

انقلاب  
خط روسيا

# التمويل والتنمية

www.imf.org/fandd

يونيو ٢٠٠٩

## الأزمة تهز أوروبا خيارات قاسية تنتظرها

المليار الذين يعيشون في القاع حسب رأي كوليه  
عالم ما بعد الأزمة  
مشتقات دخيلة

Finance & Development, June 2009 - Arabic \$8.00



MFIAA2009002

رئيس التحرير  
جيريمي كليفت

محررون أوائل  
كاميلا أندرسون  
جيمس روي  
سيمون ويلسون

محررون مساعدون  
مورين بوركي  
جلين جوتسلج  
ناتالي راميريز - جومينا

مدير الإبداع  
لويزا منجفار

المحرر الفني  
لاي أوى لوى

مساعدون لرئيس التحرير  
ليجون لي  
كيللي ماكولوم  
نيكول بريانن كيماني

مستشارو رئيس التحرير  
باس بيكر  
تيم كالن  
أدريان تشيستي  
آنا كورباتشا  
ألفريدو كوفاس  
مارسيلو إيستفاو  
دومنيكو فانيزا  
جيمس جوردون  
توماس هيليلينج  
بول هيلبرز  
باولو ماورو

جيان ماريا ميليسي - فبريتي  
بول ميلز  
اوما رامكريشان  
خدمات الاشتراك وتغيير العناوين  
والاستفسار عن الإعلانات

IMF Publication Services  
700 Nineteenth Street, NW  
Washington, DC, 20431, USA  
Telephone: (202) 623-7430  
Facsimile: (202) 623-7201  
E-mail: [publications@imf.org](mailto: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 في واشنطن  
العاصمة، وفي مكاتب الإرسال البريدي الإضافية.

© ٢٠٠٩ حقوق النشر لصندوق النقد الدولي. كافة  
الحقوق محفوظة. ينبغي إرسال طلبات الإذن باستنساخ  
المقالات لأغراض غير تجارية إلى رئيس التحرير

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](http://www.copyright.com)  
وسيتم تحصيل رسوم اسمية مقابل هذه الخدمة.

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

## تحقيقات

### الأزمة تهز أوروبا

٨ أوروبا في شدة

تختبر الأزمة الاقتصادية العالمية

ماريك بيلكا

١٢ تفقد هالتها

يجد كثير من بلدان وسط أوروبا وشرقيها أنه من الصعب إجراء

التصحيح بما يتفق والواقع الاقتصادي الجديد

مارتن شيهك وسروبوونا متيرا

١٥ قصة أزمتين

لا تزال روسيا اقتصادا يعتمد على الموارد يتعين عليه التنوع بطريقة مواتية للسوق

إيريك بيرجلوف، الكسندر بليخانوف، وألان روسو

١٩ وجهة نظر: اختبار إجهاد لليورو

تواجه البلدان التي تروادها فكرة التخلي عن العملة الأوروبية عوائق

مروعة

باري ايشنجرين

٢٢ وجهة نظر: أروع أوقات اليورو؟

أثبتت اليورو أنه ملاذ آمن للبلدان التي حالها الحظ بما يكفي

للاتحاق بهذا النادي الخاص في الوقت المناسب

تشارلز وايبولسن

### في هذا العدد أيضا

٢٥ خارج نطاق ملعب الكرة

إن الركود العالمي الحالي يعتبر الأكثر عمقا والأكثر تزامنا بأى مقياس في فترة ما بعد

الحرب

م. إيهان كوزي، براكاش لونغاني، وماركو إي. تيرونيس

٢٩ استعدادا لعالم ما بعد الأزمة

تقييم دور صندوق النقد الدولي في البنيان المالي الدولي في المستقبل

جون ليبسكي

٣٤ حالات رواج الأوراق المالية: ما هي أفضل الطرق لإدارتها؟

ليست كل حالات الرواج متماثلة - وتوجيه الدعوة الصحيحة للسياسات التي يتعين اتباعها

يتوقف على كيفية حيازة الأصول ومن هم المعرضون لتعثر محتمل

جيوفاني ديلا أريكشيا

٣٧ العاصفة التامة

وجهة نظر أوليفيه بلانشار في الأسباب الرئيسية

الكامنة خلف الأزمة

٤٠ اللعب بالنار

شاركت شركات عبر كافة أطراف الأسواق الناشئة في

عقود مشتقات دخيلة أدت إلى خسائر كبيرة

راندال دود



## أزمة اختبار تواجه أوروبا

وشرقها. ولكن في نواح كثيرة، هناك مؤسسة أوروبية رئيسية واحدة أثبتت جلدًا - هي اليورو. ويناقش كل من تشارلز وإيلوسز وباري إيشنجرين مستقبل هذه العملة المشتركة.

كذلك يصنف خبراء الاقتصاد في صندوق النقد الدولي في هذا العدد، الكساد الحالي باعتباره الأشد في فترة ما بعد الحرب؛ ويفحص جون ليبسكي، النائب الأول لمدير الصندوق، دور الصندوق في عالم ما بعد الأزمة؛ ويقدم جيوفاي ديلا أريكشيا ما تعلمناه بشأن كيفية إدارة ازدهار أسعار الأصول للحيلولة دون وقوع الأزمة الاقتصادية التي أثارها مثل هذا الدمار. وإضافة لذلك، تحدثنا لعالم أوكسفورد الاقتصادي، بول كوليه عن كيفية مساعدة البلدان منخفضة الدخل خلال الأزمة الراهنة، في حين كتب دونالد كايبروكا، رئيس بنك التنمية الأفريقي، عن كيف يستطيع صناع السياسة الأفارقة الاستعداد لاستغلال انتعاش اقتصادي عالمي.

جيريمي كليفت  
رئيس التحرير

الركود العالمي الذي أشعلته الأزمة الاقتصادية التي بدأت في منتصف ٢٠٠٧، كسادا عالميا متزامنا. وأطلقت ظروف الشدة المالية، وتهيأى الثروات وتفانم عدم اليقين، العنان لانخفاض حاد في كل أنواع الطلب. ودخلت أوروبا، بالتوازي مع باقي العالم، مرحلة كساد عميق، ولاح خطر أنه ربما قد يصبح حتى أسوأ من هذا.

وينظر هذا العدد من التمويل والتنمية في الضريبة الباهظة التي تقتضيها الأزمة من اقتصادات أوروبا المتقدمة والناشئة على حد سواء، بسبب الطابع العالمي للصدمة التي ضربت القطاع المالي والاقتصاد العيني على حد سواء، وبسبب روابط أوروبا التجارية القوية إقليميا وعالميا.

فيكتب ماريك بيلكا، مدير دائرة أوروبا في صندوق النقد الدولي في مقالنا الرئيسي أنه إضافة للحاجة المباشرة لإدارة الأزمة، ينبغي لأوروبا أن تعيد النظر في الأطر التي يقوم عليها الاتحاد الأوروبي لأنه تكشف أن الكثير منها معيب أو مفقود. والأمر الأكثر إلحاحا هو الحاجة إلى الفحص الدقيق لإطار الاستقرار المالي للاتحاد الأوروبي وإصلاحه.

كذلك تمثل الأزمة اختبار لأعضاء الاتحاد الجدد من دول وسط أوروبا

- |  |   |
|--|---|
| <p>٣٢ صورة عن قرب<br/>مجالات لم يتم ارتيادها<br/>عندما تكافح السياسة النقدية الجسور أزمة ما<br/>كوشى ماثاى وسيمون ويلسون</p> <p>٥٢ عودة للأساسيات<br/>ما هي السياسة المالية العامة؟<br/>مارك هورتون وأسماء الجنائني</p> <p>٥٤ حديث صريح<br/>اجعل هذا المحرك يبدأ العمل<br/>ينبغي لصناع السياسة في أفريقيا أن يستعدوا للانتعاش<br/>العالمي بحشد قطاعاتهم الخاصة<br/>دونالد كايبروكا</p> <p>٥٦ أضواء على بيانات<br/>السكة الحديد الأفغانية<br/>يعد الارتفاع الحاد الأخير في أسعار السلع ثم الانخفاض فيها<br/>ليس هو الأول ولا الأخير<br/>توماس هيلبلينج، نيزي إربيل، ومارينا روسية</p> | <p>٤٣ مسارات جديدة للتمويل<br/>عندما يكون التمويل نادرا، تحاول البلدان النامية أن تتبنى<br/>نهجا مبتكرة لزيادة رأس المال<br/>سوهاس كيتكار وديليب راثا</p> <p>٤٦ تحوط وليس مراهنه<br/>استخدمت شركات أمريكا اللاتينية تقنيات جديدة لكي تتقى<br/>تقلبات العملات. لكن قلة منها استخدمتها في المقامرة -<br/>فخسرت كثيرا<br/>هيرمان كامل، بينيت و. سوتون وكريس ووكر</p> <p>٤٨ أمريكا اللاتينية: متى يصح استخدام الحافز الاقتصادي؟<br/>بالنسبة لبعض البلدان يكون الحافز مناسبا في أثناء الأزمة<br/>الاقتصادية العالمية. أما بالنسبة لبلدان أخرى فإن الإجابة<br/>تكون أقل وضوحا<br/>نيكولاس ايزاجويري، بنديكت كليمنتس، وجورج كاناليس كريلينكو</p> <p>٥٠ وجهة نظر: الفلسفة التنظيمية مهمة<br/>سعى الإشراف المستند إلى المخاطرة إلى حفز الابتكار ومكافأة<br/>السلوك الجيد ولكنه ساعد على جلب الأزمة المالية العالمية<br/>س. ريجان زاميل</p> |
|--|---|

## أبواب

الصور الفوتوغرافية: الغلاف، اليك كبلكر/ اسوشيتدبرس، ص ٢ ستيفن جافى/ صندوق النقد الدولي؛ ص ٢ افتاب أحمد/ بي بي آى فوتو/ نيوزكوم؛ ص ٣ هوانج دنه نام/ ايه اف بي/ نيوزكوم؛ ص ٤: مايكل سيبولترو/ صندوق النقد الدولي؛ ص ٨-٩ انتس كالننز/ رويترز/ نيوزكوم؛ ص ١٢-١٣، دانييل ميهاليسكو/ ايه اف بي/ جيتي إيمجز؛ ص ١٥ دنيس سنياكوف/ ايه اف بي/ جيتي إيمجز؛ ص ١٩ إيمجز سورس/ كوريس؛ ص ٢٣، بيوتر ماليكى/ بانوس؛ ص ٢٥، جورج هامر ستين/ سونوس - فير/ كوريس؛ ص ٢٩، بيتر ماكديار ميد/ جيتي إيمجز؛ ص ٣٢، بتمان/ كوريس؛ ص ٣٢، نيوزكوم؛ ص ٣٣، لانس نلسون/ كوريس؛ ص ٣٣، اليكس وونغ/ جيتي إيمجز؛ ص ٣٣، بول ج. ريتشاردز/ ايه اف بي، جيتي إيمجز؛ ص ٣٤، كريستوفر تريبلار/ ص ٤٨-٤٩، / سيبابرس/ نيوزكوم؛ ص ٣٧، جيم ريد/ كوريس؛ ص ٤٠، جون جريس/ كوريس؛ ص ٤٢، ديفيد هـ. ويلز/ كوريس؛ ص ٤٨-٤٩، انزو أند باولو راجازيني/ كوريس؛ ص ٥٠، ريد ساكسون/ اسوشيتدبرس؛ ص ٥٤، يوري جريباس/ رويترز/ نيوزكوم.

### ٢ باختصار

تولى القطاع الخاص مسؤولية التعليم، صندوق النقد الدولي يساعد في حماية الفئات الأشد تعرضا للمعاناة: إجراء الحسابات اللازمة: صندوق النقد الدولي يصلح ممارسات الإقراض: على الشاطئ: جسور للتنمية

### ٤ شخصيات اقتصادية

مرة أخرى عن المليار الذين يعيشون في القاع  
جلين جوتسليج يجري حوارا مع بول كوليه



منذ مستهل الأزمة الاقتصادية العالمية، واجهت البلدان الفقيرة تهديدات لنظم التعليم فيها، مما دفع البنك الدولي لمضاعفة تمويله للتعليم هذا العام في البلدان منخفضة ومتوسطة الدخل، لما يربو على ٤ مليارات دولار.

## تولى القطاع الخاص مسؤولية التعليم

هناك أدلة متزايدة على أن للتعاقد مع القطاع الخاص لتوفير التعليم مزاياه، بما في ذلك زيادة الكفاءة وتوفير فرص اختيار أكبر، وتوفير إمكانات أوسع للقبول به، كما يقول تقرير جديد للبنك الدولي معنون: دور وتأثير الشراكات بين القطاعين العام والخاص في مجال التعليم. وتصديق هذه النتيجة بصفة خاصة بالنسبة للأسر المعيشية التي كانت آليات توفير التعليم التقليدية تخدمها بصورة سيئة.

ويصف التقرير كيف تستخدم البلدان النامية على نحو متزايد منظمات التعليم الخاصة - مثل المنظمات المستندة للعقيدة، والمجتمعات المحلية، ومنظمات المجتمع المدني، والمؤسسات الخاصة الساعية للربح، والمدارس غير الساعية للربح - للمساعدة في توفير خدمات التعليم. وتظهر مثل هذه الشراكات نجاحا في تعزيز فرص الحصول على التعليم، وتحقيق المساواة، وزيادة تحصيل الطلاب كما توصلت الدراسة.

## صندوق النقد الدولي يساعد في حماية الفئات الأشد تعرضا للمعاناة

يسعى صندوق النقد الدولي لضمان مراعاة عمليات التصحيح الاقتصادي التي تتم لمجابهة تأثير الأزمة المالية العالمية، أيضا احتياجات الفئات الأشد تعرضا للمعاناة بإنشاء شبكات الأمان الاجتماعي أو تعزيزها. فقد تم الحفاظ على الإنفاق الاجتماعي أو زيادته كلما أمكن. ففي باكستان مثلا، ستتم زيادة المصروفات لحماية الفقراء من خلال التحويلات النقدية ودعم الكهرباء الموجه على حد سواء، وينطوي نحو ثلث البرامج في البلدان منخفضة الدخل على حد أدنى من الإنفاق الاجتماعي وغيره من أوجه الإنفاق ذات الأولوية.

ويتم تصميم الإصلاحات الهيكلية بطريقة تحمي الفئات الأشد تعرضا للمعاناة، ففي هنغاريا مثلا، يتم استثناء أصحاب المعاشات منخفضة الدخل، من عملية تخفيض المزايا الممنوحة. ويعمل صندوق النقد الدولي بصورة وثيقة مع البنك الدولي والمانيين لتحديد التمويل الخارجي اللازم للحماية الاجتماعية والنهوض بإصلاح شبكات الأمان.



## مناسبات في عام ٢٠٠٩

٢٥-٢٦ حزيران/ يونيو، بازل، سويسرا

المؤتمر السنوي الثامن لبنك التسويات الدولية

٢٢-٢٤ حزيران/ يونيو، سيول، كوريا

مؤتمر البنك الدولي المعنى باقتصاديات التنمية

٨-١٠ تموز/ يوليو، لاكويلا، إيطاليا

قمة مجموعة الثمانية

١٩-٢١ آب/ أغسطس، جاكسون هول، ويومنغ، الولايات المتحدة الأمريكية

الندوة الاقتصادية السنوية لبنك الاحتياطي المركزي لكانساس سيتي

١٠-١٢ أيلول/ سبتمبر، داليان، الصين

الاجتماع السنوي للمنتدى الاقتصادي العالمي للأبطال الجدد ٢٠٠٩

٦-٧ تشرين الأول/ أكتوبر، اسطنبول، تركيا

الاجتماعات السنوية لصندوق النقد الدولي والبنك الدولي

٨-١٠ تشرين الثاني/ نوفمبر، نيودلهي، الهند

قمة الهند الاقتصادية للمنتدى الاقتصادي العالمي

١٣-١٤ تشرين الثاني/ نوفمبر، واشنطن، العاصمة، الولايات المتحدة الأمريكية

مؤتمر جاك بولاك السنوي العاشر للبحوث لصندوق النقد الدولي

١٤-١٥ تشرين الثاني/ نوفمبر، سنغافورة

اجتماعات منظمة التعاون الاقتصادي لآسيا والمحيط الهادئ

## إجراء الحسابات اللازمة

أصدر بنك التسويات الدولية، والبنك المركزي الأوروبي، وصندوق النقد الدولي الجزء الأول من الدليل المعنى بإحصاءات السندات الذي يغطي قضايا سندات الديون.

والدليل هو أول مطبوع من نوعه يعالج على وجه الحصر تصنيف إحصاءات السندات وعرضها. وهدف الجزء الأول من المطبوع هو مساعدة الوكالات القومية والدولية في إنتاج إحصاءات عن السندات،

وثيقة الصلة ومتناسكة وقابلة للمقارنة دوليا لاستخدامها في تحليل الاستقرار المالي ووضع السياسة النقدية.

ويمكن التوسع في الدليل تدريجيا ليغطي الحيازات من سندات الديون وكذلك إصدارات وحيازات الأنواع الأخرى من السندات. ولإنزال المطبوع، يرجى زيارة الموقع

[www.imf.org/external/np/sta/wgsd/index.htm](http://www.imf.org/external/np/sta/wgsd/index.htm).

## صندوق النقد الدولي يصلح ممارسات الإقراض

خطر التورط مع الصندوق. ويركز إطار الإقراض الجديد على الأهداف الأساسية لبرنامج الإصلاح الهيكلي القطري وليس على إجراءات محددة يتعين اعتمادها وفق موعد نهائي محدد. وستطبق القواعد الجديدة على جميع برامج القروض لدى الصندوق، بما في ذلك الخاصة بالبلدان منخفضة الدخل.

وفي تطور متصل بذلك، وافقت بلدان السوق المتقدمة والناشئة في مجموعة العشرين في أبريل على زيادة موارد الصندوق ثلاثة أمثال لتبلغ ٧٥٠ مليار دولار، ومضاعفة الأموال المخصصة للإقراض الميسر للبلدان منخفضة الدخل. وسيتمكن هذا المجمع المتوسع من الموارد القابلة للإقراض، إلى جانب إصلاحات الإقراض، الصندوق من أن يلعب دوراً أكبر في التصدي للأزمة الراهنة.

أجرى صندوق النقد الدولي إصلاحاً كبيراً لعملية الإقراض التي يقوم بها لدعم قدرته على الحيلولة دون وقوع الأزمات والتغلب عليها. وتعيد هذه الإصلاحات تحديد الطريقة التي يشارك بها الصندوق البلدان الأعضاء فيه.

وكجزء من حزمة الإصلاح، أنشأ الصندوق حد تسهيلات ائتمانية جديداً من أجل اقتصادات السوق الناشئة جيدة الأداء. فالمدفوعات لا تصرف على مراحل وليس هناك أي شروط يتعين الوفاء بها بمجرد اعتماد حصول البلد على حد التسهيلات الائتمانية المرنة من الصندوق.

كذلك ألغى الصندوق الإجراءات التي كانت تعرقل في الماضي الحوار مع بعض البلدان، والتي حرمت بلدانا أخرى من التماس المعونة المالية بسبب الوصمة المتصورة في بعض مناطق العالم عن

## على الشاطئ

وكان المؤتمر العالمي الاستهلاكي بشأن المحيطات مصمماً لتركيز الاهتمام العالمي على التدابير اللازمة لحماية صحة النظم الأيكولوجية البحرية، والأدوار المهمة التي تقوم بها في تنظيم الاحترار العالمي.

وفي هذه القمة، صدق زعماء ستة من بلدان آسيا والمحيط الهادئ - إندونيسيا، وماليزيا، وبابوا غينيا الجديدة، والفلبين، وجزر سليمان، وتيمور الشرقية - على اتفاقية ترسي خطة عمل لضمان استدامة مواردها الساحلية والبحرية المشتركة.

وقد أعلن لورنس جرينوود نائب رئيس بنك التنمية الآسيوي « أن المؤتمر العالمي المعنى بالمحيطات ومبادرة مثلث المرجان على حد سواء، يساعدان المنطقة على المواجهة الجماعية للتهديدات الخطيرة التي تتعرض لها الموارد البحرية والساحلية والناجمة عن تغير المناخ، وأساليب صيد الأسماك غير القابلة للاستدامة، والتلوث المستند لمصادر برية. وبنك التنمية الآسيوي يدعم هذه الجهود بقوة». ويعمل بنك التنمية الآسيوي باعتباره الوكالة القيادية في حشد الموارد المالية المحلية والدولية لبرنامج التعاون الإقليمي هذا، وكذلك لتوفير الدعم التقني والمالي.

اجتمع خبراء البيئة من ١٢٠ بلداً في إندونيسيا في منتصف آيار/ مايو في مؤتمر مهم معنى بإدارة الموارد الساحلية والبحرية، وأعقب ذلك عقد أول قمة لزعماء مبادرة مثلث المرجان.



## جسور للتنمية

أطلق البنك الدولي مبادرات للاستثمار في البنية الأساسية بتكلفة عدة مليارات من الدولارات لمساعدة البلدان النامية على التصدي للأزمة المالية والاقتصادية العالمية.

وسيحشد تسهيل البنك الدولي انتعاش البنية الأساسية وبرنامج الأصول والتغلب على أزمة البنية الأساسية، الذي أقامته مؤسسة التمويل الدولية (عضو مجموعة البنك الدولي الذي يركز على استثمارات القطاع الخاص)، ما يربو على ٥٥ مليار دولار على مدى السنوات الثلاث القادمة لمشروعات البنية الأساسية، خاصة في البلدان النامية.

لقد تسببت الأزمة المالية في كساد الاستثمار في مشروعات البنية الأساسية، خاصة في البلدان النامية. وهناك اعتراف واسع بأن مشروعات البنية الأساسية حاسمة لخلق الوظائف وإرساء الأساس للإنتاجية والنمو في المستقبل. كما جرى الاعتراف بالدور الحفاز للبنية الأساسية في تخفيض أعداد الفقراء، في أهداف الألفية الإنمائية التي حددتها الأمم



المتحدة، التي تذكر توفير فرص الحصول على المياه وخدمات الصرف الصحي باعتبارها أهدافاً يتعين بلوغها بحلول عام ٢٠١٥.

## مرة أخرى عن

## المليار الذين يعيشون في القاع

جلين جوتسليج يجرى حوارا مع بول كوليبه عالم الاقتصاد بأكسفورد  
Glenn Gottselig interviews Oxford economist Paul Collier

التمويل والتنمية: كيف يمكن أن نحقق ذلك؟  
كوليبه: ذلك يعني جدول أعمال لزيادة القدرة على الاستثمار بصورة منتجة. ويقتضى ذلك مرحلة من الاستثمار فى الاستثمار. وهو أمر يتضمن جزئيا جدول أعمال اقتصادى كلى، لكنه يتضمن أيضا جدول أعمال اقتصادى جزئى. وإذا اكتفينا بالقول بأنه لا أمل، وأن البلد ليس لديه قدرة على الاستثمار، فإن ذلك يدفع هذا البلد إلى ما أسميه اقتصاديات بولينيوس وفيه «لا يكون مقترض ولا مقرض». وعلى الدوام كانت اقتصاديات بولينيوس محل سخريه. ففي مسرحية هاملت صور شكسبير بولينيوس باعتباره مغفلا جعاعا فى الأساس. وبالنسبة للبلدان منخفضة الدخل، فإن عدم كونها مقترضا أو مقرضا أمر مدمر، لأنها بذلك لن نستطيع أبدا تمويل زيادة معدل الاستثمار لما يربو على ٣٠ فى المائة. وبالطبع، فإننا عند زيادة معدلات الاستثمار والاقتراض، لانريد تكرار أزمة الديون، ومن ثم يتعين إجراء الاستثمار على نحو أفضل مما هو عليه الحال حاليا. وذلك يعنى استراتيجية للاستثمار فى الاستثمار، وبناء القدرة على القيام باستثمارات جيدة. وذلك أمر لا يستطيع الصندوق أن يحققه بمفرده. إنه جدول أعمال اقتصادى جزئى لحد كبير، ومن ثم فإن الكلى يتوقف على الجزئى. ويقتضى ذلك أن يعمل الصندوق مع الوكالات المسؤولة عن جدول الأعمال الجزئى، وهى البنك الدولى

التمويل والتنمية: فى عرض أخير أمام الخبراء بصندوق النقد الدولى، تحدثت عن الاقتصاديات الكلية للمليار الذى يعيش فى القاع. ما الذى تعتبره تحديات اقتصادية كلية تشترك فيها هذه البلدان؟  
كوليبه: أعتقد أن بلدان المليار الذى يعيش فى القاع، البلدان منخفضة الدخل، متميزة لا من حيث قلة عدد السياسات الجيدة فى المتوسط عنها فى البلدان متوسطة الدخل فحسب، بل أيضا من حيث إنها تواجه مشكلات مختلفة. ومن ثم فإن السياسات الجيدة فى هذه البيئات لا بد أن تبدو مختلفة عن السياسات الجيدة فى البيئات متوسطة الدخل، وهذا أمر غير معترف به على نحو كاف. لنبدأ بتحديد الفروق الرئيسية بين اقتصاد منخفض الدخل واقتصاد متوسط الدخل. وتتبدى من هذه الفروق استراتيجيات مختلفة واستجابات مختلفة. والفروق الغالب هو أن هذه البلدان تعاني ندرة فى رأس المال بصورة تدعو لليأس. ومن تداعيات ذلك أنها تحتاج إلى أن تضى خلال مرحلة مطولة من الاستثمار المرتفع. ففي الوقت الحالى، يقل متوسط معدل الاستثمار فى أفريقيا إلى الناتج المحلى الإجمالى عن ٢٠ فى المائة، فى حين أنها تحتاج للحاق بالاقتصادات الأخرى وللتقارب معها إلى ما يربو على ٣٠ فى المائة. ومن ثم يتعين أن ترتفع مما يقل عن ٢٠ فى المائة إلى ما يزيد على ٣٠ فى المائة. ويمثل ذلك تغييرا كبيرا.

أساسا. بالطبع إن صندوق النقد الدولي يقوم بهذا من حيث المبدأ، لكن بشكل غير كاف في التطبيق. ويقتضى الأمر أن تعمل المؤسسات على جدول أعمال رئيسي مشترك للاستثمار فى الاستثمار، وهو أمر يمكن أن يستغرق ثلاث سنوات من العمل مع الحكومات لتوفير القدرة على زيادة الاستثمار الجيد بصورة حاسمة.

