوس الأموال. ولذا فإن هذا النهج يمكن أن يكون مكملا مفيدا للتحليل التقليدي للتدفقات. وقد وضع صندوق النقد الدولي نهج الميزانية لتحليل أوجه التعرض لمخاطر الديون. ويقدم نهج الميزانية، لكل قطاع، نظرة إلى عدم التماثل في العملات وفي تواريخ الاستحقاق، في كل من الأصول والالتزامات المالية، في مصفوفة ميزانيات تمتد عبر القطاعات وتظهر القطاع المقابل الذي لدى القطاع مطالبات عليه أو لدى القطاع التزامات نحوه.

وفي الجوهري، فإن نهج الميزانية يجزئ الميزانية المالية إلى حسابات قومية قطرية وهو الرصيد المقابل لبيانات معاملات تدفق الأموال. وبغض النظر عن أن للبيانات حدودا فإن هذا التحليل للارتباطات عن القطاعات يمكن أن يقدم نظرات ثاقبة مفيدة تعتبر أداة تشخيص لاكتشاف الأوجه المحتملة للتعرض للمخاطر. وتزخر مصفوفات الميزانية أساسا بالبيانات النقدية التي يجري الإبلاغ عنها من خلال نماذج التقارير النمطية لصندوق النقد الدولي، والتي أدخلت عام ٢٠٠٤. وحتى الآن، تبنى أكثر من مائة بلد هذه النماذج النمطية للتقارير، ويجري نشر البيانات التي يتم الإبلاغ عنها في ملحق الإحصاءات النقدية والمالية الذي يصدره صندوق النقد الدولي كجزء من الإحصاءات المالية الدولية الشهرية.

خاصا إلى هذه المجموعة من البلدان عند عمله الخاص بتقييم أوجه التعرض للمخاطر.

لكن وكما يؤكد الاضطراب المالي الأخير، فإن الأزمات يمكن أن تكشف عن نفسها في بلدان تمر في مراحل مختلفة من التنمية. وما زال العمل مستمرا لتقوية إطار تحليل أوجه التعرض للمخاطر المالية في الاقتصادات المقدمة.

المراقبة الشديدة على الروابط عبر الحدود

أبرزت السرعة التي انتشرت بها الأزمة الحالية عبر البلدان مدى الاعتماد المتبادل في الاقتصاد العالمي. ولدعم تحليل هذه الروابط العالمية، يحلل صندوق النقد الدولي أوجه التعرض لمخاطر الديون من خلال نهج الميزانية (انظر الإطار). كما يتابع مسار مجموعة متنوعة من أوضاع الأصول والالتزامات الأخرى بين البلدان، والتي يطلق عليها قواعد بيانات «من من وإلى من»، على أساس المشاركة الثنائية بين البلدان.

- التجارة. بالنسبة للتجارة في السلع، ينشر صندوق النقد الدولي منذ زمن طويل إحصاءات عن اتجاهات التجارة على أساس ربع سنوي، وسنوي.
- الحساب المالي. بالنسبة للحساب المالي، يقوم بنك التسويات الدولية منذ الستينيات بجمع الإحصاءات المصرفية الدولية مع المعلومات عن الدول الثنائية المشتركة في العمليات، أولا على أساس الموقع (الإقامة) ثم أيضا على أساس مجموعة موحدة، للبنوك في المراكز المصرفية الرئيسية.
- الاستثمار. نشر صندوق النقد الدولي بيانا عن موقف استثمارات المحفظة بال الدول المشتركة على أساس ثنائي على أساس سنوي منذ ٢٠٠١، من خلال المسح المتسق لاستثمارات المحفظة. ومن المقرر القيام بمسح منسق عن الاستثمار المباشر، مع بيانات عن الأوضاع الثنائية، ومع بيانات مقياس مرجعي في نهاية ٢٠٠٩.

وبتنفيذ المسح المتسق عن الاستثمار المباشر، يتوافر إطار لإنشاء قاعدة بيانات «من من وإلى من» لمعظم عناصر ومكونات موقف الاستثمار الدولي لكل بلد. ومن خلال المركز المشترك للدين الخارجي وهو بنك التسويات الدولية، تشجع منظمة التعاون والتنمية في الميدان الاقتصادي وصندوق النقد الدولي، والبنك الدولي إنشاء قواعد بيانات «من من وإلى من» وزيادة توافر البيانات الخاصة بالدين الخارجي.

رصد الصدمات:

جنبنا إلى جنب مع نهج الميزانية، فإن قواعد البيانات «من من وإلى من» ينتظر أن تكون أداة قوية لدراسة انتقال الصدمات عبر البلدان. وقد أبرز هذا بحث حديث قدمه بيدرو رودريجز (٢٠٠٨) يوضح النمط المتناقض بين تطورات الحساب الجاري وتعرض الأصول المالية للولايات المتحدة للخطر، باستخدام بيانات مركز الاستثمار الدولي وبيانا المسح المتناسق لاستثمارات المحفظة.

والتحدى الذي يواجهه كلا من نهج الميزانية ومشروعات «من من وإلى من» هو زيادة مدى التغطية، في مجموعات البيانات ذات الصلة وتواترها وظهورها في الوقت المناسب. هذا بالإضافة إلى قيام صندوق النقد الدولي بوضع مؤشرات لقياس مدى سلامة البنوك، وتنمية أسواق الأوراق المالية.

السلامة المصرفية. بعد قيامها بوضع المنهجية، وتنفيذها لعملية تجريبية لجمع البيانات في بداية العقد الحالي، بدأت دائرة الإحصاءات في صندوق النقد الدولي عملية منظمة لجمع ونشر البيانات عن مؤشرات الصحة المالية للمؤسسات المالية وسلامتها حاليا، وبدرجة أقل، عن القطاعات العميلة لها. وتعرف هذه باسم

مؤشرات السلامة المالية. وتتناول هذه المؤشرات الأنشطة العالمية للمجموعات المصرفية الموجودة في اقتصادها، ويتم جمعها وفقا لمعايير الإشراف ومعايير المحاسبة الدولية. ويتضمن ذلك أيضا مؤشرات مقاييس السيولة والعقارات. ومن المتوقع أن تبدأ خمسون بلدا من أعضاء صندوق النقد الدولي في الإبلاغ في خلال النصف الثاني لعام ٢٠٠٩.

وقد كان نقص الإبلاغ المنتظم والموحد عن مؤشرات السلامة المالية الخاصة بالقطاع المصرفي ثغرة جلية، جنبا إلى جنب مع المعلومات غير الكاملة عن المؤسسات المالية الأخرى.

أسواق الأوراق المالية. أخيرا، حدد وزراء المالية لمجموعة الثمانية أهمية تحديد حجم وشرائح أسواق الأوراق المالية الرئيسية، وخاصة في أسواق الدول الناشئة، وأدى ذلك إلى إعداد كتيب عن الإحصاءات بالأوراق المالية - وهو ما يعتبر مبادرة رئيسية لفريق العمل المعنى ببيانات الأوراق المالية، والذي يرأسه صندوق النقد الدولي (ويضم بنك التسويات الدولية والبنك المركزي الأوروبي والبنك الدولي). وسيركز الكتيب مبدئيا على إحصاءات إصدار سندات الدين ويتوقع أن يتم استكماله في النصف الأول لعام ٢٠٠٩.

الأزمة تخلق تحديات جديدة

والآن، ما هي المجالات الجديدة التي تحتاج إلى الاهتمام؟ بينما تشير الأزمة الاقتصادية العالمية الحالية إلى الحاجة لتعزيز المبادرات الجارية، فإن الأحداث الأخيرة تشير أيضا إلى زيادة التحدي الذي يواجه العاملين في الإحصاءات الاقتصادية حتى يقدموا مبادرات جديدة لجمع البيانات، وبخاصة في أربع مجالات رئيسية.

بيانات عن الميزانيات القطاعية. يتطلب الأمر تحسين مدى توافر البيانات عن الأصول والالتزامات الخاصة بقطاعات المؤسسات المالية غير المصرفية، والشركات غير المالية، والقطاعات العائلية. وقد أبرزت الأزمة الحاجة إلى استيعاب الأنشطة في شرائح من القطاع المالي مازالت عمليات الإبلاغ عن البيانات فيها غير واضحة، وربما تحدث فيها مخاطرة كبيرة. فعلى سبيل المثال واجهت المنشآت غير المالية حالات تعرض للمخاطر نشأت من تعرض المشتقات، والنقد الأجنبي للمخاطر. وقد كانت الأصول المتمثلة في المساكن الموجودة في الميزانيات، وأثر أسعار المساكن على صافي ثروة الأسر، وثيقة الصلة بالأزمة الحالية على الرغم من التقدم الذي حدث في بعض البلدان.

وفي القطاع العام (بما في ذلك البنوك المركزية)، يتطلب الأمر تسجيل وإظهار التكلفة الناشئة من التدخلات للتصدى للأزمة، بشكل سليم وشفاف، والإبلاغ عنها على أساس إجمالي وصاف. وهناك إطار محاسبي قائم ومتين يعتبر بناء أساسيا في هذا الشأن (موضوع طبقا لأسس مبادئ المحاسبة للقطاع العام، ويتوافق مع دليل صندوق النقد الدولي للإحصاءات المالية الحكومية. ويرصد صندوق النقد الدولي نطاق التدخلات المعلنة من جانب بلد ما كما يقدم توصياته بشأن التوسع في استخدام إطار الدليل.

إطار التحويل النهائي للمخاطر | مخاطر الائتمان: أبرزت الأزمة التعقيدات الموجودة في تحليل هامش المخاطر وتحويل المخاطر، وفي التوصل إلى تحديد قدر الدين القائم. وتتضمن القضايا المعنية استيعاب نشاط المنشآت ذات الأغراض الخاصة والعمليات التي تتم خارج الميزانية وتقدير تحويل المخاطر من خلال أدوات مثل مقايضات التعثر الائتماني والمشتقات. هذا بالإضافة إلى أن المنتجات المهيكلية مثل التزامات الديون المعززة بالضمانات والسندات المعززة بالأصول تخفي المكان من النظام الذي تكمن فيه المخاطر.

ويجرى العمل في دائرة الإحصاءات حول استيعاب البنود الخارجة عن الميزانية في الشركات المالية، إلا أن هناك حاجة للبناء على الخبرة القائمة لوضع إطار ذي مغزى يمكن في نطاقه الاضطلاع بهذا العمل.

بيانات لرصد التطورات في أسواق الإسكان. كانت التغيرات في أسعار المساكن وأسواقها وأثرها على السلوك الاقتصادي للأسر والمؤسسات المالية أمرا محوريا في التطورات الاقتصادية في كثير من البلدان. ومع أنه كانت هناك معلومات تامة بالنسبة لبعض الدول، إلا أن هذا لم يكن أمرا عاما، على الرغم من ازدياد أهمية هذا السوق في كثير من الدول.

الاستدانة لتحقيق الفاعلية المالية والسيولة: كان ارتفاع مستوى الاستدانة لتحقيق الفاعلية المالية (الأصول إلى رأس المال) الذي تزايد في النظام الاقتصادي وفصل النشاط المالي عبر الحدود عن النشاط الحقيقي للبلدان الصناعية (Lane and Milesi-Ferretti, 2006) سمة أخرى للأزمة الأخيرة.

كذلك أبرزت الأزمة مخاطر السيولة. وفي نطاق الإحصاءات الاقتصادية، كان هناك تفضيل دائم لأجل الاستحقاق الأصلي باعتباره مقياسا للاستحقاق، ولكن نظرا للمشاكل التي واجهها كثير من المؤسسات عندما نضب تدفق رأس المال فجأة، يتطلب الأمر توجيه اهتمام أكبر إلى باقى مقاييس الاستحقاق، مع تحديد أكثر وضوحا لمخاطر تمديد الأجل.

ملء الثغرات

بدون وجود البيانات الكافية، سيضرب صناع السياسات على غير هدى. إلا أن ملء الثغرات يقتضى التزاما طويل الأجل وتعاون دوليا.

وتؤكد الأزمة الحالية أهمية تجاوز النهج الإحصائية التقليدية للحصول بطرق أكثر ابتكارا على مجموعة من المؤشرات المالية الحقيقة الأكثر تواترا والأشد ملاءمة للوقت المناسب لتدعم بشكل خاص جهود الإنذار المبكر، وتقوى عدد المبادرات الدولية التي تهدف إلى تعزيز قواعد البيانات الإحصائية وملء الثغرات الموجودة في البيانات.

ويعمل صندوق النقد الدولي حاليا على هذا بطريقتين. ففي نطاق المؤسسة، يقوم من خلال مشروع الربط بين البيانات بوضع مجموعة من المؤشرات التي تظهر في الوقت المناسب والأكثر تواترا لمجموعة من البلدان الهامة، مبدئيا على الأقل. وعلى المستوى الدولي، يرأس صندوق النقد الدولي فريقا مشتركا بين الوكالات معنيا بالإحصاءات الاقتصادية والمالية ويتضمن ذلك منظمات أخرى متعددة الأطراف. ويعتزم الفريق إنشاء موقع عالمي على شبكة الإنترنت للمؤشرات الاقتصادية والمالية - في البلد لعدد من البلدان المهمة - وعلاج بعض الثغرات ونقاط الضعف المعينة بطريقة متناسقة. ■

آدلهيد بورجي شميلز يعمل مديرا لدائرة الإحصاءات في صندوق النقد الدولي. ساعد في إعداد هذا المقال كل من روبرت هيث وأرميدا سان جوزيه من دائرة الإحصاءات في الصندوق.

المراجع:

Lane, Philip, and Gian Maria Milesi-Ferretti, 2006, "The External Wealth of Nations Mark II: Revised and Extended Estimates of Foreign Assets and Liabilities, 1970-2004," IMF Working Paper 0669/ (Washington: International Monetary Fund).

Rodriguez, Pedro, 2008, Data Provision to the IMF for Surveillance Purposes (Washington: International Monetary Fund).

إعادة

إعادة التفكير في دور الدولة والأسواق

روجر بوتيل
Roger Bootle

ميلتون فريدمان، هو القوة الدافعة، والذي حاج بأن الأسواق كانت تتمتع بالرشد والفعالية. وعلى النقيض من ذلك، فإن الحكومات، لم تكن تتمتع بالكفاءة وكانت غالباً غير رشيدة. فضلاً عن ذلك، فإنها لم تكن دائماً تعمل للمصلحة العامة، كما كان يمكن أن تقع فريسة للفساد أو أسيرة لمصلحة جماعة ما.

وربما كان أوضح تعبير عن هذا التغيير في وجهة النظر هو انقلاب فريدمان على التفسير الكينزي للكساد الكبير. فقد كان رأى كينز هو أن الكساد العظيم أظهر عيباً في الرأسمالية ونشأ الكساد عن انهيار الثقة لدى المستثمرين، وتفاعل ذلك مع خصوصيات الاقتصاد النقدي.

ما هو تفسير فريدمان؟ فشل السياسة. لقد ارتكب الاحتياطي الفيدرالي أخطاءً غفيرة - كان أهمها هو السماح بتقلص عرض النقود. وبدون هذا، كان ما سيحدث هو مجرد تباطؤ عادي وليس كساداً، هذا بغض النظر عن أن يكون كساداً كبيراً.

وقد وجدت فلسفة فريدمان تنفيذاً عملياً في سياسات رئيس الولايات المتحدة رونالد ريغان، ورئيسة الوزراء البريطانية مارجريت تاتشر التي يبدو أنها كانت ترفض كافة تسويات ما بعد الحرب. وكانت هذه السياسة ترى الرقابة المناسبة على النقود، والتي تم قبولها على أساس انتماؤها إلى المجال العام (على الرغم من أن بعض الأحرار اليقظين يجادلون حتى في هذا)، لا بد أن توفر الاستقرار على المستوى الكلي، والمنافسة، وتحرير النظم، والخصخصة وأن الضرائب المنخفضة لا بد أن توفر على المستوى الجزئي.

ومن منظور الانهيار المالي للفترة ٢٠٠٧-٢٠٠٩، فإن كثيراً من نواحي اليقين البسيطة بشأن أسس الأسواق الحرة تبدو الآن ساذجة إلى حد العيب. وربما يكون قد تم الإفراط في الاعتماد على آراء كينز ويعد ذلك تبين أنه تمثال من الجص لقديم. ولكن لا ريب أنه من الواضح الآن أن نفس الشيء يصدق على فريدمان.

الفهم الصحيح لآراء كينز

ما الذي تنبئنا به الأحداث الأخيرة عن الأسواق ودور الحكومة؟ أعتقد أنها تعيد تأكيد الدروس التي استخلصها الكينزيون الأوائل من تجربة الكساد في الثلاثينيات. والأمور الأكثر أهمية، هو أنها تؤكد على الاختلاف بين الأسواق المالية، وإنه لا يمكن تركها وشأنها إلا على حساب هلاكنا. ويتطلب الأمر توجيه سياسة الحكومة إلى منع التطرف في كلا الاتجاهين وتحقيق الاستقرار في النظام المالي وفي الاقتصاد.

وهناك أيضاً مشكلة خطيرة تواجه الرأسمالية تتمثل في سلوكيات المديرين

أن الاقتصاديين قد اعتادوا على الصدمات. فعندما سقط سور حائط برلين، لم يكن هناك سوى اليسير مما هو معروف عن كيفية تحقيق التحول من دولة شمولية ذات اقتصاد مخطط مركزي إلى مجتمع ديمقراطي يتبع اقتصاد السوق. وفي السنوات التالية لذلك، نشأ جانب جديد تماماً للموضوع - وتشكلت مثيرات مهنية باهرة كثير.

ويحتاج الأمر الآن إلى أعمال مماثلة من إعادة الاختراع، في ضوء الاضطراب الحالي في الأسواق المالية. ولا يتعلق الأمر بأن أشخاصاً كثيرين في الغرب - ونأمل ألا يكون كثيرون من الاقتصاديين - يأملون في التحول إلى التخطيط المركزي والملكية العامة المسهبة لمنشآت الأعمال، بل أن الحدود بين الحكومة والأسواق عادت إلى بوتقة الانصهار.

وبعبارة أخرى، فإننا كنا هنا من قبل، ولكن هذا يجعل الأمر أكثر إثارة للانزعاج. لقد أدت أحداث الثلاثينيات إلى ثورة في الاقتصاد - ولكن ذلك لم يكن قبل أن تبشر بفترة من الثورة السياسية التي أدت إلى حالة من البؤس البشري الذي لا يمكن وصفه.

الدروس المستفادة

من المستحيل تقديم ملخص لدروس الثلاثينيات، يمكن أن يكون محل رضاه كل شخص. إلا أن هذه هي محاولتي في تقديم خلاصة. فأولاً، يمكن للاقتصادات أن تتوقف في حالة كساد، لا تجد منها القوى الفاعلة فرادى مهرباً سواء أكانوا أشخاصاً أم شركات. والدولة هي الوكيل الوحيد في المجتمع الذي يتمتع بالقدرة على العمل للمصلحة الجماعية على نطاق كافٍ. هذا فضلاً عن أن هذا هو واجبها - أو محاولة منع الكساد، ثم الخروج منه إذا ما حدث.

ثانياً، هناك اختلافات بين الأسواق المالية. وارتفاع درجة عدم اليقين والأفاق الزمنية الطويلة تجعل الأسواق خاضعة لتأرجحات جامحة في المشاعر وفي سلوك القطيع. ونظراً لأهمية الأسواق المالية للنشاط الاقتصادي الحقيقي، فإنه لا يمكن تركها لتعمل وفق رغبتها. بل إن الأمر يستدعي التدخل والإدارة والتنظيم وفرض القيود.

الثورة والثورة المضادة:

سيطرت آراء كينز عن العلاقات الكلية بين الأسواق والحكومة في معظم الدول الغربية طوال السنوات التي أعقبت الحرب العالمية الثانية وحتى الثمانينيات. ولكنها واجهت عندئذ ثورة مضادة أدت إلى انقلابها. وفي عالم الفكر كان

رسم الحدود

ولكن من الذى ينبغي أن يتحمل مسؤولية هذه الإدارة الكلية؟ بالتأكيد، ليس القطاع الخاص. فهذا فشل للحكومة- لوزارات الخزانة والبنوك المركزية- التى خدعت نفسها، إلى جانب الآخرين، وتمرغت فى نعيم رخاء وهمى تمت إقامته على الرمال.

لا تحاول إصلاح ما ليس مكسورا

إن الخطر الأشد فى كل هذا الآن هو أننا سنخرج بالوليد وهو مازال مبللا بمياه الحمام. إذ أنه بعيدا عن عالم المال، لم تكشف هذه الأزمة عن إخفاق شامل للرأسمالية- على الرغم من أن الرأسمالية تمر بأزمة نتيجة لها. فالاقتصادات الغربية فى معظمها، المشروع المعتاد لإنتاج السلع والخدمات وتوزيعها، تضى

«لم يكن الخطأ فى سوء التنظيم فى سوق بعينها، بل فى سوء إدارة الاقتصاد بأسره»

فى طريقها بشكل جيد. والدرس الوحيد المستفاد لهذا الجزء من الاقتصاد من هذه الأحداث هو أهمية مشكلة الوكالة. والتحدى الجاد، هو ترويض المديرين التنفيذيين الجشعين وجعل الشركات تسلك وفقا لمصالح مساهميهيها، ولا بأس بمصالح المجتمع ككل. والآن وقد ظهر أن كافة عصابات المديرين التنفيذيين لم تكن تتسم بالجشع فحسب، بل أيضا بعدم الكفاءة، فإن الأحداث الأخيرة تعرض للخطر الدعم الشعبى للرأسمالية ذاتها.

والخطر الأعظم الذى أخشاه هو أن يؤدى الإحساس بالاشمئزاز وخيبة الأمل بعد أحداث ٢٠٠٧-٢٠٠٩ إلى انتشار التحرر من أوهام الأسواق عامة، فى الوقت الذى نحتاج إلى قيام كثير منها بما تصلح له لتحفيز وتشجيع أفضل استخدام للموارد النادرة، وخاصة حاليا فى ميادين حماية البيئة، وتغيير المناخ، واستخدام الطرق.

