

# 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 رصيذا 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.

من شأنه أن يعمل على أن تنخفض قيمة أصول الصين المقومة بالدولار بمقابلها بالرينمبي، ومن ثم يسوء المركز الاستثماري الدولي الصافي. وينبغي عدم الخلط بين المركز الاستثماري الدولي الصافي 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 الأجنبي يملكون بعضا من الأسهم في تلك الشركات، فإن المركز الاستثماري الدولي الصافي للبلد قد يتدهور لأن بعض مكاسب الثروة ستعود إلى باقي العالم.

### التطورات في الولايات المتحدة

فلماذا إذن تدهور المركز الاستثماري الدولي الصافي للولايات المتحدة إلى هذا الحد؟ وما هي العواقب التي ستترتب على ذلك؟ من المفيد، لكي نفهم هذه التطورات، أن نبدأ بتوصيف مركز الولايات المتحدة في 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 في الأغلب من صكوك دين (مثل سندات الخزانة والشركات). وكان مركز الأسهم الصافي (مجموع أصول أسهم الحافظة وأصول الاستثمارات الأجنبية المباشرة ناقصا مجموع أسهم الحافظة والتزامات الاستثمارات الأجنبية المباشرة) إيجابيا ويبلغ حوالي ٣ تريليونات دولار، ومركز الدين الصافي سلبيا ويبلغ أكثر من ٥ تريليونات دولار. وكانت الأصول الخارجية للولايات المتحدة، من حيث التكوين النقدي، مقومة في الأغلب بالنقد الأجنبي، في حين كانت التزامات الولايات المتحدة مقومة بأكملها تقريبا بالدولارات.

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

الشكل ١

### سلبى صافى

كان مركز الأسهم الصافي في الولايات المتحدة بنهاية عام ٢٠٠٧ إيجابيا (٣ تريليونات دولار)، ولكن مركز اللين الصافي كان سلبيا أكثر من ٥ تريليونات دولار.

(بمليارات الدولارات)



وهو ما يعنى ضمنا مزيدا من التدهور في مركز الأسهم الصافي للولايات المتحدة.

ورغم أن الأزمة المالية العالمية نشأت في شريحة من سوق سندات الديون في الولايات المتحدة وأدت إلى تغييرات كثيرة جدا في أسعار السندات، فإن من المحتمل أن يكون التأثير الصافي لهذه التقلبات على مركز ديون الولايات المتحدة متواضعا. ففي 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 طرحها شركات خاصة). ومن المرجح أن الخسائر الصافية على سندات الشركات تجاوزت مكاسب سندات الخزانة والهيئات.

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

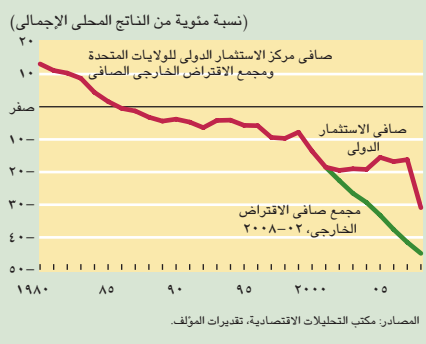
وإجمالا، من المحتمل أن تكون الخسائر الصافية على الحوافض الأجنبية للولايات المتحدة في حدود ١,٥ تريليون دولار- بل وقد تكون أكبر إذا ما قدرت الاستثمارات الأجنبية المباشرة بقيمتها السوقية. ومرة ثانية، يبين هذا الرقم الكبير جدا الكيفية التي يمكن أن تعمل بها التقلبات في قيمة تلك الصكوك، في عالم يملك

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 استثماري دولي صاف مستقر بشكل عام رغما عن الاعتماد بشكل بالغ على الاقتراض الخارجي. لقد نشأت تلك المكاسب الرأسمالية عن عوائد مرتفعة جدا على حيازات مستثمري الولايات المتحدة من الأسهم الأجنبية والتي زادت في قيمتها بأسرع بكثير من

الشكل ٢

### انعكاس مسار الاتجاه

انعكست المكاسب الرأسمالية الصافية من ٢٠٠٢ إلى ٢٠٠٧ في ٢٠٠٨.