ومن ثم، فإن ندرة رأس المال هى السمة المحددة الغالبة للبلدان منخفضة الدخل، لكنها ليست السمة المميزة الوحيدة. وهى، نموذجيا، بلدان غنية بالموارد، ويثير هذا أيضا قضايا تتعلق بالمدخرات والاستثمار. وتستنفد البلدان أصولها الطبيعية وهى تستخرج مواردها، ونظرا لأن أسعار السلع الأساسية جد متقلبة، فإن تيار الإيرادات لا يمكن التنبؤ به للغاية. وتقتضى مثل هذه الظروف وضع استراتيجيات للمدخرات والاستثمار مميزة للبلدان منخفضة الدخل.

وهدف تخفيض الفقر المطلق - وهو الهدف الوحيد بالنسبة لبلدان المليار الذى يعيش فى القاع - هو هدف ابتعد عنه باقى الجنس البشرى طوال ٤٠ عاما. وينبغى أن ينصب محور التركيز الأولى على تحقيق التقارب. إذ يتعين على هذه البلاد اللحاق بالركب، وهو ما يعنى أنه يتعين عليها أن تنمو على نحو أسرع من البلدان النامية الأخرى. ولهذا، فإنها فى حاجة لمعدلات استثمار تضاهى معدلات البلدان النامية الناجحة على الأقل.

وهناك سمة ثالثة تجعل هذه البلدان منخفضة الدخل مميزة هى أنه يتعين عليها أن تعایش أوزار الماضى وقد كان الماضى شاقا فى العادة، ومن ثم فإن هذه البلدان تفتقر للسمعة الحسنة، خاصة لدى المستثمرين. وفى ضوء هذا الوضع، فإنها تحتاج لتكنولوجيات للالتزام - وأقصد بها بعض الآليات التى تلتزم هذه البلدان سلفا من خلالها باتخاذ إجراءات محددة لاحقا، وبذلك تستطيع أن تبني مصداقيتها.

وأخيرا، فإن القدرة على تنفيذ برامج مصروفات عامة بمعايير الأمانة والكفاءة الملائمة، منخفضة بصورة نموذجية لذلك، فإن بناء نظم تحقق هذا عمليا، يشكل جزءا من جدول أعمال كل من صندوق النقد الدولي والبنك الدولي فى البلدان منخفضة الدخل.

التمويل والتنمية: مع تغيير حكومات الاقتصادات المتقدمة فى شتى أنحاء العالم لأولويات الإنفاق بها للتصدى لركود اقتصاداتها، ما مدى أهمية استمرار تدفق المعونة للبلدان النامية؟

كوليبه: لقد حان الوقت لتوجيه تحويلات الموارد العامة نحو أفقر المجتمعات، لأن تحويلات الموارد الخاصة آخذة فى التناقص. وقد اتخذت تحويلات الموارد الخاصة شكلين، الإرساليات النقدية والاستثمار الخاص، وكلاهما يتناقصان سريعا. ولم تكن هذه الأزمة من صنع البلدان النامية، لكنها تعاني من جرائها. وهذا هو نوع الأوضاع التى أقيمت من أجلها وكالات التنمية العامة. وإذا نظرنا للوراء، لأواخر أربعينيات القرن الماضى، فسرى زما مشابها لحد ما، حيث لم يكن هناك أمل فى أن يعيد رأس المال الخاص بناء أوروبا، ومن ثم تم إنشاء

مؤسسات عامة لتوجيه الأموال العامة لتحقيق هذه المهمة. وحاليا، فإن مجموعة مختلفة من البلدان تحتاج إلى المساعدة وإلى الجهود العامة الدولية.

التمويل والتنمية: فى الأشهر الأخيرة، اضطلعت مجموعة العشرين بدور أكثر بروزا كمنتدى للحكومات الرئيسية. هل تعتبر هذا تطورا إيجابيا بالنسبة للمليار الذى يعيش فى القاع؟

كوليبه: ذلك صحيح تماما. فالذى حدث على مر الأعوام هو أن مجموعة البلدان التى تشكل جزءا له مصداقيته من الحل اللازم للمشاكل الدولية، قد توسعت بصورة ضخمة. فمئذ ستين عاما خلت، كان ذلك يقتصر على الولايات المتحدة. ثم تحولت أوروبا من كونها جزءا من مشكلة إلى جزء من الحل. وحاليا، فإن فئة جديدة كاملة من البلدان، مثل البرازيل والصين وجنوب أفريقيا، تمثل جزءا من الحل. لقد كنت توا أعمل فى هايتى، حيث كان ٩٠٠٠ جندي من قوات حفظ السلام البرازيلية يصونون النظام والسلم فى السنوات الخمس الأخيرة. وذلك إسهام هائل من البرازيل فى بلد من أشد بلدان نصف الكرة الغربى فقرا.

وتسلم مجموعة العشرين، وإن كان متأخرا، بحقيقة أننا انتقلنا، حمدا لله، من مجموعة البلد الواحد منذ ٦٠ سنة خلت، إلى مجموعة الثمانية، وإلى مجموعة العشرين حاليا. وذلك أمر جدير بالتنويه، وهو أمر تأخر أيضا اعتراف البنين المؤسس به.

التمويل والتنمية: ما هو فى رأيك دور الصندوق فى مساعدة البلدان النامية؟

كوليبه: إن السياسات الجيدة فى البلدان منخفضة الدخل لا ينتظر أن تشبه مثيلتها فى البلدان المتقدمة، ومن ثم فليس هناك نموذج يلوح فى السماء نسميه النموذج « الصحيح » لنطمح إليه، مع اعتبار مجموعة الثمانية هى سحب الجزء العلوى للغلاف الجوى فيه والبلدان منخفضة الدخل هى السحب المنخفضة جدا. وذلك ليس عالمنا.

وأعتقد أن هناك ثلاثة أدوار مختلفة للصندوق. فالصندوق هو أولا بالنسبة لحكومات البلدان منخفضة الدخل، مصدر للأموال. وثانيا، يوفر الصندوق إطارا للالتزام بالنسبة للمانحين من خلال برامجهم. والدور الثالث، الذى أعتقد أنه الأهم، هو توفير إطار للمفاهيم والتنسيق لمساعدة قوى فاعلة كثيرة متباينة تعمل فى مجال التنمية فى البلدان منخفضة الدخل، بما فى ذلك شتى الوكالات ومختلف الحكومات.

لكن فكرتى الأهم هى أن الإجابات الكلية الصحيحة تعتمد على حل القضايا الجزئية والمؤسسية. إن الإجابات الكلية الصحيحة، التى تعتبر القضايا الجزئية والمؤسسية أمرا مسلما به - وهو ما كان الصندوق يقوم به - هى الإجابات الكلية الخاطئة عن التنمية.

وتداعى ذلك أن الصندوق لا يستطيع أن يتجاهل جداول الأعمال الجزئية

واكتسب طابعا غير رسمى. والتعمير فيما بعد انتهاء المنازعات يتعلق جزئيا باستمالة القطاع الخاص ليعود للهيكل الرسمية، وإذا أثقلت كاهل القطاع الخاص بفرض ضرائب مرتفعة لأنك تحاول تكديس الإيرادات بأسرع مما يجب، فإنك تؤخر العملية الأكثر أهمية الخاصة بإعادة بناء الاقتصاد فيما بعد انتهاء المنازعات.

وفى بيئة ما بعد انتهاء المنازعات، تثار بعض القضايا المشتركة بين القطاعين العام والخاص على حد سواء، تتمثل قضية أساسية منها فى ارتفاع تكلفة السلع الرأسمالية فى البلدان منخفضة الدخل. وتشمل هذه السلع الرأسمالية المبانى التى ينتجها قطاع التشييد. وقطاع التشييد صغير فى البلدان منخفضة الدخل التى تقل فيها معدلات الاستثمار، ومرة أخرى فإن بيئة ما بعد انتهاء المنازعات مثال متطرف على هذا. إذ يذوى قطاع التشييد خلال المنازعات لأنه لا أحد يقوم بالتشييد. إذ يركز المجتمع على التدمير. ولذلك، فإنه بمجرد انتهاء المنازعات، فإنك ترث قطاعا هزىلا للتشييد. لكن التعمير

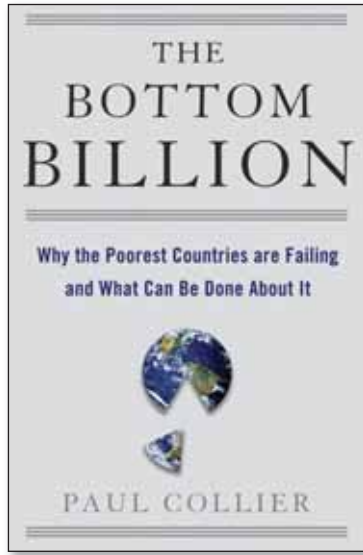
هو ما تحتاج إليه بصورة يائسة فى بيئة ما بعد انتهاء المنازعات. ومن ثم يصطدم الطلب الكثيف على التعمير مع قطاع هزيل للتشييد، وما تحصل عليه هو منحنى عرض شديد الانحدار فى قطاع التشييد.

وهذه قضايا اقتصادية جزئية لها تداعيات اقتصادية كلية، لأنها تعنى أنك حتى لو أنفقت الكثير على الاستثمار، العام أو الخاص، فإنك لن تحقق الكثير. إذ أن إنفاقك سيتبدد فى محاذاة منحنى العرض شديد الانحدار. ومن ثم، يتعين أن تنصب أولوية السياسة فى البلدان منخفضة الدخل على تمهيد منحنى عرض التشييد هذا.

#### التمويل والتنمية: كيف تحقق ذلك؟

كوليبه: مرة أخرى إن ذلك ينزل من القضايا الكلية إلى القضايا الجزئية ويتضمن بحث سلسلة الإنتاج فى قطاع التشييد. وعادة ما توجد فى مثل هذه البيئات نقاط اختناق قانونية تحول دون الحصول على الأراضى من أجل التشييد. وهناك نقاط اختناق فى الواردات من المواد - والأسمت نقطة اختناق تقليدية. وهناك نقاط اختناق فى المهارات - فالأمر يقتضى مستوى أدنى من مهارات التشييد، وذلك يعنى الاستثمار فى توفير قدرة التعليم التى تبني هذه المهارات. وأخيرا، فإنك تحتاج إلى التنظيم - شركات متخصصة فى التشييد.

ونموذجيا، هناك نوع ما من الطريق الجانبى بعيدا عن قطاع التشييد المحلى، يتمثل فى الإتيان بشركات التشييد الأجنبية، وذلك بمثابة التقاط للأنفاس، لأن قطاع التشييد يمكنه على وجه الاحتمال أن يولد قدرا كبيرا من فرص العمل فى هذه الاقتصادات؛ وذلك أمر له قيمة هائلة فى أوضاع ما بعد انتهاء المنازعات. ومن الناحية التقنية، فإن الأجور الافتراضية للشبان فى بيئات ما بعد انتهاء المنازعات سلبية. ويجدر إنفاق الأموال على توظيفهم حتى ولو لم يقوموا بأى عمل. ولكنه عمليا تستطيع توظيفهم بصورة منتجة فى قطاع التشييد.



تحدث الكتاب الذى نشر للمرة الأولى فى ٢٠٠٧، بعنوان المليار الذى يعيش فى القاع، الآراء التقليدية المعنية بالتنمية والمعونة

والمؤسسية. ومن الجلى أن الصندوق لا يستطيع أن يفعل كل شىء، لكن عليه أن يتعلم كيف يدمج عمله فى البلدان منخفضة الدخل مع الوكالات الأخرى التى تغطى الزوايا الجزئية والمؤسسية. أنتم فى حاجة لفرق مشتركة، يتم توجيهها توجيهها مشتركا بموجب توجيهات مشتركة، خاصة مع البنك الدولى.

التمويل والتنمية: ما هى بعض العقبات التى تعترض المستويات المرتفعة المنتجة من الاستثمار فى القطاع العام؟

كوليبه: تتمثل إحداها فى تحديد المشروعات وتمثل أخرى فى تنفيذ المشروعات. فنحن نعرف أن تحديد المشروعات يتم بطريقة سيئة للغاية، بالطبع، هناك تكنولوجيا اقتصادية لتحديد المشروعات، تشمل تحليل التكلفة والمردود، لكننى غالبا ما أساءل عما إذا كان ذلك نهجا واقعا وعما إذا كان هناك طريق مختصر أكثر فاعلية.

بل إن ذلك ليس نهجا مستصوبا على الدوام، لأن

تحليل تكاليف ومردود المشروعات يتم على أساس من الاستنساب والتدرج. ومع ذلك، فإن المهمة التى نخرط فيها مع هذه البلدان منخفضة الدخل هى مهمة تسعى إلى تحويلها إلى بلدان متوسطة الدخل، ونحن نحاول أن نفعل ذلك بسرعة كبيرة. ونهج التدرج، الذى ينظر فى مشروع واحد فى كل مرة، لا يلزم حقا بكل الآثار التى تعد آثارا خارجية بالنسبة لمشروع واحد.

لنتناول مسألة مثل وصلات النقل الرئيسية التى تربط أفريقيا غير الساحلية بالساحل على نحو أفضل. فطوال ٤٠ عاما، لم تتم إقامة وصلات النقل تلك. ولا يتم القيام بمثل تلك الاستثمارات. لماذا؟ لأنه حتى عندما نجرى تحليلا للتكلفة والمردود، وهذا ما لا نفعله عادة، بل وحتى حينما نفعله، فإنه يفشل فى اختبار المردود والتكلفة، الذى يتم على أساس كل بلد على حدة ويعتبر كل أجزاء الاقتصاد الأخرى أمرا مسلما به. وأعتقد أنه من الأكثر رشدا القيام بانتقال مفاجئ والسؤال عما هو نموذجى فى البنية الأساسية العامة فى البلدان متوسطة الدخل، والذى يتعين علينا بلوغه. وحيث إننا جد بعيدين عن التخطيط الرشيد للاستثمار العام فى الوقت الراهن، فربما كنا نحتاج لمثل هذا النوع من الطريق المختصر.

#### التمويل والتنمية: ما الذى يصنع النجاح أو الفشل؟

كوليبه: كنت منذ فترة وجيزة أحلل مجموعات بيانات عن كل مشروعات البنك الدولى، آلاف منها، لمعرفة ما يفرق بين النجاح والفشل. ويبحث بصفة خاصة أحوال بيئات ما بعد انتهاء المنازعات. والإجابة هى أن الإشراف أكثر أهمية بصورة أكبر فى تحديد الفرق بين النجاح والفشل.

وباعتراف الجميع حاليا، فإن بيئات ما بعد انتهاء المنازعات تقع عند الطرف الأقصى للبلدان منخفضة الدخل. فبعد انتهاء المنازعات، نجد أن القطاع الخاص قد انسحب خلال هذه المنازعات عن كل ما هو رسمى. إذ تتسم الدول خلال المنازعات بأنها دولة نهابة، ولذلك فقد تعلم القطاع الخاص الهرب:



## التمويل والتنمية: ماذا عن البلدان النامية الغنية بالموارد؟

كوليبه: هناك مجال عكفت على العمل فيه ربما لمعظم الأشهر القليلة الماضية. فالبلدان الغنية بالموارد تتميز بأن الموارد الطبيعية فيها تطرح مشاكل تتعلق بنضوبها ومشاكل تتعلق بصدمات الأسعار. لذلك فإن النضوب والتقلب يرتبطان بالبلدان الغنية بالموارد، ولكل منهما تداعياته. فمن الجلى أن لنضوب الأصول الطبيعية تداعيات بالنسبة للمدخرات. فعندما تستهلك مجموعة من الأصول، يتعين عليك أن تبني نوعا من الأصول المعوضة. ربما لا يتعين تعويض كل مجموعة بمجموعة، لكن من المؤكد أن الأمر يقتضى منك التعزير، وذلك يعنى ضمنا أن تكون معدلات الادخار فى البلدان الغنية بالموارد أعلى منها بالنسبة للبلدان منخفضة الدخل الأخرى.

ولقد اقترحت أنه يتعين على البلد منخفض الدخل النموذجى أن يستثمر ما يقرب من ٣٠ فى المائة من الناتج المحلى الإجمالى. ويجب أن يزيد هذا على ذلك بالنسبة للبلدان منخفضة الدخل التى تستنفد أصولها الطبيعية. بأى الأشكال تدخر هذه البلدان؟ إن البلدان منخفضة الدخل ليست كالترويج. فرأس المال ليس وفيرا بها. وليس لديها قدر كبير من رأس المال بالنسبة لكل عامل. على النقيض من ذلك، فإن بها أدنى قدر من رأس المال بالنسبة لكل عامل على سطح الأرض، ومن ثم فمن الواضح أنها تحتاج إلى استخدام المدخرات لبناء الموجودات الرأسمالية فى البلاد. إننا فى حاجة لمرحلة من الاستثمار فى الاستثمار، وذلك يعود بنا لفكرتى الأولى. بل إن مرحلة الاستثمار فى الاستثمار أكثر أهمية من ذلك فى البلدان منخفضة الدخل الغنية بالموارد.

والآن، كيف نتدبر التقلب؟ حسنا، إن النهج النمطى هو المدخرات السائلة، ولكن ما انتهيت إليه، مع الحرص التام، هو أن البلدان منخفضة الدخل الغنية بالموارد ليس لها من خيار سوى قبول التقلب فى إطار الاقتصاد العينى بدلا من محاولة تمهيده من خلال أموال السيولة السيادية. ولن أمضى بذلك لحد الأقصى لأن ذلك سيلغى كلية دور ما لأموال السيولة، لكن وجهة نظرى هى أن الهدف ينبغى أن يكون أكثر تواضعا من هدف تثبيت الإنفاق العام.

وإذا قبلنا أن الإنفاق العام لا بد أن يكون متقلبا، فإلى أى جزء من الإنفاق العام، والاستثمار، أو الاستهلاك ينبغى توجيه التقلب؟ هنا ترشدنا الكتب الدراسية الاقتصادية الحديثة إلى أن توجيه التقلب للاستهلاك العام فكرة سيئة؛ فهناك أشياء مثل تكوين العادات، ومن ثم فإن تخفيض الاستهلاك العام مكلف اجتماعيا بمجرد تكوين العادات.

والتقلب فى الاستثمار ليس يمثل هذا السوء، لأنك تستطيع إحداث تقلبات كبيرة تماما فى الاستثمار، لا تترجم إلا إلى تقلبات طفيفة فى الموجودات الاستثمارية. وهى تحقق استقرار الاستهلاك العام، لكنها تترك المجال لتقلب الاستثمار.

وحاليا، لا يزال يتعين على البلدان منخفضة الدخل أن تحقق ذلك دون الإضرار بمعدل العائد على الاستثمار، ويعقد هذا جدول أعمال الاستثمار فى الاستثمار، لأنه يعنى بالنسبة للبلدان الغنية بالموارد أنه يتعين أن تتوافر لها القدرة على تغيير معدل الاستثمار. لكن تذكر أنه سيتقلب حول معدل مرتفع للاستثمار، ٣٥ فى المائة مثلا. وربما يتحرك فى حالاته القصوى، بين ٤٥ و ٢٥ فى المائة. وهذا التآرجح البالغ ٢٠ فى المائة يمثل كارثة أقل من التقلب بين ١٩ فى المائة وناقص واحد.

## التمويل والتنمية: ما مدى سوء تأثير الأزمة الاقتصادية العالمية على

البلدان منخفضة الدخل ؟

كوليبه: ينصب التأثير الأساسى على القطاع العام من خلال خفض أسعار السلع الأساسية والانخفاض المقابل فى الإيرادات. وقد أوضحت فى أحدث عمل لى، أن شدة انخفاض أسعار السلع الأساسية، من خلال تداعياتها على الناتج المحلى الإجمالى، تتوقف على السياسات الهيكلية السابقة، ومن ثم، فالأمر لا يتعلق بمجرد كيفية استجابة البلد للواقع. فإذا كان البلد معرضا للصدمات، فإنه يستطيع تصميم السياسات التى تقلل العواقب الاقتصادية الكلية لهبوط أسعار السلع الأساسية. ويتضمن جدول الأعمال الجزئى الذى يبدو أنه يجدى فى هذا، تحرير الشركات حتى تستطيع أن تدخل السوق بسرعة وأن تخرج منها بسرعة. وهذا هو ما نتوصل إليه، باستخدام قاعدة بيانات مسوح البنك الدولى عن القيام بالأعمال. فحيث يسهل دخول الشركات وخروجها، تكون عواقب انخفاض الأسعار أصغر كثيرا بالنسبة للناتج المحلى الإجمالى.

والأموال التى تقدمها مجموعة العشرين، لتوجيهها من خلال صندوق النقد الدولى، هى ظاهريا، كما افترض، مكرسة لدعم ميزان المدفوعات. لكننى أعتقد أن دعم ميزان المدفوعات يجب أن يوجه نحو دعم القطاع العام فى مواجهة تزايد عجزه المالى. والسؤال هو ما يعنيه ذلك ضمنا بالنسبة لمختلف أجزاء المصروفات العامة؟

لو كان الاستثمار مثاليا، فإن هذه البلدان ستواجه الصدمات، كما ألمحت سابقا، بترك الاستثمار لهيبط. ولسوء الحظ، فإن الاستثمار فى البلدان النامية ليس قريبا من الوضع المثالى فى أى مكان. فهو جد منخفض بشكل كبير، ومن ثم فهى تواجه معضلة. إن استراتيجية مواجهة الصدمات بتخفيض الاستثمار العام تمضى بنا تحديدا فى الاتجاه الخاطى فى الأجل الطويل. وحيثما ارتفعت مؤخرا المصروفات العامة الجارية، يبدو من الواضح أنه يتعين تخفيضها ثانية قبل أن تتشكل العادات. ومن ثم، فقبل أن تعتاد البلدان المستويات المرتفعة من الاستهلاك العام، ينبغى تخفيض هذا الاستهلاك العام. إن يتعين حماية الاستثمار العام.

والوضع الراديكالى بدرجة أكبر، هو أنه فى الوقت الذى يزيد فيه العجز المالى، أعتقد أنه يكون هناك مبرر لتغيير تكوين الإنفاق العام بصورة حادة من الاستهلاك إلى الاستثمار. ويعود بنا ذلك إلى مشكلة الالتزام. فهذه بيانات مصداقيتها منخفضة، وفى البيئات منخفضة المصداقية، يسهل تصور زيادة العجز المالى مع تخفيض الاستثمار كدليل مع النزعة الشعبوية. والاستجابة السليمة هى التصدى للدليل المدمر احتمالا لزيادة العجز المالى، بدليل قوى على أن الحكومة تحاول حماية المستقبل بزيادة الاستثمار وتخفيض الاستهلاك العام.

وأخيرا، فإن الصدمة السلبية تمثل فرصة لإجراء تغيير كبير فى السياسة. فالأزمة تعد فرصة. وفى اعتقادى أن الفرصة الرئيسية ينبغى اغتنامها هى أن تعتمد الحكومات مفهوم الاستثمار فى الاستثمار هذا، وأن تتسم بالجدية فى محاولة زيادة القدرة على الاستثمار. إن الأزمة فرصة لإعادة تركيز أولويات السياسة على هذا البناء للقدرة طويلة الأجل على الاستثمار. ■

بول كوليبه أستاذ الاقتصاد فى جامعة أوكسفورد ومدير مركز دراسة الاقتصادات الأفريقية. وجيلين جوتسليج من العاملين بمجلة التمويل والتنمية.

# أوروبا فى شدة

## تختبر الأزمة الاقتصادية العالمية تلاحم الاتحاد الأوروبي

ماريك بيلكا  
Marek Belka



المحنة لإدارة الأزمة، ينبغي لأوروبا أن تعيد النظر فى الأطر التى تقوم عليها، لأنه تكشف أن الكثير منها معيب أو مفقود.

والأكثر إلحاحا هو الحاجة لفحص وإصلاح إطار الاستقرار المالى الأوروبى. وذلك أمر حاسم لمنع نشوب أزمات فى المستقبل وتقليل تكاليفها لأدنى حد عندما تحدث. وعلى الرغم من أن رد فعل صناع السياسة تجاه الأزمة جاء سريعا بصفة عامة، فإن البلدان أخذت عادة بحلول مختلفة للمشاكل المتماثلة، مما سبب صعابا للآخرين.

و ضمانات الودائع مثال على هذه الحالة. فقد زادت بلدان كثيرة ضماناتها مدفوعة فى ذلك بالأزمة، وتحرك البعض بحرص وقرّر البعض الآخر بتقديم تغطية غير محدودة. وأثرت هذه المنافسة المشوهة على تخصيص الودائع وأسفرت عن نشوب توترات عبر الحدود بين صناع السياسة. بيد أن الأمر الأكثر أهمية هو أنها قوضت ثقة الرأى العام فى رد فعل أوروبا إزاء الأزمة. ورغم أنه بذلت محاولات للتصدى لهذه القضايا، فإن المزيد لا يزال يتعين عمله. فعلى سبيل المثال، فإن الاتفاق المعنى بالتأمين على الودائع يحدد له حدا أدنى لكنه لا يحدد حدا أعلى له، وهو ما لا بد أن يساعد فى التصدى لقضايا المنافسة.

لقد تخلفت أطر التنظيم والإشراف الأوروبية عن تكامل السوق المالية. والإطار الحالى، وإن كان يتطور ببطء صوب حل أوروبى بدرجة أكبر، غير مؤهل لتوقع مخاطر النظام على نحو كاف. وللحيلولة دون انقسام أسواق أوروبا المالية

الأزمة المالية العالمية مسيرة أوروبا التاريخية صوب « اتحاد أربكت تتوثق عراه دوما». فلسنوات كثيرة، تقدم المشروع الأوروبى بسلاسة، مضيفا أعضاء جدد، وملغيا الحواجز التى تقسم شعبه، ومحققا ازدهارا متزايدا. وهذه الأزمة هى أول اختبار كبير له، كاشفة عن عيوب فى الإطار أخفتها السنوات الطيبة. ورغم أن ردود الأفعال القومية والإقليمية غدت أكثر تنسيقا على مر الزمن، فإنها لا تزال أقل مما يجب ومتأخرة عما يلزم. فهل ستمكن المؤسسات وصناع السياسة فى أوروبا من الاستجابة والتكيف بما يبقى على التحرك صوب « أوروبا بدرجة أكبر» أم أن النتيجة ستفسر عن «أوروبا بدرجة أقل» أم «أوروبا عديدة» بالفعل؟ إن الخيارات التى ستم خلال هذه الأزمة ستشكل مصير أوروبا فى المستقبل المنظور. إن المشكلات فى الغرب تختلف عنها فى الشرق، لكن كثيرا من التحديات، وأهمها فى الواقع، يتعين علاجها بصورة مشتركة.