إننا نحتاج الآن إلى إصلاح الأسواق المالية، وهو ما يعنى بطرق متنوعة، زيادة أكبر فى دور الحكومة. إلا أننا لا نحتاج إلى حكومة أكبر. بل، أننا باستثناء ما يتعلق بسلطات المديرين التنفيذيين فى الشركات، لا نحتاج إلى أكثر من إصلاح اقتصاد السوق بصفة عامة. ■

روجر بوتيل يعمل عضوا منتدبا للإدارة فى شركة كابتال إيكونوميكس للاستشارات التى يوجد مقرها فى لندن. ومن المنتظر أن يظهر كتابه «المشكلة مع الأسواق» فى شهر سبتمبر ٢٠٠٩، وهو من إصدار نيكولاس بريلى.

التنفيذيين فى الشركات - وهو أمر كان معروفا تماما، تقريبا منذ بداية النظام الرأسمالى. إذا أن النظرية الرأسمالية تنصب فى جوهرها على سلوكيات المصلحة الذاتية التى تحقق المصلحة المشتركة. ومع ذلك، فإن أصحاب الشركات بصفة عامة، لا يقومون بإدارتها ولكن يتولى إدارتها مديرون موظفون، يتمتعون بسلطات ضخمة فى إدارة الأمور اليومية. ويعرف هذا فى الأدبيات الاقتصادية باسم «مشكلة الوكالة». وفى الجهاز المصرفى، وعلى الرغم من أن الأجر المدفوع ليست هى السبب الجذرى فى الأزمة، فإن المستويات غير العادية للأجور والمرتبات وهياكلها، لعبا دورا مساندا رئيسيا - فى تشجيع تحمل المخاطرة التى أدت إلى زعزعة استقرار النظام.

حكومة أفضل، لا أكبر

لم تكن هذه الأزمة مجرد فشل لنظام السوق. فقد لعب فشل الحكومة دورا كبيرا أيضا. ففى نهاية المطاف، فإنك إذا قبلت أن الحكومة ينبغي أن تتحمل مسؤولية دعم النظام الاقتصادى لكى تدفع عنه الكساد، بما فى ذلك التوسع فى استخدام المالية العامة، فإنك لابد أن تتوقع قيام الحكومة بتعزيز سلطاتها لعمل ذلك والمحافظة عليها.

ومع ذلك فإن هذا يعنى الحصول على موارد مالية ضخمة. ومما يثير الانزعاج رؤية أن كثيرا من الحكومات الغربية تحجم عن تقديم هذا الدعم على نطاق واسع لقلقها من أن يصل ذلك إلى حد تخشى معه الأسواق من الإعسار السىادى. إلا أن السبب فى هذا يرجع إلى إسراف الحكومات فيما مضى فى الاقتراض، وتركها لنسبة الدين إلى الناتج المحلى الإجمالى تصل إلى هذه المستويات المرتفعة. والمفارقة أن استعداد الدولة للقيام بدورها الحيوى فى الحماية من الكساد، يتطلب منها عادة أن تخفض لأدنى حد احتياجاتها للنقود من الأسواق، وأن تبقى على انخفاض نسبة الدين إلى الناتج المحلى الإجمالى. وقد أخفقت معظم البلاد الغربية تقريبا بشكل واضح فى القيام بذلك.

كما أنه فى خضم المطالبة بقدر أكبر من التنظيم، فإن علينا أن نعترف بأن الأسواق فى الواقع مثقلة بالتنظيمات. ولكن الأمر هو أنها كانت سيئة التنظيم. والررد على الأزمة لا يكمن فى زيادة التنظيم، ولكن فى التنظيم الأفضل.

أما ما هو أكثر، فهو أن الموضوع كان يتعلق بالتنظيم الجزئى بدرجة أقل ويتعلق بدرجة أكبر بالإشراف الكلى. ولم يكن الخطأ نتيجة لسوء التنظيم لسوق معين ولكن كان بسبب سوء إدارة الاقتصاد بأسره- الاعتماد المفرط على الائتمان، والتغاضى عن، بل حتى قبول وتبنى فقاعة عقارات الإسكان؛ وفى حالة عديد من البلدان منها الولايات المتحدة، والمملكة المتحدة، وأسبانيا وكثير من دول أوروبا الشرقية، كان الأمر يتعلق بالإفراط فى الاعتماد على الأموال الخارجية التى مكنت تلك البلدان من الاستمرار فى تحمل حالات عجز ضخمة فى الحساب الجارى.

صورة الآتى خدأ

براد سيتسر
Brad Setser

قانون نيويورك وتسهيلات الإقراض الجدية لصندوق النقد الدولي والتي كان الغرض منها مساعدة البلدان التي تواجه أزمات ناشئة من التأرجح المفاجئ في التدفقات الرأسمالية.

وفى الوقت نفسه، كان النظام المالى العالمى الذى بزغ من الأزمة الأخيرة يختلف بشكل أساسى عن النظام المالى الذى كان موجوداً قبل الأزمة. وفى عالم يساعد فيه نمو غير مسبوق فى الأصول الأجنبية لدى البنوك المركزية فى الاقتصادات الناشئة، فى تمويل العجز الضخم فى الحساب الجارى للولايات المتحدة بأسعار فائدة منخفضة لا يماثل عالمياً يقوم فيه مستثمرو القطاع الخاص فى الولايات المتحدة بتمويل حالات العجز فى عالم الاقتصادات الناشئة. وبينما لم يتغير صندوق النقد الدولي أو مجموعة السبعة بهذا القدر، فإن العالم من حولهما فعل ذلك.

قرارات، قرارات

إن أهم الدروس المستفادة من الماضى هى أن النظام المالى الدولي تحدده بدرجة أكبر قرارات البلدان الرئيسية التى تتخذها فى أثناء وفيما بعد أى أزمة أكثر مما تحدده لغة البلاغات المنمقة والتى يتم اختيارها بعناية. و «البنبان» المطلوب للتصدى لأزمات «الحساب الرأسمالى» كانت نتيجة لقرار الولايات المتحدة بإقراض مبالغ ضخمة إلى المكسيك عندما ما لم يتمكن من إعادة تمويل سندات المصدرة بالدولار فى عام ١٩٥٥، وقرار صندوق النقد الدولي اللاحق بتولى زمام القيادة فى تقديم تمويل على نطاق واسع فى الأزمة الآسيوية والشروط التى فرضها صندوق النقد الدولي على قروضه التى يقدمها إلى آسيا. ولم يحدد بلاغ كولون المشترك لمجموعة السبعة - الذى حاول بوضوح أن يرسى رؤية مجموعة السبعة للبنبان المالى - النظام العالمى لسعر الصرف. وقد نشأ هذا من انهيار مجلس النقد فى الأرجنتين، ونجاح البرازيل فى التقويم الموجه لسعر الصرف، واستمرار مجالس النقد فى كثير من اقتصادات أوروبا الشرقية، واستمرار دول الخليج فى ربط عملاتها بالدولار - وفوق كل ذلك - قرار الصين بالمحافظة على الارتباط بالدولار حتى

بعد الأزمة المالية الآسيوية، بذلت الاقتصادات الرئيسية القائمة فى العالم جهوداً ضخمة، لإعادة صنع النظام المالى الدولي. وبعد عشر سنوات، قررت أن تقوم بذلك مرة أخرى. رجاء الجهد المبذول فى عام ١٩٩٨ لمراجعة «البنبان المالى» العالمى فى أعقاب أزمة أصلها فى انتشار حالات العجز الخارجى فى عالم الاقتصادات الناشئة - وهى حالات العجز التى كان يتم تمويلها طوعاً فى خلال فترة ما من جانب البنوك والمستثمرين من القطاع الخاص فى الاقتصادات الثرية بالعالم. أما الجهد الثانى فسيأتى عقب أزمة للنظام المالى بدأت فى الولايات المتحدة، وامتدت إلى البنوك الأوروبية التى كانت قد اقترضت الدولارات لشراء الأوراق المالية للولايات المتحدة، ثم انتقلت العدوى إلى معظم الاقتصاد العالمى.

وكان انهيار أسعار المساكن فى الولايات المتحدة الذى أدى إلى خسائر ضخمة فى البنوك الكبرى وشركات السمسرة قد أطلق عنان الأزمة الحالية. ولكن العجز المالى العائلى فى الولايات المتحدة، والمملكة المتحدة، وكثير من اقتصادات منطقة اليورو كان لا يمكن تحويله لأجل طويل كهذا وبأسعار فائدة منخفضة كهذه. بدون حدوث زيادة غير مسبوق فى أصول البنوك المركزية والصناديق السيادية فى عالم الاقتصادات الناشئة. ولم يكن مستثمرو القطاع الخاص مطلقاً حريصين على هذا النحو على تمويل حالات العجز الضخمة فى الولايات المتحدة بطيئة النمو، ولكنهم كانوا يرغبون فى تمويل الاقتصادات سريعة النمو فى العالم الناشئ؛ ولم يساء الجهد المبذول فى عام ١٩٩٨ - ١٩٩٩ مطلقاً الاسم الذى أطلق عليه: فالبنبان يشير إلى بناء مؤسسات جديدة أو أن يعيد على الأقل نمذجة المؤسسات القائمة لتحقيق التعاون المالى والاقتصادى الدولي. ومن الواضح أن هذا لم يحدث. أما ما انبثق بدلا منه فهو حشد من المقترحات الرامية لمساعدة الاقتصادات الناشئة على تخفيض تعرضها لمخاطر التأرجحات المفاجئة فى التدفقات الرأسمالية - جنباً إلى جنب مع أحكام جديدة «لإعادة الهيكلة» فى السندات السيادية الدولية التى يحكمها

إن القرارات الوطنية،
وليست القمم
الدولية هى التى
ستعيد صنع النظام
المالى العالمى



صفوف المودعين خارج أحد بنوك المملكة المتحدة الذي تقدم بطلب للحصول على تمويل طارئ من البنك المركزي.

مقومة بعملاتها الخاصة بدرجة أعلى مما توقعه كثيرون قبل ١٠ سنوات مضت - ساعدها على ذلك الشعور المتنامي بأن معظم عملات الأسواق الناشئة كانت مقومة بأقل من قيمتها. ولا ينبغي الشك في مدى ضخامة حجم هذا التغيير. فعالم تدخل فيه الحكومة الروسية مرحلة كساد عام ولديها ١٠ مليار دولار بالعملة الأجنبية في شكل احتياطات و ١٤٠ مليار دولار في شكل ديون بعملة أجنبية، يختلف تماما عن عالم تدخل فيه الحكومة الروسية مرحلة كساد ولديها ٦٠٠ مليار دولار في شكل احتياطات، و ٣٥ مليار دولار فقط في شكل ديون مقومة بالعملة الأجنبية. وأوجه تعرض روسيا حاليا للمخاطر حقيقته كلها لا تظهر في الميزانية الخارجية للحكومة. كما أن الميزانيات الحكومية لاقتصادات ناشئة أخرى - كالبرازيل مثلا - لا تشبه في شيء ما كانت عليه في عام ١٩٩٨.

وفي مجالات أخرى، أثبت التوافق الحقيقي في الرأي أنه مرواغ. المجموعة السليمة من مجمع البلدان حول المائدة نادراً ما كان هو المشكلة الرئيسية. بل كانت الصعوبة الكبرى تتمثل في عدم اتفاق البلدان الرئيسية - التي لم تكن ترى حاجة للوصول إلى اتفاق طالما لم تكن هناك ضغوط من أزمة قائمة. فعلى سبيل المثال، فإن مجموعة السبعة، على نحو يقبل الجدل هي المجموعة الصحيحة لبحث متى ينبغي لصندوق النقد الدولي إقراض مبالغ ضخمة للاقتصادات الناشئة. ومع ذلك، فإن مجموعة السبعة، لم تكن ترغب في التخلي عن خيار إمداد البلدان التي تواجه تهاافتا على عملاتها - أو البلدان العاجزة عن تأجيل استحقاقات ديونها الخارجية - بمبالغ ضخمة من التمويل الذي يتركز في أول الفترة، كما لم تكن ترغب في الاعتراف بالحدود القديمة للحصول على تمويل صندوق النقد الدولي لم تعد هي المعيار للاقتصادات الناشئة الرئيسية. وقد تم إخفاء الخلافات الحقيقية حول استصواب استمرار السماح للاقتصادات الناشئة باقتراض مبالغ ضخمة من الاحتياطات لمساعدتها في إدارة التآرجح الكبير في التدفقات الرأسمالية؛ كما تركت القرارات الصعبة للأزمة القادمة.

وقد بذلت مجموعة السبعة جهداً لتوسيع بحث نظم سعر الصرف كي تتضمن بلدان العالم الناشئة؛ وحتى في أثناء التسعينيات، كان من الواضح أن الاقتصاد العالمي لم يمكن اختزاله في الولايات المتحدة، وأوروبا الغربية واليابان فحسب. ولكن توسيع نطاق الحوار ليشمل بلدان العالم الناشئة - من خلال منتديات مثل مجموعة الدول الاثنتين والعشرين، ثم مجموعة العشرين - لم يحقق التماسك في النظم العالمية لسعر الصرف. وتم تعويم الدولار مقابل اليورو - وفي معظم الأحيان مقابل الين. وتم تعويم الجنيه الاسترليني والدولار الكندي مقابل عملات البلدان الأكبر المجاورة. إلا أن التسارع الهائل في نمو احتياطات الأسواق الناشئة ابتداء من عام ٢٠٠٢ فصاعداً كذب أي فكرة تقول بأن النظام المالي النقدي يجري تحديده بواسطة بنوك مركزية مستقلة تستهدف التضخم، تدع عملاتها لتقوم مقابل بعضها بعضاً للمحافظة على استقلالها النقدي الذاتي. لا تتجاهل المشاكل الصعبة... كان أحد مصادر الضغط الأساسية على احتياطات النقد الأجنبي في الاقتصادات الناشئة الرئيسية في أزمة ١٩٩٧ -

بعد أن بدأت قيمة الدولار في الانخفاض في ٢٠٠٢. وتم تحديد النظام التنظيمي من خلال القرار بعدم التوجيه في النظام المالي لسعر الصرف المحاسبي - المؤسسات غير الخاضعة للتنظيم لحد كبير أو المنظمة برفق أو التي أصبحت تلعب تقريبا نفس دور البنوك في الاقتصاد مثلا عن طريق عمل منتدى التثبيت المالي. وهناك ثلاثة دروس إضافية مستفادة من الجدل بشأن بنين ١٩٩٨ - والمناقشات التي أعقبته بشأن الإطار العالمي لمنع إدارة الأزمات المالية الدولية - جديرة بتذكرها.

جمع المجموعة السليمة من البلدان حول المائدة لا يضمن النتائج. حدث التغيير الحقيقي عندما كان هناك توافق واسع في الرأي بين البلدان المعنية على طبيعة الإصلاحات المطلوبة. وأوضح الأمثلة على ذلك هو اتفاق الاقتصادات المتقدمة والناشئة على أن الاقتصادات الناشئة يمكنها أن تخفض من مدى تعرضها لخطر الأزمات من خلال الاحتفاظ باحتياطات أكبر، وإحلال ديون مقومة بالعملة المحلية محل الديون المقومة بالعملة الأجنبية. وقد أثبتت حكومات معظم الاقتصادات الناشئة قدرة أكبر كثيرا على تمويل نفسها بديون



تزامم المستهلكين على شراء الأغذية في جاكارتا، إندونيسيا. في أثناء الأزمة المالية الآسيوية.

تحديات إعادة هيكلة الأوراق المالية المضمونة بالرهون- أو الرهون المقومة بعملات للاقتصادات الناشئة، بينما تم تجاهل مخاطر الإفراط في التأمين الذاتي. ومن المؤكد أيضا عدم بحث الكيفية التي ينبغي على الاقتصادات المتقدمة اتباعها في إدارة المخاطر المرتبطة بازدياد الطلب على الاستدانة منها من جانب الاقتصادات الناشئة التي تتطلع إلى زيادة رصيدها من الأصول الاحتياطية بما في ذلك المخاطر المتمثلة في أن رغبة الاقتصادات الناشئة في الحصول على الاحتياطيات قد تشوه الأسواق المالية في الاقتصادات المتقدمة وتخفي آثار حالات العجز في الموازنة العامة وفي القطاع العائلي.

علامات مبشرة بالأمل

هل ستنتج الجهود المبذولة حاليا لإعادة تشكيل النظام المالي الدولي؟

ما زالت هذه الأزمة في مراحلها المبكرة. وتوحى التجارب السابقة بأن القرارات الوطنية، والتي غالبا ما يتم اتخاذها تحت وطأة محنة شديدة، ستؤثرا كثيرا في تحديد شكل النظام المالي العالمي في المستقبل بدرجة أكبر مما تقوم به مؤتمرات القمم الدولية.

ولكن ما يزال من المهم محاولة صياغة توافق عالمي في الرأي بشأن أنواع التغييرات المطلوبة في النظام المالي العالمي. وهناك بعض العلامات المشجعة. فقد دعيت الاقتصادات الناشئة الرئيسية بطريقة جديدة إلى مائدة الحوار. إن مجموعة السبعة ما زالت مستمرة- إلا أن قمة قادة مجموعة العشرين G 20 السنوية يحتمل أن تكون أكثر جذبا للاهتمام من الاجتماع السنوي الذي يعقد في المنتجعات الصيفية لمجموعة السبعة.

لقد أعادت الأزمة نفسها فعلا تشكيل البنين لكل من النظم المالية في الولايات المتحدة، والمملكة المتحدة، وأوروبا- مع قيام الحكومات بلعب أدوار أكبر كثيرا مما سبق في الوساطة المالية. وهو ما ينبئ بالتأكيد أيضا عن أحداث تغييرات ضخمة في الهيكل التنظيمي.

وما لم يتم تقسيم المؤسسات الضخمة بصورة تهددها بالقوة، يكون من الخطأ الاعتماد على أسواق الائتمان في تنظيمها وضبطها. يتعين أن يتم في الأجل القصير إعطاء أولوية لاحتواء الأزمة الحالية قبل محاولة تجنب الأزمة التالية- وفي الوقت الحالي يؤدي إلزام المؤسسات بالاحتفاظ بقدر أكبر من رأس المال إلى أن تلحق الهزيمة بنفسها. وقد أخلت الاستدانة لتحقيق الفاعلية المالية الطريق سريعا أمام إلغاء هذه الاستدانة. ومع ذلك، فإنه بمرور الوقت، تحتاج المؤسسات الضخمة إلى الاحتفاظ بمواقع أكبر للصدمات من رأس المال والسيولة. وهذا عمل يتعين على الاقتصادات العالمية الناضجة أن تقوم به بنفسها. ولكن

١٩٩٨ هو انخفاض الإقراض المصرفي عبر الحدود. وفي أزمة الأرجنتين وحدها كانت المدفوعات لسداد قيمة السندات السيادية الدولية مصدراً رئيسياً للاستنزاف في ميزان مدفوعات البلاد- وحتى في الأرجنتين، كان التهافت المحلي لاستيراد الودائع من البنوك، مصدراً أكبر لتدفق رأس المال إلى الخارج. ومع هذا، فقد ركزت المناقشات المفعمة بالحيوية بدرجة أكبر التي نتجت عن هذه الأزمات على إزالة العوائق القانونية المفروضة على إعادة هيكلة السندات السيادية الدولية. ولم يحظ الحد من التدفقات إلى الخارج والمصحوبة بالائتمان المصرفي قصير الأجل- أو بالنسبة لهذا الموضوع، مراقبة المخاطر المصحوبة بارتفاع كبير في إقراض البنوك للاقتصادات الناشئة- باهتمام مماثل.

ولكن كان ينبغي لها ذلك. فقد افترض صناع السياسات أن الاقتصادات الناشئة ستحول نفسها من خلال بيع السندات القابلة للتداول، بدلا من الاقتراض مباشرة من البنوك العالمية. ولكن بحلول نهاية الربع الثاني من عام ٢٠٠٨، بلغ إجمالي الإقراض المصرفي عبر الحدود المقدم إلى اقتصادات العالم الناشئة (وكان معظمه مقدا إلى بنوك ومنشآت القطاع الخاص) ١,٢ تريليون دولار، وهو مبلغ يتجاوز بسهولة الرصيد القائم للسندات السيادية الدولية. وسيثبت أن المباراة الفاصلة في تعرض البنوك للمخاطر عبر الحدود مصدرا أكثر ضخامة للضغط على الاقتصادات الناشئة في الأزمة الحالية بدرجة تتفوق على استحقاق دفع السندات السيادية الدولية. وتجاهل المشكلة الصعبة لا يعني بالضرورة أنها ستختفي... لكن عليك أيضا أن تتحدى افتراضاتك. دائما إبراز عودة ظهور الأوجه القديمة للتعرض للمخاطر، عن تخيل المخاطر الجديدة. ومن المدهش أن الجدل حول «البنات» قد تركن، بصفة تكاد أن تكون كاملة على خطر انتقال الأزمة المالية في اقتصاد سوقى ناشئ واحد إلى الاقتصادات الناشئة الأخرى ومنها إلى الاقتصاد العالمي- ولم يبحث بجدية مطلقا أن الاضطراب المالي في اقتصاد متقدم قد يثبت إنه أكثر زعزعة للاستقرار بعالم الاقتصادات الناشئة عن الاضطراب المالي الذي يحدث في اقتصاد ناشئ آخر.