حد كبير بصكوك الأسهم بالنسبة لبقية العام، فقد ألحق ذلك خسائر رأسمالية صافية حادة بالمقيمين في الولايات المتحدة. وقد تفاقمت هذه الخسائر الصافية بأكثر من ذلك من جراء حقيقة أن تدنى سوق الأوراق المالية في أسواق الأوراق المالية غير الأمريكية كان أكبر منه في الولايات المتحدة، وهو ما يعكس أيضا بعض الارتفاع في 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 في 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 الصافى خلال عام ٢٠٠٨؟ وبشكل أعم، ما هي التداعيات التي ترتبت على الحيازات العالمية من الأصول والالتزامات نتيجة للتغيرات الملفتة للنظر فى أسعار الصرف وأسعار الأصول؟ النقطة الأولى التي نشير إليها هي أن التدنى فى أسعار الأسهم فى مختلف أنحاء العالم قلل بدرجة جمة من القيمة السوقية للثروة المالية فى جميع البلدان فعليا، وهى صدمة تفاقمت فى 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 فى المركز الخارجى الصافى الناتج عن تغييرات فى أسعار الأسهم فى حدود تريليون دولار بالنسبة لمنطقة اليورو، وفى حدود ٢٠٠ مليار دولار بالنسبة للعديد من الأسواق الناشئة الكبيرة مثل البرازيل والصين والهند وكوريا وروسيا.

وعلى الأعم، كيف أثرت التغييرات فى أسعار الأصول وأسعار الصرف على المركز الخارجى للبلدان الدائنة الكبيرة: الصين واليابان والبلدان المصدرة للنفط؟ سجلت جميع تلك الاقتصادات فوائض كبيرة فى حساباتها الجارية فى عام ٢٠٠٨، عملت، عند تساوى جميع العوامل الأخرى، على مواصلة زيادة مراكزها الاستثمارية الدولية الصافية. غير أن التغييرات فى 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 فى الولايات المتحدة. وينبغى إضافة هذه المكاسب الصافية إلى تلك التي تحققت على مركز أسهم الحافظة الصافية المشار إليه أعلاه (تملك الأجانب لخصص فى الشركات الصينية- بما فى 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 فى الصين. وإجمالا، كانت المكاسب الرأسمالية الصافية إيجابية على الأرجح، ومن ثم يرجح أن يكون المركز الاستثمارى الدولى الصافى 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 الصافى والذي قد يكون قد تدنى على الرغم من الفائض فى الحساب الجارى. ويرجع السبب الرئيسى فى هذه التطورات إلى سلوك سعر الصرف: لقد ارتفعت قيمة الين بشكل ملفت للنظر فى عام ٢٠٠٨ (بأكثر من ٣٠ بالمائة بالأسعار الفعلية الإسمية)، وإلى أن الأصول الخارجية لليابات مقومة فى الأغلب بالعملات الأجنبية والتزاماتها مقومة بالعملة المحلية، وقد تدنت قيمة الأصول بالين بالنسبة إلى التزاماتها.

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

حجم وتشكيل أصولها. ومن المحتمل أن يحدث بعض التدنى فى قيمة أصولها الخارجية، فى ضوء التدنى العالمى فى أسعار الأسهم، غير أنه لا يمكن تحديد مدى هذا التدنى بدقة (للاطلاع على تقدير للخسائر التي تكبدتها صناديق الثروة السيادية فى 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 فى 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 فى أسعار الطاقة، كان العجز فى الحساب الجارى للولايات المتحدة فى تناقص منذ نهاية عام ٢٠٠٥، وساعد فى ذلك ضعف الدولار بشكل له شأنه منذ ذروة ٢٠٠٢.

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

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

• وعلى الأعم، تنهوى أحجام التجارة الدولية مع التدينيات الكبيرة فى الناتج والطلب عبر العالم، وسيعتمد تطور موازين التجارة وموازين الحساب الجارى، فى الولايات المتحدة وغيرها، على الحدة النسبية لعملية الهبوط فى كل بلد بالنسبة لشركائه فى 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، يتفاقم تدنى قيمة الأصول الخارجية بفعل الانخفاض الكبير جدا فى عوائد النفط- ففى حقيقة الأمر، فإن ما حققته من فائض بلغ ٦٠٠ مليار دولار فى الحساب الجارى فى عام ٢٠٠٨ قد يختفى كلية فى عام ٢٠٠٩.

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

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

جيان ماريا ميليسى-فيريتى مدير مساعد فى إدارة البحوث فى صندوق النقد الدولى.

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](http://www.cfr.org/content/publications/attachments/CGS_WorkingPaper_5.pdf).