### القائمة المالية لما يتعين عمله

تعانى أوروبا المتقدمة من أسوأ كساد منذ الحرب العالمية الثانية. وقد ساعدت إجراءات حاسمة وغير مسبوقه فى السياسة على الحيلولة دون حدوث انهيار تام للقطاع المالى، بل وعواقب أشد وحشية بالنسبة للنتائج، لكن الآفاق لا تزال تبدو كئيبة والأرجح أن الانتعاش سيكون فى النهاية فاترا وهشا. وإلى جانب الحاجة



فتاة تمر بنافذة عرض أحد المحلات في ريجا

عشر الأعضاء في منطقة اليورو من عجز كبير في الحساب الجارى وعجز مالى كبير، واقترن ذلك بنمو يعانى من فقر الدم ونسب ديون مرتفعة. وتعانى هذه البلدان حاليا من ظروف تمويل أكثر صعوبة وآفاق للنمو أشد سوءا. وقد دفع ذلك بعض المحللين إلى التساؤل عما إذا كان بمقدور منطقة اليورو أن تبقى متماسكة، ودفع آخرين للدعوة إلى «تضامن» أكبر، مثل إصدار سندات لمنطقة اليورو من أجل التمويل القومى أو إنشاء سلطات مالية اتحادية أكبر. وتلك قضايا معقدة وحساسة، ولكن إن لم تعالج، تصبح أكثر مدعاة للتمزق.

إن بعث الحياة فى أوصال الإصلاح الهيكلى لابد أن يخفف هذه التوترات ويساعد أوروبا على مواجهة الضغوط الاجتماعية المتزايدة عقب الأزمة. وفى سياق جدول أعمال لشبونة للاتحاد الأوروبى والخاص بتحسين التنافسية، حققت أوروبا تقدما مهما فى تحرير وانفتاح أسواقها، مما أسفر عن زيادة الإنتاجية وفرص العمل. لكن التقدم تباطأ فى السنوات الأخيرة. وذلك أمر مشؤوم بوجه خاص، لأن الأزمة تهدد بأن تقوض النمو فى المستقبل بإجبار الناس على الخروج من سوق العمل وإصابة الاستثمار الخاص بالوهن. والمطلوب هو جيل ثان من الإصلاحات الهيكلية لبعث الحياة فى أوصال اقتصادات أوروبا.

والأزمات توهن أحيانا عزيمة السياسيين، لكنها يمكن أيضا أن تكون دعوة لامتناع الحسام وتوفر فرصة للتغلب على العقبات القديمة. لنتأمل الإصلاحات الشاملة فى إيطاليا بعد أزمة آلية سعر الصرف فى ٩٢-١٩٩٣، والرجة العنيفة

وفق الحدود القومية، يقتضى الأمر «أوروبا بدرجة أكبر» خاصة من حيث التنظيم والإشراف والاتفاقيات حول تقاسم التكاليف الخاصة بدعم المؤسسات العابرة للحدود.

وهناك درس آخر مستمد من الأزمة هو أن هناك حاجة ملحة لإقامة إشراف تحوطى كلى على اتساع أوروبا بأسرها لتجنب ذلك النوع من دورات الازدهار والكساد التى تضرب الاقتصاد العالمى حاليا. ولاشك فى أن الاقتراح الأخير الذى قدمته المفوضية الأوروبية - استنادا إلى تقرير أعده جاك لاروزيير مدير صندوق النقد الدولى السابق - خطوة مهمة نحو تحقيق هذه الأهداف، لكن الأمر يتطلب ما يزيد على ذلك كثيرا فى نهاية المطاف.

والأكثر إلحاحا، أن النظام المالى الأوروبى يتعين عليه أن يحقق تقدما أسرع وأفضل تنسيقا فيما يتعلق بالاعتراف بالخسائر، والأصول الموروثة الحامية، واختبارات الإجهاد، وإعادة رسملة المؤسسات القادرة على البقاء فى حين يحل مشكلات أخرى. وبدون مثل هذه التدابير الرامية لاستعادة عافية القطاع المالى، سيتعرض التأثير الاقتصادى الكلى للدعم المقدم من قبل الحكومات والبنوك المركزية عبر المنطقة للإحباط.

### منطقة اليورو تتعرض للضغط

فاقتم الأزمة التوترات داخل منطقة اليورو. فقد عانى كثير من البلدان الستة

في المملكة المتحدة بعد «شتاء السخط» في أواخر السبعينيات من القرن الماضي، وحملة الإصلاح في أيرلندا وهولندا في مطلع الثمانينيات من القرن الماضي عقب التدهور الاقتصادي الكلي وصدمات العرض العالمية.

ويتعين أن تتصدر جدول الأعمال حاليا زيادة المنافسة في القطاعات التي لاتزال محمية وجعل أسواق العمل أكثر مرونة وأقل انقسامًا بين أهل الداخل العاملين بعقود دائمة والذين يحظون بحماية جيدة وبين أهل الخارج العاملين بعقود مؤقتة والمعرضين للمعاناة. وتبين كل من النظرية والتجربة أن هذه الإصلاحات تجدي على خير وجه إذا نفذت في الوقت نفسه، وتحقق استفادة العمال من انخفاض الأسعار، واستفادة الشركات من انخفاض التكاليف، واستفادة الحسابات الحكومية من النمو الأسرع والإيرادات الأعلى من الضرائب.

### تحقيق توازن الميزانية

تلقى تكلفة الكساد، والحواجز الاقتصادية المطبقة لمحاربته، والدعم المقدم للنظام المالي، الضوء على الحاجة لتدعيم الإطار المالي لأوروبا. ورغم أن ميثاق تحقيق الاستقرار والنمو (والذي يفرض حداً أعلى لعجز الميزانية) والقواعد المالية القومية قد حققا بعض التحسن في المراكز المالية، فإن ذلك لم يكن كافياً. وعند الدخول في هذه الأزمة، بعد نحو ١٠ سنوات من إصدار اليورو، كان عدد جد كبير من البلدان لا يزال يبعد كثيرا عن الميزانيات المتوازنة ومستويات الديون المعتدلة. وعند الخروج من الأزمة، سترتفع هذه النسب لمستويات مرتفعة على نحو يندر بالخطر. ومع شروغ الأسواق المالية في تدقيق النظر في الأداء المالي مرة أخرى، وتوقع أن ينخفض النمو المرتقب وتفاقم تقدم السكان في السن، فإن الأمر سيتقضى تحسين المالبات العامة في أوروبا بصورة سريعة وبطريقة دائمة، حتى تستطيع مجابهة الأزمات في المستقبل. ولا يمكن تحقيق ذلك حقا إلا من خلال الإرادة السياسية، لكن تغيير الإطار المالي يمكن أن يفيد. وستمثل خطوة مهمة في هذا الاتجاه في جعل الأهداف الخاصة بالعجز والديون في الأجل المتوسط، أكثر إلزاما وجعل الإسقاطات الاقتصادية الكلية أكثر واقعية.

### من الازدهار للكساد

وأوروبا الناشئة هي أيضا في أزمة عميقة. فقد تطورت المنطقة بصورة سريعة منذ تفكك الاتحاد السوفيتي، وقيام علاقات مالية وتجارية بصورة وثيقة على نحو متزايد مع أوروبا المتقدمة مما حقق التقارب في النمو والدخل. لكن هذا التكامل، خاصة اعتماد المنطقة الباهظ على تدفقات رؤوس الأموال الوافدة، قد جعلها أكثر تعرضا للمعاناة (انظر الشكل).

وقد اختفت القدرة الظاهرة للأعضاء الجدد في الاتحاد الأوروبي على جذب التمويل الأخص، وما يسمى تأثير الهالة (انظر مقال «ضياع الهالة» في هذا العدد). وتبددت أيضا فكرة أن التمويل الخارجي المستند للمصارف سيكفل تدفقات وافدة من رأس المال أكثر استقرارا. والأشد معاناة هي البلدان الأعلى تضخما وعجزا في الحساب الجاري أو التي مولت ازدهار الائتمان بأخذ قروض خارجية. ولن يتوقف الانتعاش على القيام باختيارات السياسة السليمة في الداخل فحسب، بل يتوقف أيضا على التطورات والخيارات التي تتخذ في باقي أوروبا.

وفي الأجل القصير، ينبغي أن تعكس السياسات الاقتصادية الكلية حقيقة أن أوروبا، من الشرق إلى الغرب، تعمل على نحو متزايد مثل اقتصاد موحد. ويسير تقاسم منافع الأسواق المتكاملة جنبا إلى جنب مع تقاسم الصدمات التي تؤثر على الآخرين وتتردد أصدائها حاليا من خلال حلقات التغذية المرتدة الخاصة بأسواق التجارة والمال والبنوك العابرة للحدود. فعلى سبيل المثال، يؤثر تكميش أسواق الائتمان في أوروبا الناشئة حاليا على الاقتصادات المتقدمة من خلال تعريض المصارف الرئيسية للمخاطر والانعكاسات التجارية الناجمة عن التقلب المحتمل في سعر الصرف. ويستلزم هذا تنسيق السياسات الاقتصادية الكلية، لكنه يقتضى أيضا تدابير أكثر تحديدا، مثل تقديم دعم من البنك المركزي الأوروبي لعملات الأسواق الناشئة - مثلا من خلال ترتيبات المقايضات - ونهجا إقليميا بدرجة أكبر إزاء إدارة الديون لتفادي التكدس في أسواق الديون السيادية.

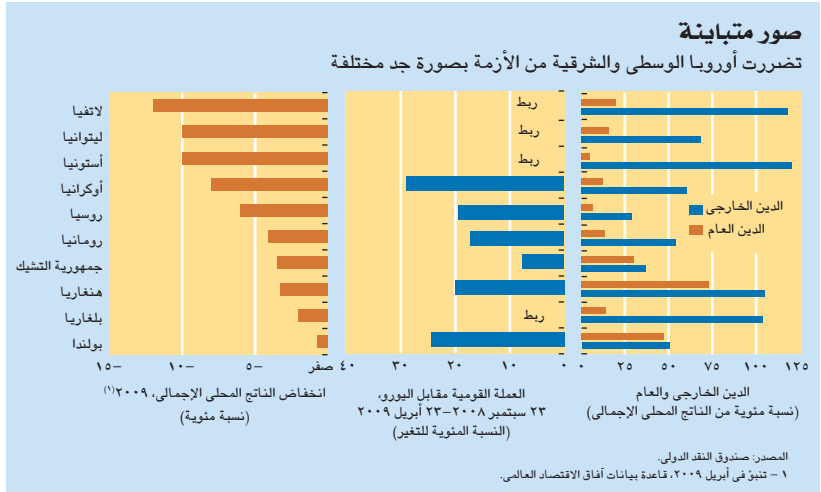
### دعم حسب الطلب

قد يعاني بعض البلدان من مزيد من التأخير في العودة إلى النمو. وهناك بلدان أخرى، خاصة تلك التي بدأت بسياسات محلية أكثر سلامة، أشد مرونة، لكنها تظل معرضة لحظر عقابيل الكساد العالمي. ويشارك صندوق النقد الدولي عن كثب في جهود المنطقة، مقدما الدعم المالي والمشورة السياسية بالتعاون مع الاتحاد الأوروبي والشركاء متعددي الأطراف والإقليميين الآخرين. وقد فصل الصندوق دعما على نحو يلبي مختلف الحاجات في المنطقة عن طريق:

- تقديم الدعم المالي للبلدان الأشد تضررا من الأزمة، ومساعدتها على تيسير مدى التصحيح المالي وإصلاح النظم المصرفية. وتشمل البلدان التي تطبق حاليا برامج يدعمها الصندوق بيلاروسيا وهنغاريا (انظر الإطار)، ولاتفيا، ورومانيا، وصربيا، وأوكرانيا.

- توفير التأمين «للمتفرجين البريئين» من لديهم أسس اقتصادية سليمة لكنهم مازالوا معرضين لخطر التضجر من العواقب الفيضية للأزمة (بولندا مثلا).

- تقديم المشورة للبلدان التي لا تحتاج لدعم مالي. لقد خلفت الأزمة لأوروبا الناشئة، قائمة مربكة من المشاكل. وبعض هذه المشاكل محلية، لكن مشاكل كثيرة أخرى تشكل جزءا من جدول أعمال المشاكل التي لم تحل في أوروبا. ومعظم البلدان التي تقيد أسعار الصرف الثابتة، والديون المرتفعة بالعملة الأجنبية، أو كلاهما، يتعين عليها أن تحرص في خطاها، وأن تبقى على عجزها قيد السيطرة وأن تحد من رد فعلها المتعلق بالسياسات النقدية. وكما هو الحال في كل مكان آخر في أوروبا، فإن قائمة ما يتعين عمله طويلة وتشمل في حالات كثيرة الحاجة إلى إعادة رسملة النظام المصرفي. وفي ضوء هيمنة البنوك العابرة للحدود المملوكة للبنوك الأم القائمة في البلدان



الأوروبية المتقدمة، يتضح أن هذه المشكلة تتجاوز أوروبا الناشئة لتشمل أوروبا بأسرها. ويقتضى حلها تحديث إطار التنظيم والإشراف المالي على اتساع أوروبا بأسرها.

### التصحيح بما يتفق وعالم ما بعد الأزمة

فى المدى الأطول، فإن القضية الأساسية بدرجة أكبر تتعلق بنموذج الأعمال فى أوروبا. ورد الفعل تجاه الأزمة، مثلما هو حاسم فى الأجل القصير، يخلق «مشاكل تتعلق بالخروج» فى مجالات كثيرة - من عمليات السيولة فى البنوك المركزية إلى الضمانات الحكومية فى القطاعين المالى والعينى.

لكن ربما كانت مشكلة ما بعد الأزمة الأكثر إلحاحا تتعلق بمسألة كيف ستصحح أوروبا الناشئة، بعد هذا العدد الكبير من سنوات التدفقات الوفيرة الوافدة من رأس المال، أوضاعها بما يتفق وحقائق عالم ما بعد الأزمة. فقد سمحت تحركات رأس المال الحاشدة بتراكم عجز كبير فى الحسابات الجارية وخفضت من قيود الميزانية بالنسبة للسياسة المالية والقطاع الخاص على حد سواء، مما أسفر عن نمو غير قابل للاستدامة فى الائتمان فى حالات كثيرة. وبالطبع، فإنه عاجلا أم آجلا، ستجذب هذه التدفقات مرة ثانية نحو ما يظل إقليميا سريع النمو نسبيا، لكن من المرجح أن تكون صغيرة مقارنة بالماضى.

والتصحيح لمواجهة هذا الواقع الجديد لن يكون سهلا. إذ سيقضى مزيجا سليما من السياسات الاقتصادية الكلية والهيكلية لاكتساب ثقة الأسواق المالية الدولية والحفاظ عليها وضمان احتمالات النمو لاقتصادات أوروبا الناشئة. وعلى الرغم من ذلك سيكون مؤلما فى العادة، فسيتعين على الحكومات أن تتبنى التغيير الهيكلى وتيسره، بما فى ذلك ما يتم من خلال التدابير الرامية لتحسين مناخ الأعمال وحراك العمل، وتمكين البلدان من تنويع إنتاجها بعيدا عن إنتاج السلع غير المتداولة والمتداولة. وبالنسبة لأعضاء الاتحاد الأوروبى الحاليين والمرتبطين، فإن ذلك يتسق بصورة وثيقة مع رسالة الاتحاد الأوروبى الخاصة بتحقيق تكامل أسواق العمل والسلع والخدمات، وتجديد شباب اتفاقية لشبونة الذى تمس الحاجة إليه، كما يقتضى الأمر أن تدعم الحكومات عبر أوروبا الناشئة حساباتها المالية واستثماراتها فى الحوكمة المالية بالتضافر مع باقى أوروبا.

### مواجهة الأزمة: هنغاريا

كانت هنغاريا من أوائل الاقتصادات الناشئة فى أوروبا التى لجأت للصندوق عندما ازداد الاضطراب المالى فيها سوءا فى أواخر ٢٠٠٨. وعبر جزء كبير من العقد الماضى، أدى العجز الكبير فى الحساب الجارى والمالى إلى مستويات مرتفعة من الديون الخارجية والحكومية. فقد استحدثت تدفقات رأس المال الوافدة التى مولت عجز الحساب الجارى، نموا سريعا فى الائتمان، كان كثير منه يسمى بالعملة الأجنبية. وفى تشرين الأول/ أكتوبر ٢٠٠٨، واجهت الحكومة فجأة صعوبات فى إصدار الديون، وجاهدت البنوك للحصول على تمويل بالعملة الأجنبية، وانخفض سعر الصرف بصورة حادة.

ويهدف برنامج هنغاريا الاقتصادى، الذى يدعمه صندوق النقد الدولى، والاتحاد الأوروبى، والبنك الدولى، إلى دعم المالىات الحكومية والحفاظ على الاستقرار المالى، وذلك لتوفير أساس لتحقيق تحسن قوى ومستدام فى مستويات المعيشة. وحتى الآن، فإنه بفضل تنفيذ سياسات اقتصادية كلية ومالية تتسق مع البرنامج، استقر التمويل الحكومى والخارجى، وتم تفضى حدوث انكماش عنيف فى الائتمان بالنسبة للاقتصاد. وبالتطلع للمستقبل، فإن التنفيذ المتسق للسياسات السليمة يوفر أفضل فرصة لهنغاريا للتغلب على الصعوبات التى تواجهها حاليا.

### إعادة النظر فى قواعد القبول فى منطقة اليورو

يتمثل طريق لمساعدة هذه العملية فى إحياء إطار أوروبى يبدو أنه راح ضحية للأزمة: عملية الانضمام لمنطقة اليورو.

قد لا يكون اليورو مناسبا للجميع، مثله فى ذلك مثل سعر الصرف الثابت. لكن توضيح خريطة الطريق إلى اليورو يمكن أن يساعد البلدان التى لديها سياسات سليمة على الإبحار فى عالم ما بعد الأزمة. ولا حاجة للقول بأن ذلك لن يكون يسيرا. والمطلوب هو جهد مشترك تعاون وثيق من قبل البلدان الراغبة فى الانضمام، وأعضاء منطقة اليورو الحاليين، والاتحاد الأوروبى، والبنك المركزى الأوروبى.

والأمر الأكثر أهمية هو أن هناك مفاضلات بين طموحات بلدان أوروبا الشرقية وبين قواعد الاتحاد الأوروبى.

ولولا الارتباط بالتزامات وأهداف الاتحاد الأوروبى القائمة، ربما كانت بلدان أوروبا الشرقية قد اختارت سياسات مختلفة كرد فعل للأزمة. فعلى سبيل المثال، ربما كانت بعض البلدان قد قررت تنظيم الشركات المالية التابعة وفروع البنوك بصورة أوثق. وربما كانت بلدان أخرى لديها مجال مالى للمناورة، قد تمكنت من تطبيق حوافز مالية أكثر قدرة على مواجهة التقلبات الدورية، مثلما فعل معظم بلدان منطقة اليورو.

وفى المدى الأطول، قد يكون هناك مبرر ليس لتوضيح خريطة الطريق للانضمام لمنطقة اليورو فحسب، وإنما أيضا لإعادة النظر فى معايير الانضمام نفسها، والتى وضع تصورها بما يتفق ومجموعة أكثر تجانسا من البلدان. فعلى سبيل المثال، يحاج البعض بأن معيار استقرار الأسعار ينبغى أن يميز بين التضخم الهيكلى الحتمى المرتبط بالنمو من أجل اللحاق (وهو محل ترحيب) وبين التضخم المرتبط بسياسات اقتصادية كلية متراخية (وهو ما ليس كذلك). وتساءل آخرون عن ضرورة العضوية فى آلية سعر الصرف الثابتة، وبصفة خاصة بالنسبة للبلدان التى لديها أسعار صرف ثابتة بالفعل (يتعين على البلدان الراغبة فى الأخذ باليورو أن تشارك فى آلية سعر الصرف لمدة سنتين دون مشاكل شديدة).

بالطبع، من الصعب تحديد ما ستجره مثل هذه الخلافات فى أطر وضع السياسة على كثير من الاقتصادات المفتوحة الصغيرة فى أوروبا الناشئة. لقد كانت القواعد والالتزامات التى ترتبت على عضوية الاتحاد الأوروبى مصممة لدواع قوية، ومراجعتها حتى وإن كان بصورة مؤقتة، ستقتضى ثمنا. ومع ذلك، فالأمر جدير بالمناقشة على ما يبدو، وجدير بأن يتم ذلك قريبا.

### نحو أوروبا أقوى

يمكن لأوروبا أن تخرج أقوى إذا جرت الاختيارات الصحيحة حاليا. فقد كان تكامل اقتصادات أوروبا بمثابة قصة نجاح هائلة. وحاليا قد يتعرض هذا النجاح للخطر. وتكمن البراعة، فى إدارة الأزمة والحفاظ على التقدم الذى تحقق، وتجديد أطر أوروبا وجدول الأعمال فيها. وسيقتضى التغلب على هذا التحدى تنسيقا أقوى كثيرا و «أوروبا بدرجة أكبر». ولقد نجحت حكومات أوروبا، فستخرج المنطقة بمؤسسات أقوى واقتصاد أكثر حيوية وعافية - وأشد قدرة على مواجهة، ليس التحديات الراهنة فحسب، بل تحديات المستقبل أيضا. ■

ماريك بيلكا مدير دائرة أوروبا فى صندوق النقد الدولى، وكان من قبل رئيسا لوزراء بولندا ٢٠٠٤ إلى ٢٠٠٥ ووزيرا للمالية من ٢٠٠١ إلى ٢٠٠٢.

## تفقد

## هالتها

يجد كثير من بلدان وسط أوروبا وشرقيها أنه من الصعب إجراء التصحيح بما يتفق والواقع الاقتصادي الجديد

مارتن شيهاك وسروبونا متيرا

Martin Cihák and Srobona Mitra

وعزز التكامل الاقتصادي المتزايد والإصلاحات الناجحة، نمو البلدان الأعضاء الجدد بأسرع من المتوقع - في ضوء أسسها الاقتصادية (انظر الشكل ١). وقد سمح هذا النمو السريع لبلدان الاتحاد الأوروبي الجديدة بزيادة حصتها من الناتج الاقتصادي العالمي. وأدت زيادة فرص الوصول للأسواق الغربية إلى ارتفاع سريع في صادراتها وتحسين فرص حصولها على التمويل الأجنبي مما ساعد على ازدهار الاستهلاك.

وقد كانت عضوية الاتحاد الأوروبي مواتية بوجه خاص لسلوفايا وجمهورية السلوفاك، اللتين تمكنتا من الوفاء بكل معايير ماستريخت ودخلتا منطقة اليورو. وكانت سلوفايا هي أول دولة عضو جديد تعتمد اليورو في كانون الثاني/يناير ٢٠٠٧. ووصل دخل الفرد في هذا البلد، وهو الأعلى بين الدول الأعضاء الجدد، إلى نحو ٨٠ في المائة من المتوسط في الاتحاد الأوروبي في ٢٠٠٦، مما وضعها على قدم المساواة مع اليونان وجعلها تزيد على البرتغال. وكانت جمهورية السلوفاك، وهي أحدث من انضم إلى منطقة اليورو في كانون الثاني/يناير ٢٠٠٩، من أقوى الدول الأعضاء الجدد في الأداء الاقتصادي، وعززت مكاسب الإنتاجية والصادرات النمو فيها. وهي تعتبر إلى جانب سلوفايا وجمهورية التشيك اقتصادا متقدما وليس ناشئا في الوقت الراهن.

## نمر في البداية

يبدو أن النجاح النسبي للدول المنضمة حديثا للاتحاد الأوروبي في مجال تحقيق الاستقرار وإصلاح اقتصاداتها، مقترنا بقبولها في الاتحاد الأوروبي، قد أسهم في إحداث تقارب سريع في سعر الفائدة، حتى على الرغم من أن الظروف العالمية المواتية - أسعار الفائدة الأدنى، والسيولة الوفيرة، واتساع قاعدة المستثمرين بالنسبة للأسواق الناشئة - قد لعبت دورا هي أيضا. وقد حفز هذا تدفقات وافدة حاشدة من رأس المال للدول الأعضاء الجدد، في شكل استثمار مباشر، وقروض مصرفية، واستثمار في المحفظة.

وحاليا، فإن حصة الملكية الأجنبية في النظم المصرفية في أوروبا الناشئة أعلى منها في أوروبا المتقدمة وفي الأسواق الناشئة في أنحاء أخرى من العالم. ودخلت حفنة من البنوك الأجنبية، التي توجد مقارها الرئيسية في أوروبا المتقدمة، الأسواق الجديدة في أوروبا الناشئة أساسا بشراء البنوك التي كانت قد جرت خصصتها مؤخرا. وتسيطر هذه البنوك الأجنبية حاليا على الجزء الأكبر

بلدان وسط أوروبا وشرقيها الأعضاء الجدد في الاتحاد الأوروبي بوضع مريح لفترة قصيرة. فقد حفزت العضوية في الاتحاد الأوروبي التكامل الاقتصادي والمالي، مما أسفر عن نمو اقتصادي سريع وتدفقات وافدة كبيرة من رأس المال. كما خلقت «تأثير الهالة»، وحمت بعض البلدان من أن تدفع أكثر مقابل اقتراض الأموال الخارجية على الرغم من تنامي أوجه التعرض للمعانة.

ولكن الأوقات السعيدة لم تدم. فقد أخلت المرونة المبدئية للدول الأعضاء الجدد إزاء الاضطراب المالي العالمي، الطريق أمام أزمة عميقة في قلة منها. وعندما ضربت الأزمة العالم في ٢٠٠٧، بدت أوروبا الناشئة محصنة في البدء، لأنها لم تتعرض للمخاطر المباشرة للأصول دون الممتازة في الولايات المتحدة. ولكن مع تعمق الأزمة في ٢٠٠٨، تباطأت الصادرات وتوقفت تدفقات رأس المال الوافدة فعليا في بعض البلدان. ولسوء الحظ، فإن التكامل الاقتصادي والمالي الذي ساعد أوروبا الناشئة على اللحاق بأوروبا المتقدمة في الأزمنة السعيدة، جعلها أكثر تعرضا للمخاطر مع زيادة المناخ الاقتصادي العالمي سوءا.