وقد مارست مجموعة السبعة، الضغط على صندوق النقد الدولي لكي يدرس عن كثب أكثر، الميزانية العمومية، ليس فقط من ناحية المالية العامة. ولكن أيضا من ناحية التعرضات للمخاطر في الاقتصادات الصاعدة. ولم يتم القيام بضغط مماثل بشأن تقييم ما إذا كانت القطاعات المالية الأمريكية والأوروبية معرضة أيضا لأخطار القطاع العائلي. ومع ذلك فإن شكاوى الاقتصادات الناشئة بشأن أوجه عدم الإنصاف الإجرائية في إشراف صندوق النقد الدولي تغفل نقطة أكثر أهمية: وهي أنه ليس هناك سوى دليل ضئيل على أن الإشراف الأكثر كثافة من جانب صندوق النقد الدولي، فقد أحدث فرقا. ففي عام ٢٠٠٧، أفرط صندوق النقد الدولي في الثناء على دور المالية للولايات المتحدة «المبتكر بدرجة عالية» في «دعم التدفقات الرأسمالية»، وحاج بأن تفوق الولايات المتحدة في خلق منتجات مالية مركبة قد ساعد على اجتذاب الأحوال المطلوبة لاستدامة العجز الخارجي الضخم للولايات المتحدة. وذكر الصندوق في تقريره الذي يصدره بموجب المادة الرابعة من ميثاقه أن «البنوك التجارية الاستثمارية الرئيسية تتمتع بمراكز مالية سليمة، إن المخاطر النظامية لا تزال منخفضة». وذلك على الرغم من تسليمه بأن «الابتكارات المالية قد عقدت تقدير المخاطر في الوقت الذي ازداد فيه الإقبال على تحمل مخاطر أعلى وتدهورت فيه معايير الإقراض في بعض القطاعات». كلنا نخطئ، ولكن هذا لم يكن بالضبط تحذيراً أجوف بشأن تراكم المخاطر.

واستفادة من النظر إلى الخلف، فإنه مما يثير الدهشة عدد القضايا الرئيسية الخاصة بالسنوات القليلة الماضية التي تركت خارج جدول أعمال «البنين». وقد تم بحث الطرق الخاصة بمساعدة الاقتصادات الناشئة في إدارة تذبذبات التدفقات الرأسمالية، ولكن لم يتم بحث الطرق الخاصة بمساعدتها لإدارة تذبذبه أسعار السلع. كما تم بحث طرائق إعادة هيكلة السندات السيادية، ولكن لم يتم بحث

على الاقتصادات الناشئة أن تصر على قيامها بهذا العمل أيضا. إن مصلحة الاقتصادات الناشئة في العالم في قيام مؤسسات جيدة التنظيم في قلب النظام المالي العالمي مصلحة واضحة: فقد أثار انهيار بنك ليمان أزمة تمويل أكبر كثيرا بالنسبة لعدد كبير من الاقتصادات الناشئة بخلاف إعسار روسيا.

علامات أقل مدعاة للأمل

إن التنظيم الأفضل ليس هو كل المطلوب للمساعدة في إنشاء قاعدة أقوى للنمو العالمي. وهناك ثلاثة قضايا إضافية تبرز للصدارة:

- تنسيق حوافز الاقتصاد الكلى.
- تطوير نظام سعر الصرف العالمي.
- تقوية المؤسسات العالمية للإقراض في الأزمات.

وفي كل مجال من هذه المجالات، ليس من الواضح بعد ما إذا كان هناك حقيقي في الرأى بشأن التغيير.

ففي قمة الازدهار - العقارى للمساكن في الولايات المتحدة وأوروبا، كانت حالات العجز المالي العائلى الكبيرة في بعض الاقتصادات الناشئة تلغى الفوائض في عالم الاقتصادات الناشئة. إلا أن الازدهار لم يكن مستمر إلا باستمرار القطاع العائلى النقل بالديون فعلا بمزيد من الاستدانة. وعندما أصيبت الأسر بالإجهاد. كان على الحكومات أن تتدخل بحزمات من الحوافز الضخمة. ولكن - وكما أوضح مارتن وولف من جريدة الفاينانشيال تايمز بدون كلل ولا ملل - كانت هناك مخاطرة بأن اتصال الأسر بالديون قد يؤدي مباشرة إلى اتصال الحكومات بالديون.

والاستنتاج الواضح هو أن البلدان ذات الأحجام الضخمة من الديون والعجز لا ينبغي أن تتحمل العبء الثقيل لدعم النمو العالمي. فالبلدان ذات الفائض الكبير ينبغي أن تقوم أيضا بدورها - ولا تعتمد على مجرد الاعتماد على ما ينسكب من هذه الحوافز الضخمة. وبدون ذلك فإن الأزمة النظامية التالية، يمكن بسهولة أن تأتي من فقدان الثقة في ميزانية القطاع العام في اقتصاد متقدم يعانى عجزا خارجيا كبيرا.

وهناك قضية ثانية - خاصة بأسعار سعر الصرف - لم يرد لها أى ذكر في البلاغ المشترك الذى صدر بعد الاجتماع الأول لقادة دول مجموعة العشرين. ولا يعتبر هذا أمرا مشجعا، إذ أنه يوحى بعدم الرغبة في بحث القضايا الرئيسية التى تواجه الاقتصاد العالمي. وكان من الممكن أن يؤدي قرار بنك الاحتياطى الفيدرالى بتخفيض أسعار الفائدة في الولايات المتحدة، بعد أزمة الانترنت، إلى إضعاف الدولار وازدهار الصادرات، لا إلى ازدهار الاستثمار في المساكن، ولكن البلدان الرئيسية تبعت ما حدث في تخفيض في الدولار. مما حد من التخفيض الشامل في قيمة الدولار، وكانت النتيجة النهائية للتخفيض المتقاربة للدولار - والرينمبى في مقابل اليورو هي تحقيق الصين لفائض ضخم وزيادة التمويل الصينى للولايات المتحدة - وليس تناقص العجز التجارى للولايات المتحدة. وقد أشاحت هيئات التنظيم في الولايات المتحدة بأنظارها عندما كانت الأسر تتحمل مبالغ ضخمة من الديون - وظلت المؤسسات المالية الرئيسية تحقق أرباحا مرتفعة مع هبوط الهوامش عن طريق زيادة الاستدانة لزيادة الفاعلية الحالية (أى من خلال الاقتراض لشراء المزيد من الأصول). ولكن من الصعب رؤية كيف تم السماح للتعرض للمخاطر في القطاع العائلى بالولايات المتحدة بأن يتراكم لفترة طويلة بدون التدفقات الضخمة من البنوك المركزية العالمية.

تكامل الأسواق الناشئة الضخمة في الاقتصاد العالمي قمين بأن يكون أمرا معقدا إذا اختلفت نظم الصرف الأجنبى اختلافا كبيرا عن نظم الصرف الأجنبى في الاقتصادات الضخمة الأخرى في العالم، وخاصة إذا ما كانت عملات البلدان الأخرى ذات الفوائض الخارجية الكبيرة مرتبطة بعملة الدولة التى تعانى من

أصخم عجز خارجى. وقد خلص صندوق النقد الدولى إلى أن تخفيض الإختلالات العالمية في التوازن يحتمل أن يعنى ضمنا تخفيض قمة عملة الدولة ذات العجز - وليس من الواضح ما إذا كانت عملات البلدان ذات الفوائض الكبيرة ينبغي أن تنخفض هي أيضا. كما أنه ليس من الواضح ما إذا كان ينبغي لمعظم الدول المصدرة للنفط أن تستمر في ربط عملاتها بالدولار. فكتيرا ما انخفض الدولار عندما كانت أسعار النفط ترتفع، أو كان الدولار يرتفع عندما كانت أسعار النفط تنخفض.

وأخيرا، فإن صندوق النقد الدولى تنقصه المواد الكافية لدعم استقرار النظام المالي العالمي - أو تقديم مجمع كبير بقدر كافٍ من الاحتياطيات المشتركة، لتوفير بديل حقيقى للتأمين الوطنى الذاتى (أو حدود المقايضات الثنائية الضخمة). ومن المحتمل أن يخلص كثير من الاقتصادات الناشئة إلى أن المحافظة على استقرارها المالي الخاص في مواجهة التآرجح الضخم في الصادرات، وأسعار السلع، والتدفقات الرأسمالية، تتطلب احتياطيات ضخمة لا يمكن تخيلها تقريبا. والاقتصادات الناشئة التى يبلغ الناتج المحلى الإجمالى فيها تريليون دولار - ولديها الآن احتياطيات تبلغ ٢٠٠ مليار دولار ليست متأكدة أن ما لدى صندوق النقد الدولى والذي يبلغ ٢٠٠ مليار دولار (-، ٣٥٠ مليار دولار تمثل إجمالى حدود التسهيلات الائتمانية للصندوق وتشمل الحد الجديد من التسهيلات المقدم من اليابان) كافيا. وقد بدأت روسيا الأزمة ولديها ما يقرب من ٦٠٠ مليار دولار - وهذا لن يكون كافيا إذا ما استمرت احتياطياتها تنخفض بنحو ١٠٠ مليار دولار كل ربع سنة. وكان التآرجح مؤخرا في تدفقات رأس المال العالمية شديد التطرف - مع تحول الرقم القياسى في التدفقات الخاصة الداخلة (سويا) إلى عالم الاقتصادات الناشئة، إلى تدفقات خارجية صافية ضخمة في نطاق زمنى لا يتجاوز ربع سنة فقط. ولم تكن التآرجحات في أسعار السلع، وما يصاحبها من إيرادات الصادرات أقل تطرفا. والتمويل الذى يبلغ ٢٠٠ مليار دولار أصغر من أن يلائم أى اقتصاد رئيسى ناشئ.

عالم النقد

إن الأزمة اليوم تضرب كافة أجزاء الاقتصاد العالمى بقسوة. وتعانى البلدان التى اعتمدت على التدفقات الرأسمالية الخاصة الوافدة لتغطية العجز الخارجى من توقف مفاجئ للتدفقات الرأسمالية يماثل التوقف المفاجئ الذى كان علامة مميزة لأزمة ١٩٩٧-١٩٩٨. كما أن البلدان ذات الفوائض في حساباتها الجارية والتي لم تعتمد على التدفقات الرأسمالية المستمرة ليست أفضل حالا: إذ يتصارع مستوردو السلع جنبا إلى جنب مع مصدرى السلع في خضم انكماش غير عادى في التجارة العالمية. ومن الواضح أن خطأ ما قد حدث. ولا ينبغي أن يكون هناك شك في مدى الحاجة إلى نظام مالى أكثر قوة - نظام أقل تعرضا لحالات العجز المالى المفرط في الاقتصادات الناشئة على حد سواء، كما يكون أيضا أقل تعرضا للانقلاب المفاجئ والأزمات الحادة.

والتنبؤ بالمخاطر القادمة في المستقبل صعب، إلا أن التجارب المؤلمة في الشهور الماضية لا بد أن تدفع كافة البلدان لبذل جهد أكبر - والتفكير بعناية بشأن نوع الاقتصاد العالمى الذى تريد أن تراه بازغاً من الأزمة الحالية. وهناك اقتراح عدم الاعتماد على أوجه العجز الضخمة في الولايات المتحدة لتحريك الطلب على المستوى العالمى، أو الاعتماد فقط على أوجه العجز لدى الولايات المتحدة لإمداد العالم بكميات ضخمة من الأصول الاحتياطية. لأن هذا لم يجد نفعاً. ■

براد سيتسر زميل في الاقتصاد الجغرافى في مجلس العلاقات الخارجية.

يتفق الجميع على
إصلاح حوكمة
الأسواق المالية،
ولكن من سيفعل ما
لا يزال مبهما

شبكة مشوشة

بقلم أمار باتاتشاريا

Amar Bhattacharya

عليها من خلال وضع وتنفيذ التنظيمات. وبقيت هناك فجوة مزعجة بين أنشطة السوق والنطاق التنظيمي، وبخاصة فيما يتعلق بالأسواق الناضجة.

وقد كشفت الأزمة المالية الحالية بشكل مثير عن الكيفية التي أضرت بها أوجه الضعف التنظيمي هذه بالاقتصاد العالمي، وأبرزت الحاجة إلى نهج عالمية لتنظيم الأسواق العالمية. وكانت هذه الأسواق حتى التسعينيات من القرن الماضي تعامل كناحية واحدة فقط - وكناحية تتسم بالسرية - من جدول أعمال أكثر اتساعا للحوكمة الاقتصادية العالمية، وهناك تسليم عالمي شامل حاليا بأن إصلاح الأسواق المالية أمر رئيسي وعاجل وله أولوية عالمية. ولكن على الرغم من وجود كثير من مقترحات الإصلاح، لم يكن هناك اتفاق على مدى الإصلاح المطلوب، وعن من الذي سيقوم بماذا، وكيفية تنسيق التعاون الدولي وتقويته.

الأزمة المالية التي اكتسحت العالم في

بؤرة التركيز نقاط ضعف خطيرة بشأن

كيفية حوكمة الأسواق المالية العالمية

حاليا. فمنذ سبعينيات القرن الماضي، نمت الأسواق المالية العالمية - تحت سيطرة المؤسسات القائمة في الأسواق الناضجة - نموا مضاعفا أسرع كثيرا في الواقع عن أية أسواق عالمية أخرى.

وكان محرك التوسع، هو من القوى التي تعزز بعضها البعض للتححرر من قيود التنظيم والابتكارات المالية. ولعبت البنوك دورا رئيسيا في هذا التوسع الحاد المتواصل والتدويل المضطرد، إلا أن أسواق رأس المال والاتجاه نحو التوريد ساعدت أيضا في تحويل التمويل.

أما الذي لم يتم - أو لم يمكنه المسaire - مع انتشار هذه الأسواق فقد كان هو المؤسسات والهيكل التي تشرف

وضعت

الصورة تبين المقر الرئيسي لبنك
التسويات الدولية في بازل - سويسرا

الأسواق المالية تطورت- بسرعة

حتى بداية الثمانينيات من القرن الماضي، كانت البنوك تسيطر على النظم المالية الوطنية، التي كانت تخضع لتنظيمات مشددة نسبياً، مع تعرض محدود للمخاطر الدولية. ومع بدء إصدارات متواضعة من سندات اليورو خلال ذلك العقد، بدأت التدفقات المالية والارتباطات عبر الحدود في التوسع بدرجة مثيرة. وعلى الرغم من أن أزمات الديون في الثمانينيات قد أوقفت تكامل البلدان النامية، وأن الأزمة المالية في التسعينيات قد أضرت بقسوة ببعض الأسواق الصاعدة، فإن تلك الأزمات لم يكن لها سوى أثر صغير على تطور وتوسع الأسواق المالية العالمية. ومع استمرار النمو السريع في أعمال البنوك الدولية، استمرت الأسواق المالية في الازدهار- من مجرد ٠,١ تريليون دولار في ١٩٧٠ إلى ٦,٣ تريليون دولار في ١٩٩٠ إلى إجمالي ضخم بلغ ٣١,٨ تريليون دولار في عام ٢٠٠٧. وكان ذلك مصحوباً بتوحيد الصناعة المصرفية الدولية - نتيجة لموجة الاندماجات والاستحواذات عبر الحدود. ودخلت البنوك إلى مجالات للنشاط كانت مقصورة في الماضي على المؤسسات غير المصرفية. (مثل تغطية الاكتتابات، وإدارة الأصول، وأعمال الاستثمارات المصرفية، ومبادلات الملكيات) مما طمس أوجه التمايز بين البنوك وغيرها من المؤسسات المالية مما يؤدي إلى نظام «أعمال الطل المصرفية» ووجود شرائح ضخمة من النشاط المصرفي خارج محيط التنظيم. وزاد النمو السريع لمنتجات موروقة معقدة، مثل المشتقات الائتمانية، بصورة حادة استناداً للبنوك لزيادة الفاعلية بصورة حادة وحجبت المخاطر الكامنة. ونمت سوق المشتقات الائتمانية - والتي كانت غير ذات شأن في عام ٢٠٠١ - إلى نحو ٥٠٠ تريليون دولار في عام ٢٠٠٧.

الأزمة الآسيوية دقت أجراس الإنذار

في عام ١٩٩٧-١٩٩٨ أطلقت الأزمة الآسيوية العنان للطائفة من المبادرات لإصلاح «بنيان» النظام المالي الدولي (انظر الإطار) وبذلك قللت احتمالات وتكاليف نشوب أزمات مالية في المستقبل وامتداد أثارها عبر الحدود.

وفي أعقاب الأزمة مباشرة، تم تشكيل فرق عمل (أطلق عليها فرق ويلارد، وضمت صناعات سياسات من ٢٢ بلداً متقدماً ومن بلدان الأسواق الناشئة وكذلك من مؤسسات التمويل الدولية، لتحديد أولويات الإصلاحات في مجالات الشفافية، وتقوية النظم المالية، وحل الأزمات المالية الدولية.

وبعد ذلك في عام ١٩٩٩، طلبت البلدان الصناعية المشاركة في مجموعة السبعة، من هانز تيتماير، الذي كان وقتئذ محافظاً للبنك المركزي الألماني، النظر في الخيارات الخاصة بتقوية الترتيبات المؤسسية للتنسيق العالمي. وقدم تيتماير تقريراً يقترح إقامة منتدى يضم وزراء المالية، ومحافظي البنوك المركزية، وآخر يضم صناعات السياسات والمنظمين ومؤسسات التمويل الدولية والهيئات القمة لوضع المعايير والمنظمين والمشرفين. وأدت هذه التوصيات في تلك السنة إلى إنشاء مؤسستين أصبحتا الآن في دائرة الضوء - مجموعة العشرين من الدول الصناعية ودول الأسواق الناشئة وكذلك منتدى الاستقرار المالي الذي يربط بين السلطات المالية في الاقتصادات الرئيسية والهيئات التنظيمية في مؤسسات التمويل الدولية.

ومنذ بداياتها، عملت مجموعة العشرين باعتبارها منتدى مهماً للحوار بين الدول المتقدمة ودول الأسواق الناشئة الرئيسية بشأن جدول الأعمال الاقتصادية والمالية العالمية، بما في ذلك الحوار حول إصلاح البنيان المالي الدولي. وكان منتدى الاستقرار الدولي، الذي تدعمه أمانة سر صغيرة في بنك التسويات الدولية، يهدف إلى أن يضم معاً كبار ممثلي السلطات المالية الوطنية، ومؤسسات التمويل الدولية ومجموعات التنظيم والإشراف للتركيز على المخاطر النظامية في الأسواق المالية، وطرق علاجها. وتدحيز عضويتها بشدة نحو دول مجموعة السبعة، والتي يمثل كل منها ثلاثة من كبار المسؤولين من وزارة الخزانة والبنك المركزي والسلطات الإشرافية. كما أن أستراليا وهونج كونج وجمهورية جنوب أفريقيا، وهولندا وسنغافورة ممثلة أيضاً في المنتدى، ولكن ببونوكها المركزية فقط.

وقد كان منتدى الاستقرار المالي هو الآلية الرئيسية التي تربط بين حشد

شبكة من المنظمين

تطور الإشراف على الأسواق المالية العالمية على مر الزمن، بما يعكس التغيرات في الأسواق المالية الدولية، إلا أن الفجوة استمرت في النمو بين نطاق التنظيم وأنشطة الأسواق المالية. ويعتبر بنك التسويات الدولية، الذي أنشئ عام ١٩٣٠، هو همزة الوصل الرئيسية والأقدم لتنسيق ترتيبات الحوكمة العالمية. ويضم أعضاء البنك الخمسة والخمسون بنوكاً مركزية للاقتصادات المتقدمة، وعدد متزايد من الأسواق الناشئة.

والقوة الرئيسية التي تساند البنك هي مجموعة العشرين التي تضم وزراء المالية ومحافظي البنوك المركزية لعشرة اقتصادات متقدمة. وقد أنشأت مجموعة العشرة عدداً من اللجان المهمة، لها أمانة سر في بنك التسويات الدولية، تؤدي أدواراً مهمة في مجالات اختصاصاتها. وقد عملت لجنة بازل للإشراف المصرفي باعتبارها واحة المعايير للإشراف المصرفي، وعملت لجنة نظم المدفوعات والتسويات فيما يختص المدفوعات، والمقاصة، والتسويات، وما يتصل بها من ترتيبات؛ وعملت لجنة النظام المالي العالمي على تحديد وتقييم المصادر المحتملة للإجهاد في الأسواق المالية العالمية، وكذلك الإجراءات اللازمة لتشجيع الاستقرار في الأسواق الصاعدة.

كذلك يؤوي بنك التسويات الدولية أمانة عامة للاتحاد الدولي لمشرفي التأمين التي تمثل منظمي التأمين والمشرفين عليه في نحو ١٩٠ ولاية قضائية فيما يقرب من ١٤٠ بلداً، تمثل ٩٧ في المائة من أقساط التأمين العالمية، إلى جانب منتدى الاستقرار المالي.

وتضم المنظمة الدولية للجان الأوراق المالية، والتي لا ترتبط ببنك التسويات الدولية، ١٠٩ عضواً وتغطي ٩٠ في المائة من الأسواق العالمية للأوراق المالية. وهناك هيئة مهمة أخرى، هي مجلس المعايير المحاسبية الدولية، الذي يشرف على وضع والاتفاق على معايير المحاسبة الدولية.

وفي الوقت الحاضر، لا تخضع الممارسات المحاسبية وكالات التصنيف الائتماني لأية تغطية أو إشراف مباشر بين أي جهة تنظيمية عالمية، على الرغم من قيام جهات تنظيم مالي بإنفاذ التنظيمات بطريق غير مباشر.

وتضم قائمة واضعي المعايير الآخرين والمنتديات التعاونية العالمية صندوق النقد الدولي، المسؤول عن مدونات وقوانين الشفافية النقدية والمالية، ومنظمة التعاون والتنمية في الميدان الاقتصادي التي تضع المعايير والممارسات الجيدة لحوكمة الشركات، والبنك الدولي ولجنة الأمم المتحدة الخاصة بقانون التجارة الدولي، واللذان قاما معا بوضع معيار لنظم الإعسار وحقوق الدائنين.

ثالثا، كشفت الأزمة أوجه قصور كثيرة في التنسيق والتعاون الدولي. ظل إشراف صندوق النقد الدولي ومنتدى الاستقرار المالي ضعيفا وغير كامل، وكان ذلك إلى حد كبير بسبب نقص الركائز الأساسية التي تعتمد عليها مؤسسات الإشراف الفعال المنتظم على الاقتصادات المتقدمة المهمة. وحتى مع الفهم الجيد للمشكلة، كما كان الحال في تنامي اختلالات الاقتصاد الكلي التي أسهمت في تراكم التعرض للمخاطر، لم يكن هناك اتفاق على المسؤوليات أو على طرق تنفيذ الإجراءات التعاونية المشتركة. وكما أظهرت الأزمة الأخيرة، فإن صندوق النقد الدولي يفتقر إلى الموارد والأدوات التي تمكنه من التصدي بقوة لعدم الاستقرار النظامي، وهو ما يعكس أيضا اختلاف الآراء بين عدد من البلدان الأعضاء بشأن ما ينبغي أن يكون عليه دور المؤسسة. وقد قوّض عدم التوازن في الصوت والتمثيل للاقتصادات الناشئة والنامية في صندوق النقد الدولي، بل وبدرجة أكبر في بنك التسويات الدولية وغيرها من الجهات التي تقوم بوضع المعايير، مشروعية وفعالية الحوكمة المالية العالمية.

... وأدى ذلك إلى مقترحات جديدة للإصلاح

أدى تنامي التوافق في الرأي بشأن أوجه الضعف التنظيمية إلى تقديم كثير من مقترحات الإصلاح من دوائر مختلفة. وكانت الفكرة المشتركة هي أن الأمر يقتضى استعادة التوازن بين التنظيم وحرية العمل لمصلحة التنظيم الرشيد لمواجهة التقلبات الدورية، والذي يتسم بالشمول في تغطيته للمؤسسات المالية، وبالعملية في مدها واتساقها.

وتؤكد هذه المقترحات، من بين أشياء أخرى على الحاجة إلى (١) تحسين الحوافز التي تساعد على التحمل الرشيد للمخاطر من خلال خطوات مثل إصلاح التعويضات والمرتبات، والتقسام الأكبر للمخاطر من جانب منشئ القروض والأوراق؛ (٢) وضع تنظيم أكبر تشددا لرأس المال، مع وضع حدود أكثر صرامة على الاستدانة لتحقيق الفاعلية المالية والمثبتات الكامنة لمنع مسابرة الاتجاهات الدورية وتكسب فقاعات الأصول؛ (٣) توجيه قدر أكبر من الانتباه والاهتمام نحو الإشراف على السيولة ومخاطر التمويل؛ (٤) وضع آليات أفضل للإشراف على المؤسسات المالية الكبيرة الممتدة عبر الحدود والمركبة؛ (٥) مد نطاق التنظيم المالي لضمان التنظيم السليم لجميع المؤسسات الهامة؛ (٦) تحسين الشفافية وتخفيض المخاطر النظامية المصاحبة للمشتقات والأدوات المالية المعقدة من خلال الاعتماد بدرجة أكبر على التبادل النقدي أو من خلال وسائل التبادل الإلكترونية بدلا من معاملات المشتقات خارج البورصة؛ (٧) ضمان أن تفي هيئات التصنيف الائتماني بأعلى المعايير مع تجنب تضارب المصالح.

وعلى الرغم من احتمال وجود اتفاق عريض على معظم هذه العناصر، فإن الشياطين مازالت تكمن في التفاصيل. وتختلف آراء الذين يقترحون تنظيما أكثر تشددا عن آراء الذين يعتمدون على انضباط السوق ويعتقدون بالحفاظ على مساحة للمبتكرات المالية.

ومن سيضعل ماذا؟

يطرح هذا الجدول العريض للأعمال الخاص بالإصلاح المالي سلسلة من الأسئلة المعقدة، بما في ذلك من الذي ينبغي أن يكون مسئولاً عن ماذا، كيف ينبغي ملء الفجوات الموجودة في البنية المؤسسية الدولية، وكيف يمكن تعزيز التعاون الدولي.

متنام من المؤسسات المشاركة في الحوكمة المالية العالمية، وتنفيذ الأعمال الفنية الخاصة بقضايا عبر قومية تحتل أولوية عالية في جدول الأعمال العالمي - والمعايير والمدونات العالمية، والمؤسسات عالية الاستدانة لتحقيق الفاعلية المالية، والمراكز المالية الخارجية ونظم التأمين على الودائع. وأجرى المنتدى جردا منتظما للأعمال عبر جميع مؤسسات التمويل الدولية وتجمعات الإشراف والتنظيم، ووفر منتدى لتقييم واستعراض تطورات الأسواق المالية والمخاطر المحتملة.

وإلى جانب منتدى الاستقرار المالي، تم تكريس قدر كبير من عمل واهتمام صندوق النقد الدولي فيما بين ١٩٩٧ و ٢٠٠٣ لمبادرات تهدف إلى تقوية البنية المالية الدولية (مثل إطلاق البرنامج المشترك بين صندوق النقد الدولي والبنك الدولي لتقييم القطاع المالي، والتقارير الخاصة بمدى مراعاة المعايير والمدونات وكذلك الآلية الخاصة بإعادة هيكلة الديون السيادية التي تم إجهاضها).

وقد تم حرف كافة هذه الجهود نحو الأسواق الناشئة، ولم تركز على أوجه التعرض الأساسية للمخاطر في الأسواق الناضجة. وفي الواقع فإنها افترضت أن الأسواق المالية الناضجة تتمتع فعلا بالقوة، وأنه ليس هناك سوى قليل من القيمة لتعزيز الإشراف في هذه الأسواق. كما أن الجهود المبذولة لمد نطاق التنظيم إلى الأقسام المهمة نظاميا في الاقتصادات المتقدمة، مثل صناديق التحوط قد لقيت مقاومة من بعض الدول الرئيسية والمشاركين في الأسواق.

الأزمة الرجائية كشفت عن عيوب عميقة...

استحدثت الأزمة المالية الحالية إعادة التفكير بشكل كبير في دور الأسواق المالية والإخفاقات في حوكمتها، وخاصة في الاقتصادات المتقدمة. وقد حاج كثيرين بأن دور الأسواق المالية توسع فيما وراء ما ينبغي أن يكون عليه - أي كوسيلة وليس كغاية - كما أن العولمة طليقة العنان للأسواق المالية قد تركت البلدان والمواطنين معرضين للأخطار الملازمة لأهواء الأسواق. وعلى الرغم من أن هذه الأفكار - وخاصة بالنسبة لما وقع من أخطاء وما يمكن تعلمه واستفادته من الأزمة - ما زالت مستمرة، فإن هناك ثلاث مجموعات من نواحي الإخفاق التي يمكن تحديدها، مع تداعياتها بالنسبة للإصلاحات القادمة.

أولا، أن الأزمة قد أوضحت نقاط أساسية في عمل الأسواق المالية. ومشكلات عدم تماثل المعلومات، والأخطار المعنوية، والوكالة عن الأصيل في الأسواق المالية معروفة جيدا، ولكن الأزمة قد كشفت عن أوجه ضعف في حوكمة الشركات (ترتبط جزئيا بطبيعة تعويضات المديرين التنفيذيين)، ونشأة القروض، ومعايير التغطية التي تكاد تقترب من الاحتيال. كما أظهرت أيضا المدى الذي أدت إليه الأدوات المالية الجديدة وزيادة تعقدها (والتي بدت في شكل نموذجي في المنتجات المورقة الجديدة مثل مقايضات الإعسار في الائتمان) الذي فاقم مسابرة الاتجاهات الدورية وأخفى المخاطر الأساسية. كما لم يجد أي من الدعامتين المهمتين لتصحيح الأسواق - وهما إدارة المخاطر من جانب المؤسسات المالية وانضباط الأسواق.

ثانيا، كان هناك إخفاق واسع القاعدة في تنظيم الأسواق المالية. فعلى الرغم من التركيز على كفاية رأس المال، فقد تم فرض تنظيم رأس المال بطريقة سمحت بتراكم الاستدانة بغرض تحقيق الفاعلية المالية وشجعت مسابرة الاتجاهات الدورية. هذا بالإضافة، إلى أن تفتت التنظيم، خاصة في الولايات المتحدة، قد أسهم في غلبة المراجعة التنظيمية وزيادة تحمل المخاطرة، كما فعلت في الواقع شرائح تنظيمية مهمة - مثل صناديق التغطية وأدوات الاستثمار الخاصة التي أنشأتها البنوك، والتي كانت خارج نطاق التنظيم الرشيد.

إصلاح يجرى فى واشنطن، بل إنه يتطلب بنفس القدر التزام جميع الأعضاء بالطبيعة التعاونية للمؤسسة.

ونظرا لاتساع إصلاح الحوكمة المالية العالمية وتعقده وعقباته السياسية، فإن الأمر يقتضى إنشاء فريق للتوجيه له سلطة سياسية وفنية على المستوى العالمى لقيادة الإصلاحات. ومجموعة العشرين فى وضع جيد لأداء هذا الدور نظرا لأنها تجمع معا وزراء المالية، ومحافظى البنوك المركزية من أشد البلدان أهمية للنظام. والارتفاع بالمناقشات إلى مستوى القادة يعطيها دافعا ونطاقا سياسيا أكبر للنظر فى القضايا المشتركة.

وفى حين أن مجموعة العشرين يمكنها لهذا السبب أن تلعب دوراً بناءً، إلا أنها لا يمكن أن تحل محل الهيكل الأكثر شمولا وشرعية لاتخاذ القرارات. وفى هذا الصدد، سيكون من المهم لمجموعة العشرين (وغيرها من الجهات ذات الصلة مثل منتدى الاستقرار المالى) أن تكون شاملة لأقصى حد فى مداولاتها، وأن ترجع إلى المؤسسات السليمة لاتخاذ القرارات النهائية. وسيطلب الأمر بصفة خاصة أن تلعب اللجنة النقدية والمالية الدولية ومجلس المحافظين لصندوق النقد الدولى دورا رئيسيا، وكذلك الأمم المتحدة باعتبارها الجهة الأكثر شمولا على مستوى القادة العالميين. ■

أمار باتاتشاريا يعمل مديرا لأمانة سر مجموعة الأربعة والعشرين.

وعلى الطرف الأكثر طموحا توجد مقترحات بإنشاء مؤسسات ومناهج للتنظيم جديدة تماما (وخاصة بالنسبة للمؤسسات الكبيرة عبر الحدود) يتم تنفيذها من خلال تنظيم مالى عالمى، وميثاق لبنك دولى، وآلية دولية للإعسار. وإذا لم تتجسد مثل هذه الآلية، فهناك مقترحات لإنشاء «جماعات من المشرفين»، تكون مسؤولة بشكل جماعى عن الإشراف الفعال. وبصفة عامة بدرجة أكبر، هناك اتفاق على الحاجة إلى تحسين التعاون والاتصالات فيما بين جهات التنظيم، نظرا لنطاق التنظيم الوطنى والطبيعة العالمية للأسواق العالمية.

ونظرا لأهمية الروابط الكلية فى تزايد التعرض للمخاطر وحل الأزمات، يجب أن يحتل وضوح دورى منتدى الاستقرار المالى وصندوق النقد الدولى وتعزيز التعاون بينهما، مكان الصدارة. بل والأكثر أهمية إجراء إصلاح أساسى فى صندوق النقد الدولى حتى يمكنه أن يلعب دورا محوريا وفعالا فى تخفيض مخاطر عدم الاستقرار المالى وكذلك فى مواجهة الأزمات. وسيحتاج صندوق النقد الدولى إلى إجراء إصلاح شامل فى دوره الإشرافى، وخاصة فى البلدان والأسواق ذات الأهمية للنظام، وكذلك فى أدواته وسياساته حتى يمكنه تقديم الدعم التحوطى ودعم الأزمات لكافة أعضائه، والصندوق يحظى بمجموعة ضخمة من الموارد، وقد تم إصلاح نظام الحوكمة بحيث أصبح أكثر خضوعا للمساءلة وأشد تمثيلا. وقد حان الوقت أيضا لمراجعة دور صندوق النقد الدولى فى النظام النقدى الدولى وفى هذا العالم الجديدة من التدفقات الرأسمالية المتقلبة. وكل هذا ليس مجرد

 COLUMBIA | SIPA
School of International and Public Affairs

PROGRAM IN ECONOMIC POLICY MANAGEMENT (PEPM)

Columbia University's School of International and Public Affairs' Program in Economic Policy Management offers an intensive 14-month program leading to a Master of Public Administration. The program provides rigorous graduate training in micro- and macroeconomics, management, finance and development policy, with a strong emphasis on the policy issues faced by developing countries. The program concludes with a three-month

internship at the World Bank, International Monetary Fund or other public or private sector institutions.

Students may also pursue a focus in International Energy Management and Policy, administered in cooperation with SIPA's Center for Energy, Marine Transportation and Public Policy, to prepare for work in the businesses, markets

and governance structures involved in producing, transporting and marketing energy products.

The program also features a tailored lecture and workshop series, ranging from effective inflation targeting to understanding financial crises.

The program begins annually in early July. Applications are due the preceding January.

pepm@columbia.edu | 212-854-6982; 212-854-5935 (fax) | www.sipa.columbia.edu/academics/degree_programs/pepm

To learn more about SIPA, please visit:
www.sipa.columbia.edu



كان العالم الإقتصادي جون مانيارد كينز، المملكة المتحدة، (في الوسط) هو المهندس المعماري الرئيسي في المؤتمر النقدي والمالي الدولي في عام ١٩٤٤

هل هناك اتفاق بريتون وودز جديد؟

بقلم جيمس م. بوتون
James M. Boughton

باريس، ١٩١٨-١٩١٩

تتمثل نقطة بداية مفيدة لإجراء مسح لهذه الجهود، في مؤتمر باريس للسلام الذي عقد في ١٩١٨-١٩١٩، عقب الحرب العالمية الأولى. وعلى الرغم من أن الغرض الرئيسي للمؤتمر كان هو إعادة رسم الجهود السياسية ووضع مبادئ لتجنب تكرار الحرب، فإن إنشاء إطار لاستعادة التجارة الحرة وتدفق رأس المال كان مطروحا هو أيضا على جدول الأعمال. وقام رئيس الولايات المتحدة وودرو ويلسون بدور القيادة بإعلانه «النقاط الأربع عشرة» باعتبارها «المبدأ الهاد». كانت كل دول الحلفاء المنتصرة حاضرة للاجتماع. وعلى الرغم من أن الدول الكبرى وحدها هي التي كان لها التأثير الأكبر على النتائج، فإن إشراك الحلفاء الآخرين في المؤتمر كان هو الذي أضفى الشرعية على إجراءاته.

كان الهدف الاقتصادي للتجارة والتمويل المفتوحين محل تقاسم كبير بين الحاضرين، ولكن كيفية تحقيقه تم تركها دون حل، نظرا لأنها لم تكن على قمة أولويات المؤتمر. وجرى إغراق سفينة الاتفاق من جراء الخلافات حول تعويضات الحرب، والنواحي العلمية للعودة إلى قاعدة الذهب، والحاجة إلى مؤسسة دولية لها سلطات إشرافية. وامتنع الكونجرس في الولايات المتحدة عن التصديق على المشاركة في هذه المؤسسة العالمية الجديدة. والتي حملت اسم «عصبة الأمم». وقام مؤتمر للمتابعة عقد في بروكسل في عام ١٩٢٠ بإنشاء القسم الاقتصادي والمالي للعصبة، ولكن وظائفه وسلطاته كانتا محدودتين. وقد أسهمت هذه الإخفاقات في بداية عقود من اتباع سياسة الاكتفاء الذاتي، وعدم استقرار العلاقات المالية بين البلدان، والكساد الاقتصادي.

نادى الرئيس الفرنسي نيكولاس ساركوزي ورئيس الوزراء البريطاني جوردون براون في أكتوبر ٢٠٠٨ إلى اتفاق «بريتون وودز جديد»، فإنهما كانا يستعيدان ذكرى نجاح المؤتمر النقدي والمالي الذي عقد في بريتون وودز، في نيوهامبيشير، في يوليو ١٩٤٤. وما كان يستهدفه ساركوزي وبراون هو اتفاق جديد متعدد الأطراف لدعم استقرار التمويل الدولي في القرن الحادي والعشرين، بنفس الطريقة التي حقق بها مؤتمر عام ١٩٤٤، الذي أنشأ صندوق النقد الدولي والبنك الدولي، استقرار العلاقات المالية بين البلدان في النصف الثاني من القرن العشرين. ومؤتمر القمة لقادة العالم الذي عقد في واشنطن - العاصمة في نوفمبر ٢٠٠٨، بدأ عملية يمكن أن تؤدي إلى مثل هذا الاتفاق. ما الذي يتطلبه النجاح في الوصول إلى هذا الاتفاق؟ وما هو نوع القيادة، وما هو نوع الالتزام اللذان ستكون هناك حاجة إليهما؟ إن التاريخ يقدم بعض الدروس المفيدة.

في عديد من المناسبات في أثناء القرن العشرين، سعى القادة السياسيون في البلدان الرئيسية للوصول إلى اتفاقات دولية بشأن البنين الاقتصادي أو المالي العالمي. وقد أخفق كثير من هذه الجهود، وكانت بريتون وودز استثناء رئيسيا. والدرس الرئيسي الذي يبزغ من هذه الجهود هو أن الإصلاح الناجح للنصدي لأي أزمة يتطلب ثلاثة مكونات: قيادة فعالة وشرعية مصحوبة بمشاركة شاملة، وأهداف محددة بوضوح ويجري تقاسمها على نطاق واسع، وخريطة طريق واقعية للوصول إلى هذه الأهداف.

يظهر التاريخ أن
إصلاح النظام المالي
الدولي يتطلب
القيادة والشمول
على حد سواء

لندن ١٩٣٣

بذلت في وضع خطة واقعية، والقيادة القوية من البلدين المسيطرين، والشريعة التي نجمت عن شمول العملية، وأثر الأزمة الكبرى في حث الإرادة السياسية على العمل.

كان مخطو بریتون وودز يهدفون إلى خلق ثلاث مؤسسات متعددة الأطراف- وليس اثنتين. وقد ثبت أن اقتراح إنشاء منظمة دولية للتجارة كان سيؤدي إلى الفرقة السياسية، ومن ثم فقد تم اتخاذ قرار بتأجيله إلى ما بعد انتهاء الحرب، بما لذلك من آثار قاتلة تقريبا. وكخيار احتياطي، أنشأت مجموعة من البلدان الاتفاق الأقل قوة وهو الاتفاقية العامة للتعريفات والتجارة (الجات) في عام ١٩٤٨. وكان لابد من الانتظار حتى عام ١٩٩٤، لكي تخرج منظمة التجارة العالمية إلى حيز الوجود.

نهاية أسعار الصرف الثابتة ١٩٧١-١٩٧٢

بعد وقوع ضغوط شديدة على أسعار الصرف في الستينيات، والإلغاء الرسمي لقابلية الدولار الأمريكي للتحويل إلى الذهب في عام ١٩٧١، أصبح من الواضح أن الأمر يتطلب نظاما نقديا جديدا. وتولى المدير العام لصندوق النقد الدولي زمام القيادة من خلال اقتراح إعادة تنظيم تعادل أسعار صرف العملات الرئيسية، بما في ذلك تخفيض قيمة الدولار. وانقسمت الدول الصناعية الرئيسية بشأن كيفية التجاوب، بينما قاومت الدول النامية تركها خارج المباحثات. وتولت مجموعة العشرة للدول الصناعية، (بلجيكا، وكندا، وفرنسا، وإيطاليا، وألمانيا، واليابان، وهولندا، والسويد، والمملكة المتحدة، والولايات المتحدة) زمام القيادة من خلال الاتفاق على إعادة تنظيم تعادل العملات في اجتماع عقد في شهر ديسمبر عام ١٩٧١ في مؤسسة سيمثونيان في واشنطن العاصمة. إلا أن الاتفاق سرعان ما وقع تحت الضغط، وعاد محور التركيز مرة أخرى إلى صندوق النقد الدولي. وعلى الرغم من عدم قدرة مجموعة العشرة على التوصل إلى حل بنفسها، فقد وافقت على إنشاء لجنة العشرين (G٢٠)، وهي هيئة وزارية استشارية كانت تمثل- وقتذاك- عشرين بلدا ومجموعة من المجلس التنفيذي لصندوق النقد الدولي.

وكانت للجنة العشرين مزايا تتمثل في وجود إطار مؤسسي سابق على وجودها، وأمانة سر ودعم سياسي من كل البلدان الصناعية النامية. ولكنها كانت تفتقر إلى خطة واقعية لإعادة الاستقرار إلى نظام المدفوعات. وكانت مواقف فرنسا والولايات المتحدة بشأن استقرار سعر الصرف - الأولى تريد

فيما بين الحربين العالميتين، كان أكثر الأحداث العالمية طموحا هو المؤتمر النقدي والاقتصادي العالمي. الذي عقد تحت رعاية عصبة الأمم. وسبق انعقاد المؤتمر اجتماعان ناجحان نسبيا - عقد أحدهما في جنوه عام ١٩٢٢ وأعاد قاعدة الذهب بالنسبة لمجموعة كان معظمها من البلدان الأوروبية، وعقد الآخر في روما عام ١٩٣٠ وتم فيه إنشاء بنك التسويات الدولية. وقد سعى مؤتمر لندن إلى إعادة إنشاء أسعار تعادل ثابتة لنطاق أوسع من العملات. وكما حدث بالنسبة لعصبة الأمم، فقد أخفق هذا المجهود أساسا بسبب عدم دعم حكومة الولايات المتحدة له. وبعد ذلك بثلاث سنوات، وقعت الولايات المتحدة اتفاقا مع كل من فرنسا والمملكة المتحدة بشأن ميثاق تثبيت عرف باسم الاتفاق الثلاثي. وعلى أية حال، فإن هذا الاتفاق كان محاولة فحصة لغرض معين هو تفادي تخفيض تنافس للفرنك الفرنسي. وعلى الرغم من نجاحه وفقا لشروطه، فإن الاتفاق افتقر إلى هيكل مؤسسي وآلية لإنفاذه على نحو مستدام. وهكذا لم يكن له سوى أثر بسيط في منع نشوب النزاعات المماثلة في المستقبل.