ولا يتعين على الأعضاء الجدد في الاتحاد الأوروبي حاليا أن يتغلبوا على الأزمة الراهنة فحسب، بل يتعين عليهم أيضا أن يبنوا على المكاسب التي تحققت في السنوات الأخيرة. ويقتضى الأمر أن يطبقوا سياسات أكثر حرصا وأطرا للسياسة أشد قوة، خاصة فيما يتعلق بالسياسة المالية والإشراف المالي. ويتعين عليهم أن يفعلوا ذلك في مناخ اقتصادي عالمي أشد صعوبة. والأنباء السارة هي أن مرونة اقتصاداتهم يمكن أن تساعدهم في إجراء التصحيح على نحو أسرع من الاقتصادات الأوروبية الأكثر تقدما.

## اللحاق بالركب، وسريعا

مثل انضمام الدول الثماني الأعضاء الجدد - جمهورية التشيك وأستونيا وهنغاريا ولاتفيا وليتوانيا وبولندا وجمهورية السلوفاك وسلوفايا - للاتحاد الأوروبي في ٢٠٠٤ أكبر عملية توسع على الإطلاق في الاتحاد الأوروبي من حيث عدد السكان (١٩ في المائة) والمساحة (٢٢ في المائة). لكنه مثل زيادة أصغر من حيث الناتج الاقتصادي (٩ في المائة). وانضم بلدان آخران من الكتلة السوفيتية السابقة، رومانيا وبلغاريا في ٢٠٠٧. وبالنسبة لكل هذه الدول، شكلت عضوية الاتحاد الأوروبي معلما رئيسيا لتحويلها إلى الاقتصادات المستندة للسوق.



من الأصول المصرفية في الدول الأعضاء الجدد (انظر الشكل ٢). وقد وفرت حقيقة أن البنوك الأجنبية تعتمد على مجمع أكبر من رؤوس الأموال المتوافرة للبنوك الأجنبية التي تتبعها، الراحة للمستثمرين الأجانب في المنطقة. ولا يزال يتعين علينا الانتظار لنرى ما إذا كان هذا الحال سيستمر أم لا.

وقد اصطحبت التدفقات الوافدة من رؤوس الأموال إلى البنوك بنمو سريع للانتماء، رغم أن سرعة هذا النمو تباينت فيما بين الدول الأعضاء الجدد. وفي حين سجلت بلدان البلطيق الثلاث معدلات نمو للانتماء تزيد عنها في البلدان المماثلة، فقد كانت المعدلات في معظم الدول الأعضاء الجدد الآخرين تتسق بصورة عريضة مع تطورها المالي. كما أدى نمو الانتماء السريع إلى تعمق مالي كبير في الدول الأعضاء الجدد.

### إحماء المحرك بأكثر مما يجب

لكن التكامل المتزايد والتدفقات الوافدة الكبيرة من رأس المال التي أقيمت ذلك، أسفرا عن أوجه جديدة للتعرض للمعانة. فقد أسهمت التدفقات الواردة في ارتفاع مستويات الديون الخارجية وعجز مفرط في الحساب الجاري في كثير من الأعضاء الجدد في الاتحاد الأوروبي (انظر الشكل ٣). وأثار النمو السريع للانتماء القلق من نشوء اقتصاد محموم مع زيادة التضخم، واتساع عجز الحساب الجاري، وتضخم فقااعات الإسكان. وكان القلق بشأن مخاطر الميزانية العمومية بارزا بوجه خاص في البلدان التي كان الناس ومشروعات الأعمال فيها يبرمون قروضا باليورو وغيره من العملات الأجنبية (أساسا الفرنك السويسري والين) لأن هذا أدى إلى تزايد عدم توافق العملات. والواقع، أن حصة الإقراض بالعملات الأجنبية في معظم الدول الأعضاء الجدد تجاوزت مستوياتها في الأسواق الأوروبية، والأمريكية اللاتينية، والشرق آسيوية والناشئة. وزاد عدم توافق العملات أوجه معاناة القطاع الخاص من جراء خفض قيمة سعر الصرف وتراكم مخاطر الانتماء المصرفي.

كما زاد التكامل المالي الأعلى من تعرض أوروبا الناشئة لمخاطر تنشأ في أماكن أخرى. كذلك، فإن الروابط الأكثر توثقا، والتي عززت النمو من قبل، يمكن أيضا أن تزيد الركود. وعلى الرغم من أن تعرض البنوك الدولية، وهي أساسا من البلدان الأوروبية المتقدمة للمخاطر العابرة للحدود، ساعد في زيادة الوساطة المالية، فإنه خلق أيضا قنوات جديدة للعدوى.

### لم يعد خاصا

رغم إشارات التحذير في شكل عجز متزايد في الحساب الجاري والمستويات المرتفعة من الديون العامة، يبدو أن الأسواق بخست تقدير المخاطر وأبقت على تعرضها للمخاطر في وسط أوروبا وشرقيها. وقد عكس ذلك تصور الأسواق القائل بأن هذه البلدان، بحكم عضويتها في الاتحاد الأوروبي، يرجح أن تتم كفالتهما في حالة نشوب أزمة. وكان هذا التصور يعني أن علاوات السندات التي تعكس المخاطر القطرية كانت أقل مما سيكون عليه الحال في غير ذلك - وهو ما يعرف بتأثير الهالة. والواقع أن الأسواق سعت الأصول السيادية للدول الأعضاء الجدد بما يقل بمقدار ٥٠-١٠٠ نقطة أساس عن المستويات المتوقعة استنادا للأسس الاقتصادية الكلية المعيارية.

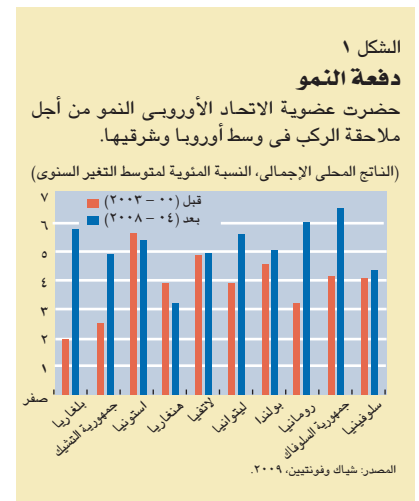
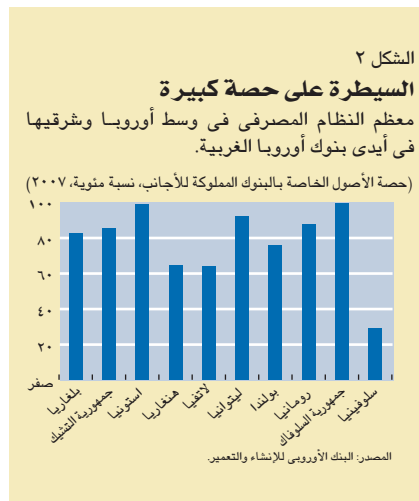
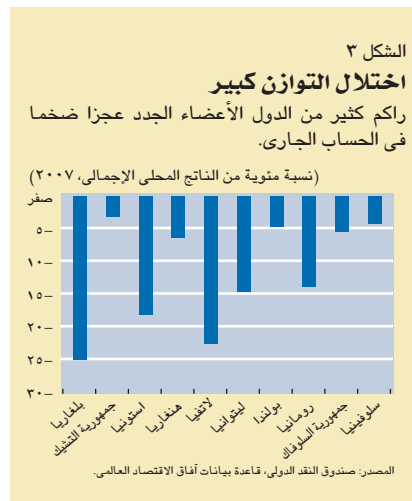
وغير مستهل الأزمة المالية العالمية كل شيء، على الأقل لأنه قضى على تأثير الهالة وألقى الضوء على الفروق بين الدول الجديدة في الاتحاد الأوروبي (انظر الشكل ٤). وعمليا، انتشرت الأزمة مؤخرا في ٢٠٠٨، مع انكماش الصادرات إلى البلدان المتقدمة والتباطؤ الحاد في تدفقات رأس المال الوافدة، لكل أنحاء أوروبا الناشئة.

ولحقت مرتفعة تكاليف التمويل بالنسبة لكل المقترضين السياديين، وتقلصت فرص الحصول عليه بصورة حادة. وعلى الرغم من أن البلدان التي التزمت بمعيار ماستريخت بصورة أوثق نزعت لمواجهة زيادات أقل في العلاوات، فإنها لم تحظ بحماية كاملة.

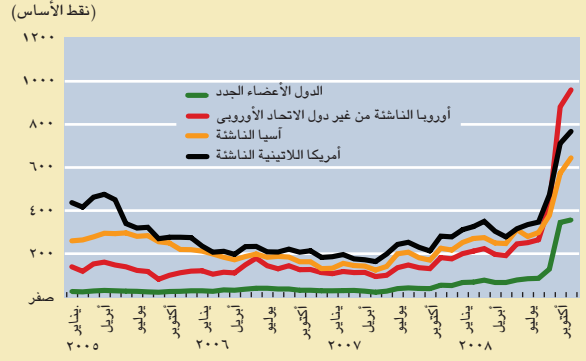
وجاءت الأزمة بمزيد من الفحص والتدقيق في الموازين الخارجية والتضخيم الجامع المحلي في بلدان الاتحاد الأوروبي فرادى. وتبين الآفاق الاقتصادية العالمية لأوروبا التي أصدرها صندوق النقد الدولي في أيار/ مايو ٢٠٠٩، أن البلدان الأعلى تضخما وعجزا في الحساب الجاري وفي التدفقات الوافدة من رؤوس الأموال المرتبطة بالبنوك، كانت أشد تضررا. بعبارة أخرى، فإن خطر التوقف المفاجئ لتدفقات رأس المال الوافدة كان على الأقل في مثل أهمية الالتزام بمعيار ماستريخت بالنسبة للتأثير المبدئي للأزمة على بلدان فرادى.

### ركود حاد

أسفرت الأزمة المالية عن ركود حاد في كل الأسواق الناشئة، بما في ذلك تلك القائمة في أوروبا، مع تنبؤ آفاق الاقتصاد العالمي التي أصدرها الصندوق في ربيع ٢٠٠٩، بحدوث انكماش يبلغ نحو ٣ في المائة بالنسبة لهذه البلدان في ٢٠٠٩. وتفاقت أوجه معاناة الدول الأعضاء الجدد بسبب الروابط المالية



بدأت العلاوات على السندات السيادية في وسط أوروبا وشرقها في الارتفاع، وحاكت في ذلك الأسواق الناشئة في أماكن أخرى.



المصدر: بلومبرج ل. ب. وحسابات العاملين بصندوق النقد الدولي. ملاحظة: علاوات باليورو بالنسبة للدول الأعضاء الجدد وأوروبا الناشئة من غير أعضاء الاتحاد. وبالดอลลาร์ لجميع الدول الأخرى.

التقييدية في أوروبا الناشئة أقل، والحد الأدنى للأجور فيها أقل، والمفاوضات الجماعية المركزية أقل، ومنافع البطالة السخية أقل.

ومع ذلك، فإن التباين في النتائج بين الدول الأعضاء الجدد يؤكد أن السياسات المحلية هي المحركات الحاسمة للأداء الاقتصادي. وقد ضخمت الأزمة تصورات السوق عن الفروق عبر البلدان وأدت إلى إعادة تسعير المخاطر في البلدان فرادى كما تراءى في زيادة تباين العلاوات السيادية.

وسجلت العافية المالية للدول الأعضاء الجدد سجلا مختلطا. وقد ظلت نظمها المصرفية في حالة طيبة نسبا - دون إخفاقات نظامية أو خسائر معمة في ثقة المودعين. لكن الآفاق تتسم بالتحدي. والتعثُر في سداد القروض قمتين بأن يتزايد مع فقد العملات المحلية قيمتها وانكماش الاقتصادات. وسيتعين على البنوك تخفيض الائتمان الذي تقدمه لأنها فشلت في بناء احتياطات لمواجهة الأيام الصعبة. وستعجز الأسر المعيشية عن الاقتراض من البنوك فور أن يعتصر هبوط أسعار المساكن واشتداء الظروف الاقتصادية، الدخول. ولا ريب أن استهلاك الأسر المعيشية، الذي يبلغ في المتوسط ٦٠ في المائة من الناتج المحلي الإجمالي، سيعانى من جراء ذلك.

ما هي السياسات التي يتعين على الدول الأعضاء الجدد في الاتحاد الأوروبي أن تتبناها للخروج من الأزمة؟ كان القطاع المصرفي في مركز الأزمة ومن ثم فهو يمسك بمفتاح الانتعاش.

- ينبغي أن تتضمن السياسات خطوات لدعم الائتمان، مثلا من خلال إعادة الرسملة الاستباقية للمصارف القادرة على البقاء. ونظرا لأن معظم القطاعات المصرفية مملوك للأجانب، فإن محاولات إعادة الرسملة لن تكون مثمرة بدون تعاون وثيق مع الجهات القائمة بالإشراف على البنوك الأجنبية الأم.
- هناك مجال واسع لإشراف أكثر فاعلية في البلدان فرادى بموجب أطر الإشراف المالي القائمة. ويشمل هذا على سبيل المثال، إمكان فرض اشتراطات أكثر حزما على البنوك الأضعف بموجب إطار بازل الثاني، واعتماد سياسات لتكوين الاحتياطات تتطلع للمستقبل لمواجهة خسائر القروض.
- يتعين على الأعضاء الجدد في الاتحاد الأوروبي حماية التقدم الذي حققوه في أطر سياستهم المالية وتدعيمها من خلال تعاون أقوى عبر الحدود بين البنوك المركزية في البلدان المضيفة، وجهات الإشراف ووزارات المالية.
- ينبغي تكثيف الإصلاحات الهيكلية لمنع انهيار الإنتاجية والنمو في الأجل الطويل. ومؤسسات السياسة الأقوى لا بد أن تقلل في نهاية المطاف أوجه التعرض للخطر المرتبطة بالتكامل المالي الأكبر.

وفي جميع هذه الجبهات، سيكون التعاون الوثيق بين أوروبا الناشئة والمتقدمة أمرا جوهريا. والأزمة تمثل فرصة لتعزيز الروابط السياسية والاقتصادية المالية في المنطقة. ولكن على الرغم من أن إطار السياسة قوى للاتحاد الأوروبي يمكن أن يوفر دعما قيما، فإن السياسات التي ستعتمدها البلدان فرادى ستحدد في النهاية مدى سرعة استرداد أوروبا الناشئة مما تبين أنه أسوأ أزمة منذ الكساد العظيم. ■

مارتن شيهاك اقتصادى أقدم، وسروبوونا متيرا خبيرة اقتصادية في الدائرة الأوروبية بصندوق النقد الدولي.

المراجع:

Cihák, Martin, and Wim Fonteyne, 2009, "Five Years After: European Union Membership and Macro-Financial Stability in the New Member States," IMF Working Paper 0968/ (Washington: International Monetary Fund).

الكلية: ركود في نمو الدخل، وعدم استقرار سعر الفائدة وسعر الصرف وارتداد آثار تصحيح الأسواق إلى القطاع المالي. وردا على ذلك، غيرت الدول الأعضاء الجدد، الاتجاه في مجال السياسة النقدية وسياسة سعر الصرف، وسياسة القطاع المالي، والسياسة المالية.

وتبدو العملات المحلية معرضة للمخاطر على نحو متزايد، والحكومة إما عاجزة عن الاقتراض من الأسواق المالية لتمويل العجز في ميزانيتها أو تجد أن ذلك مكلف. بيد أن عضوية الاتحاد الأوروبي، وفرت لأوروبا الناشئة فرصة الحصول على بعض التسهيلات التي ثبت أنها نافعة خلال الأزمة. وتمثل واحد منها في تسهيل الاتحاد الأوروبي الخاص بميزان المدفوعات الذي وفر احتياطي أمان، وتمثل تسهيل آخر في إنشاء ترتيبات إعادة تملك الضمانات الخاصة بقرض متعثر الخاصة بالبنك المركزي الأوروبي المتعلقة بعدد قليل من الدول الأعضاء الجدد. وقد طلبت هنغاريا ولاتفيا ورومانيا الدعم المالي من الاتحاد الأوروبي ومن صندوق النقد الدولي، وطلبت بولندا الحصول على حد التسهيلات الائتمانية الخاص بالصندوق، وهو تسهيل جديد مصمم للاقتصادات التي لها سجل مسار قوى.

### أقوى وأكثر رشاقة

هل ستخرج الدول الأعضاء الجدد في الاتحاد الأوروبي أقوى من الأزمة؟ بطريقة ما، إن اقتصاداتها أكثر مرونة من اقتصادات أوروبا المتقدمة، الأمر الذي يجعل قيامها بالتصحيح أكثر يسرا.

لقد أكسبت الأزمة السياسات السليمة وزنا أكبر، ويبدو أن اعتماد الأطر المطبقة على مستوى الاتحاد الأوروبي أسهم في وضع سياسات اقتصادية كلية وهيكلية سليمة. وهذا الدليل أكثر قوة بالنسبة للسياسات الاقتصادية الكلية، حيث استخدم معيار ما سترينج وميثاق تحقيق الاستقرار والنمو كمرتكز للسياسة النقدية والمالية.

كذلك، يبدو أنه كان لجدول أعمال لشبونة - استراتيجية الاتحاد الأوروبي للنهوض بالنمو وفرص العمل - تأثير ما على الدول الأعضاء الجدد. وقد أظهر الأعضاء الأصغر في الاتحاد، والدول الأفضل أداء من الناحية المالية، تقدما أكبر في مجال الإصلاح الهيكلي. ومقارنة بأوروبا المتقدمة، فإن حماية الوظائف





برج سباسكايا فى الكرملين، موسكو

# قصة أزميتين

إيريك بيرجلوف، الكسندر بليخانوف، وألان روسو

Erik Berglöf, Alexander Plekhanov, and Alan Rousso

**لا تزال روسيا  
اقتصادا يعتمد على  
الموارد يتعين عليه  
التنوع بطريقة  
مواتية للسوق**

## شاهدنا ذلك من قبل

أين سمعنا هذه القصة من قبل؟ إن التحول الصارخ والمؤلم فى المشاعر، وكذلك فى الأداء الاقتصادى، وكذلك عدة سمات أخرى للأزمة الحالية، تذكرة غريبة الشأن بالانهيار المالى الذى حدث فى ١٩٩٨. فمنذ ١٩٩٥ حتى ١٩٩٨، كانت روسيا توصف من قبل كثير من المحللين الغربيين المحترمين بأنها قصة نجاح عالمى كبير. فيفضل الجهود الأولى لأول فريق للإصلاح، بقيادة الرئيس بوريس يلتسن ويجورجايدار القائم بعمل رئيس الوزراء، أصبحت روسيا حسب قول هؤلاء المحللين، ديمقراطية متوجهة نحو السوق فى أقل من خمس سنوات.

ثم فى عام ٢٠٠٨، ساد شعور بأن موسكو مدينة الازدهار، فهرع إليها الشباب بحثا عن حظوظهم. وكانت البورصة، رغم صغرها وعدم سيولتها، من أفضل البورصات أداء فى العالم، وكانت الطبقة الوسطى قط طفتت تتشكل.

إن انقلاب حظ روسيا صارخ ولافت للنظر. فقبل أن تضرب الأزمة المالية العالمية بكامل قوتها فى أواخر ٢٠٠٨ مباشرة، كانت روسيا تبدو وكأنها لا تقهر. وتمثل بعض الإنجازات فحسب فى أداء اقتصادى مدهش استمر نحو ١٠ سنوات، وإدارة اقتصادية كلية حريصة، وفوائض مالية وفى الحساب الجارى، وثالث أكبر احتياطي من النقد الأجنبي فى العالم، وطبقة وسطى نامية. لكن الصورة تغيرت حاليا بصورة درامية. ذلك أن انخفاضا حادا فى الناتج فى الربع الرابع من عام ٢٠٠٨ والربع الأول من عام ٢٠٠٩، وما يشبه الفشل لقلّة من البنوك الضخمة، ومصارعة المجموعات الصناعية الكبرى والارتفاع المنذر بالخطر فى البطالة، ألقى ضوءا جديدا كلية واقع الحال. ثم هناك حقيقة أن نحو ثلث احتياطيات البلاد— الذى استخدم أساسا لدعم الروبل خلال انزلاقه التدريجى قد يتبخّر فى الهواء.

عبر السفن للنفط والغاز والمعادن، حصة كبيرة من القيمة المضافة في الخدمات. وفي ضوء أن روسيا أكثر اعتمادا حاليا على الموارد الطبيعية مما كانت عليه في ١٩٩٨، كيف تأثر اقتصادها بصدمة أسعار النفط؟ عقب الأزمة الآسيوية، هبط سعر النفط من ٢٣ دولارا في أوائل ١٩٩٧ إلى أقل من ٩ دولارات في منتصف حزيران/ يونيو ١٩٩٨، وهو انخفاض يربو على ٦٠ في المائة. ومستوى سعر النفط الراهن أعلى من المستويات الدنيا التاريخية بكثير. فهو أعلى بنحو ثلاثة أمثال بالقيمة الحقيقية مما كان عليه في منتصف ١٩٩٨.

## «لم تفعل روسيا ما يكفي لتحصن نفسها من تكرار الأزمات الذي ينتج في جزء كبير منه من الانخفاض الحاد في سعر النفط»

ويمائل الأسعار في مطلع ٢٠٠٥، عندما كان الاقتصاد الروسي يمضي بقوة للأمام بمعدل ٧ في المائة سنويا، ويراكم احتياطات كبيرة من النقد الأجنبي (انظر الشكل ١). لكن تصحيح الأسعار بالقيم النسبية كان أسرع وأكبر هذه المرة: فقد هبط سعر نفط الأورال من المستوى المرتفع الذي بلغ ١٢٨ دولارا للبرميل لمتوسط قدره ٤٤ دولار في الأشهر الأربعة الأولى من ٢٠٠٩، وهو انخفاض بنحو ٧٠ في المائة.

### موضوع مشترك

تمثل أهمية النفط للاقتصاد موضوعا مشتركا في كل من أزمته ١٩٩٨ و ٢٠٠٨. وهناك تشابه آخر هو أن القطاع العيني، والقطاع المالي، وقطاع المبيعات الحكومية تأثرت جميعها بصورة قاسية. بيد أن الظروف الأولية في هذه القطاعات الثلاثة، والروابط فيما بينها، وتسلسل الأحداث التي أدت للأزمة في ١٩٩٨ والانكماش في ٢٠٠٨، تختلف اختلافا بينا.

الاقتصاد العيني: حتى قبل أن تضرب أزمة ١٩٩٨ ضربتها، عانت روسيا كسادا، وعلى الرغم من أن اقتصاد موسكو عاد للنمو السريع في منتصف ١٩٩٧، يقدر أن الناتج انكمش في ٤٣ منطقة من ٧٩ منطقة في ١٩٩٧. وعلى النقيض من ذلك، شهد العقد الماضي نموا سريعا وقويا

ويتسم بالانتشار الجغرافي الواسع. وفي النصف الأول من ٢٠٠٨، نما الناتج بمعدل سنوي قدره ٨,٢ في المائة، وزاد بنسبة ٨٢ في المائة خلال ١٩٩٩-٢٠٠٨. وبمقاييس عديدة كان الاقتصاد محموما.

وفي ١٩٩٨، بدأت المشاكل في الاقتصاد العيني قبل أن يضرب تعثر أغسطس النظام المالي ويطلق العنان لتخفيض خطير في قيمة الروبل، بفترة طويلة. ولا تتوافر البيانات الرسمية المصححة موسميا، لكن الحسابات التقريبية تشير إلى أن الناتج انكمش بصورة حادة في

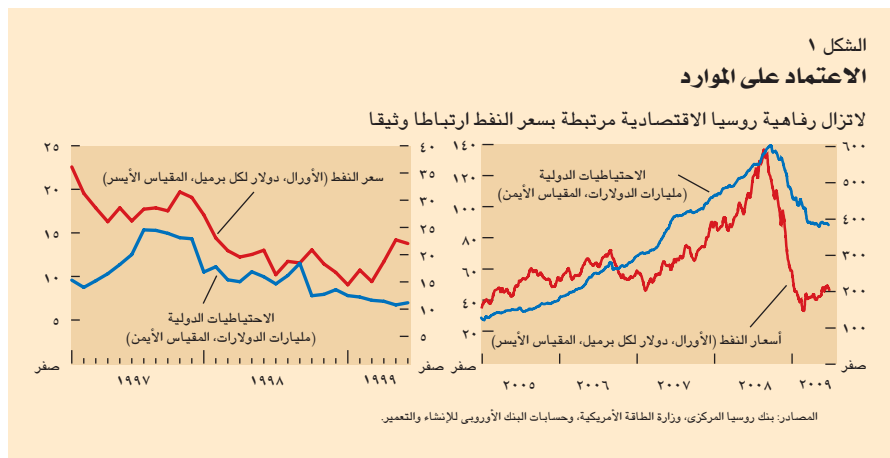
وساد الاعتقاد بأن روسيا أكبر وأهم (وأكثر نووية) من أن تفشل، ومن ثم انتشر الاعتقاد بأنه لا أساس للمخاوف من أن تنتقل إليها عدوى الأزمة الآسيوية - وهي العدوى التي كانت قد طفتت تنتشر في كل أنحاء الأسواق الناشئة في النصف الثاني من ١٩٩٧ ومطلع ١٩٩٨. ونحن نعرف بقية القصة. ففي آب أغسطس ١٩٩٨، حل التعثر وخفض قيمة العملة واليأس.

إذن ما الذي يمكن تعلمه من هاتين الأزمته، اللتين فصل بينهما نحو ١٠ سنوات على نحو الدقة. كانت روسيا قد تحركت على عدة جبهات منذ أن ضربت آخر أزمة كبيرة ضربتها. وما يمكن أن نكسبه من النظر للوراء إلى أحداث ١٩٩٨، هو نوع من الراحة، لأننا نعرف أن روسيا حاليا أقوى مما كانت عليه عندئذ. لكن بعض المخاوف جدية بالاعتبار: ذلك أن انتعاش الاقتصاد قد يكون أقل قريبا وعمقا هذه المرة.

وما نحن موقنون بالتوصل إليه هو أن روسيا لم تفعل ما يكفي لتحصين نفسها من الأزمات المتكررة التي تنجم لحد كبير، عن الانخفاض الحاد في أسعار النفط. فلا تزال روسيا اقتصادا يعتمد على الموارد يتعين عليه أن يتخذ خطوات هادفة للتنوع بطريقة مواتية للسوق.