بريتون وودز، ١٩٤٤

في أثناء الحرب العالمية الثانية، بادرت خزانة كل من المملكة المتحدة والولايات المتحدة بوضع خطط للتغلب على أوجه الضعف في النهج التدريجية فيما بين الحربين عن طريق إنشاء مؤسسات مالية متعددة الأطراف لفترة ما بعد الحرب. وفي منتصف عام ١٩٤٢، أعد جون مانيارد كينز من المملكة المتحدة، وهاري ديكستروايت من الولايات المتحدة المشروعات الأولية لخطتهما الخاصة بكل منهما، وبدأ في تبادل الأفكار لوضع اقتراح مشترك قبل انتهاء الحرب وبدأت الاستعدادات لما أصبح بعد ذلك مؤتمر بریتون وودز على نحو جاد في منتصف عام ١٩٤٣. واقترح كينز قصر المشاركة على بضع بلدان مع المملكة المتحدة والولايات المتحدة باعتبارهما «الدولتين المؤسستين» للمؤسسات المقترحة. وفي هذه المرة تئبت الولايات المتحدة نظرة أوسع. وأصر وايت على إشراك وفود من كافة دول الحلفاء الخمس والأربعين التي شاركت في الحرب ضد المحور، وعلى إعطائها الفرصة للمشاركة في جلسات الصياغة وفي القرارات الرئيسية. والتقى ممثلون من ثمان عشرة بلدا في واشنطن، العاصمة، في يونيو ١٩٤٣ لتقديم المقترحات، واجتمع مؤتمر تحضيرى من ١٧ بلدا لصياغة المشروع في اتلانتيك سيتي، في نيو جيرسي في يونيو ١٩٤٤. واجتمعت الوفود الخمسة والأربعون في بریتون وودز بعد بضعة أسابيع.

ويرجع النجاح الفريد لبریتون وودز إلى الظروف الاستثنائية التي تم فيها انعقاد المؤتمر وإلى العناية التي بذلت في الإعداد له. وقد جرى بشكل فعال تبديد القلق لدى البلدان بشأن تهديد السيادة الوطنية بسبب السلطات الممنوحة للبنك الدولي وصندوق النقد الدولي، بفعل الصدمتين الفادحتين للكساد الكبير والحرب اللتين ميزتا فترة ما بين الحربين. وكانت رغبة حكومة الولايات المتحدة في استضافة الاجتماع، وتولى زمام القيادة في تصميم صندوق النقد الدولي، والتزامها بأن تكون المقرض الرئيسي، وتوفير احتياجات البلدان الأخرى (مثل، قبول حكم «العملة النادرة» الذي كان يفرض التزامات على البلد المقرض المسيطر) أمرا حاسما في نجاح بریتون وودز. وكان التعاون الذي استمر عامين ونصف العام بين كينز ووايت قد أنتج كثيرا من المراجعات للمقترحات الأصلية، ليس فقط لتسوية الخلافات بينهما بل أيضا لكي يصبح التصميم أكثر جاذبية للبلدان الأخرى. وقد جاءت الموافقة بالإجماع على الميثاق نتيجة للعناية التي

١٩٧١ أعضاء وفود مباحثات مجموعة العشرة يناقشون أزمة الدولار في عام

العودة إلى أسعار التعادل الثابتة والأخيرة تريد أسعار صرف تحددها السوق - متباينة على نحو لا يسمح بتحقيق توافق فى الرأى. وبعد عامين تم الاستغناء عن هدف استقرار سعر الصرف، وبدلا من ذلك أعطيت للصندوق ولاية ممارسة «الإشراف الحازم» على ما كان يفترض فيه أن يصبح نظاما مستقرا من خلال الإشراف الثنائى ومتعدد الأطراف. وتم تكريس هذه الولاية فى نهاية الأمر ضمن التعديل الثانى لاتفاقية صندوق النقد الدولى فى عام ١٩٧٨.

صدمات أسعار النفط فى السبعينيات

نادى وزير خارجية الولايات المتحدة هنرى كيسنجر بعقد ميثاق أطلس جديد لتسويق تصدى الدول الصناعية لصدمة أسعار النفط فى ١٩٧٣-١٩٧٤. واستجاب لهذا النداء كل من صندوق النقد الدولى ومنظمة التعاون والتنمية فى الميدان الاقتصادى، اللتان كانتا تضمان - بصفة رئيسية - الاقتصادات الصناعية الأكثر ثراء، بوضع مقترحات لإنشاء تسهيل تمويلى لإعادة تدوير الفوائض الموجودة لدى البلدان المصدرة للبتروىل. وكانت خطة منظمة التعاون والتنمية فى الميدان الاقتصادى هى إقامة صندوق للدعم المالى عن طريق الاقتراض من البلدان المصدرة للبتروىل وإقراض البلدان أعضاء المنظمة. وبمساندة قوية من كل من الولايات المتحدة والدول الأوروبية الرئيسية، أسرعت المنظمة بالتفاوض على معاهدة لإنشاء صندوق الدعم. ولكن حتى قبل أن تصبح صياغة تسهيل المنظمة فى شكلها النهائى، كان صندوق النقد الدولى قد أنشأ تسهيل النفط الذى كان يقترض من البلدان المصدرة للنفط الغنية، ويقوم بإقراض البلدان المستوردة للنفط بشروط ميسرة، سواء أكانت من البلدان الصناعية أم النامية. وتبدد الدعم السياسى لاقتراح منظمة التعاون والتنمية فى الميدان الاقتصادى، ولم يجر التصديق على المعاهدة مطلقا.

نداءات لعقد اتفاقات بريتون وودز جديدة فى الثمانينيات

كان نظام سعر الصرف قد أصبح غير مستقر فعلا فى الوقت الذى أصبح فيه التعديل الثانى ساريا فى عام ١٩٧٨، وزاد عدم استقرار عن ذلك كثيرا فى بضع سنوات التالية. وفى مناسبات عديدة من عام ١٩٨٢ وحتى عام ١٩٨٥، نادى كبار المسئولين المالىين فى فرنسا والولايات المتحدة ودول أخرى باتفاق بريتون وودز جديد، على الرغم من أحدا لم يوضح علنا أهداف هذا المؤتمر أو خريطة للطريق للتغلب على المحاولات الفاشلة التى جرت فى خلال العقد السابق. وعلى الرغم من مستوى المساندة المرتفع، والتى ضمت الرئيس الفرنسى فرانسوا ميتران، وجيمس بيكر وزير الخزانة المتحدة الأمريكية، فإن الاقتراح لم يعمل به. وبدلا من ذلك تصرف مجموعة الخمسة [التي تضم فرنسا وألمانيا واليابان والمملكة المتحدة والولايات المتحدة]-والتي حلت إلى حد كبير محل مجموعة العشرة باعتبارها اللجنة التوجيهية الأولى للبلدان الصناعية- من تلقاء نفسها فى الفترة من عام ١٩٨٥ وحتى ١٩٨٧ لإيقاف الزيادة المستمرة فى سعر صرف الدولار لمدة خمس سنوات، ثم لمحاولة تحقيق استقرار الأسعار حول توازن جيد.

الإصلاحات الحديثة

فى عام ١٩٩٨، بادر الكونجرس الأمريكى بعقد اللجنة الاستشارية لمؤسسات التمويل الدولية، التى أوصت بأن يتوقف صندوق النقد الدولى عن تقديم قروض طويلة الأجل وأن يشطب مطالباته للدول الفقيرة المثقلة بأعباء الديون التى تنفذ استراتيجية تنمية فعالة يوافق عليها البنك الدولى. وقد استحدثت هذه التوصيات

المناقشة العامة - كان أهمها فى مجموعة السبعة [التي تكونت من مجموعة الخمسة مضافا إليها إيطاليا وكندا] ثم بعد ذلك فى اللجنة النقدية والمالية الدولية؛ والهيئة الاستشارية لوضع السياسات صندوق النقد الدولى، التى خلفت لجنة العشرين. وقد أسفرت تلك المباحثات فى النهاية عن الموافقة على المبادرة متعددة الأطراف لتخفيف عبء الديون، وعلى صك دعم سياسة صندوق النقد الدولى فى عام ٢٠٠٥.

ماذا تعلمنا؟

تطور البنيان المالى الدولى فى خلال القرن الماضى تجاوبا مع الظروف السائدة حينئذ. وكانت المؤتمرات الرسمية فى بعض الأحيان تمثل عنصرا مهما فى هذه العملية. بيد أنه فى معظم الحالات، كان التكيف المؤسسى مع التغيرات فى الاقتصاد العالمى يأتى من تفاعل المداولات الداخلية والمبادرات من قبل مجموعات البلدان الصناعية. وعندما كانت المشاكل محددة بوضوح وكانت الدول الرئيسية تتفق على نوع الحل المطلوب، وفرت المداولات فى نطاق مجموعة تلك البلدان عادة القيادة اللازمة للإصلاح. وفى معظم المحاولات الناجحة، كانت القيادة تأتى من مجموعة داخلية صغيرة لديها الرغبة فى إشراك، مجموعة واسعة من المشاركين الخارجيين والإنصات إليهم واستيعاب أفكارهم.

وجاءت المحاولات الهامة لمراجعة البنيان المالى الدولى استجابة للأزمات. وعندما كانت هذه المحاولات تنجح، فإنها كانت تنجح جزئيا فقط. وهذه الملاحظة تقود إلى ثلاثة دروس أكثر اتساعا ولكنها مترابطة فيما بينها عن السياق الذى تجرى فيه محاولات الإصلاح المالى وغيرها.

- من المحتم أن تتم إزاحة بعض الأهداف الهامة جانبا مثلما حدث فى حالة منظمة التجارة فى أثناء اجتماعات بريتون وودز، والقواعد المنظمة لأسعار الصرف فى السبعينيات، بل إن «أفضل اتفاق جديد لبريتون وودز» لن يحل سوى بضع مشاكل. ومهما كان ما تجرى إزاحته جانبا، فمن غير المرجح أن يجرى إتمامه لجبل آخر- أو على الأقل حتى الأزمة الرئيسية التالية.
- إن الأزمات المالية غالبا ما تحدث فى وقت تنافس فيه أزمات أخرى- وربما أكثر خطورة على جذب الاهتمام. وفى العام الماضى، عانى الاقتصاد العالمى من أنواع مختلفة من الأدواء، بما فى ذلك الانهيار المالى، والتذبذبات الواسعة فى أسعار المواد الغذائية، والوقود، وغير ذلك من السلع الأساسية. وفى الأجل الأطول، فإن التغير المناخى واستمرار الفقر المدقع فى كثير من أرجاء العالم النامى يلوحان بالأزمات. وإذا ما كانت مراجعة قواعد التمويل العالمى تسيطر على جدول الأعمال، فإن فرصة التوصل إلى طرق أفضل للتعامل مع الموضوعات الأخرى قد تضيع ربما لسنوات عديدة.

- إن القرارات بشأن البلدان التى يتعين أن يكون مقعد حول مائدة المجلس لها تأثير رئيسى وكبير على ما يتحقق إنجازها وما تتم إزاحته جانبا. والمشاركون الرئيسيون فى الأسواق المالية وحدهم - الدول الصناعية ودول الأسواق الناشئة - هم الذين يمكنهم استنباط قواعد جديدة للتمويل، ولكنهم لا يمكنهم بأنفسهم استنباط قواعد جديدة للتجارة فى السلع الرئيسية. كما لا يمكنهم وحدهم التغلب على مشاكل التغير المناخى أو الفقر المدقع. وكلما كانت المشاركة فى بريتون وودز الجديدة شاملة، ازداد احتمال أن تحقق النتائج منافع طويلة الأجل لخير الإنسانية. ■

جيمس بوتون يعمل مؤرخاً لصندوق النقد الدولى.

الحل المحلى

هل يمكن أن يستديم النمو في الصين من خلال سياسات حسن الجوار؟

موقع بناء في جوانجزو- الصين

ليزلى ليبسكيتز، وسيلين روشون، وجينيفيف فيردييه

Leslie Lipschitz, Céline Rochon, and Geneviève Verdier

العائد على رأس المال وشجعت الاستثمار. وبذلك زادت إنتاجية العمل والأجور المستدامة حتى بدرجة أكبر. وهكذا نتجت عن ذلك عملية داخلية المنشأ أدت لقيام مؤسسات أفضل، وتكنولوجيا محسنة، وعوائد أعلى، واستثمار متزايد، وعمالة أكثر عددا ودخول أكبر. وبالتأكيد كان إصلاح الاقتصاد الصينى وانفتاحه منذ عام ١٩٧٨، تطورا من هذا النوع. إلا أن مثل هذه العملية هي عملية انتقالية: فعند نقطة ما سيلحق المناخ المؤسسى والتكنولوجى بذلك الموجود فى الاقتصادات المتقدمة، وسيتم عصر مكاسب النمو السهلة وبعد ذلك يرتد النمو إلى معدل أكثر شبيها بذلك الموجود فى الاقتصادات المتقدمة.

وهناك جانب آخر مهم فى عملية اللحاق هذه: سيتم شغف العمال من الاقتصاد الزراعى (مع تحسن الإنتاجية فى هذا القطاع وزيادة قدر العمالة على الحركة) ليدخلوا إلى الاقتصاد العالى النمو (الصناعة التحويلية فى العادة). ووضع هذا «الجيش الاحتياطى» من العمال فى وظائف عالية الإنتاجية هو جانب حيوى فى عملية اللحاق بالنمو الكبير، خاصة فى البلدان المكتظة بالسكان والتي تنخفض فيها الإنتاجية فى القطاعات الزراعية.

وبالنسبة للصين، الحقائق النمطية ليست اعتيادية (انظر الإطار). إذ كانت معدلات النمو والاستثمار على حد سواء عالية جدا. وعلى الرغم من أن النسبة المبدئية المنخفضة لرأس المال إلى العمل لا بد أن ترتبط فى العادة بعوائد كبيرة لرأس المال واستثمارات ضخمة، فإن هذا الاستثمار يمكن تمويله بنفس السهولة من خلال الاقتراض من الخارج كما من خلال الادخار المحلى. ومع ذلك فقد كان معدل الادخار المحلى عاليا بشكل استثنائى - يفوق الاستثمار المحلى فى السنوات الأخيرة.

هل هي استراتيجية تتبع مذهب التجاريين؟

يحتاج منتقدو الصين (انظر على سبيل المثال جولدشتين ولاردى، ٢٠٠٥) بأن المعدل العالى جدا للادخار يعكس سعر صرف مقدر بأقل من قيمته أدى لقمع الاستهلاك بحرف توزيع الدخل بعيدا عن الأجور وتوجيهه نحو الأرباح. والمؤكد أن تدخل الصين فى أسواق العملة أثر على سعر الصرف الإسمى، ولكن ليس من

بلد مثير للاهتمام والفضول بالنسبة للاقتصاديين وعلماء السياسة، كما هو بالنسبة للسائحين الباحثين عن المغامرة. إنه ضخم ويضم عددا هائلا من السكان. ولديه ثقافة وتاريخ قديمتين لهما مستويات متعددة. وقد أصبح مشاركا بشكل كامل فى الاقتصاد العالمى فى السنوات الأخيرة، وكان للنمو المذهل فى ناتجه وصادراته تأثيرا كبير على النطاق العالمى. وعلاوة على ذلك، فالبلد ضخم بما يكفى لجعل سياساته تؤثر على بقية العالم. وتحقق الصين نموا قويا نسبيا حتى أثناء الأزمة الاقتصادية العالمية الحالية، ولكن انخفاضها حاشدا فى التوظيف يدفع إلى إعادة النظر على نحو عميق فى الخيارات السياسية.

وقد سعى بحث أخير فى صندوق النقد الدولى (ليبسكيتز وروشون وفيردييه، ٢٠٠٨) لاستخدام نموذج رسمى للنمو للإجابة على بعض الأسئلة العامة حول عملية النمو فى البلدان النامية وأسئلة محدده حول القوى الدافعة فى حالة الصين.

- كيف تختلف عملية اللحاق الصينية عن القاعدة المعروفة؟ هل قوة العمل الضخمة والتي تنتشر فيها البطالة الجزئية تساعد أدائها أم تعرقله؟
- هل تعكس التنافسية الاستثنائية للصناعة الصينية الخصائص الهيكلية الكامنة وراءها، أم تعكس على الأقل فى السنوات القليلة الماضية - سياسة لسعر الصرف التي تتبع مذهب التجاريين وتقضى بإفقار الجار؟
- لماذا تستمر الصين فى الحصول على تدفقات كبيرة من الاستثمار الأجنبى المباشر على الرغم من المعدل العالى جدا للادخار المحلى؟

نموذج انتقالي للنمو من أجل اللحاق بالغير

بالنسبة لأى بلد، يخلق الناتج (ومن ثم الدخل) من الجمع بين رأس المال والعمل لإنتاج السلع والخدمات. ولكن يتوقف الكثير على المناخ المؤسسى والتكنولوجى الذى يتم فيه الجمع بين عوامل الإنتاج هذه. وبالنسبة لبلدان عديدة، غير الانتقال من اقتصاد موجه إلى اقتصاد السوق، الإطار المؤسسى والتكنولوجى واستثمار زيادات كبيرة فى إنتاجية العمل ورأس المال. ورفعت هذه الزيادات فى الإنتاجية

الواضح ما إذا كانت هذه السياسة قد أدت إلى استمرارية تنافسية الصناعة الصينية غير العادية أم أن ذلك كان بسبب خصائص هيكلية أكثر جوهرية للاقتصاد. ولنتأمل التجربة الفكرية التالية. لو كانت الأجور فى الصناعة الصينية متوازنة- أى لو كان العمال يتقاضون أجورا تساوى قيمة إنتاجهم الحدى- ولو كانت السلطات أن تدبر لإحداث زيادة ٣٠ فى المائة فى قيمة الريمينبى، فهل كانت ستحدث بالفعل زيادة موازية فى الأجور الحقيقية (أى الأجور الاسمية منكمشة بسعر المنتج بالريمينبى)؟ لو كان الأمر كذلك، وبقدر ما لا يمكن نقل هذا بشكل كامل للمشتريين، فإنه سيؤدى بالتأكد فى نهاية الأمر إلى فرض إجراء انخفاض كبير فى التوظيف وضغط لتقليل الأجور الحقيقية- إلا إذا كان هناك حلا قديرا مفاجئا يحدث بشكل ما فى الوقت نفسه زيادة فى إنتاجية العمل. وثمة صيغة بديلة، أكثر حذقا، لحجة سعر الصرف المقدر بأقل من قيمته، تبدأ من وضع لعدم التوازن وبذلك تبتعد عن ممارسة النمذجة الرسمية. لنتصور أن وضع البداية فى الصين هو وضع يتقاضى فيه العمال أجورا أقل من قيمة إنتاجهم الحدى، وأن هناك اتجاه طبيعى نحو رفع حقيقى فى قيمة الريمينبى- أى زيادة فى التكلفة النسبية لوحدة العمل مصححة تبعا لسعر الصرف- الذى يتم الإبطاء منه عن عمد من خلال سياسة للتدخل لمنع ارتفاع قيمة سعر الصرف. وفى هذه الظروف، سيعجل رفع قيمة سعر الصرف بالتحرك نحو توازن مستدام جديد، ويبطئ التراخى فى سياسة سعر الصرف عملية حتمية- ربما بهدف اكتساب ميزة تنافسية فى الأجل القصير. وبالطبع أن حجة وفق هذه الأسس تتطلب بعض الأدلة حول عدم التوازن المبدئى- الذى يتمثل فى الأغلب فى ضغوط التضخم المتصاعدة.

الصين : نقاط أساسية

النمو، والادخار، والاستثمار، والاستثمار الأجنبى كلها عالية.

- بلغ متوسط النمو منذ بداية العقد حتى ٢٠٠٧، ٩.٦ فى المائة، ولكنه سيستمر بمعدل أدنى فى الأزمنة الحالية.
- بلغ معدل الادخار القومى، ٥٤ فى المائة فى عام ٢٠٠٧ بالمقارنة بمتوسط مقداره ٣٣ فى المائة بالنسبة لعينه من اقتصادات السوق الناشئة الأخرى (لا يزال أعلى كثيرا من المعدل فى الاقتصادات المتقدمة).
- بلغت نسبة الاستثمار فى ٢٠٠٧، ٤٣ فى المائة بالمقارنة بنسبة ٢٩ فى المائة فى المتوسط فى اقتصادات أخرى للأسواق الناشئة، وهى أدنى كثيرا فى الاقتصادات المتقدمة.
- ارتفع الاستثمار الأجنبى المباشر الصافى فى الصين من أقل من ٣ مليارات دولار فى عام ١٩٩٠ إلى أكثر من ١٢٠ مليار دولار فى ٢٠٠٧.
- الأجور فى الصناعات التحويلية منخفضة جدا بالمعايير الدولية ولكنها مرتفعة جدا بالنسبة للأجور فى الاقتصاد الريفى.
- هناك نقص فى البيانات الحالية الموثوق بها، ولكن البيانات لعام ٢٠٠٢، تبين أن الأجور فى الصناعات التحويلية فى الصين تساوى ٣ فى المائة من مستوياتها فى الولايات المتحدة- بالمقارنة بنسبة ٣٣ فى المائة فى اقتصادات آسيوية ناشئة أخرى.
- فى عام ٢٠٠٧، بلغ دخل الفرد فى الأسر الريفية، ٣٠ فى المائة من دخل الفرد فى الأسر الحضرية، وقد أخذت تسير فى اتجاه تنازلى منذ أواخر أعوام التسعينيات من القرن الماضى.
- جيش عمال الريف الضخم فى الصين يحرك الهجرة الداخلية
- قطاع الزراعة فى الصين به جيش احتياطى ضخم من العمالة الزائدة ربما يصل إلى ٢٠٠ مليون تقريبا (انظر بانبيستر، ٢٠٠٥).
- والهجرة الداخلية يحركها العدد الضخم من العمالة الزائدة فى الاقتصاد الريفى والفروق الكبيرة فى الأجر بين العمال الزراعيين وعمال المدن.

وقد تركز الكثير من الحوارات حول الصين على هذا الموضوع الخاص بسياستها لسعر الصرف كجزء من استراتيجياتها للنمو. وكانت الحرارة عادة أشد من الضوء. ولهذا السبب حاولنا تأصيل القضايا بشكل أكثر دقة والكشف عن القوى المحركة الكامنة وراء ذلك.

نموذج حقيقى للنمو فى الصين

توصلنا إلى نموذج تقليدى حقيقى نيوكلاسيكى للنمو، وضع ليأخذ فى اعتباره بعض الخصائص المعبرة فى الاقتصاد الصينى وتحددت معالمه بأرقام تعكس بشكل مقنع الوضع فى الصين.

- والاقتصاد الصينى طبقا للنموذج لا يمكن أن يؤثر على سعر الفائدة الأجنبى الذى تقترض به ولكنه يمكن أن يؤثر على أسعار منتجاتها الصناعية فى السوق العالمية.

- يتطلب الإنتاج نوعين من رأس المال- محلى وأجنبى- يكملان بعضهما فى الإنتاج. ويمكن الحصول على رأس المال الأجنبى من الأسواق العالمية بسعر محدد. أما رأس المال المحلى فلا يمكن توليده إلا بالادخار المحلى وهذا بديهي إذا نظر المرء إلى رأس المال المحلى باعتباره رأس مال بشرى، مع عرض محدود جدا من عمال أكفاء ومهرة يتحدثون باللغة الصينية يمكن استيرادهم من الخارج.

- ويركز النموذج على القطاع الصناعى الحضرى. إلا أن القطاع الريفى لديه فائض كبير من العمال الراغبين فى الانتقال إلى القطاع الحضرى عندما تزيد الأجور فى المدن عن تلك الموجودة فى القطاع الريفى. وتتوقف سرعة الهجرة على درجة قدرة العمالة على الحركة.

وهاتان الخاصيتان الأخيرتان تحركان النموذج. فعلى سبيل المثال، إذا كان هناك تراكم لرأس المال المحلى، فسيرفع العائد على العمل وعلى رأس المال الأجنبى ويزيد الهجرة والتوظيف والاستثمار الأجنبى. ونظرا لأنه ليس هناك حد لرأس المال الأجنبى المتاح، وإن هناك احتياطيا ضخما من العمالة الريفية، فإن رأس المال المحلى هو العنصر النادر، وهو يكتسب عوائد ضخمة ويستثير معدلات عالية من الادخار.

وقد أخضعنا النموذج لتجارب متنوعة- صدمات فى الإنتاجية، وفى الطلب الخارجى، وفى أسعار الفائدة- لإظهار آلياته. وكانت النتائج موحية. وبقدر ما يكون العمل قادرا على الحراك، تقلل الزيادة المفرطة فى عمال القطاع الريفى من التباين فى كل من الأجور وسعر الصرف الحقيقى. وأى زيادة فى الطلب الأجنبى من المحتمل بدرجة أكبر أن تستثير زيادة التوظيف واستثمارا أجنبيا أعظم وادخارا أعلى (كرد فعل لزيادة العائد على رأس المال المحلى النادر) من الارتفاع فى الأجور وفى سعر الصرف الحقيقى. وهكذا يبدو أن النموذج يحيط بخصائص حيوية من تاريخ الصين الحديث- ادخار عمال مقترن باستثمار أجنبى مباشر كبير وأجور يتم الإبقاء عليها كما يبدو فى مستويات تنافسية منخفضة جدا. وعلاوة على ذلك، فإن هذه الخصائص تنبثق من نموذج «حقيقى»- أى نموذج ليس فيه مجال للتأثير على سعر الصرف الاسمى. ومع ذلك فالنموذج محدود: فهو لا يفسر تطورات أخرى- على سبيل المثال التراكم الهائل فى الاحتياطى الأجنبى- الذى قد ينبئ بعدم التوازن.

ويقدم النموذج أيضا نظرة على تأثير الاضطراب العالمى الحالى على اقتصاد الصين. وهناك اعتبار حاسم هنا هو التشخيص العدى لسوق العمالة باعتبارها شديدة المرونة. ويفرض هذا، بالإضافة إلى اعتماد الاقتصاد على الإنتاج الصناعى للتصدير، عبء التصحيح لمواجهة صدمة تأتي من الطلب الخارجى

على التوظيف الصناعي. إذ يؤدي انخفاض الطلب الأجنبي على السلع الصينية، إلى ضغط على المعدل التجاري في اتجاه النزول، ويجبر الشركات الصينية على تخفيض الأسعار، ويقلل الأرباح، وينزل بالأجور الصناعية. إلا أن الأهم من ذلك في اقتصاد يتسم بهذا الاتجاه الواضح لانتقال العمالة إلى القطاع الصناعي في السنوات الأخيرة، هو أنه يخفض بشكل حاد من العمالة في الصناعات التحويلية، ويعيد العمال مرة أخرى إلى الاقتصاد الريفي. وبالنسبة للحكومة، قد تكون مقاومة إلغاء الطابع الصناعي للعمل هي أكثر حتميات السياسة إلحاحا.

ولأن النموذج هو نموذج نيو كلاسيكي وليس على النمط الكينزي، فهو ليس مكرسا للتحليل قصير الأجل للسياسة. وبشكل خاص، فإن أي تقييم لاستجابة السياسة المناسبة لانخفاض الطلب طبقا لكينز- أي لا يتأثر بتنافسية السعر- هو بدرجة ما، من قبيل التخمين. إلا أن النتائج تبين أنه إذا كان هناك في أي وقت فرصة مناسبة للسلطات الصينية لتنشيط الطلب المحلي وتقليل اعتماد الاقتصاد على الطلب الأجنبي، فهو الآن.

استنتاجات وتحذيرات في السياسة

تبين تجارب النموذج أنه قد يمكن لبلد لديه خصائص هيكلية مثل تلك الموجودة في الصين، أن يحافظ لفترة كبيرة من الوقت، على وضع تكون فيه الأجور منخفضة جدا في الصناعة، والعائد على رأس المال المحلي مرتفعا، والنمو الذي يقوده التصدير سريعا. ولكن المخاطر تظهر عندما تتغير الخصائص الكامنة، وتقاوم السلطات- سواء بسبب القصور الذاتي أو بتشجيع من جماعات المصالح المحلية- التكيف مع هذا التغيير. إن محاولة التمسك باستراتيجية الأجور المنخفضة (التي يكون سعر الصرف الحقيقي فيها مقيما بطريقة غير سليمة) في وجه عدم التوازن المتصاعد- على سبيل المثال، ضغوط الأسعار والأجور هي استراتيجية خطرة. إنها تخاطر بزيادة التضخم وتوقعات التضخم بطريقة قد تصبح متجزره ومن ثم يثبت أن تكلفة عكس اتجاهها عالية. وهي تخاطر أيضا بالانكشاف المفرط في مواجهة تطورات معاكسة في الطلب الأجنبي.

وفي الظروف الحالية للانخفاض الكبير في الطلب الأجنبي، قد تكون

السياسات الرامية لتنشيط الطلب المحلي في الصين هي الطريقة الوحيدة للحفاظ على النمو والتوظيف- والمؤكد أن الصين واحدة من اقتصادات السوق الناشئة القليلة التي ليس لديها قيود على التمويل الخارجي والتي يمكن أن تحول دون مثل هذه السياسات. وبالإضافة إلى ذلك، فإن تنشيط الطلب المقدم في الصين

إن السياسات التي تهدف لتعزيز الطلب المحلي- حوافز مالية، من بين أمور أخرى- قد تكون الطريقة الوحيدة لوقف خسائر الوظائف في الصناعات التحويلية.

قد يكون استراتيجية «لحسن الجوار» تساهم في زيادة الطلب العالمي وفي حل الأزمة العالمية الحالية. ■

ليزلي ليبسكسيتز مدير معهد صندوق النقد الدولي، وسيلين روشون محاضرة جامعية في كلية سيد للأعمال، جامعة أوكسفورد، وجنيفيف فردييه باحثة اقتصادية في معهد صندوق النقد الدولي.

المراجع:

Banister, Judith, 2005, "Manufacturing Employment and Compensation in China" (Beijing: Javelin Investment Consulting Company).

Goldstein, Morris, and Nicholas Lardy, 2005, "China's Role in the Revived Bretton Woods System: A Case of Mistaken Identity," Working Paper 052- (Washington: Peterson Institute for International Economics).

Lipschitz, Leslie, Céline Rochon, and Geneviève Verdier, 2008, "A Real Model of Transitional Growth and Competitiveness in China," IMF Working Paper 0899/ (Washington: International Monetary Fund).

بيان عن الملكية والإدارة والنشر وفقا لما تطلبه المادة ٢٩ من قانون الولايات المتحدة رقم ٣٦٨٥

واشنطن دي. سي: رئيس التحرير: جيريمي كليفت، نفس العنوان. ١٠ - المالك: صندوق النقد الدولي، ٧٠٠ شارع ١٩ شمال غرب واشنطن دي. سي ٢٠٤٣١. ١١ - المعروفون من مالكي السندات، والرهن، وغيرهم من مالكي أدوات الضمان أو ممن يملكون ١٪ أو أكثر من إجمالي قيمة السندات والرهن وغيرها من أدوات الضمان: لا يوجد. ١٢ - الوضع الضريبي: لم يتغير في خلال الشهور الاثني عشر السابقة. ١٣ - الاسم المستخدم في النشر: التمويل والتنمية. ١٤ - تاريخ النشر بالنسبة لبيانات التوزيع الواردة أدناه: ديسمبر ٢٠٠٨

١ - الاسم: التمويل والتنمية. ٢ - النشرة رقم ١٢٣-٢٥٠-٣ - تاريخ الإصدار: ٨ يناير ٢٠٠٩. ٤ - دورية الإصدار: ربع سنوية. ٥ - عدد النسخ المنشورة سنويا: أربعة. ٦ - سعر الاشتراك السنوي: غير متاح (لا ينطبق) ٨/٧ - العنوان الكامل للمراسلات/ أو مكتب النشر أو/ الناشر المعروف: مجلد التمويل والتنمية، صندوق النقد الدولي، ٧٠٠ شارع ١٩ شمال غرب واشنطن دي. سي ٢٠٤٣١. ١٩ - الأسماء الكاملة وعنوان المراسلات الكامل للمقر الرئيسي للأعمال العامة للمناشر ورئيس التحرير: صندوق النقد الدولي،

العدد الفعلي الأقرب لتاريخ الإخطار (ديسمبر ٢٠٠٨) من كل إصدار على حدة	متوسط عدد النسخ من كل إصدار في الشهور الاثني عشر السابقة	١٥ - مدى وطبيعة التوزيع
١٨,٠٥٠	٢٦,٢٣٨	(أ) إجمالي عدد النسخ
٣,٣٧١	٧,٣٦٦	(ب) الأعداد المدفوع ثمنها مثلا/ أو التوزيعات المطلوبة
٣,٣٧١	٧,٣٦٦	(ج) إجمالي المدفوع و/أو التوزيع المطلوب
٩,٤٦٧	٨,٤٥٨	(د) نسخ غير مطلوبة
صفر	٦٧٩	(هـ) نسخ غير مطلوبة تم توزيعها خلال شركة التوزيع USPS لفئات توزيع بريدية أخرى
٥,٢١٢	٩,٦٣٥	(و) نسخ غير مطلوبة تم توزيعها خارج البريد
١٤,٦٧٩	١٨,٨٧٢	(ز) إجمالي التوزيع غير المطلوب (د + هـ + و)
١٨,٠٥٠	٢٦,٢٣٨	(ح) إجمالي التوزيع (إجمالي ج + د + هـ + و)
٥,٢١٢	٩,٦٣٥	(ط) نسخ غير موزعة
٢٣,٦٦٢	٣٥,٩٧٣	(ي) إجمالي (ح + ط)
٢٣,٦٦٢	٣٥,٩٧٣	النسبة المئوية للتوزيع المدفوع والمطلوب
٢٣,٦٦٢	٣٥,٩٧٣	أشهد بأن البيانات المقدمة متى بعالية سليمة وتامة
٢٣,٦٦٢	٣٥,٩٧٣	جيريمي كليفت، رئيس التحرير



كاتب يسجل الأسعار في البورصة في مباباني، سوازيلند.

خطوات صغيرة

التوازن الدقيق للأسواق المالية النامية في الاقتصادات الصغيرة: مردود بجرية من الواقع

مارك ستون وسييتشي شيميزو

Mark Stone and Seiichi Shimizu

العديد من الاقتصادات الصغيرة عقبات داخلية المنشأ تخرج بدرجة كبيرة عن سيطرة صناعات السياسة. والبنوك هي محور العجلة في تطور الأسواق لأنها القوة الفاعلة الرئيسية في أغلب الأسواق المالية. إلا أن القطاعات المصرفية في أغلب الاقتصادات الصغيرة صغيرة وغير تنافسية؛ إن متوسط عدد البنوك هو ستة بل إن عددا أصغر منها ينزع للسيطرة على القطاع المصرفي. كما أن الاقتصاد الحقيقي غير المتنوع يحد من فرص تحويل المخاطر. والبنية الأساسية على أحدث طراز والتنظيمات المتقنة قد لا تفيد نظرا للحجم الأصغر للاقتصاد. والعدد المنخفض والحجم الصغير للشركات عائق متأصل آخر.

ويمكن لتدابير السياسة أن تساعد في التغلب على عقبات أخرى تعوق تطور السوق. فيمكن معالجة السيولة المفرطة في القطاع المصرفي، التي تضع كل البنوك في جانب البيع، من سوق النقد، والدولرة التي تقلل من حجم المعاملات المالية بالعملة المحلية، من خلال سياسات مناسبة تُنفذ على المدى الطويل. ويمكن تخفيض القيود المؤسسية، مثل العدد المحدود من القوى الفاعلة في السوق المالي وضعف ممارسات الإفصاح عن المعلومات المالية على المدى الطويل، وتطور السوق يمكن أن تعرقله أيضا السياسة في ظل السيطرة المباشرة للسلطات، وانعدام الإرادة السياسية والمصالح المكتسبة لمن لن يستفيدوا من تطوير السوق.

المالية في الاقتصادات الأصغر تتوافر لها نظريا الإمكانية لتحقيق مزايا مهمة. وهذه تشمل سياسة نقدية ومالية أكثر فاعلية، وتحويل أكبر للمخاطر، وتمويل متزايد للشركات، وتكامل أعظم في الاقتصاد العالمي. ولكن الأسس اللازمة لتحليل ما يقتضيه تطوير الأسواق المالية في الاقتصادات الأصغر محدودة لأن الأبحاث التي تجرى عبر البلدان قد ركزت حتى الآن على الأسواق المالية في بلدان الأسواق المتقدمة والنامية. وعلاوة على ذلك، تميل السياسات المطلوبة لتطوير الأسواق المالية في البلدان الأصغر لأن تكون ذات طابع خاص لأن الاقتصادات الصغيرة تختلف تماما بعضها عن البعض الآخر (انظر الإطار).

ويتناول هذا المقال هذه الفجوة التحليلية ويقترح سياسات لتطوير أسواق مالية «جوهريّة»- صرف أجنبي، ونقود، وأمن حكومي، وإنصاف- في الاقتصادات الصغيرة. وهذه الأسواق أساسية لأنها توفر المستوى الأكثر جوهريّة من الخدمات المالية. كما يقدم هذا المقال أيضا الخطوط الأساسية لسلسلة الخطوات التي يمكن أن تتبعها البلدان الصغيرة، مع التسليم بأن نهج المقاس الواحد الذي يناسب الجميع لا يصلح لهذه البلدان.

أسواق ضحلة

الأسواق المالية في الاقتصادات الصغيرة أصغر بشكل عام وتقدم مجالها أضيق من الخدمات بالمقارنة بما تقدمه تلك الموجودة في الاقتصادات الأكبر. وحجم الأعمال في أسواق سعر الصرف الأجنبي في الاقتصادات الصغيرة أقل كثيرا بالمقارنة ببلدان الاقتصاد الناشئة، ويجرى أقل من ٥٠ في المائة منها معاملات آجلة (شراء أو بيع عملة في المستقبل طبقا لسعر صرف محدد سلفا). وأسواق المال ضعيفة وأغلبها تسيطر عليه عمليات نقدية قصيرة الأجل بين البنوك. ولدى ٢٥ في المائة فقط من الاقتصادات الصغيرة أسواق ثانوية للأوراق المالية الحكومية، متطورة بما يكفي لإشراك مؤسسات أجنبية. بل إن لدى ٤٠ في المائة فقط من الاقتصادات الصغيرة بورصة، والتداول في العديد من هذه البورصات منخفض لدرجة تجعل تأثيرها الاقتصادي ضئيل. وكان للتكامل الإقليمي حتى الآن نتائج مختلطة بالنسبة للنجاح في تعميق الأسواق. ومع ذلك، فهناك أمثلة إيجابية، ولدى بعض الاقتصادات الصغيرة (كروواتيا والأردن) أسواق متطورة لحد ما تقدم مجموعة واسعة من المزايا.

ما السبب في عدم تطور الأسواق المالية في الاقتصادات الصغيرة؟ تواجه

ما هي الاقتصادات الصغرى؟

تُعرّف الاقتصادات الصغرى هنا بأنها البلدان التي يكون فيها الناتج المحلي الإجمالي ونصيب الفرد من الناتج أدنى من عتبة معينة والتي يمكن اعتبارها الحدود المميزة المفروضة على التطور المحتمل لأسواقها المالية. وتبين مراجعة المعلومات الأساسية حول الأسواق المالية بأن أغلب البلدان التي وصلت إلى عتبة ٤٠ مليار دولار للناتج المحلي الإجمالي و ١٠ آلاف دولار لنصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي لديها أسواق مالية متخلّفة نسبيا، وفي حالات كثيرة ليس لديها أسواق مالية كلية.

وتتمثل الاقتصادات الصغرى ٢ في المائة من الناتج المحلي الإجمالي العالمي؛ ويبلغ مجموع السكان فيها ٩٦٠ مليون نسمة، أو ١٥ في المائة من إجمالي سكان العالم. وتضم الاقتصادات الصغرى طائفة واسعة من البلدان. ولدى عدد من الاقتصادات الصغرى بعض الأسواق المتطورة، وإما أنها قد انضمت لصفوف بلدان الأسواق الناشئة أو أن لديها إمكانية لأن تفعل ذلك. وعلى الطرف الآخر من الطيف، هناك ٣٦ من الاقتصادات الصغرى يقل عدد سكانها عن مليون، مما يدل على أنه سيكون من الصعب تحقيق وفورات الحجم.

ما ينجح وما لا ينجح؟

كيف يمكن للاقتصادات الصغيرة أن تستفيد من النهوض بتنمية القطاع المالي؟ يمكن فهم الكثير من خبرة بلدان فرادى، ومن المقارنات عبر البلدان، ومن العمل الذي تم في صندوق النقد الدولي وأماكن أخرى.

وتتحول القوى المحركة لتطوير سوق الصرف الأجنبي من البنك المركزي والحكومة إلى القوى الفاعلة في السوق مع تعمق السوق. وفي المراحل المبكرة تزيل الحكومة العوائق مثل اشتراطات التنازل عن الصرف الأجنبي والقيود الشديدة على رأس المال (أوغندا). والخطوة التالية هي إعادة توجيه البنك المركزي ليغير دوره من تقييد السوق إلى دعم السوق، كما في جمهورية مقدونيا اليوغسلافية السابقة. ويقتضى هذا تقليل تحكم البنك المركزي المباشر في تدفقات السوق، وإنشاء آلية للتداول صديقة للسوق، ونقل وظيفة صنع السوق كلية إلى السوق، وإنشاء عمليات للصرف الأجنبي تستند إلى السوق. وآخر مرحلة هي التنمية التي تحركها السوق، مع الحد من دور السلطات بدرجة كبيرة ليقصر على الدعم الحريص (صربيا).

ويجب أن تتكامل تنمية أسواق النقد والأوراق النقدية الحكومية لأن المصارف تنزع للسيطرة على كلا هذين السوقين، وفي العادة تخدم البنية الأساسية نفسها هذين السوقين كما أن لهما دورا مشتركا في السياسات والعمليات النقدية المالية. وتنزع السياسات في مرحلة تنمية السوق الأولى، التي تشمل الإيداعات فيما بين البنوك أساسا، إلى التركيز على التدابير الحكومية لإزالة العقبات وتطوير النظام المصرفي، كما حدث في بوتسوانا. وبمجرد بدء التداول المنتظم للأوراق المالية، يستطيع البنك المركزي، بالتنسيق الوثيق مع الحكومة والمشاركين في السوق، أن يعزز التنمية بالانتقال إلى عمليات نقدية تدعم السوق (تونس) مثل إعادة الإيداع، وإلى تمويل مالي لتدعيم السوق مثل مزادات لسندات الخزنة التي تحركها السوق (صربيا). ويتولى القيادة القوى الفاعلة في السوق نفسها من أجل إقامة أسواق رسمية متقنة والعمل معا مع وكالات عامة لضمان استقرار النظام.

وتختلف أسواق الأسهم قليلا عن الأسواق المالية الأساسية الأخرى من حيث أن القوى الفاعلة في السوق نفسها تلعب دورا قياديا بدرجة أكبر وأن السياسات الحكومية تغطي مجالا أوسع. والتحدى الأول بالنسبة للاقتصادات الصغيرة التي ليس لديها بورصة نشيطة، هو إيجاد مصادر بديلة لتمويل الشركات. ومع تطوير الأسواق للتداول المنتظم، يجب أن تركز السياسات على المؤسسات وعلى حكومة الشركات الأساسية، كما حدث في كرواتيا وموريشيوس وكينيا. وأخيرا، فإن تنمية سوق ثانوية عميقة ونشيطة، تحركها القوى الفاعلة في السوق نفسها، مع قيام وكالات حكومية مختلفة بتحسين توفير المعلومات وتعزيز استقرار السوق (جامايكا، والأردن، وسري لانكا).