### استمرار أهمية النفط

نجمت كلتا الكارثتين في المحل الأول عن انخفاض حاد في أسعار النفط، وهو المتغير الخارجي الأساسي بالنسبة للاقتصاد الروسي، الذي لا يزال تنويعه بعيدا عن النفط والغاز والسلع الأساسية الأخرى يمثل تحديا رئيسيا في الأجل الطويل. وقبل نشوب أزمة ١٩٩٨، كان النفط والغاز يمثلان نحو نصف إيرادات روسيا من الصادرات ويمثلان بصورة مباشرة خمس إيرادات الحكومة الاتحادية. وبحلول ٢٠٠٨ وصلت حصة النفط والغاز من حصيلة الصادرات إلى ٦٨ في المائة، ومثلت الموارد الطبيعية مباشرة نصف إيرادات الحكومة الاتحادية. وشكلت الصناعات الاستخراجية أكثر من ١٠ في المائة من إجمالي القيمة المضافة، وكان إسهامها الحقيقي في الناتج المحلي الإجمالي أكبر كثيرا، لأن نحو ٦٠ في المائة من الإنتاج الصناعي كان مركزا في قطاعات مترابطة بصورة وثيقة، مثل تكرير النفط وإنتاج الأسمدة والمعادن. وتشير التقديرات التقريبية إلى أن الحصة المباشرة الشاملة للموارد الطبيعية والقطاعات ذات الصلة بها في إجمالي القيمة المضافة في الاقتصاد، قد زادت عمليا من نحو ١٥ في المائة في ١٩٩٧ إلى نحو ٢٠ في المائة في ٢٠٠٧. وإضافة لذلك، تمثل التجارة في الموارد الطبيعية والنقل



من دفتر القروض جرى تمويله فعلا بقروض المصارف الخارجية (٢٠٠ مليار دولار حتى نهاية أيلول/ سبتمبر ٢٠٠٨)، أساسا من القروض المشتركة وحدود التسهيلات الائتمانية المقدمة من البنوك الأم الخارجية. كما استندت الشركات الكبيرة بصورة نشيطة إلى الأسواق المالية الدولية وراكمت نحو ٣٠٠ مليار دولار من الديون الخارجية.

وفيما بين نهاية ٢٠٠٠ والربع الثالث من ٢٠٠٨، زادت دفاتر قروض البنوك بمعدل سنوي متوسط يربو على ٥٠ في المائة، تقريبا بنفس سرعة أوكرانيا، حيث وصلت نسبة ائتمان القطاع الخاص إلى الناتج المحلي الإجمالي إلى ٦٣ في المائة، وواجه النظام المصرفي بالفعل صعوبات خطيرة. وفي نفس الاتجاه، تعد نسبة الائتمان إلى الناتج المحلي الإجمالي المتواضعة نسبيا في روسيا مضللة نوعا ما، لأنها تعكس النمو المرتفع غير المسبوق في الناتج المحلي الإجمالي الاسمي، الذي زاد ثمانية أمثال بالقيم الدولارية بين ١٩٩٩ و ٢٠٠٨ استنادا إلى ارتفاع سريع في أسعار السلع الأساسية.

ومثل هذه المعدلات المرتفعة من نمو الائتمان تجعل من الصعب على البنوك وجهات الإشراف على حد سواء، ضمان تطبيق نماذج ملائمة لإدارة المخاطر.

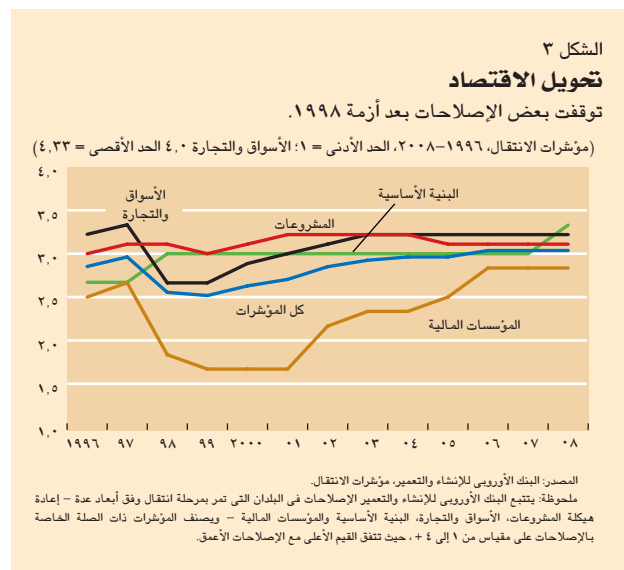
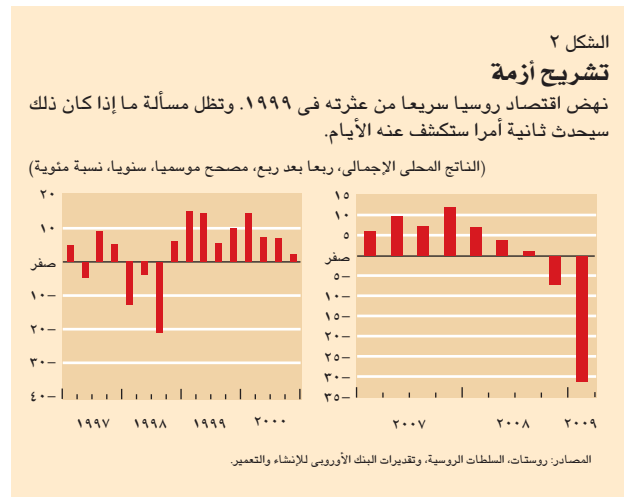
الثلاثة الأرباع الأولى من عام ٢٠٠٨، وبعدها بدأ انتعاش قوى عقب الأزمة المالية بصورة مباشرة تقريبا (انظر الشكل ٢). وبعبارة مبسطة، إن الانخفاض في أسعار النفط فاقم الوضع في اقتصاد عيني يجاهد بالفعل، مما قلص كثيرا المالية العامة، وهو ما عوضه مؤقتا إصدار ديون قصيرة الأجل بأسعار فائدة مرتفعة جدا استثمرت فيها بصورة كبيرة المؤسسات المالية المقيمة وغير المقيمة. وأطلق انهيار سوق الديون قصيرة الأجل عنان الأزمة المالية والتخفيض الحاد لقيمة الروبل.

وعلى خلاف ١٩٩٨، عندما انتشر التوكل تدريجيا من القطاع العيني إلى المالية العامة إلى النظام المصرفي، حلت الضربة في ٢٠٠٨ بالقطاعات الثلاثة جميعها في الوقت نفسه. وتلقى القطاع العيني الذي ينمو سريعا لطفة مزدوجة من جراء الهبوط الحاد في أسعار السلع الأساسية وانخفاض واضح في الطلب العالمي على السلع المصنوعة، بما في ذلك منتجات الصلب التامة الصنع وشبه التامة وسيطرت أسواق القروض المشتركة، مما جعل إعادة تمويل الالتزامات الخارجية أكثر اتساما بالتحدي بالنسبة لبعض المقترضين من القطاع الخاص وجعله مستحيلا بالنسبة لآخرين. وهجر كثيرون من مستثمري الحافظة روسيا، والأسواق الناشئة بصفة أعم، وبدأ تمويل التجارة ينضب. وتقلصت إيرادات الضرائب بصورة حادة، ففي كانون الثاني/ يناير - شباط/ فبراير، وسنة تلو أخرى انخفضت متحصلات الحكومة بنسبة ٩ في المائة بالقيم الاسمية، الأمر الذي يعادل انخفاضا بالقيمة الحقيقية يعادل ٢٠ في المائة تقريبا.

المالية الحكومية. في ١٩٩٨، سبق توكل القطاع العيني الأزمة المالية، وبعد أن خمدت الأزمة، كانت هناك تغذية مرتدة قليلة من القطاع المصرفي والمالية الحكومية إلى الاقتصاد العيني. ولم تشكل إيرادات الحكومة العامة (بما في ذلك الأموال الخارجة عن الميزانية) سوى ٢٧ في المائة من الناتج المحلي الإجمالي في ١٩٩٧، كانت إيرادات الحكومة المركزية تمثل أقل من النصف منها. ومن ثم، لم يكن هناك سوى مجال محدود للحوافز الضريبية.

وبحلول ٢٠٠٨، زاد دور الحكومة في الاقتصاد بصورة مثيرة. فبلغ إجمالي الإيرادات الحكومية العامة ٣٩ في المائة من الناتج المحلي الإجمالي، كان نصيب الحكومة الاتحادية يمثل ٥٨ في المائة منه. وفي ٢٠٠٤، أنشأت روسيا صندوق تثبيت النفط، الذي انقسم فيما بعد إلى صندوق الاحتياطي وصندوق الثروة القومية، لتجنب جزء من إيرادات البلاد من النفط. وفي مطلع ٢٠٠٩، كان هذا الصندوق قد راكم ٢٢٥ مليار دولار - تعادل ١٧ في المائة من الناتج المحلي الإجمالي - وجرى سداد الديون العامة الخارجية لحد كبير. وعلى الرغم من الانخفاض الكبير في الإيرادات الضريبية، فقد توافر للحكومة مجال لاستخدام الحوافز الضريبية أكثر مما كان قائما في ١٩٩٨.

القطاع المالي. في حين أن القطاع المالي كان يستثمر بكثافة في ١٩٩٨ في الديون قصيرة الأجل، لم يبلغ إجمالي الائتمان المقدم للقطاع العام سوى ٩ في المائة من الناتج المحلي الإجمالي، وبلغت نسبة الديون إلى الودائع ٧٦ في المائة. ولم يكن ائتمان المستهلك قائما كلية، وقلّ مجموع تمويل المشروعات لمدة تقل عن سنة عن ٢,٥ من الناتج المحلي الإجمالي. وفي هذه الظروف، كان لانهايار النظام المصرفي تأثير ضئيل على القطاع العيني. وعلى أية حال، فقد ساعدت الأزمة في إعادة توجيه النموذج المصرفي نحو تمويل المشروعات والمستهلكين. بيد أنه، بحلول منتصف ٢٠٠٨، وصل الائتمان المحلي المقدم للقطاع الخاص إلى ٤٢ في المائة من الناتج المحلي الإجمالي، تم منح نحو الربع منه للمستهلكين. وبنسبة للقروض للودائع تبلغ نحو ١٥٠ في المائة، فإن جانبا كبيرا



وربما يمكن دعم السيولة الذى يقدمه البنك المركزى، البنوك مؤقتا من تأجيل مشاكل القروض، لكن نوعية الأصول الأساسية ستعتمد فى نهاية المطاف على حالة الاقتصاد العيى. ومن ثم، فمن المهم وضع خطط للطوارئ لإعادة هيكلة وإعادة رسملة النظام المصرفى.

وقد تركزت الجهود المبذولة لدعم النظام المصرفى الأكبر كثيرا حاليا، فى توفير السيولة التى تمس الحاجة إليها، حيث وجدت البنوك نفسها منبته الصلة بالأسواق الدولية بدرجة كبيرة. وإضافة لذلك، واجه عدد كبير من البنوك، خاصة البنوك متوسطة الحجم والإقليمية، عملية سحب سريعة للودائع من عملاء التجزئة والعملاء من الشركات فى أيلول/ سبتمبر ٢٠٠٨. وردت السلطات بتقديم

## «على خلاف الوضع منذ ١٠ سنوات خلت،

## تتوافر للحكومة حاليا أموال كافية لإدارة

## حوافز مالية كبيرة على جانب الطلب وتقديم

## تحويلات اجتماعية موجهة».

تغطية للتأمين على الودائع وضخت السيولة على نطاق واسع من خلال القروض الممنوحة بضمان إضافى وبغيره، للبنوك.

وعلى الجانب الإيجابى، لم تواجه روسيا مشكلة كبيرة فيما يتعلق بالديون المسماة بعملة أجنبية فقد كان ٢٥ فى المائة من قروض الشركات المحلية ونحو تسعة من قروض المستهلكين فحسب، مسماها بالعملة الأجنبية، بما يقل كثيرا عن معظم الأسواق الناشئة الأخرى فى أوروبا. ويتعارض هذا مع الوضع الذى كان قائما فى تموز/ يوليو ١٩٩٨، عندما بلغت نسبة الدولار ٤٢ فى المائة.

ولذلك، فإن الانخفاض الأخير فى قيمة الروبل لم يكن له تأثير سلبي مباشر قوى على نوعية ميزانيات الشركات متوسطة الحجم ودفاتر القروض فى البنوك. وفى الوقت نفسه، تشير شدة الركود الاقتصادى والنمو السريع جدا للنظام المصرفى إلى زيادة سريعة جدا فى تواتر القروض عديمة الأداء فى المستقبل.

## أزمة مختلفة، ردود أفعال مختلفة للسياسة

تفسر الظروف المختلفة جزئيا فرقا مهما آخر بين ١٩٩٨ و ٢٠٠٨: رد فعل السياسة. ففي ١٩٩٨، كانت روسيا تفتقر إلى الموارد وربما الإرادة السياسية اللازمين للتصدى للأزمة. والواقع أن الأمر الأكثر أهمية الذى لم تقم به الحكومة فى ذلك الوقت هو محاولة تسهيل طريق خروجها من الأزمة كيميا. فقد قاومت الحكومة، ومحافظ البنك المركزى فيكتور جيراشنشكو، وهو ما يدعى للدهشة، نوعا ما، الضغوط من قبل كثيرين من أصحاب المصلحة من أجل طبع النقود، وسرعان ما استعاد الاقتصاد العيى عافيته. وطبيعة الأزمة مختلفة بصورة أساسية هذه المرة، حيث توجد جذورها خارج روسيا، وحيث موارد الحكومة أكبر كثيرا. كذلك كان رد فعل السلطات أكثر فاعلية بكثير، من الزاوية النقدية، وكذلك من الزاوية المالية.

وتوفر ميزانية ٢٠٠٩ المنقحة حوافز مالية كبيرة، مع توقع أن تشهد الميزانية الاتحادية عجزا يصل إلى ٨ فى المائة من الناتج المحلى الإجمالى فى ٢٠٠٩، يرجح أن يعقبه عجز قدره ٥-٦ فى المائة من الناتج المحلى الإجمالى فى ٢٠١٠، يتم تمويله أولا من الاحتياطات الضريبية المتراكمة. ويشمل الإنفاق الاختيارى الإضافى البالغ ٤,١ فى المائة من الناتج المحلى الإجمالى، حزمة على جانب الطلب تبلغ نحو ٢ فى المائة من الناتج المحلى الإجمالى من الإنفاق الاجتماعى فى معظمه، وحزمة على جانب العرض بما يصل إلى ١,٣ فى المائة من الناتج المحلى الإجمالى مكونة من دعم موجه لمشروعات وصناعات فردى، وحزمة للبنوك تبلغ نحو ٠,٨ فى المائة من الناتج المحلى الإجمالى.

ولا يزال الوقت مبكرا على تقييم أثر الأزمة الحالية على جدول أعمال الإصلاح. فقد جعل البطالة المتصاعدة (قدرت بنسبة ٩,٥ فى المائة فى شباط/ فبراير ٢٠٠٩)، والدخول المتهاوية، والتضخم المرتفع (١٣ فى المائة سنة بعد سنة)، والطلب الضعيف على السلع المصنوعة، وحاجات البنية الأساسية القليلة العاجلة فى الأجل القصير، التدابير الإدارية، مثل تحديد الأسعار، وتحديد الرسوم الجمركية، والحوافز التجارية، والدعم الموجه للمشروعات المعتلة، مغرية من الناحية السياسية- وقد جرب البعض منها بالفعل على نطاق ضيق. فعلى سبيل المثال، تمت مؤخرا زيادة رسوم الاستيراد على السيارات المستعملة.

## ما مدى جدوى ذلك؟

كما فى ١٩٩٨، ستعتمد سرعة الانتعاش من الأزمة الراهنة على عوامل خارجية، أساسا وتيرة الانتعاش العالمى، ومسار أسعار النفط، وتكلفة رأس المال فى الأسواق الدولية، نظرا لاحتياجات روسيا الشاسعة من الاستثمار فى القطاع الصناعى وفى البنية الأساسية.

لكن وتيرة الانتعاش ستعتمد على رد فعل السياسة أكثر كثيرا منها فى عام ١٩٩٨، نظرا لدور الحكومة الأكبر بروزا والروابط الأقوى كثيرا بين النظام المالى والاقتصاد العيى.

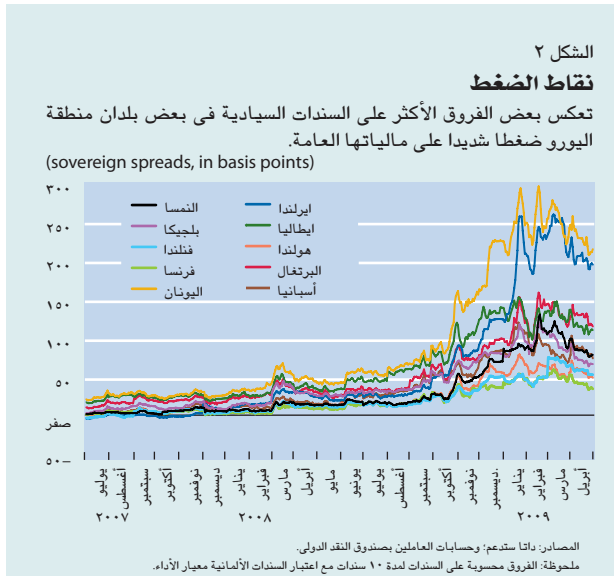
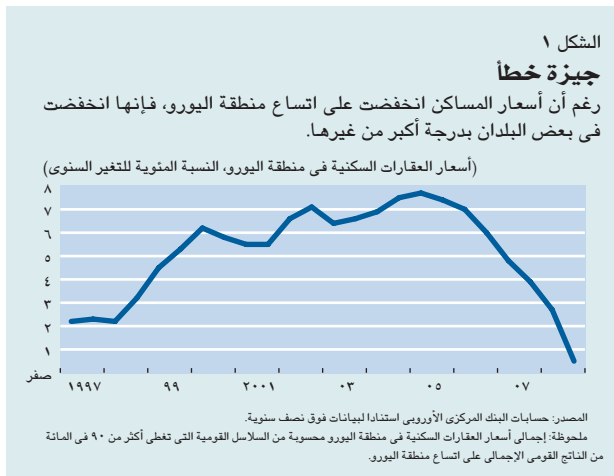
وعلى خلاف الوضع منذ ١٠ سنوات خلت، تتوافر للحكومة حاليا أموال كافية لإدارة حوافز مالية كبيرة على جانب الطلب وتقديم تحويلات اجتماعية موجهة لمن كانوا أشد تضررا من الأزمة بصفة خاصة. لكن تخصيص الإنفاق العام بطريقة منتجة وتحفز الطلب الإجمالى دون أن تخلق نقاط اختناق جديدة، يظل تحديا فى روسيا. وبصفة خاصة، فإن قدرة الحكومة على إدارة برامج كبيرة للبنية الأساسية لا تزال محدودة. ومع قيام القطاع المالى حاليا بدور أكثر بروزا بكثير فى الاقتصاد الروسى مقارنة بالتسعينيات من القرن الماضى، فإن التكاليف المحتملة لانهايار النظام المصرفى يمكن أن تكون عالية جدا بالنسبة للاقتصاد العيى، مثلها مثل تكلفة السياسات المالية المضللة. وسيتعين على حكومة روسيا أن تلتزم الحرص فى خطاها فى الأشهر القادمة. ■

إيريك بيرجولوف اقتصادى أقدم، آلان روسو مدير الاستراتيجية والتحليل، الكسندر بليخانوف خبير اقتصادى، وجميعهم يعملون فى البنك الأوروبى للإنشاء والتعمير.

# اختبار إجهاد لليورو

تواجه البلدان التي تراودها فكرة التخلي عن العملة الأوروبية عوائق مروعة.

باري ايشنجرين  
Barry Eichengreen



كانت أزمة الائتمان الحالية هي أخطر صدمة اقتصادية ضربت إذا الاقتصاد العالمي في ٨٠ سنة، فعندئذ يكون من المؤكد أيضا أنها أخطر مشكلة تواجه منطقة اليورو في عقدها الأول. وهي على وجه التحديد ذلك النوع من «الصدمة اللامتائلة» التي حذر منه المتشككون الأول في اليورو والتي ألقى الضوء عليها نظرية منطقة العملة المثلى.

وعلى الرغم من أن أسعار المساكن قد تهاوت على اتساع منطقة اليورو، فقد انهارت بصورة أكثر إثارة في بعض البلدان عنها في بلدان أخرى (انظر الشكل ١). وعلى الرغم من أن الأزمة كانت تعني خسائر كبيرة بالنسبة للبنوك في كل أنحاء منطقة اليورو - عادة في نفس تلك الاستثمارات المتعلقة بالمساكن - فقد سببت خسائر أكبر في بعض البلدان عنها في بلدان أخرى. وأدت إلى ارتفاع البطالة في كل أنحاء منطقة اليورو، لكنها فعلت ذلك بصورة أكبر في بعض البلدان عن غيرها. والنتيجة هي ضغوط تضخمية فعلية أو محتملة، أكبر في بعض بلدان منطقة اليورو عنها في بلدان أخرى. وهناك أيضا ضغوط أكثر على المالية العامة لبعض بلدان منطقة اليورو، كما يترأى في اتساع نطاق العلاوات على السندات السيادية ومقايضات تعثر سداد الائتمان المرتبطة بها (انظر الشكل ٢).

وفي ظل هذه الظروف، يفترض أن تفضل مختلف بلدان منطقة اليورو استجابات مختلفة للسياسة النقدية. لكن أعضاء منطقة اليورو خاضعون بالضرورة لسياسة واحدة تلائم الجميع، فتلك هي الطبيعة الحقيقية للاتحاد النقدي. وقد أحيى التوتر جدل ما قبل ١٩٩٩ عما إذا كان للاتحاد النقدي في أوروبا فكرة جيدة أم لا. كما أثار اللغو والمضاربة حول أن بلدا أو أكثر من بلدان منطقة اليورو قد يختار التخلي عن اليورو حاليا. وتزن هذه المقالة تداعيات مثل هذا التحرك، وتخلص إلى أن ذلك ليس غير متصور، رغم أنها تجده أمرا خطيرا ومكلفا ومعقدا.

## هناك إغراء

منذ نيسان/ أبريل، قدمت «انتريد لسوق التنبؤ المباشر» للتداول عقدا يعفي من

تستطيع البلدان بموجبه أن تخرج من الاتحاد الأوروبي على نحو يمكن فهمه. ولكن ليس هناك حكم بشأن الخروج من اليورو وتداعي ذلك هو أن البلد الذي يريد أن يتخلى عن اليورو عليه أن يخرج من الاتحاد الأوروبي، وبذلك يبطل كامل نطاق التزامات المعاهدة تجاه الدول الأعضاء الزميلة. لا شيء يمنع هذا من ناحية المبدأ، لكن نظرا للقيمة العالية التي يوليها الأوروبيون لاتحادهم، فإن ذلك ليس أمرا تفكر فيه الدولة العضو بخفة.

كذلك ليس من الواضح أن إعادة استخدام العملة القومية سيجعل من الأسهل حقا على حكومة ما في منطقة اليورو أن تدير مالياتها. وبين هالبرج وولف (٢٠٠٦) أن علاوات السندات السيادية (أسعار الفائدة على سندات حكومية لمدة ١٠ سنوات بالنسبة للأسعار الألمانية المقابلة)، ترتفع على نحو أسرع مع نسبة عجز الميزانية والدين العام في البلدان الأوروبية التي ليست عضوا في منطقة اليورو. وبين ايشنجرين (٢٠٠٧) نفس الحساسية الأكبر خارج منطقة اليورو بالنسبة لتصنيف الائتمان السيادي. ومن الواضح، أن كلا من المستثمرين ووكالات التصنيف الائتماني عند اتخاذ قراراتهما، يشعران بالراحة والاطمئنان

## «تتعلق الحالات الأساسية التي ترك فيها المشاركون اتحادات نقدية قائمة سلفا بالبلدان التي كانت متعلقة نسبيا أمام تدفقات التجارة والأموال».

لحقيقة أن تسيير السياسة المالية في منطقة اليورو ويراقبه وإشرافه وعقوباته يضمنها ميثاق تحقيق الاستقرار والنمو وحقيقة أن البنك المركزي الأوروبي - على خلاف البنوك المركزية الوطنية التقليدية - يعمل بموجب قاعدة أنه لا كفالة والتي تحظر عليه شراء السندات من الحكومة مباشرة.

وهكذا، فإنه حتى إن ارتفعت الديون والعجز في الأجل القصير، يتوافر مبرر للمستثمرين للاعتقاد بأن هذا الاتجاه لن يسمح له بالاستمرار. لذلك، يقل احتمال أن تتضخم العلاوات. وحتى لو جعلت إعادة استخدام العملة القومية وفصل البنك المركزي عن النظام الأوروبي للبنوك المركزية والبنك المركزي الأوروبي من السهل على الحكومة في بلد يعاني أزمة أن تمول عجزها في الأجل القصير، فإن ذلك سيتحقق بثمن غال من حيث زيادة تكاليف التمويل من السوق.

وليس من الواضح تماما أن الاعتبار الأول (مزيد من المرونة في الأجل القصير) سيهيمن على الثاني (تكاليف أعلى في الأجل الطويل) في حسابات صناع السياسة. وقد أشارت بعض التعليقات الأخيرة إلى أنه إذا وجد بلد مثقل بالديون في منطقة اليورو نفسه مضطرا للتخلف عن سداد ديون، نتيجة للأزمة، فإن سيرك في الوقت نفسه منطقة اليورو حتى تستطيع الحكومة اللجوء إلى التمويل النقدي. ولكن حيث إن هدف الحكومة حتى الآن لم يتمثل في مجرد تمويل مصروفاتها المباشرة واستعادة الائتمان الجيد، فإن هذا الاستنتاج لن يكون محتملا إن التخلي عن اليورو لن يزيد أمورها إلا سوءا.

وحتى لو ظل إجراء الخروج من منطقة اليورو قائما على الرغم من كل ذلك، فإن الحواجز التقنية التي تعترض الخروج من المستحيل تقريبا التغلب عليها. والطريق المباشر الأيسر هو أن يصدر البرلمان أو الكونجرس قانونا يلزم الدولة

الالتزام إذا أعلن أي بلد من بلدان منطقة اليورو عزمه على التخلي عن هذه العملة في ٣١ كانون الأول/ ديسمبر ٢٠١٠ أو قبلها. وفي منتصف أبريل/ نيسان أنطوى تسعير ذلك العقد على احتمال قدره ٢٠ في المائة - في سوق من المسلم به أنها ضئيلة - بوقوع هذا الحدث (انظر الشكل ٣).