وللتكامل الإقليمي القدرة على التصدي لبعض العقبات التي تقف أمام تنمية السوق بالتخفيف من إلغاء وفورات الحجم، ولكن التجربة كانت متضاربة حتى الآن. ويبدو أن الشروط العامة المسبقة لتكامل ناجح هي الروابط الاقتصادية والسياسية الإقليمية والقطاعات المصرفية المتطورة والمتكاملة والأسواق المحلية القائمة بالفعل، والدعم السياسي للتغلب على المصالح المكتسبة. وينبغي أن يكمل التكامل الإقليمي بشكل عام الأسواق المحلية لا أن يحل محلها. وقد تمت أغلب الحالات التي نجح فيها التكامل الإقليمي بقيادة السوق وشملت أسواق الأسهم (دول البلطيق). ويمكن أن يكون التدخل الحكومي فعال عندما تتعارض مصالح

القوى الفاعلة فرادى في السوق مع تكامل السوق. والانضمام لأسواق إقليمية قائمة حقت بالفعل وفورات الحجم الأساسية قد يكون أكثر رشدا من محاولة دمج أسواق صغيرة عبر البلدان.

ما هي الدروس المستفادة؟

إن الدرس الغالب هو أن سياسات تطوير السوق يجب أن تكون واقعية ومفصلة لتناسب ظروف الاقتصادات الصغرى الفريدة عادة. ويمكن أن ينطوي التنفيذ الفعال لمثل هذه السياسات على ثلاث خطوات: أولا يجب الحكم على السوق الأكثر نشاطا بأنها قادرة على البقاء والاستمرار - أي أنه يجب أن يكون هناك عدد كاف من القوى الفاعلة لتكوين جانبي السوق على أساس جار. ثانيا، يتعين اعتبار أن المنافع العريضة لتنمية السوق القابلة للتحقيق على المدى الطويل يجب أن تزيد على التكلفة التي يتحملها القطاع العام. وبالنسبة للعديد من الاقتصادات الصغيرة، يمكن أن تكون تكلفة الفرصة البديلة لإنفاق الموارد المالية والبشرية الحكومية النادرة على تطوير السوق عالية. وأخيرا يجب مراعاة أي تداعيات على الاستقرار المالي الشامل للسوق الأكثر فاعلية بشكل كامل في السياسات.

ماذا عن بدائل الأسواق المالية إذا كانت احتمالات التنمية محدودة أو تكتنفها المخاطر؟ إن استثمار كل إمكانيات القطاع المصرفي يمكن أن يساعد على تعويض الافتقار إلى الأسواق المتطورة. فعلى سبيل المثال، تستطيع البنوك أن تقدم النقود ومنتجات الصرف الأجنبي لمساعدة الشركات على تدبير السيولة. وسياسات الحكومة التي تعزز الإقراض المصرفي المستند إلى السوق يمكن أن تعوض التمويل بالأسهم. والأفراد الأثرياء والجماعات الصغيرة - من المستثمرين المتخصصين، مصادر بديلة لتمويل الشركات يمكن تعزيزها بسياسات الحكومة. وأخيرا، هل يضطرنا الاضطراب المالي الحالي إلى إعادة التفكير في دور الأسواق المالية في الاقتصادات الصغيرة؟ حتى الآن يبدو أن التأثير على الاقتصادات الصغرى الذي أحدثته ضائقة السوق العالمي التي تعمل من خلال روابط عالية، كان معتدلا، ويرجع ذلك بدرجة كبيرة إلى الدور الصغير نسبيا لتدفقات رأس المال الخاص لهذه البلدان. وعلاوة على ذلك، فإن المؤسسات المالية في الاقتصادات الصغرى لم تشتر الأصول السامة التي ساهمت في الضائقة في الاقتصادات المتقدمة وفي العديد من الاقتصادات الناشئة. وهكذا فإن المشاكل الجارية في اقتصادات الأسواق المتقدمة والناشئة لا يبدو أنها تغير المبرر الكبير لتطوير الأسواق في الاقتصادات الصغرى. ومن المحتمل أن يكون من الأفضل بالنسبة للاقتصادات الصغرى أن تتمسك بالأساسيات واستغلال إمكانيات أسواقها لأقصى درجة. ■

مارك ستون نائب رئيس شعبة وسيشي شيميزو خبير اقتصادي أقدم في دائرة النقد وأسواق رأس المال في صندوق النقد الدولي.

هذا المقال يستند إلى بحث «تطوير الأسواق المالية الأساسية في الاقتصادات الصغرى: حقائق محددة حسب أسلوب معين وخيارات السياسة»، دراسة معدة لمناسبة خاصة رقم ٢٦٥ لصندوق النقد الدولي (واشنطن، ٢٠٠٩).

ما هو الكساد؟



ستيجن كلايسنس وم. أيهان كوزي

Stijn Claessens and M. Ayhan Kose

على

مدى أكثر من عام، لم يمر بالكاد يوم لم نسمع فيه أنباء اقتصادية كئيبة حول الولايات المتحدة أو أوروبا أو اليابان. فالبطالة أخذت في الارتفاع وأرباح الشركات أخذت في الانخفاض، وطفقت الأسواق المالية تتعثر وقطاع السكان ينهار. فهل هناك كلمة واحدة تصف هذه التطورات؟ نعم: «الكساد».

لقد اصطلحت الأزمة المالية العالمية الجارية بالكساد في العديد من البلدان. ويتسق هذا النمط مع السجل التاريخي. فقد حدثت حالات الكساد المتزامنة في الاقتصادات المتقدمة عدة مرات في العقود الأربعة السابقة- في أواسط أعوام السبعينيات وأوائل أعوام الثمانينيات وأوائل أعوام التسعينيات من القرن الماضي وأوائل أعوام القرن الحالي. ونظرا لأن الولايات المتحدة هي أكبر اقتصاد في العالم ولديها علاقات تجارية ومالية قوية مع العديد من الاقتصادات الأخرى، تتزامن أحداث الركود المتزامنة عالميا هذه أيضا مع حالات كساد في الولايات المتحدة. وعلى الرغم من أن حالات الكساد في الولايات المتحدة، أصبحت أكثر اعتدالا على مر الزمن، إلا أن الكساد الراهن يرجح أن يغير هذا الاتجاه. لقد مر عليه الآن ستة عشر شهرا بالفعل- مع تراجع حاد في الاستهلاك والاستثمار- ويمكن أن يصبح واحدا من أطول وأعمق حالات الكساد منذ الكساد الكبير في سنوات الثلاثينيات.

إطلاق مسمى الركود

ليس هناك تعريف رسمي للكساد، ولكن هناك اعتراف عام بأن المصطلح يشير إلى فترة من التراجع في النشاط الاقتصادي. والفترات القصيرة جدا من التراجع لا تعتبر حالات كساد. ويستخدم أغلب المعلقين والمحللين، كتعريف عملي للكساد، ربعي سنة متواليين من التراجع في الناتج المحلي الإجمالي لبلد ما (التصحيح لمراعاة التضخم)- أي قيمة كل السلع والخدمات التي ينتجها هذا البلد (انظر «عودة للأساسيات» في عدد ديسمبر من مجلة التمويل والتنمية). وعلى الرغم من أن هذا المصطلح هو حكم مبني على التجربة إلا أن به بعض المثالب. ذلك أن التركيز على الناتج المحلي الإجمالي فقط نظرة ضيقة ومن الأفضل عادة أخذ مجموعة أوسع من المقاييس للنشاط الاقتصادي في الاعتبار لتقرير ما إذا كان بلد ما يعاني فعلا من كساد. واستخدام مؤشرات أخرى يمكن أن يوفر أيضا مقياسا أكثر ملائمة للوقت لحالة الاقتصاد.

ويستخدم المكتب القومي للبحوث الاقتصادية، وهو منظمة خاصة للأبحاث

تحتفظ بسجل زمني لتواريخ بداية ونهاية حالات الكساد في الولايات المتحدة، مصطلحا أوسع ويأخذ في اعتباره عددا من مقاييس النشاط ليحدد تواريخ حالات الكساد. وتعرف «لجنة تحديد تواريخ دورات الأعمال» التابعة لهذا المكتب، الكساد على أنه تراجع كبير في النشاط الاقتصادي ينتشر في أرجاء الاقتصاد، ويستمر أكثر من شهر قليلة، ويظهر في العادة في الإنتاج، والتوظيف، والدخل الحقيقي، ومؤشرات أخرى. ويبدأ الكساد عندما يصل الاقتصاد إلى ذروة النشاط وينتهي عندما يصل الاقتصاد إلى النقطة الدنيا في دورته. وبالتوافق مع هذا المصطلح، تركز اللجنة على مجموعة شاملة من المقاييس - لا تتضمن فقط الناتج المحلي الإجمالي بل أيضا التوظيف، والدخل، والمبيعات، والإنتاج الصناعي وذلك لتحليل الاتجاهات في النشاط الاقتصادي.

وعلى الرغم من أن الاقتصاد قد يظهر بعض علامات الضعف على مدى شهرين قبل أن يبدأ الكساد، إلا أن عملية تحديد ما إذا كان بلد ما يعاني كساد حقيقي (أم لا)، كثيرا ما تستغرق وقتا. فعلى سبيل المثال، احتاجت لجنة المكتب القومي للبحوث الاقتصادية إلى عام حتى تستطيع الإعلان أن الكساد الحالي في الولايات المتحدة بدأ في ديسمبر ٢٠٠٧. وهذا أمر يمكن فهمه لأن عملية اتخاذ القرار تتضمن إثبات تراجع كبير في النشاط الاقتصادي على مدى فترة ممتدة من الوقت بعد جمع وتنقية متغيرات عديدة، وهو ما يخضع في كثير من الأحيان للمراجعة بعد الإعلان عنه للمرة الأولى. وبالإضافة إلى ذلك، قد تكشف درجات مختلفة من النشاط عن سلوك متضارب مما يجعل من الصعب تحديد ما إذا كان بلد ما يعاني حقيقة من تراجع واسع القاعدة في النشاط الاقتصادي.

لماذا يحدث الكساد؟

كان فهم مصادر الكساد واحدا من المجالات الثابتة في الأبحاث الاقتصادية. وهناك تشكيلة متنوعة من الأسباب التي تجعل الكساد يحدث. بعضها يرتبط بتغيرات حادة في أسعار المدخلات المستخدمة في إنتاج السلع والخدمات. فعلى سبيل المثال، فإن زيادة حادة في أسعار البترول يمكن أن تكون نذيرا بكساد قادم. وإن تصبح الطاقة مكلفة، فإنها تدفع إلى أعلى مستوى الأسعار الشامل، مما يؤدي إلى تراجع في الطلب العكسي. ويمكن أيضا إطلاق العنان للكساد بقرار بلد ما بتخفيض التضخم باستخدام سياسات نقدية أو مالية انكماشية. وعندما تستخدم مثل هذه السياسات بإفراط، فإنها يمكن أن تؤدي لتراجع في الطلب على السلع والخدمات، مما ينتج عنه كساد في نهاية الأمر.

- إنها في العادة تستمر لمدة سنة تقريبا وكثيرا ما تسفر عن تكلفة كبيرة في الناتج. وبشكل خاص، يصطحب الركود عادة بتراجع يبلغ ٢ في المائة في الناتج المحلي الإجمالي (انظر الشكل). وفي حالات الكساد الحاد تقترب التكلفة النمطية في الناتج من ٥ في المائة.
- والانخفاض في الاستهلاك صغير في الأغلب، إلا أن كل من الإنتاج والاستثمار يسجلان تراجعا أكبر كثيرا عنه في الناتج المحلي الإجمالي.
- إنها تتداخل نمطيا مع انخفاض التجارة الدولية حيث تتناقص الصادرات، والواردات بصفة خاصة بشكل حاد أثناء فترات التباطؤ.
- ويقفز معدل البطالة بصورة دائمة تقريبا وينخفض التضخم قليلا لأن الطلب الكلي على السلع والخدمات يقلص. وإلى جانب تآكل قيمة المساكن والأسهم، تميل حالات الكساد لأن تكون مرتبطة باضطراب في الأسواق المالية.

الكساد مكلف

تتسم حالات الكساد بتراجع كبير في الناتج (إجمالي الناتج المحلي الحقيقي)، وفي الاستثمار والواردات والإنتاج الصناعي، بينما يكون التراجع في الاستهلاك أصغر.

ماذا عن الركود؟

الكساد الحالي في الولايات المتحدة هو الثامن الذي عانت منه البلاد منذ عام ١٩٦٠. وقد دام الكساد الأمريكي في تلك الفترة حوالي إحدى عشر شهرا، واستمر أطولها (في ١٩٧٣ و ١٩٨١) ١٦ شهرا، وبقي أقصرها ثمانية أشهر (١٩٨٠). وكان تراجع الناتج من ذروته إلى أدنى نقطة له هو ١,٧ في المائة في المتوسط، بينما أدى أسوأ كساد بمفرده (١٩٧٣) إلى خسارة في الناتج تزيد قليلا على ٣ في المائة. وعلى الرغم من أن الاستثمار والإنتاج الصناعي انخفض في كل حالات الكساد، فإن الاستهلاك سجل انخفاضا في ثلاثة منها فقط.

وأحد الأسئلة التي يتم توجيهها أحيانا هو ما وجه المقارنة بين الكساد الحالي والركود، وخاصة الكساد العظيم، في أعوام الثلاثينيات من القرن الماضي. لا يوجد تعريف رسمي للركود، ولكن أغلب المحللين يعتبرون الركود كسادا خطيرا لأقصى درجة، إذا زاد فيه التراجع في الناتج المحلي الإجمالي على ١٠ في المائة. وقد كانت هناك حفنة قليلة فقط من أحداث الركود في الاقتصادات المتقدمة منذ عام ١٩٦٠. وقد وقع أحدثها في فنلندا في أعوام التسعينيات من القرن الماضي حيث سجل تراجع الناتج المحلي الإجمالي بحوالي ١٤ في المائة. وقد تزامن ذلك الركود مع انهيار الاتحاد السوفيتي الذي كان شريكا تجاريا كبيرا لفنلندا. وأثناء الكساد العظيم، تقلص الاقتصاد الأمريكي بنحو ٣٠ في المائة على مدى فترة أربع سنوات. وعلى الرغم من أن الكساد الحالي شديد على نحو جلي، فإن تكلفته في الناتج حتى الآن أصغر كثيرا من تكلفة الكساد العظيم.

ستيغن كلايسنس مدير مساعد و م. أيهان كوزي خبير اقتصادي أقدم في دائرة الأبحاث في صندوق النقد الدولي.

المراجع:

Claussens, Stijn, M. Ayhan Kose, and Marco Terrones, 2008, "What Happens During Recessions, Crunches, and Busts?" IMF Working Paper 08274/ (Washington: International Monetary Fund).

—, forthcoming, "American Recessions: Domestic and Global Implications" IMF Working Paper (Washington: International Monetary Fund).

وبعض حالات الكساد، بما فيها الكساد الحالي، تمتد جذورها إلى مشاكل الأسواق المالية. وغالبا ما تتواكب الزيادات الحادة في أسعار الأصول والتوسع السريع في الائتمان كثيرا مع التراكم السريع للديون. ومع توسع الشركات والأسر أكثر من اللازم ومواجهتها لصعوبات في سداد التزامات ديونها، فإنها تقلل من استثمارها واستهلاكها، الذي يؤدي بدوره إلى إنقاص النشاط الاقتصادي. ولا تنتهي هذه الحالات من انتعاش الائتمان إلى كساد، ولكن عندما يحدث ذلك تكون حالات الكساد في كثير من الأحيان أكثر تكلفة من غيرها. والكساد يمكن أن يكون نتيجة لتراجع الطلب الخارجي، خاصة في البلدان التي لديها قطاعات تصدير قوية. والآثار الضارة للكساد في البلدان الكبرى، مثل ألمانيا واليابان والولايات المتحدة، سرعان ما يشعر بها شركاؤها التجاريون الإقليميون، خاصة أثناء حالات الكساد المتزامنة عالميا.

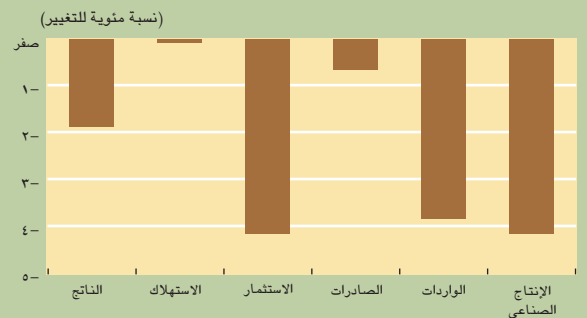
ونظرا لأن للركود أسباب محتملة عديدة، فإن التنبؤ بها يمثل تحديا. ولقد تم تسجيل أنماط السلوك بالنسبة لعدد من المتغيرات الاقتصادية التي تحيط بالكساد— بما في ذلك حجم الائتمان، وأسعار الأصول ومعدل البطالة — ولكن على الرغم من أن هذه المتغيرات قد تكون سببا للكساد، إلا أنه يمكن أن تكون أيضا نتيجة له— أو بلغة الاقتصاديين، ناشئة داخليا عن الكساد. وعلى الرغم من أن الاقتصاديين يستخدمون مجموعة كبيرة من المتغيرات للتنبؤ بسلوك النشاط الاقتصادي مستقبلا، إلا أن أيا منها لم يثبت أنه متنبئ يعتمد عليه لمعرفة ما إذا كان سيحدث كساد. ويبدو أن التغيرات في بعض المتغيرات — مثل أسعار الأصول، ومعدل البطالة، وأسعار معينة للفائدة وثقة المستهلكين — مفيدة في التنبؤ بالكساد، ولكن الاقتصاديين ما زالوا يفضلون في التنبؤ بدقة بجزء كبير من حالات الركود، ومن باب أولى التنبؤ بشدتها من حيث مدة استمرارها واتساع مداها (انظر «صورة عن قرب»، في عدد سبتمبر من مجلة «التمويل والتنمية»).

حالات الكساد نادرة ولكنها مكلفة

كانت هناك ١٢٢ حالة كساد في ٢١ اقتصاد متقدما في الفترة من ١٩٦٠-٢٠٠٧. وعلى الرغم من أن هذا يبدو كثيرا، إلا أن الكساد لا يحدث بشكل متكرر والحقيقة أن نسبة الوقت الذي يمر في كساد— إذا ما قيس بالنسبة المئوية للفصول التي كان فيها بلد ما في حالة كساد على مدى فترة العينة كاملة— بلغت في المعتاد ١٠ في المائة. وعلى الرغم من أن كل حالة كساد لها سماتها الفريدة، فإن حالات الكساد كثيرا ما تبدو عددا من السمات المشتركة.

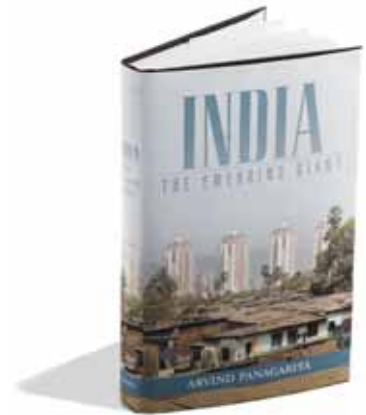
الكساد مكلف

تتسم حالات الكساد بتراجع كبير في الناتج (إجمالي الناتج المحلي الحقيقي)، وفي الاستثمار والواردات والإنتاج الصناعي، بينما يكون التراجع في الاستهلاك أصغر^(١).



المصدر: كلايسنس، وكوزي، وتيرونس (٢٠٠٨).
(١) متوسط ١٢٢ حالة كساد في ٢١ اقتصاد متقدم حدثت في الفترة من ١٩٦٠ إلى ٢٠٠٧.

حل خفايا الغز



Arvind Panagariya

India: The Emerging Giant

Oxford University Press, Oxford and New York, 2008, 545 pp., \$39.95 (cloth).

من الأرجح أن أرفيند باناجاريا قد كتب أفضل كتاب يلم بكل جوانب الاقتصاد الهندي ويحيط بأخر التطورات وفي نفس الوقت فإنه سهل المنال. وهو يستند في معلوماته على القدرة التحليلية لاقتصادى قيادى فى مجال التجارة الدولية، ومع ذلك هو ملئ بتفاصيل مفيدة واقعية. وهو يغطى مجالاً شاملاً - ولكنه يربط العناصر المنفصلة فى كل متماسك. إنه عمل متفوق عن الاقتصاد التطبيقي، وهو أيضا يعكس حساسية شديدة تجاه الاقتصاد السياسى للهند. إن به استنتاجات سياسية حادة تهاجم بشدة: فباناجاريا لا يخجل من مواجهة أولئك الذين يظن أنهم لا يفهمون الاقتصاد الهندي على حقيقته، وهو يفعل ذلك بمزيج قوى من الحجج التحليلية والأدلة المفصلة. وأخيرا على الرغم من أن الكتاب كتب قبل الأزمة الاقتصادية العالمية الحالية، فإن استنتاجاته الأساسية تظل صحيحة مقلما كانت قبل الأزمة.

لقد شجع الاقتصاد العالمى المزدهر فى هذا العقد (الذى انتهى فى ٢٠٠٧-٢٠٠٨) مقولة «لغز الهند» ومعها تشخيص خاطئ لأداء الهند الاقتصادى الأخير الذى يبدو ناجحاً. إن المروجين للغز الهند يرسمون صورة براقية بشكل مستحيل لاقتصاد الهند. وهذا بعيد تماماً عن واقع الهند.

أرشانا كومار هو محرر باب عروض الكتب.

المتداولة - حيث إمكانيات توليد الوظائف هائلة - هى أيضا مشلولة الحركة بقيود محلية. وتعانى قطاعات الخدمات الأساسية التى تعد هى العمود الفقرى (مثل البنوك والتأمين وتجارة التجزئة) من النزعة الحمائية الخارجية أيضا. والأمر الحاسم هو أن ثغرة التنمية الصارخة فى الهند هى فى الصناعة التحويلية، حيث تتأمر كل أنواع السياسات القومية وعلى مستوى الولايات للوقوف عقبة فى طريق الإنتاج الصناعى كثيف العمالة. ولا يشك باناجاريا فى أن الهند تحتاج لثورة صناعية إذا كانت ترغب فى الخروج من ريقة فقرها. وهذا يعنى نقل الناس المعدمين فى الريف للعمل فى صناعات تحويلية ضخمة بأجور منخفضة (فى البداية). وهذا هو ما فعلته شرق آسيا، ولكن الهند لم تفعله.

ومع ذلك فإن باناجاريا متفائل حول مستقبل الهند باعتبارها «ماردا صاعدا». فهو يعتقد أن إصلاحات السوق لها زخم فى المستقبل، وأنها ستتوسع وتعمق، وأن أداء الهند الاقتصادى سيقترب من إمكانياته، لصالح قطاع مستعرض أوسع من الهنود.

ولا أستطيع القول أنى أشاركه هذا التفاؤل تماما - لثلاثة أسباب. فأولا، كشفت نهاية عصر ازدهار الاقتصاد العالمى عن عيوب إصلاحات الهند والأساس الهش لنموها. وثانيا، أن الهند تدفع الآن ثمن حكومة لم تقم بأى إصلاحات منذ ٢٠٠٤. ثالثا، والأهم، إن الدولة الهندية تحت قيادة نخبتها السياسية البيروقراطية، لم يجر إصلاحها بعد. والواقع، أن مؤسسات الدولة قد أصبحت أسوأ حالا على المستوى القومى وعلى مستوى الولاية. وطبقاً لآرون شورى، وهو وزير سابق ومعلق هندي بارز، فإن سباق الهند للخلف «كدولة جعلها بسبب النمل الأبيض مجوفة» لا يتفق مع سباقها للأمام الذى يقوده المهنيون فى المدن فى القطاع الخاص. فالأولون سيجرون الأخيرين للخلف. وهذا أمر يتعين أن نتكشفه. ولكن النتيجة الجوهرية هى أن إصلاحات السوق التى تمس الحاجة إليها لا يمكن أن تستمر فى انتظار إصلاح الدولة ذاتها. وسياسيا، هذه أصعب مهمة يجب إنجازها.

رازين سالى

مدير المركز الأوروبى للاقتصاد السياسى الدولى،

بروكسل

وكان أحد جوانب لغز الهند الذى منح درجة الاحترام الأكاديمى من جانب بعض أساتذة كلية إدارة الأعمال والاقتصاد الأكاديمى هو الفرضية التى تقول أن الهند تشق طريقا منفصلا ناجحا للتنمية، على نقيض الطريق التقليدى للتنمية المبنى على الميزة النسبية الذى اتبعته الصين واقتصادات آسيوية مصنعة أخرى. وتدعى هذه الحجة فى حدها الأقصى أن قاطرات نمو الهند هى قطاعات الخدمات النهائية التى تقدمها، والآن قطاعاتها للصناعة التحويلية بشركاتها المعولمة التى تغزو العالم. ويذهب داني رودريك وأرفيند سوبرامانيان خطوة أبعد من ذلك: فينسبان بعض الفضل للسياسات التوجيهية السابقة التى أرست الأساس للنجاح الاقتصادى الأخير ويقبلان من دور إصلاحات السوق فيما بعد عام ١٩٩١ فى تحقيق أداء اقتصادى أفضل.

ويهاجم باناجاريا هذه الحجج من أساسها. وهو يبرز سياسات انديرا غاندى الاقتصادية الكارثية (منذ منتصف أعوام الستينيات من القرن الماضى حتى أوائل الثمانينيات من ذات القرن) التى تجاهلت الميزة النسبية للهند فى الأنشطة ذات الكثافة العمالية ورسخت تنظيمات مدمرة مازال من الصعب خلخلتها (ليس أقلها فى أسواق العمالة). وهو يولى التقدير الواجب للإصلاحات المدعومة للسوق، ليس فقط منذ نوبات الإصلاح من ١٩٩١ إلى ١٩٩٣ ومن ١٩٩٨ إلى ٢٠٠٤، بل أيضا فى أواخر أعوام الثمانينيات من القرن الماضى.

ثغرات الإصلاح

ويتخلل الكتاب أيضا تشريح لديناميكيات النمو فى الهند وإحصاءات عدم النمو. ويرحب بالنجاحات التى يتشددون بها فى الخدمات المبنية على تكنولوجيا المعلومات وفى مجالات الصناعات التحويلية. ولكنها مجرد نقطة مكلفة من الأجور العالية ورؤوس الأموال أو المهارات فى بحر من العمالة المنخفضة الأجور وغير الماهرة والوفيرة فى الهند. إن النمو فى الهند يجب أن يتحرك بقوة فى هذه المياه التى تزخر بالعمالة ولكن هذا لا يحدث. فالزراعة راکدة ومكبلة، ليس فقط بالنزعة الحمائية الخارجية العالية جدا بل حتى أكثر بقيود المحلية القاسية التى تفتت السوق الداخلية. وقطاعات الخدمات غير

استعراضات

تقرير

الملحقة و «رهان باسكال» - الاحتمال الضئيل لحدوث شيء يكون له عواقب ضخمة - وتداعيات لشراء تأمين ملحق).

وفيما يتعلق بالسياسة، يحاج المؤلف بأن التحولات تضعف فاعلية النهج والأدوات التقليدية، وتقوض محتوى المؤشرات التقليدية من المعلومات. وهذا يشير إلى ضرورة التغيير في النهج التقليدية. وهو يقدم خطة عمل محددة للمؤسسات متعددة الأطراف - مثل صندوق النقد الدولي - التي يتعين أن تقوى دورها بشكل مستدام.

ونظرا للتحولات الجارية الآن وأوجه عدم اليقين التي «تغير بطرق لم تخطر على بال صورة المخاطر والعوائد»، فإن الكتاب يقدم إطار عمل تحليلي قوى لرسم مسار خلال أشد أدغال التطورات الأخيرة والحالية كثافة، والدليل على صحة ما جاء في الكتاب هو أنه صدر في في أوائل عام ٢٠٠٨ وثبتت صحة كل نبوءاته. لقد حذر المؤلف من خطر زيادة المخاطر من خلال الاستدانة غير المسبوقة لتحقيق الفاعلية المالية وتحرير النظم بشكل لم يسبق له مثيل، والذي عكس بدوره التدافع على الحصول على عائد أعلى، وخطر حوادث السوق الجادة والاضطرابات نتيجة السلوك غير الحكيم للمستثمرين والوسطاء. وتشهد السرعة التي تعمقت بها الأزمة وانتشرت، خاصة منذ إفلاس بنك ليمان، على العلاقات المتبادلة التي تم تحليلها في هذا الكتاب، كما يشهد على ذلك التسليم بأن عمق الركود العالمي سيحدده مدى استقرار القطاعات المصرفية والأسواق المالية في المدى القريب. وقد توقع الكتاب بوضوح أيضا حدود صناع السياسة في مثل هذا المناخ والتأثير المضاعف لأخطاء السياسة المحتملة.

وباختصار، يتعين قراءة هذا الكتاب في مثل هذه الأزمنة التي لم يحدث لها مثل من قبل حتى نفهم أين نحن الآن، وكيف وصلنا إلى هنا، وإلى أين قد نمضي.

مانموهان س. كومار

مساعد مدير

دائرة الشؤون المالية في صندوق النقد الدولي

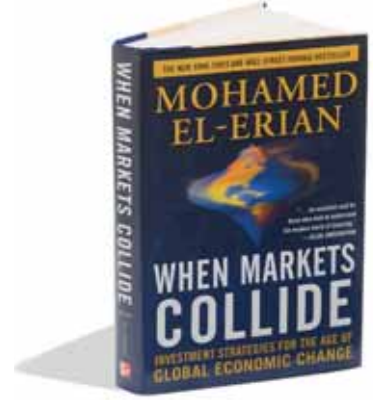
من معلومات لأنها تلقى الضوء على التغييرات الكامنة في أنماط المخاطر والعائد. ويقدم الكتاب إطارا منهجيا للتعرف على وفهم الأمور الشاذة ونقط التحول، ويشرح كيف إنه من الصعب البحث عن إشارات في داخل الضوضاء. ويعتمد المؤلف على فروع علم السلوك وعلم الأعصاب لتفسير عدم قدرتنا بشكل عام على استيعاب أحداث نادرة على الرغم من تأثيرها الفائق. ويوضح هذا التحليل بشكل جيد أساس قول كينز المأثور بأن «الصعوبة لا تكمن في استنباط أفكار جديدة بقدر ما تكمن في الهرب من الأفكار القديمة». ويحدد الكتاب عدد من الخطوات المعينة للفصل بين الإشارة والضوضاء.

ويستخدم العريان هذا الإطار لاستكشاف إعادة الاصطفاف العام في النظام الكوني: فلم يعد تقييم التطورات في الاقتصادات الصناعية الكبرى كافيا إذ أن دور الأسواق الناشئة حاسم أيضا. وعلاوة على ذلك، فقد تأثرت الأساسيات بتدفقات رأس المال عبر الحدود بشكل لم يسبق له مثيل، وتكاثر المنتجات والأدوات الجديدة، والمشاركين الجدد في الأسواق المالية، والمجمعات الجديدة لرأس المال مثل صناديق الثروة السيادية. باختصار، هناك مزيد من المصادر المتنوعة للنشاط الكوني ومجموعة أوسع من صناديق الاستثمار. وهو يصور التغييرات الفعلية والمتوقعة في محركات المتغيرات الأساسية مثل النمو، والتجارة وتكوين الأسعار وتدفقات رؤوس الأموال التي ستؤثر على النهج التي يأخذ بها المشاركون في السوق.

فرض الانضباط على المستثمرين

يبحث المؤلف في الوضع الذي يجب أن يتخذه المشاركون في السوق للاستفادة من حالات الصعود وتدبر الأمر عند الهبوط، وكيف يمكن أن يصممو خطة لتخصيص الأصول تتفق مع الواقع مستقبلا وفي نفس الوقت توفر الحماية لمحافظ الأوراق المالية. وهو يأخذ القارئ معه خطوة بخطوة خلال عملية منضبطة لتخصيص الأصول. وهو يحاج بأن المستثمرين يجب أن يتولوا مسؤولية، لإدارة المخاطر أكبر مما كان يحدث في الماضي ويناقش الحاجة للمراقبة المتكررة لحساسية المحافظ لعوامل مخاطر السوق الرئيسية. (هناك مناقشة ممتعة للمخاطر

كيف وصلنا إلى هنا



Mohamed El-Erian

When Markets Collide

Investment Strategies for the Age of Global Economic Change
McGraw-Hill, New York, 2008, 304 pp., \$27.95 (cloth).

هذا الكتاب الملهم والسهل القراءة

والذي صدر في الوقت المناسب يجمع بين التحليل المتعدد الأوجه للتحول الهيكلي في الاقتصاد العالمي والأسواق المالية، وبين خطة عمل المشاركين في السوق، وكذا لصناع السياسة. ويعكس النهج المستخدم خبرة المؤلف الواسعة، ورئيس مشارك PIMCO، التي تدير أكبر صندوق للسندات في العالم، وسابقا رئيس شركة هارفارد للإدارة، وموظف أقدم في صندوق النقد الدولي.

وفي البداية يلخص الكتاب على نحو رائع الأمور الشاذة والأججيات، ويقدم لقطات سريعة عن أعراض التحول، بما في ذلك لغز سعر الفائدة الشهير: انخفاض سعر الفائدة في الولايات المتحدة على المدى الطويل حتى عندما تم تضيق السياسة النقدية. وهو يتقصى الأسباب الكامنة وراء هذه الأعراض - التغيير المثير في حجم وقنوات التفاعل بين البلدان الصناعية وبلدان الأسواق الناشئة والتوسع الهائل في عمليات الأسواق المالية. وكان هذه العوامل بدورها تأثير كبير على الكيفية التي يجب أن نقيم بها تطورات السوق، وقرارات الاستثمار، وردود فعل السياسة.

ويحاج المؤلف بشكل مقنع بأننا يجب ألا نتجاهل الأمور الخارجة عن المألوف وما تحتويه

دين أمريكا اللاتينية

تساعد معدلات الدين الخارجي الأكثر انخفاضا أمريكا اللاتينية على مواجهة الأزمة العالمية بشكل أفضل.



البيانات

ارتفع

الدين الخارجي في العديد من البلدان على مدى السنوات الخمس الماضية، خاصة في أوروبا. ولكن في أمريكا اللاتينية، انخفض الدين الخارجي، كحصة من الناتج المحلي الإجمالي، بشكل كبير، طبقا لبيانات صندوق النقد الدولي والبنك الدولي. فقد انخفض الدين الخارجي - وهو المبلغ الذي يدين به المقيمون في اقتصاد ما لغير المقيمين فيه - بالنسبة لعشر اقتصادات أمريكية لاتينية، من ٥٩ في المائة من الناتج المحلي الإجمالي في ٢٠٠٣ إلى ٣٢ في المائة في المتوسط في ٢٠٠٨.

ولكن هذا لا يعني أن أمريكا اللاتينية محصنة ضد الأزمة الحالية. إذ تواجه أمريكا اللاتينية مثلها مثل المناطق الأخرى تحديات كثيرة، ولكن نظرا لأنها خفضت من نسبة دينها الخارجي في مناخ من التوترات المالية العالمية، فإن ذلك يمثل عاملا يعزز مرونة المنطقة إزاء الأزمة الحالية.

تكوين الدين الخارجي. في أوروبا وآسيا تدين البنوك بجزء كبير من الدين الخارجي. في عام ٢٠٠٨ كانت البنوك في أوروبا مدينة بنسبة ٥٤ في المائة من الاستدانة الخارجية في أوروبا وبلغت النسبة ٤٥ في المائة في آسيا. وعلى عكس ذلك، يمثل دين البنوك في أمريكا اللاتينية حصة صغيرة نسبيا (١٦ في المائة)، وحصة الدين الخارجي التي تدين بها الحكومات والقطاع الخاص والعام غير المصرفيين أكبر منها في أوروبا وآسيا.

حول قاعدة بيانات الدين الخارجي

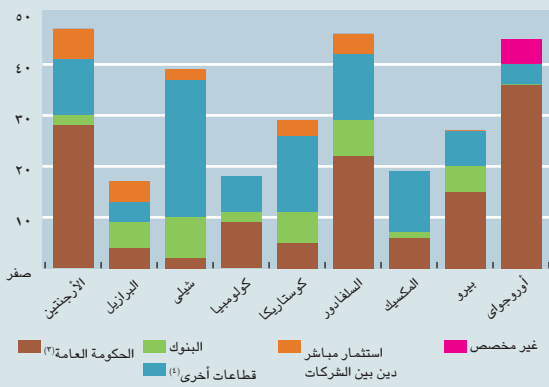
أغلب البيانات هي من قاعدة بيانات الإحصائيات الربع سنوية للدين الخارجي، والتي يتم وضعها بالاشتراك بين صندوق النقد الدولي والبنك الدولي في ٢٠٠٤، وهي أساسا عن البلدان المشتركة في «معياري نشر البيانات الخاصة» لصندوق النقد الدولي. وفي الوقت الحالي، تشمل قاعدة البيانات هذه معلومات مفصلة عن الدين الخارجي (بالأدوات وأجال الاستحقاق)، من بين تصنيفات أخرى (عن ٥٨ مشتركا في نظام قاعدة البيانات المذكورة. والعمل جار لمد عمل قاعدة البيانات هذه لبلدان نظام نشر البيانات. وحتى فبراير ٢٠٠٩، وافقت ٤ بلدان من بلدان قاعدة البيانات على تقديم بيانات لقاعدة بيانات الإحصائيات ربع السنوية في المستقبل القريب. وقاعدة البيانات ربع السنوية متاحة على www.worldbank.org/qedo

خفضت أمريكا اللاتينية دينها الخارجي من ٥٩ في المائة من الناتج المحلي الإجمالي في ٢٠٠٣ إلى ٣٢ في المائة من الناتج المحلي الإجمالي في ٢٠٠٨^(١)

إجمالي الدين (ملايين الدولارات)	الدين كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي	ديسمبر ٢٠٠٣	سبتمبر ٢٠٠٨
الأرجنتين ^(٢)	١٥٥٨٤٢	٤٦	١٢٧
البرازيل	٢٧٢٩٦٦	١٦	٤٣
تشيلي	٦٨٤٥٩	٣٨	٥٨
كولومبيا	٤٥٥٢٥	١٨	٤٨
كوستاريكا	٨٨١٤	٢٩	٣٢
الاكوادور	١٧٧٥٢	٣٢	٥٩
السلفادور	١٠٣٦٩	٤٧	٥٧
المكسيك	٢١١٩٠٤	١٩	٢٣
بيرو	٣٥٨٦٤	٢٧	٤٩
أوروغواي	١٢٤٩٤	٤٤	٩٨

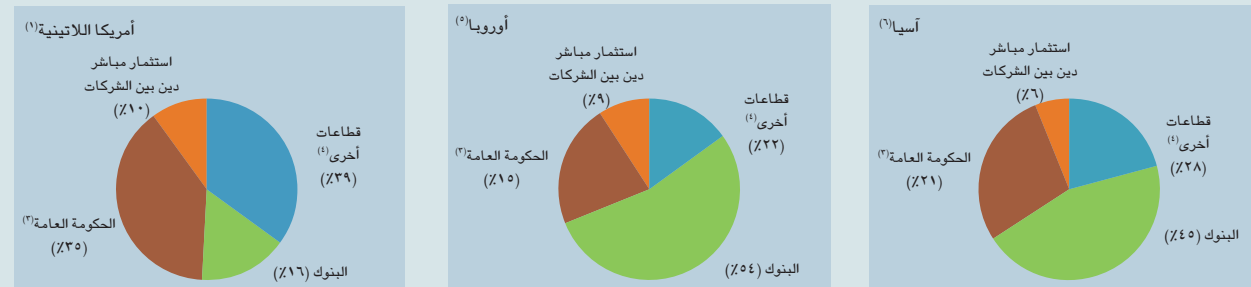
في أمريكا اللاتينية، أغلب الدين تدين به الحكومة وقطاعات أخرى غير مصرفية^١

(نسبة مئوية من الناتج المحلي الإجمالي، ٢٠٠٨: الربع الثالث)



في أوروبا وآسيا، أغلب الدين يدين به القطاع المصرفي

(نسبة مئوية من إجمالي الدين الخارجي ٢٠٠٨: ٢٠٠٣)



^١ يشمل الشركات المالية غير المصرفية، والشركات غير المالية، والأسر، والمؤسسات التي لا تسعى للربح وتخدم الأسر.
^٢ تضم أوروبا ٣٥ مشترك في التصنيف السابق ذكره.
^٣ تضم أوروبا ١٠ مشترك في التصنيف السابق ذكره.

^٤ يشير فقط إلى المشتركين من أمريكا اللاتينية في التصنيف حسب القطاعات غير متاح بالنسبة للأكوادور.
^٥ يشمل ٢٧٩ مليار دولار أمريكي دين لم يقدم للتبادل أثناء إعادة هيكلة دين الأرجنتين في ٢٠٠٥.
^٦ يشمل السلطات النقدية.

المصدر: قاعدة بيانات الإحصائيات ربع سنوية للدين الخارجي، السلطات الوطنية، صندوق النقد الدولي والإحصائيات المالية الدولية، وأفاق الاقتصاد العالمي، صندوق النقد الدولي، قاعدة بيانات آفاق الاقتصاد العالمي، ملاحظة: أرقام الناتج المحلي الإجمالي لعام ٢٠٠٨ مبنين على تقديرات آفاق الاقتصاد العالمي.
من إعداد ادواردو فاليفيا - فيلاردو وليلى سيو من إدارة الإحصائيات في صندوق النقد الدولي.

الاشتراك في مجلة التمويل والتنمية غاية في اليسر

إذا أردت أن تحصل بانتظام على واحدة من الطبقات التالية لمجلة التمويل والتنمية - الإنجليزية والعربية والصينية والفرنسية والإسبانية - هناك عدة طرق لتقديم طلب بذلك. الطلب عن طريق الاتصال المباشر و RSS :

زوروا موقعنا www.imf.org/fandd

عن طريق الفاكس :

أرسل طلبك بالفاكس إلى ٦٢٣-٧٢٠١ (٢٠٢)

عن طريق البريد الإلكتروني :

ابعث لنا برسالة إلكترونية إلى

publications@imf.org

عن طريق البريد العادي :

اكتب إلى :

International Monetary Fund

Publications Services

PO Box 2245 Williston, VT 05495-2245 USA

Telephone: (202) 623-7430

ترسل مجلة التمويل والتنمية مجاناً إلى المشتركين في البلدان النامية.

ويتحمل المشتركون في البلدان المتقدمة مبلغ ٢٠ دولاراً نظير الشحن والمناولة.

يرجى استيفاء المعلومات أدناه:

يرجى اختيار لغة طبعة المجلة: <input type="checkbox"/> الإنجليزية <input type="checkbox"/> الفرنسية <input type="checkbox"/> الإسبانية <input type="checkbox"/> العربية <input type="checkbox"/> الصينية	
الاسم بالكامل:	العنوان:
اسم الشركة/ المؤسسة:	المدينة:
تليفون:	الولاية/ المحافظة:
الفاكس:	الرقم البريدي/ رقم المنطقة:
البريد الإلكتروني:	البلد:

المنظمة المنتمى إليها - يرجى انتقاء أحد الخيارات التالية:

<input type="checkbox"/> منظمة حكومية	<input type="checkbox"/> منظمة دولية أو غير حكومية
<input type="checkbox"/> منظمة تعليمية	<input type="checkbox"/> كلية <input type="checkbox"/> طالب
<input type="checkbox"/> غيرها (يرجى التحديد)	<input type="checkbox"/> وسائل إعلام

خيارات الدفع (غير مطلوبة بالنسبة للمشاركين في البلدان النامية)

مرفق المبلغ المطلوب. يرجى جعل الشيكات لأمر صندوق النقد الدولي

يرجى تحميل المبلغ على بطاقتي الائتمانية: فيزا/ ماستركارد/ أميركان اكسبرس

رقم البطاقة الائتمانية: _____ تاريخ الانتهاء: _____ / _____

التوقيع: _____ تاريخ تقديم الطلب: _____