ولاشك في أن هذا إجراء. فصناع السياسة في البلدان التي يتسم الطلب المحلي فيها حاليا بأنه الأضعف يمكنهم أن يتخيلوا كيف أنهم لو كانوا لا يزالون يملكون عجلة قومية، فقد يسمحون بتخفيض قيمتها أو حتى دفعها للنزول لتشجيع الصادرات. ويمكن لمن تنتابهم أخطر مشاعر القلق بشأن فشل مزادات السندات الحكومية، أن يتخيلوا أنهم قد يدرجونها باعتبارها مشتري الملاذ الأخير للسندات السيادية.

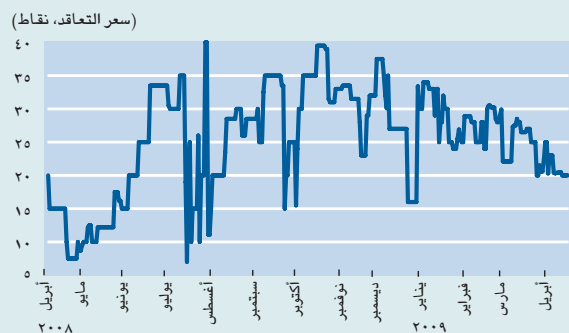
ولكن مقابل كل من هذه الحجج الداعية للتفكير مليا في إعادة استخدام العملة القومية، هناك حجة مضادة. فعلى الرغم من أن المكسب في التنافسية الناجم عن خفض قيمة العملة سيكون مؤقتا، فإن تكاليف كثيرة، اقتصادية وسياسية على حد سواء ستكون دائمة. ومن بين أمور أخرى، فإن خفض قيمة العملة لا بد أن يفاقم التوترات داخل الاتحاد الأوروبي. وسيشعر شركاء البلد الذي يستهل ذلك في الاتحاد الأوروبي، ولهم ما يسوغ ذلك، أنه لا يصدر سلعة فحسب بل يصدر مشاكله. ولو كانت الأدلة على هذا الخطر مطلوبة، فلن يحتاج المرء لأكثر من النظر في رد الفعل في بلدان الاتحاد الأوروبي الأخرى إزاء هبوط الاسترليني مقابل اليورو. وبصفة أعم، فإن الركود المالي، مثله مثل جميع حالاته الأخرى، قد فاقم الضغوط على الحكومات لكي تدعم المنتجين المحليين في وقت الشدة بقرض ميسرة وأنواع أخرى من الدعم. وبهذه الطريقة، فإنه يهدد إنجاز أوروبا الاقتصادية المرموق، ألا وهو إنشاء سوق موحدة حقا يتنافس فيها المنتجون من مختلف بلدان الاتحاد الأوروبي على قدم المساواة. وزيادة الشكاوى من التلاعب بالعملة وخفض قيمتها بسبب المنافسة، سيضع هذا الإنجاز موضع الخطر.

### التزامات المعاهدة

وفيما وراء ذلك، فإن بلدا يتخلى عن اليورو من جانب واحد «ليسرق» ميزة تنافسية، لا بد أن يقوض وضعه كعضو في كيان متميز هو الاتحاد الأوروبي. ولن يكون موضع ترحيب على المائدة التي تجرى حولها مناقشة سياسات الاتحاد. وتتضمن معاهدة لشبونة (من المسلم أنه لا يزال يتعين التصديق عليها) حكما

الشكل ٣

يقول سوق التنبؤ المباشر إن هناك فرصة تبلغ ٢٠ في المائة في أن يتخلى بلد في منطقة اليورو عن العملة المشتركة بنهاية ٢٠١٠.



المصدر: www.intrade.com

وكما طرحت في موضع آخر، فإن هذا سيكون بمثابة أمّ الأزمات المالية جميعاً. وأى حكومة رشيدة تحرص على البقاء، ستغازل مثل هذا الخطر بإرادتها؟ إن أى حكومة مسؤولة ستناقش هذه الإمكانيات؟ ومما له دلالة، أن الحالات الأساسية التي تخلى فيها المشاركون في اتحادات

## «إن بلدا يتخلى عن اليورو من جانب واحد بغية «سرقة» ميزة تنافسية سيعرض للخطر مكانته في كيان جيد هو الاتحاد الأوروبي».

نقدية قائمة سلفاً عنها، تتعلق بالبلدان التي كانت منغلقة نسبياً أمام تدفقات التجارة والأموال التي كانت نظمها المصرفية والمالية متخلفة أو خاضعة لتنظيم متشدد، ومن ثم لم يكن هناك سوى مجال محدود لهروب رأس المال عندما تدور المداولات والاستعدادات. ومثال هذا انحلال الاتحاد النقدي للتشيك والسلوفاك وحلّ منطقة الروبل. وقد جعلت حقيقة أن نطاق الثروة المالية كان صغيراً، وأن تحديد سعر الصرف كان لا يزال سارياً، وأن الاقتصاد كان في المراحل الأولى من الانفتاح على باقى العالم، التداول دون التعجيل بالانهيار أمراً ممكناً.

وبصفة أعم، تبين بحوث نيتشه (٢٠٠٤) على عينة كبيرة من الحالات أن احتمال خروج الاقتصادات الأكثر انفتاحاً من الاتحادات النقدية، أقل. (وقد نظر نيتشه في الانفتاح التجارى وليس الانفتاح المالى، لكن هذين البعدين للانفتاح مترابطان. ومن بين أمور أخرى، فإن فواتير التجارة المغالى في قيمتها أو المخوسة قيمتها طريقة واضحة لهروب رأس المال المستتر)، ومن الواضح، أن الانفتاح الاستثنائى للدول الأعضاء والاتحاد الأوروبى فيما يتعلق بالمعاملات المالية والتجارية من كل الأنواع يضعها في هذا المعسكر صراحة.

ومن ثم، هل من غير المتصور أن تترك دولة عضو مشاركة، منطقة اليورو؟ إذا كانت الأحداث الاقتصادية فى السنة المنصرمة قد علمتنا أى شىء فهو أن كثيراً من الأحداث الاقتصادية التي تصورنا ذات مرة أنها غير متصورة، ليست كذلك. ولكن إن لم تكن غير متصورة، فنستطيع القول ونحن آمنون أن الخروج من منطقة اليورو أمر غير محتمل على نحو متزايد. ■

بارى ايشنجرين أستاذ كرسى جورج س. باردى وهيلين ل. باردى أستاذة للعلوم الاقتصادية والسياسية فى جامعة كاليفورنيا، بيركلى.

المراجع:

Eichengreen, Barry, 2007, "The Break-Up of the Euro Area," NBER Working Paper 13393 (September).

Hallerberg, Mark, and Guntram B. Wolff, 2006, "Fiscal Institutions, Fiscal Policy and Sovereign Risk Premia," Discussion Paper 35/2006, Deutsche Bundesbank (Frankfurt).

Nitsch, Volker, 2004, "Have a Break, Have a ... National Currency: When Do Currency Unions Fall Apart?" CESifo Working Paper 1113 (January).

وغيرها من أبواب الأعمال بأن يدفعوا للعمال أجوراً وللمتقاعدين معاشاتهم بالعملة القومية منذئذ فصاعداً. ولكن مع إعادة تسمية الأجور والدخول الأخرى بتلك العملة القومية، يغدو من الضرورى إعادة تسمية الرهونات وديون بطاقات الائتمان الخاصة بالمقيمين بالعملة القومية أيضاً. وبخلاف ذلك، فإن خفض قيمة العملة لابد أن تكون له آثار معاكسة على الميزانية العمومية بالنسبة للأسر المعيشية، مما يؤدى إلى عسر مالى وحالات إفلاس.

ولكن مع إعادة تسمية الرهونات والأصول المصرفية الأخرى بالعملة القومية، يتعين أيضاً إعادة تسمية الودائع المصرفية وبنود ميزانية البنوك الأخرى لتفادى زعزعة استقرار القطاع المالى. ومع إعادة تسمية الإيرادات الحكومية بالعملة القومية، يتعين إعادة تسمية، لا مجرد أجور القطاع العام والمعاشات، وإنما أيضاً التزامات الحكومة الأخرى، خاصة الدين العام لمنع تأثير ذلك على الميزانية العمومية من أن يدمر المركز المالى للحكومة.

## عمل من أعمال التخلف عن السداد

من الناحية التقنية، لاشىء يمنع هيئة تشريعية قومية من سن قانون يطالب البنوك والشركات والأسر المعيشية والحكومات المحلية من إعادة تسمية عقودها بهذه الطريقة. فالمستثمرون المحليون خاضعون للقانون المحلى، الذى تستطيع السلطات المختصة المحلية تغييره، لكن استحقاقات المستثمرين الأجانب قضية منفصلة. فأحكام «استمرار العقد» تعنى أن الأجانب يستطيعون الاستمرار فى المطالبة بدفع مستحقاتهم باليورو، وفى مقدورهم افتراضاً رفع قضايا لإنقاذ استحقاقاتهم. وإعادة تسمية الدين العام من جانب واحد يشكل من الناحية التقنية عملاً من أعمال التخلف عن السداد، ومن ثم فإن ترك منطقة اليورو لن يكون طريقاً لتفادى التخلف عن سداد الديون. ولو مضت الحكومة قدماً وأعدت تسمية استحقاقاتها، ربما تقلص لما لا نهاية فرصها فى الوصول للأسواق المالية الدولية. وإن لم تختر ذلك فإن خفض قيمة العملة المحلية تجاه الدولار سيدمر ميزانية القطاع العام بصورة قاسية لأن القيمة بالعملة المحلية للديون الخارجية لابد أن ترتفع. وفى أى من الحالتين، يتطلب هذا القرار فى ظل الديمقراطية مناقشة واسعة ولا بد أن تدور مداولات فى البرلمان. وفى الوقت نفسه، لابد أن يكون المشاركون فى السوق على علم بأن إعادة استخدام العملة القومية موضع نظر، وأنه يمكن تخفيض قيمة الوحدة القومية تجاه اليورو. ولا بد أن تتوافر لديهم جميع الدوافع للتدخل. وتوقعاً لإعادة تسمية الودائع المحلية بالعملة المحلية- والتي ستفقد قيمتها عندئذ تجاه اليورو- لابد أن يحولوا ودايعهم لبنوك أخرى فى منطقة اليورو.

والمؤكد أن ذلك سيعقبه تدافع على سحب الودائع على اتساع النظام المصرفى. وعندما يتوقع المستثمرون إعادة تسمية مستحقاتهم لدى الحكومة بالعملة القومية، سيتحولون إلى استحقاقات على حكومات أخرى، مما يؤدى لأزمة فى سوق السندات. وإذا كان عامل التعجيل هو الجدال الدائر بين البرلمانين حول ما إذا كان ينبغى التخلي عن اليورو أم لا، فلن يكون من المرجح أن يقدم البنك المركزى الأوروبى مساعدات مقرض الملاذ الأخير. ولو كانت الحكومة فى موقف مالى ضعيف بالفعل، فلن تستطيع الاقتراض لكفالة البنوك وإعادة شراء ديونها.

# أروع أوقات اليورو؟

تشارلز وايبلوسز  
Charles Wyplosz

أثبت اليورو أنه ملاذ  
آمن للبلدان التي  
حالفها الرحظ بما  
يكفى للالتحاق بهذا  
النادى الخاص في  
الوقت المناسب

تفسير للهوامش على أساس مبدأ تعادل أسعار الفائدة: إذ أن الهوامش تشير إلى توقعات الهبوط في سعر صرف العملة (على الرغم مما هو معروف جيدا من أن النجاح العملي لمبدأ تعادل سعر الفائدة كان مهتزاً في أفضل الأحوال).

ويعكس بزوغ الهوامش في داخل منطقة اليورو من وجود اعتقاد في الأسواق بأن البلد يمكنه التخلي عن اليورو أو أن الحكومة قد تتوقف جزئياً أو كلياً عن سداد الالتزامات الخاصة بديونها، أو كليهما. وقد تناولت أجهزة الإعلام بالبحث إمكانية خروج بعض البلدان من منطقة اليورو، إلا أن معظم المراقبين استبعدوا إمكان حدوث ذلك على أساس أن التكاليف التي سيتحملها البلد الذي سيخرج من منطقة اليورو، ستفوق كثيراً تلك المزايا التي سيجنيها نتيجة خروجه، وبخاصة في غمار الأزمة. ولذا فإن المحتمل هو أن الهوامش إنما تعكس مخاطر التوقف عن السداد، والتي قد يمكن أو التي قد لا يمكن تبريرها. والفكرة هي، أن حدوث هذا الأمر يعتبر أمراً عادياً في داخل منطقة نقدية. وفي الواقع كانت الهوامش شديدة الانخفاض التي لوحظت قبل الأزمة، توصف باعتبارها أمراً شاذاً، بل إن البعض كان يرى أن الأسواق ليست حساسة بما يكفى للديون العامة الضخمة. ويبدو الآن أن الأسواق قد أصبحت شديدة الحساسية.

## التشاؤم بشأن اليورو يتحول إلى تفاؤل

يدرك أعضاء الاتحاد الأوروبي الذين ليسوا أعضاء بمنطقة اليورو حالياً مقدار الفرق الذي تحدثه العملة الموحدة. ففي الدنمرك، والتي منحت شرطاً يتيح لها عدم الانضمام إلى المنطقة في عام ١٩٩٢، كان للحماية التي وفرها اليورو في أثناء الأزمة أثرها: وربما يتخلى الشعب الدنمركي، الذي صوت مرتين ضد الأخذ باليورو، عن معارضته التي تمسك بها للانضمام إلى الاتحاد النقدي.

كما ثار جدل قصير بنفس الشأن في المملكة المتحدة، إلا أنه لم يؤدِّ إلا إلى زيادة المعارضة الواسعة لليورو. وينطبق قدر كبير من الشيء نفسه على السويد، التي صوت شعبها ضد الأخذ باليورو.

ولم تستوف البلدان الأخرى التي انضمت إلى الاتحاد الأوروبي في عام ٢٠٠٤، بعد معايير القبول لشتى ضروب

منذ بضع سنوات، وفي أثناء استعدادنا للاحتفال بالعيد العاشر لليورو، كان أحد موضوعات أحاديثنا الشائعة هو أن العملة الجديدة لم تواجه بعد أي تحدٍ خطير. وما أقل ماكناً ندرية! فقد جابهت الأزمة المالية - والاقتصادية الآن - منطقة اليورو بعدد ضخم من الاختبارات المتنوعة. ويعتقد كثيرون في أوروبا أن الأخذ بالعملة الموحدة قد أثبت مبرراته وأصبح الآن نجماً لامعاً صاعداً. ومع موافقتي على المقولة الأولى فمازالت لدى شكوك خطيرة بالنسبة للمقولة الثانية.

لقد كان السبب الأول الذي دعا إلى خلق عملة واحدة هو دائماً تجنب هجمات المضاربة على أسعار الصرف، لأن التذبذبات النقدية واسعة النطاق، كانت تهدد السوق الواحدة للخدمات والسلع في الاتحاد الأوروبي. وهذا هو السبب في اتخاذ قرار الأخذ باليورو في الوقت الذي تم فيه تحرير تحركات رأس المال (بالدوين وايبلوسز، ٢٠٠٩)

والدرس الأول المستفاد من الأزمة هو أن هذا الهدف قد تحقق. فقد هبطت الكورونا السويدية والجنيه الاسترليني - هبوطاً عميقاً. وكان معظم العملات في وسط أوروبا وشرقيها متقلبا للغاية. وطلبت عدة بلدان من هاتين المنطقتين مساندة صندوق النقد الدولي، ومازالت متاعبهما لم تنته بعد. وفي الوقت نفسه تواجه، بعض الاقتصادات الأوروبية المتقدمة، بما في ذلك النمسا، واليونان وأيرلندا، أوقاتاً شديدة الصعوبة بسبب تعثر البنوك أو أحوال المالية العامة المضطربة، أو كليهما. إلا أن الشيء الوحيد الذي لا تحتاج تلك البلدان إلى القلق بشأنه هو عملاتها، نظراً لعدم وجود عملات خاصة بها. إذ أن اليورو يقوم بعمله، وهو عمل فذ بأية حال.

## الملاذ الآمن؟

ومع ذلك، فإن اليورولم يوفر الحماية لبعض البلدان الأعضاء من ضغوط المضاربة، التي اتخذت شكل هوامش ضخمة على السندات الحكومية. وفي خلال الأزمات السابقة، كان من المعتاد ظهور الهوامش الضخمة جنبا إلى جنب مع الضغط على أسعار الصرف والتي كانت غالباً ما تؤدي إلى هبوط في أسعار صرف، أو تخفيض، قيمة العملة. وكان هناك





### منظم واحد للسوق الواحدة

هناك درس أساسي آخر مستمد من الأزمة ربما لم يؤخذ في الحسبان. لقد كان واضحا، منذ البداية أن تشغيل منطقة نقدية واحدة باستخدام عدد كبير من المنظمين والمشرفين بقدر عدد البلدان الأعضاء أمر بالغ الخطورة (بيج وآخرون، ١٩٩٨). وعلى امتداد فترة طويلة، قامت البنوك التي كانت في معظمها قومية، مما قلل الحاجة إلى تحقيق مركزية المعلومات والاستعداد للقيام بدور مقرض الملاذ الأخير دوليا.

إلا أن المنطق وراء التعامل بعملة واحدة هو أن النظام المصرفي سيصبح لعموم أوروبا على نحو متزايد، مع استمرار ملكية البنوك التي تتعامل خارج الحدود الأوروبية في أيدي مساهمين من بلدان كثيرة. وهذا، بالطبع، هو ما حدث بالضبط، ويرجع في معظمه إلى جهود اللجنة المفوضية الأوروبية. ولكن سوء الحظ - أدى إلى سقوط اثنين من هذه البنوك الكبيرة متعددة الجنسية هما بنك فورتيس وديكسيا - نتيجة للأزمة المالية. وأدى هذا إلى تدخلات عاجلة متممة بالفوضى كانت لها نتائج تتسم بالفوضى أيضا.

ربما يأمل المرء في أن تساعد الأزمة على تقليل المقاومة الوطنية للتنظيم والإشراف المركزيين. ولدفع هذه العملية قدما إلى الأمام، اقترحت لجنة مؤرخا إنشاء مجلس أوروبي لمخاطر النظم، ووضع نظام أوروبي للإشراف المالي، يرأس جهات التنظيم والإشراف الوطنية. إلا أن ردود الفعل المبدئية تشير إلى أن هذا الإصلاح المحدود، وإن كان يمكن تطويره، ليس مرضيا بالنسبة للحكومات الوطنية.

### رد الفعل تجاه الأزمة

كيف تدبرت منطقة اليورو سياسات الاقتصاد الكلي بها حتى الآن؟ ولقد جاء رد

الأسباب سواء أكانت أسبابا جيدة أو باطلة. وأدى بقاء تلك البلدان خارج هذا النداء إلى عزوف كثير منها عن الانضمام، إلا أن الأزمة القائمة تؤدي بهذه الدول لإعادة التفكير في عزوفها. وعلى أية حال، فإنها مازالت تواجه شروط القبول المتشددة نفسها، التي تعرف باسم معايير ماستريخت.

لقد وضعت معايير ماستريخت منذ نحو عقدين من الزمان في بيئة شديدة الاختلاف. إذ كان التضخم قد تم تخفيضه توا- بالكاد في بعض البلدان - بعد فترة طويلة من عدم استقرار الأسعار. وساد الاعتقاد بأنه يتعين على البنك المركزي الأوروبي ترسيخ مصداقيته كمناهض للتضخم سريعا. وكان هذا يعني أن على البلد الذي يرغب في الانضمام إلى منطقة اليورو أن يبين التزامه التام باستقرار الأسعار، ومن ثم الشروط المتشددة للانضمام.

أما الآن، وقد حقق البنك المركزي الأوروبي درجة مرتفعة من المصداقية لدى الأسواق، فلم تعد هناك ضرورة لهذا الحذر- هذا إن افترضنا أنه كان ضروريا على الإطلاق. كما أن محافظي البنوك المركزية القادمين من الدول الأعضاء الجدد سينضمون إلى مجلس محافظي بنك مركزي يتبع إجراءات راسخة. ونظرا للمخاطر التي يمكن التغاضي عنها والمتمثلة في قبول البلدان المحددة بأنها «ليست مستعدة بعد» على أساس المعايير العتيقة والتشوهات الكبيرة في سوق الاتحاد الأوروبي الموحدة، والتي تولدت عن التخفيض الشديد في أسعار صرف العملات الذي يحدث الآن نتيجة للأزمة، ربما كان للمرء أن يأمل في أن يتم التخلي عن معايير ماستريخت تماما. ولكن ربما ليس من المستغرب أن تؤكد البلدان الأعضاء الحالية في منطقة اليورو مجددا ضرورة اتباع القواعد مهما كان الأمر. كما أن البنك المركزي الأوروبي يلتزم تماما بالقواعد، على الرغم من شعوره بالحاجة إلى تقديم حدود مقايضات لعدد من البنوك المركزية تحت ضغوط من وسط وشرق أوروبا.

التنسيق بين الاختلافات الشديدة في الظروف الاقتصادية؟ أو عدم وجود إطار مشترك للتحليل؟

### البراءة أخيراً

في الوقت نفسه، هناك إحساس بالبراءة في أوروبا. فعلى سبيل المثال، أعلن بير شتاينبروك وزير مالية ألمانيا في سبتمبر ٢٠٠٨، أن «الولايات المتحدة ستفقد مكانتها كقوة عظمى للنظام المالي العالمي.. كما أن أمريكا لن تكون القوة الوحيدة لتحديد المعايير والمنتجات المالية التي سيجري تداولها عبر العالم كله». سيظل الدولار عملة جديرة بالثقة ومهمة تماما مثل اليورو واليوان (الصيني) والين (الياباني)، ولذا فإنني أظن أن هذه ستكون نقطة البداية لإجراء بعض التغييرات».

لقد رأى كثيرون في أوروبا أن اقتراح الصين بضرورة اقتراب زمن سيطرة الدولار من نهايته يعتبر إشارة قوية في الاتجاه نفسه. ولما كانوا يدركون أن العملات المسيطرة لا تفقد مكانتها إلا بعد هزة رئيسية كبيرة، فإنهم يعتبرون الأزمة المالية الحالية هي طلقة البداية. وكما يقولون، فإنه رغم كل شيء، كانت بداية الأزمة في الولايات المتحدة، وأظهرت الشروخ في النهج الأنجلوسكسوني إزاء المالية. كما يلاحظون أيضاً أن النظام المصرفي الأمريكي في الولايات المتحدة معرض فعلاً لتقلص ضخم سيؤدي إلى إفساح المجال أمام نظام أوروبي أكثر حكمة. وسينبئنا الزمن بما سيحدث، إلا أنني أخشى أن يكون الأوروبيون يضعون أنفسهم في وضع سيلحق بهم خيبة أمل كبرى. إن الحكمة والتروي فضيلة، ولكن لها تكاليفها، التي تحددها المفاضلة بين العائد والمخاطرة. والتنظيم المالي ليس موضوعاً للمفاضلة بين الكثير في مقابل القليل، ولكنه موضوع يتعلق بالجودة في كل من وضع القواعد وفي تنفيذها. ولا يشير التاريخ – والمناقشات الجدلية الحالية – إلى أن أوروبا تتمتع بميزة نسبية في أيهما. ربما فقد الدولار بعضاً من بريقه، ولكن ببطء منطقة اليورو في التعامل مع الأزمة، وانخفاض معدلات النمو فيها في الأجل الطويل لا يضع أوروبا على مسار القوة الاقتصادية والمالية الصاعدة.

إن الصعود الاقتصادي يحدث في آسيا، ولكن الأسواق المالية للمنطقة مازال أمامها طريق طويل لتحدي أسواق نيويورك ولندن – وهناك أيضاً موضوع الانخفاض السكاني في آسيا. هذا فضلاً عن أن أي إعادة تحديد التوازن في المؤسسات المالية الدولية قمين بإنهاء تمثيل أوروبا المفرط تاريخياً.

وهناك رهان معقول هو أن الأزمة ستؤدي إلى نظام مالي أنجلو – سكسوني أفضل تنظيمًا، وأكثر سيطرة بشكل غير مسبوق، يعمل على تشكيل أفضل للأسواق الناشئة في آسيا وغيرها، بينما تظل أوروبا هي منارة للحذر بعمليتها التي تفشل في اجتذاب – وضم – عدد ملحوظ من الدول المتحولة إلى عملتها في نطاق القارة. ■

تشارلز وايلوسن يعمل في معهد الدراسات العليا بجنيف.

فعل البنك المركزي الأوروبي فوراً وقويا إزاء الاضطرابات في السوق القائمة بين البنوك التي أحدثتها الأزمة المالية من خلال ضخ مبالغ من السيولة في الأسواق لم يكن من الممكن التفكير فيها قبل ذلك. وسرعان ما انقسم هذا ثنائياً، للتمييز بين وظيفتيه الرئيسييتين. ولتحقيق انضباط الظروف في الأسواق المالية، لا بد له أن يقدم مقادير السيولة اللازمة وفقاً للاحتياجات. بيد أن تقديم السيولة لا يتعارض مع تحديد أسعار الفوائد، الذي سيظل يجري تحديده وفقاً لأغراض السياسة النقدية، أو هكذا كانت الحجج التي ذكرت.

وقد استهدف البنك المركزي الأوروبي هدفين مباشرين منفصلين مؤقتاً: تحديد السعر الذي تمليه السياسات، وإغلاق الفجوة القائمة بين أسعار الفوائد للتعامل فيما بين البنوك وأسعار الفوائد الخاضعة للسياسات. وكان هناك شيء من المنطق في الانقسام الثنائي، ولكن إلى حد معين فحسب. وفي الواقع، فإن إحدى القنوات الرئيسية للتحويلات النقدية تبعا للسياسة النقدية هي سعر الفائدة في السوق، والذي يعادل في أهميته، على الأقل، سعر السياسة الذي تمليه السياسة النقدية. وقد تساعد الثقة في هذا الانقسام الثنائي في تفسير السبب الذي من أجله استغرق البنك المركزي الأوروبي أربعة عشر شهراً لكي يبدأ في تخفيض أسعار الفوائد الخاضعة للسياسات، والذي قام به لأول مرة في تشرين الأول/أكتوبر ٢٠٠٨.

بعد الزيادة الأخيرة في شهر تموز/ يوليو ٢٠٠٨. وفي الواقع كان البنك المركزي الأوروبي أشد انشغالا بالتضخم، الذي طفق يرتفع بصفة مستمرة منذ عام ٢٠٠٦، من انشغاله بالنمو والبطالة. وإلى جانب معظم جهات التنبؤ الأخرى لم يكن البنك المركزي الأوروبي يتوقع أن تؤدي الأزمة المالية إلى ركود في نهاية الأمر. ونظراً لأنه السياسة النقدية طبقت بعد تأخر لفترات طويلة، كان على البنك المركزي الأوروبي أن يبدأ بتخفيض أسعار الفائدة التي تحددها سياساته في وقت أكثر تيكراً. ومن الطبيعي، أن هذا الأمر الذي أصبح واضحاً الآن، لم يكن على درجة الوضوح نفسها في ذلك الوقت. ومع ذلك، فإنه بالمقارنة مع البنوك المركزية الرئيسية الأخرى، كان البنك المركزي الأوروبي متأخراً في تحرير السياسة النقدية. وقد لا يكون هذا التشخيص عادلاً، ولكنه يفسر بعض الشيء السبب في معارضة بعض بلدان الاتحاد الأوروبي للتخلي عن استقلال سياساتها النقدية.

كما وسم رد الفعل الصامت سياسات المالية العامة، التي مازالت امتيازاً وطنياً. وقد اعتقد كثير من الحكومات أن عوامل التثبيت الأوتوماتيكية – هي أضخم كثيراً في قارة أوروبا عما هي عليه في معظم البلدان الأخرى – ستكون كافية لمواجهة الآثار الاقتصادية الكلية للأزمة المالية. ومع بضعة استثناءات، يمكن القول إن الدافع المالي الاستثنائي قد جرى كبته إلى حد بعيد حتى الآن.

وقد يعزى رد الفعل المالي الصامت جزئياً إلى ميثاق تحقيق الاستقرار والنمو، الذي يفرض سقفاً على عجز الموازنات. ومع ازدياد عمق الركود، تم بهدوء استبعاد الميثاق لأنه يسمح ببعض المرونة في «الظروف الاستثنائية». ومع ذلك، فإن الميثاق قد يوفر أداة تثبيت مفيدة للحد من عمليات الانخفاض التي قد يكون من الصعب تصحيحها بمجرد انتهاء حالة الركود. بيد أنه، في نفس الوقت، الذي بلغت فيه أسعار الفائدة معدلات تقترب من الصفر، فإن منطقة اليورو لا تحاول بشكل جاد مواجهة الانكماش الحالي في النشاط الاقتصادي. وسيطلب استئناف النمو الاعتماد على الإنفاق الخاص أو الصادرات. إن أوروبا لن تحل محل قاطرة الولايات المتحدة.

وهكذا، فإنه عندما يثبت اليورو فائدته وقدرته على جذب أعضاء مجندين جدد، فإن صناعات السياسات يبديون قدراً كبيراً – وقد يقول البعض قدراً مفرطاً – من الحذر في سياسات الاقتصاد الكلي، وفي التعامل مع الأعضاء الجدد المحتملين. فهل تحركهم في ذلك خشية اختلال توازن القارب؟ أو من صعوبات

المراجع:

Baldwin, Richard, and Charles Wyplosz, 2009, *The Economics of European Integration*, McGraw-Hill.

Begg, David, Paul de Grauwe, Francesco Giavazzi, Harald Uhlig, and Charles Wyplosz, 1998, "The ECB: Safe at Any Speed?" *Monitoring the European Central Bank* (London: Centre for Economic Policy Research).

# خارج نطاق ملعب الكرة

م. أيهان كوزى، براكاش لونجاني، وماركواي تيرونيس  
M. Ayhan Kose, Prakash Loungani, and Marco E. Terrones

**إن الركود العالمى  
الحالى، يعتبر  
الأكثر عمقا،  
والأكثر تزامنا، بأى  
مقياس، فى فترة ما  
بعد الحرب**

يمكن اعتبار التواكب بين دورات الأعمال فى الاقتصادات المتقدمة ودورات الأعمال العالمية أمرا مسلما به. ومع ذلك، ففى الوقت نفسه، فإن بلدان العالم أصبحت الآن أكثر تكاملا من خلال التدفقات التجارية والمالية عما كانت عليه فى الستينيات. وهو ما يخلق احتمالات أكبر للفيض وتأثيرات العدوى، ويزيد من المزايا الناشئة عن الحركات المتزامنة ودورة الأعمال العالمية. ومن الغريب، أنه لا يوجد تعريف مشترك مقبول للركود العالمى. وبموجب التعريف الذى نقترحه هنا- وهو تقلص حصة الفرد من الناتج المحلى الإجمالى (العالمى) مصحوبا بهبوط أكبر فى مختلف المقاييس الأخرى للنشاط الاقتصادى العالمى- كانت هناك أربع حالات ركود عالمى فى فترة ما بعد الحرب العالمية الثانية: ١٩٧٥ و١٩٨٢ و١٩٩١ و٢٠٠٩. ولا ريب أن الركود الحالى هو أكثر قسوة:

موسم لعبة البيسبول فى الولايات المتحدة يتوج بطولة يطلق عليها السلسلة العالمية، التى تعكس زمنا كانت الولايات المتحدة فيه هى العالم بالنسبة للعبة البيسبول. وبالمقياس نفسه، يمكن أن نطلق على الركود الذى حدث فى الولايات المتحدة فى الستينيات، اسم الركود العالمى. فقد كانت الولايات المتحدة تمثل حصة ضخمة من الناتج العالمى، كما أن قدرا كبيرا من النشاط الدورى فى جزء كبير من باقى العالم كان يعتمد على الأحوال فى الولايات المتحدة. ما الذى يشكل الركود العالمى الحالى؟ على الرغم من أن الاقتصادات المتقدمة مثل الولايات المتحدة كانت تمثل عادة ما يناهز ٧٥ فى المائة من الناتج العالمى فى الستينيات من القرن الماضى، فإن حصتها أصبحت الآن نحو ٥٥ فى المائة فقط. ونتيجة لذلك، فإنه لم يعد

خط الأفق فى دبي، الإمارات العربية المتحدة

هذه الانخفاضات ما حدث من هبوط في نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي العالمي، (انظر الشكل ١، الجزء الأعلى). ما هي الأحداث الرئيسية التي جرت في أثناء هذه الوقائع؟

لقد أعقب الركود العالمي في عام ١٩٧٥ ارتفاعا حادا في أسعار النفط، التي ارتفعت إلى أربعة أمثال ما كانت عليه في فترة قصيرة عقب فرض الحظر العربي على تصدير النفط الذي بدأ في عام ١٩٧٣. وكان هذا الركود علامة لبداية فترة طويلة ممتدة من الركود التضخمي، تميزت بهبوط نمو الناتج، وارتفاع التضخم في الولايات المتحدة.

وقد اصطحب ركود عام ١٩٨٢ بتشكيلة من الأحداث المتنوعة، بما في ذلك، السياسات النقدية المتشددة في عديد من الاقتصادات المتقدمة، والارتفاع السريع في أسعار النفط، وأزمة الديون التي لحقت بعدد من بلدان أمريكا اللاتينية. وعكس ركود عام ١٩٩١ حشدا من المشاكل في أرجاء مختلفة من العالم: منها صعوبات في صناعة الإذخار والإقراض، وأزمات مصرفية في عدة اقتصادات اسكندنافية وآثار معاكسة لأزمة أسعار الصرف على عدد كبير من البلدان الأوروبية، والتحديات التي واجهتها الاقتصادات التي تمر بمرحلة انتقال

إذ من المتوقع هبوط الناتج - حسب المقياس المستخدم - ما بين أربع أو ست أمثال ما كان عليه الحال في وقائع الركود الثلاث السابقة، كما يتوقع أن تزداد البطالة بمقدار الضعف. ويبدو الانهيار في التجارة العالمية في مرات الركود الثلاث السابقة قزما بجانب الانهيار في التجارة العالمية هذا العام. ولم يكن هناك ذلك العدد الكبير من البلدان التي تعاني من الكساد في الوقت نفسه، في أي ركود سابق مثلما هو الحال الآن. وببساطة ومع استخدام لغة البيسبول، فإن هذا الركود العالمي قد تجاوز نطاق الملعب.

## «إذا ما استخدم الناتج المحلي الإجمالي بدلا من حصة الفرد منه، فإن عام ٢٠٠٩ يكون العام الوحيد منذ ستينيات القرن الماضي الذي حدث فيه انكماش في الاقتصاد العالمي.»

### دعونا نحدد التاريخ

عند تقرير الزمن الذي يكون فيه بلد معين في حالة ركود، غالبا ما يلجأ الاقتصاديون إلى اتباع الإجراءات الإحصائية لتحديد تاريخ ذرى وأغوار مؤشر رئيسي للنشاط الاقتصادي، مثل الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي للبلد. ومع تطبيق الفكرة نفسها على المستوى العالمي منذ عام ١٩٦٠، سنقوم باستخدام البيانات السنوية الخاصة بنصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي، مستخدمين أوزان تعادل القوة الشرائية (PPP)، من عام ١٩٦٠ حتى عام ٢٠١٠ (انظر الإطار ١). وتستند التقديرات الخاصة لعامي ٢٠٠٩ و ٢٠١٠ على أحدث تنبؤات النمو لصندوق النقد الدولي (صندوق النقد الدولي، ٢٠٠٩). ويستخدم مقياس نصيب الفرد لتفسير الاختلافات الواسعة في معدلات نمو السكان عبر البلدان. ويميل النمو في الناتج المحلي الإجمالي إلى أن يكون أسرع في الاقتصادات الناشئة والنامية عما هو عليه في الاقتصادات الصناعية، ولكن لديها أيضا معدلات أكثر ارتفاعا للنمو السكاني.

ويكشف هذا الإجراء وجود أربعة أغوار في النشاط الاقتصادي العالمي في خلال السنوات الخمسين الماضية - في ١٩٧٥، و ١٩٨٢، و ١٩٩١ و ٢٠٠٩. وتساير

### الإطار ١

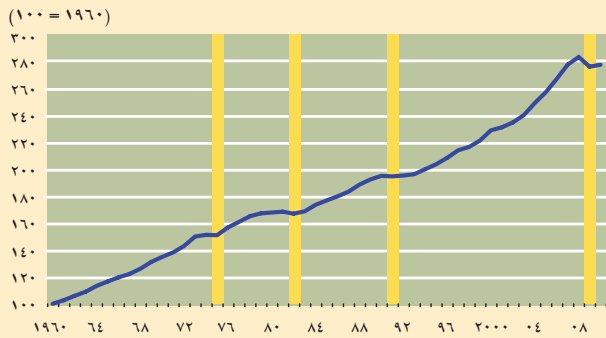
#### تقدير قيمة الناتج المحلي الإجمالي العالمي: تعادل القوة الشرائية في مقابل أسعار السوق

تلعب البلدان بياناتها الاقتصادية بعملائها الوطنية. ولكي يتم عقد مقارنات عبر البلدان بين هذه الإحصاءات (الناتج المحلي الإجمالي مثلا)، يجب تحويل البيانات إلى عملة مشتركة. ويقوم معظم الاقتصاديون بإجراء هذا التحويل باستخدام إما أسعار الصرف السائدة في السوق، وعادة ما يكون سعر صرف الدولار الأمريكي، أو أسعار صرف تعادل القوة الشرائية. وفي نهج السوق يجري تحويل العملات وفقا لسعر الصرف السائد في السوق المفتوحة. وبحسب نهج تعادل القوى الشرائية السعر الذي يتم بموجبه تحويل عملة بلد إلى عملة بلد آخر لشراء التشكيلة نفسها من السلع والخدمات. ويعكس تعادل القوة الشرائية، وهو الأصعب في الحساب، حقيقة أن السلع والخدمات التي لا يجري تداولها دوليا تميل إلى أن تكون أكثر رخصا في البلدان منخفضة الدخل عما هي عليه في البلدان الأعلى دخلا - ونتيجة لذلك، فإن قيمة الناتج مثلا، في البلدان منخفضة الدخل تتجه إلى أن تكون أعلى باستخدام تعادل القوة الشرائية عما تكون عليه وفقا لأسعار السوق.

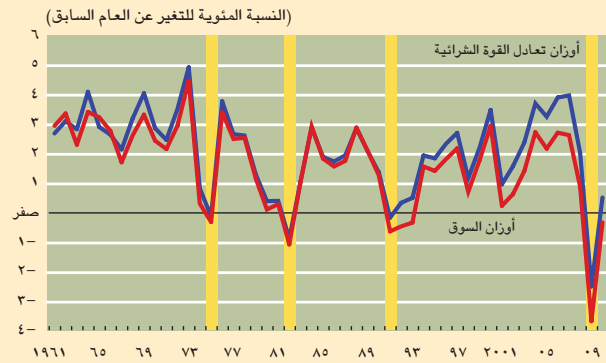
### الشكل ١

#### عالم في ركود

تقلص نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي العالمي أربع مرات منذ الحرب العالمية الثانية...



... ويعتبر التقلص الحالي هو الأكبر من ناحية النسبة المئوية للهبوط



المصدر: حسابات موظفي صندوق النقد الدولي. تقديرات عامي ٢٠٠٩-٢٠١٠ وضعت على أساس آفاق الاقتصاد العالمي (نيسان/ أبريل ٢٠٠٩).

ملحوظة: المناطق المظللة في الرسم تمثل الفترات التي حدث فيها تقلص في نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي العالمي مرجحا بتعامل القوة الشرائية. وقد استندت أوزان تعادل القوة الشرائية على السعر الذي يعمد تحويل العملة الوطنية به إلى دولارات لشراء سلة السلع والخدمات نفسها. وتستند أسعار السوق على أساس سعر الصرف في السوق بين العملات الوطنية والدولار الأمريكي.

في شرق أوروبا، وعدم التيقن الناجم عن حرب الخليج وما تلاها من زيادة في أسعار النفط.

ولن يكون هناك سوى أثر جوهري طفيف على التحليل إذا ما استخدمت أوزان السوق، التي تعزز أهمية الاقتصادات المتقدمة بدلا من أوزان تعادل القوة الشرائية. ومع استخدام أوزان السوق، تنتقل أغوار واقعة ١٩٩١ إلى عام ١٩٩٣ بسبب تباطؤ الاقتصاد في كثير من البلدان الأوروبية في أثناء أزمة آلية أسعار الصرف ١٩٩٢-١٩٩٣. وباستخدام أي من نوعي الأوزان، تشير التنبؤات الحالية إلى أن الركود العالمي لعام ٢٠٠٩ سيكون هو الأعمق حتى الآن في خلال خمسة عقود (انظر الشكل ١، القطع الأسفل). وإذا ما استخدم مجموع الناتج المحلي الإجمالي بدلا من نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي العالمي الحقيقي، فإن عام ٢٠٠٩ سيكون العام الوحيد منذ الستينيات الذي حدث فيه انكماش في الاقتصاد العالمي.

## إعادة النظر

في عام ١٩٧٨، أنشأ المكتب الوطني للولايات المتحدة للبحوث الاقتصادية لجنة لتحديد التواريخ، مهمتها هي تحديد تواريخ حدوث حالات الركود في الولايات المتحدة. ويقوم بمهمة مماثلة بالنسبة لمنطقة اليورو، مركز بحوث السياسات الاقتصادية منذ عام ٢٠٠٢.

وعلى النقيض من النهج الإحصائي الخالص، يحدد المكتب الوطني للبحوث الاقتصادية ومركز بحوث السياسة الاقتصادية، وكلاهما مؤسستان خاصتان، تواريخ ذرى وأغوار دورات الأعمال من خلال النظر إلى مجموعة واسعة من مؤشرات الاقتصاد الكلي، والوصول إلى حكم عما إذا كانت أكثرية الأدلة تشير إلى ركود. ونظرا لأن المؤشرات يمكنها أن تعطي إشارات متعارضة عن اتجاه اقتصاد ما، فإن هذا النهج الحكمي يصعب استخدامه في الزمن الحقيقي لوقوع الأحداث.

ونطبق هذا النهج على المستوى العالمي باستخدام مؤشرات متعددة عن النشاط العالمي - نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي، الإنتاج الصناعي، التجارة، تدفقات رأس المال، استهلاك النفط، والبطالة

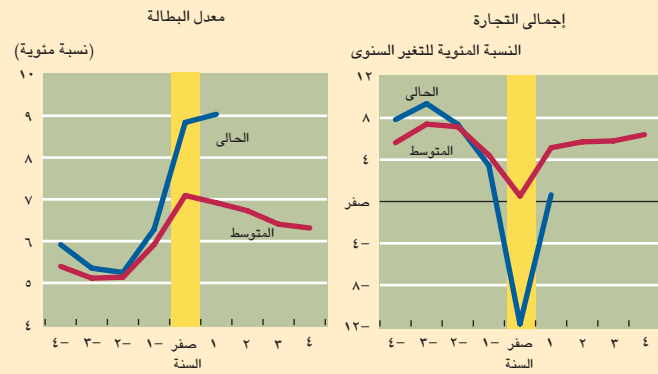
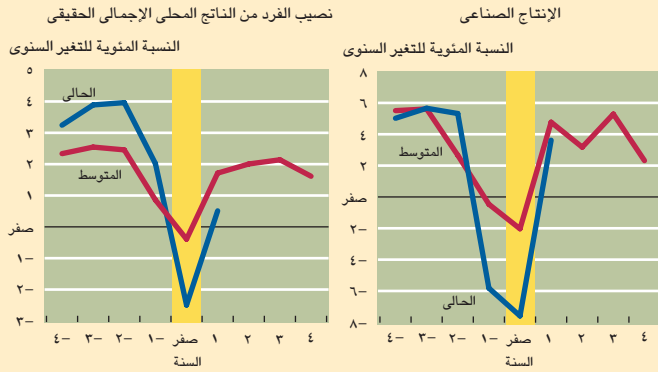
(على الرغم من أن بيانات البطالة ليست متوافرة إلا بالنسبة لمجموعة صغيرة من الاقتصادات). ويغل نهج إصدار حكم التواريخ نفسها لحالات الركود العالمي التي يغلها استخدام النهج الإحصائي (انظر الشكل ٢).

وطوال حالات الركود العالمي في أعوام ١٩٧٥ و ١٩٨٢ و ١٩٩١، بدأ الإنتاج الصناعي واستهلاك البترول في التباطؤ قبل سنتين من الوصول إلى أغوارها بينما بدأ تباطؤ التجارة العالمية والتدفقات الرأسمالية قبل سنة واحدة. ويسجل معدل البطالة أعلى زيادة في سنة الكساد. وعلى غرار سلوكها في حالات الكساد الوطنية، تظل البطالة مرتفعة في السنة التالية للوصول إلى الأغوار، بينما يسترد معظم المؤشرات الأخرى عافيته ويقترب من معدلات النمو العادية. ويتبع الكساد الحالي نمطا مماثلا لما لوحظ في حالات الكساد الماضية، على الرغم من أن الانكماش في معظم المؤشرات أكثر حدة في هذه المرة.

وقد تعززت هذه الفكرة بتحليل السمات الكمية لحالات الكساد العالمي (انظر الجدول). فلا توجد حالتا كساد متماثلتين. وهناك حالات هيوط أكثر حدة في جميع المؤشرات في عام ١٩٧٥ و عام ١٩٨٢ عما كانت هي عليه في عام ١٩٩١، وفي الواقع فإن التجارة العالمية حققت نموا قويا في عام ١٩٩١ على الرغم من الكساد. هذا بالإضافة، إلى أنه على الرغم من بقاء الإنتاج الصناعي العالمي واستهلاك البترول على حالهما دون زيادة أو نقص في خلال واقعة الركود عام ١٩٩١، فإن

## الشكل ٢ لا مقارنة

وفقا لمختلف المقاييس فإن الكساد العالمي الحالي أكثر عمقا من متوسط حالات الكساد الثلاث السابقة منذ الحرب العالمية الثانية.



المصدر: حسابات موظفي صندوق النقد الدولي. ملحوظة: البيانات تغطي السنوات الأربع السابقة والتالية ليبلغ غير الكساد وهو السنة صفر.

## كل ركود مختلف

يتباين أداء المؤشرات الرئيسية الخاصة بالنشاط الاقتصادي العالمي حسب الكساد. ولكن وفقا لجميع المقاييس تقريبا، فإن الكساد العالمي الحالي هو الأسوأ من بين حالات الكساد الأربع منذ الحرب العالمية الثانية.

(النسبة المئوية للتغير مالم يذكر خلاف ذلك)

المؤشر	١٩٧٥	١٩٨٢	١٩٩١	٢٠٠٩ (١)	المتوسط (٢)
نصيب الفرد من الناتج (مرجحا بتعديل القوة الشرائية) (٣)	٠,١٣-	٠,٨٩-	٠,١٨-	٢,٥٠-	٠,٤٠-
نصيب الفرد من الناتج (مرجحا بأسعار السوق) (٣)	٠,٣٣-	١,٠٨-	١,٤٥-	٣,٦٨-	٠,٩٥-
الإنتاج الصناعي	١,٦٠-	٤,٣٣-	٠,٠٩-	٦,٢٣-	٢,٠١-
إجمالي الصادرات والواردات	١,٨٧-	٠,٦٩-	٤,٠١	١١,٧٥-	٠,٤٨
استهلاك النفط	٠,٩٠-	٢,٨٧-	٠,٠١	١,٥٠-	١,٢٥-
البطالة (النسبة المئوية للتغير، الاقتصادات المتقدمة فقط)	١,١٩	١,٦١	٠,٧٢	٢,٥٦	١,١٨
تدفقات رأس المال (التغير في متوسط التدفقات إلى الداخل والخارج في خلال سنتين كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي)	٠,٥٦	٠,٧٦-	٢,٠٧-	٦,١٨-	٠,٧٦-
نصيب الفرد من الاستهلاك	٠,٤١	٠,١٨-	٠,٦٢	١,١١-	٠,٢٨
نصيب الفرد من الاستثمار	٢,٠٤-	٤,٧٢-	٠,١٥-	٨,٧٤-	٢,٣٠-

المصدر: أفاق الاقتصاد العالمي - صندوق النقد الدولي نيسان/ أبريل ٢٠٠٩.

(١) إسقاط.

(٢) متوسط ١٩٧٥، ١٩٨٢ و ١٩٩١.

(٣) تعادل القوة الشرائية الذي يمثل المعدل الذي يجب تحويل عملة به إلى عملة أخرى لشراء نفس سلة السلع والخدمات. ترجيح السوق هو سعر صرف السوق بين عملتين.

### قريب من الكساد العالمي وإن لم يكن كذلك

شعر كثير من أجزاء العالم في عامي ١٩٩٨ و ٢٠٠١ بشيء يماثل الكساد. ومع ذلك، فإن أياً من النهج الإحصائي أو نهج الحكم لا يشير إلى أن العالم في أي من السنتين كان في حالة كساد. والنهج الإحصائي لم يميز كلتا السنتين، نظراً لأن نصيب الفرد الحقيقي من الناتج المحلي الإجمالي لم يتقلص في هاتين السنتين. وفي ١٩٩٧-١٩٩٨ شهد كثير من الاقتصادات الناشئة، خاصة في آسيا هبوطاً حاداً في النشاط الاقتصادي، إلا أن النمو في الاقتصادات المتقدمة قام بتعويض ذلك. وفي عام ٢٠٠١ شهد كثير من الاقتصادات المتقدمة حالات كساداً معتدلاً إلا أن النمو في الأسواق الناشئة الرئيسية، مثل الصين والهند، ظل قوياً.

وفضلاً عن هذا، كان سلوك مجموعة كبيرة من مؤشرات الاقتصاد الكلي العالمية مختلطاً خلال السنوات ١٩٨١ و ٢٠٠١، مما يدعم الاستنتاج المستمد من النهج الإحصائي بأن تلك الوقائع لم تكشف عن أي سمات لكساد عالمي. وعلى سبيل المثال، فإن المؤشرات لم تظهر، أي ضعف واسع النطاق في الاقتصاد العالمي في عام ١٩٩٨. وفي عام، وعلى الرغم من انخفاض الإنتاج الصناعي، وارتفاع معدل البطالة ارتفاعاً طفيفاً، فقد زاد كل من تدفقات التجارة العالمية واستهلاك النفط.

كلا المؤشرين هبطا بدرجة كبيرة في حالات الكساد العالمي السابقة. وفي حالات عديدة، كان الأداء الاقتصادي العالمي مزعزعا، إلا أن الظروف لم تكن بالقسوة الكافية لإحباط وصف على تلك السنوات بأنها تمثل كساداً عالمياً (الإطار ٢). ومع ذلك، ليس هناك شك في مدى قسوة الظروف الحالية. إذ أن الكساد العالمي الحالي يعيد كتابة كتاب عن حالات الركود العالمية في السنوات الخمسين الماضية. كما أن التأثير الضخم للآزمات المالية العالمية على الاقتصاد الحقيقي يبدو واضحاً من التقلص الحاد في الإنتاج الصناعي، وسرعة تصاعد البطالة العالمية. وعلى الرغم من أن الانخفاض المتوقع في الإنتاج الصناعي سيزيد على ٦ في المائة، فإنه يتوقع زيادة البطالة بنسبة ٢.٥ نقطة مئوية في خلال الكساد الحالي. وهذه التغيرات ستكون أكبر كثيراً من تلك التي حدثت في حالات الكساد السابقة.

### انهيار التدفقات التجارية والمالية

انهيار التدفقات التجارية والرأسمالية المتوقع لعام ٢٠٠٩ أمر مذهل بصفة خاصة. إذ أنه على الرغم من أن عولمة سلاسل التصنيع الوطنية كانت قوة رئيسية محركاً لنمو التجارة العالمية في خلال العقدين الأخيرين، فإن نفس العملية حالياً وسيلة للتقلص الحاد في تدفقات التجارة عبر الحدود. والهبوط المنتظر في التجارة العالمية في أثناء هذه الواقعة يبدو معه ما حدث في عام ١٩٧٥ وعام ١٩٨٢ قزماً. وبعد نمو تدفقات التجارة العالمية الذي ألقى بظلاله في خلال العقدين الأخيرين، بلغت تدفقات رأس المال العالمية مستويات غير مسبوقه في عام ٢٠٠٧. بيد أن هذه التدفقات سرعان ما نضبت في الربع الأخير من عام ٢٠٠٨ مع انتشار الأزمة المالية العالمية من الاقتصادات المتقدمة إلى الأسواق الناشئة والبلدان النامية. وسجلت تدفقات رأس المال العالمية هبوطاً ضخماً في عامي ١٩٨٢ و ١٩٩١، إلا أن تلك التغيرات أقل كثيراً من الهبوط الكاسح الذي يبدو أنه يحدث في خلال الواقعة الحالية.

وتتبدى قسوة كساد عام ٢٠٠٩ في التدهور المتوقع في نصيب الفرد من الاستهلاك الذي يزيد كثيراً على ما لوحظ في عام ١٩٨٢ وعلى النقيض مما حدث

من زيادة في الاستهلاك في خلال حالتى الكساد العالمي الأخيرين. لقد هبط نصيب الفرد من الاستثمار في كل حالات الكساد العالمية، ولكن الهبوط المنتظر في الكساد الحالي يزيد كثيراً على ما جرت ملاحظته في الوقائع السابقة. وتاماً مثلما تنزع حالات الكساد الوطنية المصحوبة بوقائع شدة مالية إلى أن تكون أعمق عما يحدث في حالات الكساد الأخرى، يبدو أن حالات الكساد العالمي التي تتزامن مع أزمات مالية عالمية تفرض أيضاً ثمناً باهظاً على الاقتصاد الحقيقي.

### تزامن حالات الكساد الوطنية

كيف تزامنت حالات الكساد الوطنية مع وقائع الكساد العالمية؟ ليس من المستغرب، الارتفاع الحاد للنسبة المئوية من البلدان التي عانت من الكساد في أثناء الحالات الأربع للكساد العالمي. ويتم قياس التزامن من خلال التذبذبات السنوية لذلك الجزء من البلدان التي تعاني من هبوط في نصيب الفرد الحقيقي من الناتج المحلي الإجمالي بعد ترجيح هذا الجزء بالناتج المحلي الإجمالي. وعلى الرغم من أن كساد عام ١٩٧٥ كان في جزء كبير منه مدفوعاً بانخفاضات في البلدان الصناعية، فإن الدول الناشئة والنامية لعبت دوراً في الوقائع الثلاث الأخرى. وفي عام ١٩٨٢، أسهمت حالات الكساد في كثير من بلدان أمريكا اللاتينية في انخفاض النشاط العالمي، بينما لعبت الانخفاضات في الاقتصادات التي تمر بمرحلة انتقال دوراً مهماً في عام ١٩٩١. استمرت واقعة الكساد الذي حدث في عام ١٩٩١ لمدة سنوات متعددة أعقب فيها الكساد الذي حدث في الولايات المتحدة في خلال ١٩٩٠/١٩٩١ حالات كساد بين البلدان الأوروبية في خلال أزمة سعر الصرف.

وتبرز فترة ٢٠٠٦-٢٠٠٧ كفترة كان فيها عدد البلدان التي عانت كساداً منخفضاً تاريخياً. بيد أن ذلك تلاه انقلاب حاد في الحظوظ. ففي عام ٢٠٠٩ يتوقع أن يصيب الكساد كافة الاقتصادات المتقدمة ونحو نصف اقتصادات الأسواق الناشئة والدول النامية. وهذه الدرجة من التزامن في الكساد الحالي هي الأعلى في خلال نصف القرن الماضي. وحتى على الرغم من وضوح أن محركها هو الانخفاض الحاد في النشاط في الاقتصادات المتقدمة، فإن حالات الكساد في عدد من دول الأسواق الناشئة والدول النامية تسهم في تعميقها وتزامنها.

### الأسوأ بأي مقياس

إذا ما تحققت التنبؤات الخاصة بأن نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي العالمي ينخفض في ٢٠٠٩ بنسبة ٢.٥ في المائة، فإن ذلك سيجعل هذا العام الذي شهد أقسى وأشد كساداً عالمياً في فترة ما بعد الحرب العالمية الثانية. يتوقع أن تسجل كل مؤشرات النشاط الاقتصادي حالات هبوط أكثر حدة عما حدث في الحالات السابقة للكساد العالمي. وفضلاً عن قسوة هذا الكساد العالمي، فإنه يمكن وصفه بأنه الأكثر تزامناً - إذ أن كل الاقتصادات المتقدمة في حالة كساد إلى جانب كثير من الاقتصادات الناشئة والنامية أيضاً. ■

أ. أيهان كوزي يعمل اقتصادياً أقدم، ويعمل براكاش لونغاني مستشاراً، وماركو تيرونيس نائباً لرئيس شعبة في دائرة البحوث بصندوق النقد الدولي. ويقوم هذا المثال على أساس ورقة عمل للمؤلفين تصدر قريباً عن صندوق النقد الدولي بعنوان «حالات الكساد والانتعاش والتعافي العالمية».

المراجع:

International Monetary Fund, 2009, World Economic Outlook (Washington, April).

## الاستعداد لعالم

# ما بعد الأزمة

جون ليبسكي  
John Lipsky

تقييم دور  
صندوق النقد  
الدولي في البنيان  
المالي الدولي في  
المستقبل

وضمن تقاسم هذه المنافع على نطاق واسع والحد من خطر الأزمات مستقبلا. وقد أسفرت قمتا الزعماء التزامات رئيسية بدعم تنظيم القطاع المالي، بما في ذلك توسيع محيط التنظيم وتعزيز التعاون عبر الحدود - والامتناع عن النزعة الحمائية في كل من السياحة التجارية والمالية الكلي المالية.

وفي هذا السياق، يتطلع المجتمع العالمي للصندوق للقيام بدور القيادة. لكن ما الذي سيكون عليه دوره في الهيكل المالي الدولي لما بعد الأزمة، وما هي التغييرات المطلوبة لضمان نجاحه في دوره الجديد والمتوسع؟

### أدوات النجاح

لقد تطور صندوق النقد الدولي منذ إنشائه مع تطور الاقتصاد العالمي. وثمة لحظات كبرى من الشدة الاقتصادية الكلية الدولية على وجه الخصوص، منها على سبيل المثال نهاية نظام أسعار الصرف الذي أنشأته اتفاقية بريتون وودز، وانهيار الكوميون (مجلس المساعدات الاقتصادية المتبادلة للاتحاد السوفيتي السابق)، دفعت بصندوق النقد الدولي إلى ارتياد ساحة جديدة. ورغم هذا التطوير، فقد بات من الواضح بصورة متزايدة أن صندوق النقد الدولي يفتقر إلى بعض الأدوات الكفيلة بجعله فعالا بصورة كاملة، لاسيما في الحيلولة دون الأزمات. فقد تم صياغة طقم أدوات الصندوق في فترة سيطرت البنوك فيها على

الأمر المرجح أن يتسم عالم ما بعد الأزمة بتعزيز العمل متعدد الأطراف، وبمزيد من التنسيق بين السياسات، وبنظام مالي أكثر فاعلية في تنظيمه عقب قمة مجموعة العشرين في نيسان، أبريل الماضي، صار صندوق النقد الدولي مهيا للعب دور رئيسي في هذه البيئة العالمية الجديدة، وأخذ يعمل على ضمان أن تتوافر له الأدوات والموارد الكفيلة بمواجهة التحديات التي ينطوي عليها هذا الدور الجديد بصورة كاملة.

الأزمة المالية العالمية تحديا غير مسبق يتطلب استجابة غير مسبوقة،

### تطرح

وقد حققت ذلك بالفعل. فقد عملت البلدان

معا بطرق كانت مبتكرة وفعالة. وهذا العمل المشترك هو ما شددت عليه عملية مجموعة العشرين الجديدة، وتجسد في قمتي الزعماء غير المسبوقتين في تشرين الثاني/ نوفمبر ٢٠٠٨، ونيسان/ أبريل ٢٠٠٩. وكان هذان الاجتماعان جوهرين - حيث أقرتا التزامات مهمة من مجموعة البلدان العشرين الصناعية وبلدان الأسواق الناشئة بتوثيق تعاونها في مجال سياسات الاقتصاد الكلي والقطاع المالي.

لقد وجد صندوق النقد الدولي نفسه في قلب جدول الأعمال الدولي الجديد هذا. وبصفة خاصة؛ جرى على نطاق واسع التسليم بأن الأمر يتطلب إجراء تغييرات واسعة إذا أردنا الحفاظ على مزايانا اقتصادا عالمي مفتوح ومتكامل

تبين الصورة الصحفيين في قمة مجموعة العشرين في لندن.

الأسواق المالية، وكانت الديون السيادية تشكل معظم تدفقات الديون الدولية، وكان التمويل من خلال الأوراق المالية لا يزال في مهده. إلا أن التدفقات المالية الخاصة عبر الحدود كما نعلم كانت قد تضخمت بصورة متفجرة خلال الأعوام الأخيرة، بعد أن صارت الوساطة فيها تتم من خلال تقنية مالية متزايدة الاقنات. كما يعمق التكامل المالي أيضا عبر البلدان، مصحوباً بشبكة معقدة من الآثار الفيزية بين الاقتصاد العيني والقطاع المالي. وساعدت هذه التطورات في إنقاذ توسع عالمي تاريخي خلال الفترة من ٢٠٠٣ إلى ٢٠٠٧، لكنها بلغت أوجها في الأزمة المالية الأخيرة - وهي أزمة بدأت جذورها في شريحة ضيقة في سوق الإسكان الأمريكية، وامتدت بصورة مثيرة إلى كل ركن من أركان العالم.

### الوقاية من الأزمات على نحو أكثر فاعلية

الأجد بالذکر أن غياب وسيلة احترازية كبيرة وجذابة بما يكفي - أي بوليصة تأمين من نوع ما للبلدان الأعضاء - كان من نقاط الضعف في طقم أدوات صندوق النقد الدولي، وفي البنين المالي العالمي. وفي غياب هذه الوسيلة، كانت البلدان عادة لا تلتزم التمويل من الصندوق إلا بعد أن تضربها الأزمة، الأمر الذي حد من دوره في توفير التمويل من أجل تيسير التصحيح المؤلم في بعض الأحيان. وبالإضافة إلى زيادة التكلفة النهائية لصدات الاقتصاد الكلي للبلدان الأعضاء، كان ذلك يعنى ربط صندوق النقد الدولي في غالب الأحيان ببرامج التقشف الشائكة سياسيا. وقد أثرت بلدان كثيرة، خاصة في لندن، بدلا من ذلك التأمين الذاتي عن طريق بناء أرصدة كبيرة من الاحتياطات الأجنبية. ورغم أن ذلك كان يبدو معقولا بالنسبة لبلدان فردى، إلا أنه ساهم في تراكم اختلالات عالمية على مدى العقد الماضى، والتي بدورها لعبت دورا في الأزمة الاقتصادية الراهنة.

لقد حدثت عدة بدايات متعجلة فاشلة على مدى السنين حيثما كان صندوق النقد الدولي يحاول تنفيذ وسيلة احترازية، إلا أن الأمر اقتضى نشوب الأزمة الراهنة توافق الرأى بين البلدان الأعضاء للتوصل لجدوى هذا المسعى. وفي آذار/ مارس من هذا العام أدخل صندوق النقد الدولي حد تسهيل ائتمان، يوفر فرص الحصول على مبالغ كبيرة جدا مرنا من التسهيلات الائتمانية - دون تطبيق شروط سياسات الصندوق بأثر رجعى - للبلدان التي لديها سياسات اقتصادية جد قوية، وسجل أداء قوى. ولعل ذلك هو أكبر تغيير في كيفية تفاعل الصندوق مع الأعضاء، منذ نهاية بريتون وودز. وقد أفادت كل من المكسيك، وبولندا، وكولومبيا بالفعل من الوسيلة الجديدة، وهي تعامل التمويل - الذى يبلغ مجموعه نحو ٧٨ مليار دولار للبلدان الثلاثة كتمويل احترازي. وقد استجابت الأسواق بصورة إيجابية لإعلان هذه العمليات - حيث أدى ذلك إلى تقوية أسعار الصرف، حتى مع استفادة بلدين منهما من فسحة لالتقاط الأنفاس التي وفرها لهما حد التسهيل الائتماني المرن في التخفيف من حدة السياسة النقدية (انظر الشكل البياني). وعلى ضوء هذه التجربة المبدئية الإيجابية، من المرجح أن يحذو مزيد من البلدان حذوها في المستقبل القريب.

وبرغم ذلك، فإن هذه الوسيلة ليست مناسبة لكل البلدان. فبالنسبة لبعضها، قد تساهم وسيلة احترازية ما في زيادة الثقة بالسوق، لكن السياسات وأخر السياسات قد لا تظل في حاجة إلى تدعيم. ولهذه البلدان، استحدث صندوق النقد الدولي الترتيبات الاحترازية سهلة المنال، التي تقدم مرة أخرى بوليصة تأمين، لكن مقابل التدابير اللازمة المتعلقة بالسياسات.

### مشروعية أكثر تركيزا ومرونة

بالنسبة لهذه البرامج ومعظم برامج الصندوق الأخرى، سوف تبقى المشروعية أمرا حاسما لضمان إجراء التصحيحات اللازمة في السياسات، والحفاظ على الطبيعة

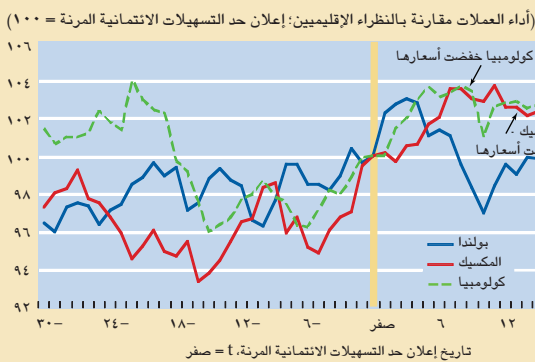
الدوارة للإئتمان الذى يقدمه صندوق النقد الدولي. إلا أن المشروعية صارت أكثر تركيزا وتبسيطا، لتشجيع البلدان على الالتجاء لصندوق النقد الدولي في وقت مبكر، قبل أن تشدد مدة مشكلاتها. وفي وقت ما، كانت المشروعية تعتبر أنها ثقيلة الوطء دون داع، ومثقلة بالشروط، التي لم تكن دائما حاسمة لنجاح البرنامج، رغم احتمال تحقيق فوائد منها، أو أنها تنفذ دون مرونة كافية فيما يتعلق بتوقيت إجراءات السياسات أو طبيعتها. وقد بذل صندوق النقد الدولي بالفعل جهودا من أجل تبسيط المشروعية في الأعوام الأخيرة، لكن هذه الجهود حققت قفزة واسعة إلى الأمام بالتغييرات الأخيرة التي تلغى معايير الأداء الهيكلي، وتحل محلها نهج لقياس الأداء أكثر مرونة يستند إلى استعراض أوسع لتقدم مسيرة العمل. ووفقا لهذا النهج، سوف تواصل البرامج المدعومة من صندوق النقد الدولي توفير الإطار القومى للسياسات التي غالبا ما تمنها السلطات القطرية، مع الابتعاد عن نهج قوائم المراجعة التفصيلية في تقييم السياسات.

### مطلوب مزيد من الموارد

لن يكون لهذه الإصلاحات سوى تأثير ضئيل، لو كان صندوق النقد الدولي يفتقر إلى الموارد الكافية؛ ففي عالم يعج بالتدفقات ذات الأحجام الضخمة من رؤوس الأموال، التي يمكنها تغيير المسار بسرعة، لا بد من أن تكون حزم التمويل كبيرة بما يكفي لإحداث التغيير. وقد توافر للصندوق حتى الآن من الموارد ما يكفي للقيام بهذه المهمة. فقد قام الصندوق بالفعل بزيادة إقراضه الكلي بصورة حادة أثناء الأزمة، ووسع حجم برامجه وفقا لحجم الصدمات العالمية التي ضربت هذه البلدان. فعلى سبيل المثال، هناك ثلاثة من بلدان الأسواق الناشئة - هي هنغاريا، ورومانيا، وأوكرانيا. صارت مهيأة لتلقى تمويل من صندوق النقد الدولي يربو على ١٥ مليار دولار. وقد تمت مضاعفة حدود فرص الحصول على الأموال، بما فيها تلك المخصصة للبلدان منخفضة الدخل بما يضمن لتلك البلدان إمكانية تلبية احتياجاتها. ويعتزم الصندوق أيضا تقديم موارد ميسرة ببلغ ٦ مليارات دولار للبلدان منخفضة الدخل على مدى العامين إلى الأعوام الثلاثة القادمة: حيث شهدت هذه البلدان، لاسيما بلدان أفريقيا جنوب الصحراء، سنوات عديدة من النمو القوى، ومن الضروري ألا نسمح للأزمة بتقويض هذا التقدم.

### فسحة لالتقاط الأنفاس

حققت عملات البلدان التي أفادت من حد التسهيلات الائتمانية المرنة أداء أفضل مقارنة بنظرائها الإقليميين.



المصدر: حسابات موظفي صندوق النقد الدولي.  
ملحوظة: الخط الأزرق يمثل متوسطا غير مرجح للركونا الشبكية، والفورينت الهنغاري، واللويو الروماني لكل زلويى بولندي؛ والخط الأحمر يمثل المتوسط غير المرجح للريال البرازيلي، والبيزو التشيلي، والبيزو الكولومبي لكل بيزو مكسيكى؛ والخط الأخضر يمثل المتوسط غير المرجح للريال البرازيلي، والبيزو التشيلي، والبيزو المكسيكى لكل بيزو كولومبى.



• كما تم تكليف الصندوق برصد تنفيذًا إصلاحات التنظيم والإشراف المتفق عليها بموجب مجلس الاستقرار العالمي والهيئات الأخرى التي تضع المعايير. من المهم التأكيد على أن المراقبة الفعالة هي طريق يسير في اتجاهين، مع انفتاح البلدان على رأى صندوق النقد الدولي وتوصياته المتعلقة بالسياسات. وفي هذا الصدد، قد يكون للأزمة تأثير صحي: فقد تعهدت بلدان مجموعة العشرين مثلًا بالالتزام بالصرامة والإنصاف بموجب إشراف صندوق النقد الدولي.

### إصلاح الحوكمة

متى تتوافر لصندوق النقد الدولي الفعالية التامة في قيامه بدوره الجديد، ينبغي أن ينظر إليه كممثل للبلدان على نحو منصف. وإذ يضع الصندوق ذلك نصب عينيه، فإنه يجعل حاليًا بإصلاح الحوكمة، ضمانًا لإيجاد هيكل لصنع القرار يعكس الحقائق الدولية الراهنة. ومن المقرر استكمال الجولة الثانية من إصلاح الحصص في موعد أقصاه كانون الثاني/يناير ٢٠١١، وسوف يمنح للبلدان الناشئة والمنخفضة الدخل قولًا فصلًا أكبر في هذا الإصلاح. وذلك يعد تطورًا مهمًا، إلا أنه لا ينبغي المبالغة في قيمة الحصص؛ فبلدان الأسواق الناشئة الدينامية صارت بالفعل أطرافًا عالمية فاعلة وجادة، وصار صوتها في الجدل الدائر حول السياسات يلفت الانتباه بصورة متزايدة. وسوف تعكس الزيادة في الحصص - إلى هذا الحد - ببساطة الحقيقة المماثلة بالفعل.

### ماذا بعد؟

تركزت الجهود الدولية إلى حد كبير على الأزمة الماثلة، لكن الإصلاحات الجارية موجهة بالتساوي إلى عالم ما بعد الأزمة. والمؤكد أنه من قبيل المبالغة المطالبة بأن تلغى أية مجموعة التغييرات المؤسسية دورات أو فترات الأعمال لضغوط القطاع المالي. وعلاوة على ذلك، فإن سياسات القطاع الاقتصادي والمالي سوف تبقى حتمًا شأنًا من شؤون الحكومات الوطنية. ورغم ذلك، فليس من غير المعقول أن نأمل في أن تقلل التغييرات الجارية في البنيان المالي العالمي - بما في ذلك صندوق النقد الدولي - من تواتر الأزمات وعمقها مستقبلاً. ولو أمكن إنجاز ذلك، نكون قد قطعنا شوطًا طيبًا في اتجاه ضمان الحفاظ على المنافع الناتجة عن اقتصادنا العالمي الذي يتزايد انفتاحه واندماجه وتوسيعها.

ما هي التغييرات الإضافية التي يمكن توقعها؟ يتمثل أحدها في أنه رغم حدوث تغييرات كبرى في الحوكمة العالمية خلال الشهور المنصرمة، ظل الوضع إلى حد كبير في حالة تقلب متواصل. ويمثل الدور المعزز لمجموعة العشرين توسعًا رئيسيًا في عملية صنع القرارات الدولية، إلا أنه يتضمن على الأقل نقطتي ضعف محتملتين. أولاهما أن أغلبية ساحقة من بلدان العالم مستعدة من مجموعة العشرين: إذ أن ١٦٥ عضوًا في صندوق النقد الدولي غير ممثلين تمثيلًا مباشرًا في العملية. وثانيتهما أن مجموعة العشرين تفتقر إلى هيكل للتصويت يسمح بالتوصل إلى قرارات صعبة دون توافق كاسح وهذه العيوب تحتاج إلى علاج. قد يسمح بنيان مجال أكبر لصنع القرارات بصورة مشتركة بشأن مجموعة أوسع من القضايا الاقتصادية والمالية الدولية، مع وجود صندوق النقد في دوره الموسع حديثًا كلابع مركزي. ■

جون ليبسكي: هو النائب الأول لعضو مجلس الإدارة المنتدب لصندوق النقد الدولي.

لقد تعهد زعماء العالم بضممان المحافظة على كفاية موارد صندوق النقد الدولي، حتى لو انتهت الأزمة إلى ما هو أعمق وأطول مما كان متوقعًا. واتفق زعماء مجموعة العشرين على زيادة الطاقة الافتراضية للصندوق بمقدار ثلاثة أمثال بحيث تصل إلى مبلغ غير مسبوق وهو ٧٥٠ مليار دولار، وعلى الأقل مضاعفة قدرته على منح قروض ميسرة للبلدان منخفضة الدخل.

كما خولت مجموعة العشرين صندوق النقد الدولي بالموافقة على تخصيص عام جديد لحقوق السحب الخاصة، يوفر سيولة عالية بمبلغ ٢٥٠ مليار دولار. ورغم ضآلة هذا المبلغ تمامًا بالنسبة للسيولة العالمية الإجمالية، إلا أنه قد يحدث تأثيرًا بالغًا على الاحتياطات الدولية لبلدان الأسواق الناشئة ومنخفضة الدخل، مما يحتمل أن يمنح فسحة إضافية للتقاط الأنفاس بالنسبة للسياسات الاقتصادية الكلية لمواجهة التقلبات الدورية.

### إشراف أفضل وأكثر توسعًا

برغم أن إصلاح تسهيلات الإقراض لدى صندوق النقد الدولي يعتبر أمرًا حاسمًا، إلا أن النجاح في الإسهام في الحيولة دون الأزمات يتوقف في النهاية على الإشراف القوي. وكان الصندوق يسير بالفعل في عملية إجراء تغييرات مهمة في الإشراف الذي يقوم به قبل أن تنشب الأزمة، بزيادة تركيزه على المخاطر المالية وارتباطاتها بالنتائج الاقتصادية الكلية وبالتأكيد على الآثار الفيزيائية عبر الحدود: بيد أن الأزمة أوضحت بالفعل الحاجة لمزيد من الجهود في هذا المجال. وكان الصندوق من بين أول من حذروا من الأخطار التي تجابه القطاع المالي وكان سابقًا في تنبؤاته ودعوته لوضع حوافز مالية عالمية وتطهير ميزانيات البنوك العامة. بيد أن الصندوق لم يتوقع على نحو كامل عمق الأزمة وبخس تقدير قوة الروابط المحلية والدولية. وإضافة لذلك، لم تكن التحذيرات صارخة على نحو كاف، وتجاهلها صناع السياسة عادة. والصندوق يتعلم من التجربة ويتخذ عدداً من الخطوات لزيادة فاعلية ونطاق إشرافه الثنائي ومتعدد الأطراف.

• هناك مبادرة رئيسية، استجابة لطلب من كل من اللجنة النقدية والمالية الدولية، ومجموعة العشرين هي وضع ممارسة للإنذار المبكر، بالتعاون مع مجلس الاستقرار المالي. وهذه المبادرة - التي يتصور أن تكون على هيئة ممارسة تتم مرتين في العام. تمثل جهدًا لإلقاء نظرة أكثر منهجية على المخاطر التابعة، والروابط العالمية، التي من شأنها أن تفضي في نهاية المطاف إلى استجابات أسبق زمنًا وأفضل من جانب السياسات لتلك المخاطر. وسوف يجرى أول عرض كامل لهذه الممارسة على الأعضاء في اجتماعات صندوق النقد الدولي والبنك الدولي السنوية في اسطنبول في شهر تشرين الأول/أكتوبر من هذا العام.

• يدعم صندوق النقد الدولي أيضًا برامجه لتقييم القطاع المالي، مع التركيز بشكل أوثق على القضايا العابرة للحدود والمنهجية، والتكامل بصورة أوثق مع الإشراف الثنائي.

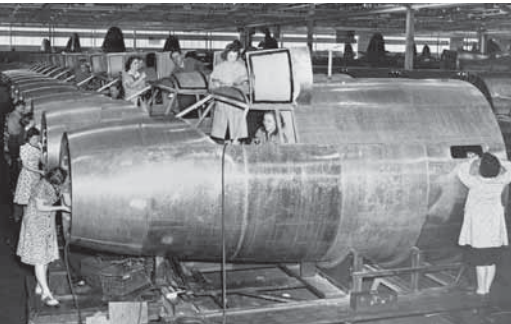
• طلب زعماء مجموعة العشرين أيضًا إلى صندوق النقد الدولي إجراء تقييم منظم للإجراءات المطلوبة والمتخذة من جانب البلدان في تعاملها مع الأزمة. وفي هذا السياق، بدأ الصندوق في نشر راصد مالي لمجموعة العشرين، لتتبع تنفيذ ما تقدمه البلدان من حوافز مالية، ورصد تنفيذ الالتزامات التي تعهد بها زعماء مجموعة العشرين بشأن الإشراف المالي، وذلك بالاشتراك مع مجلس الاستقرار المالي وغيره من الهيئات الدولية.

# مجالات لم يتم ارتيادها

عندما تكافح السياسة النقدية الجسور أزمة ما

**لعل** الهبوط الاقتصادي العالمي الراهن لن يكون بقدر شدة الكساد العظيم، ويرجع ذلك في بعض أسبابه إلى التصدى القوي له من جانب صناع السياسات في العالم. فمنذ ثمانين عاما مضت، لم يكن صناع السياسات في البداية مقتنعين حتى بضرورة تخفيف الشروط النقدية، وهم يتحملون جزءا لا بأس به من اللوم عما نجم عن ذلك من كساد. وهذا الرسم البياني يصور كيف تغير فكر السياسات تغيرا جذريا منذ ذلك الوقت.

عندما بدأت الأزمة في منتصف ٢٠٠٧، رد البنك الاحتياطي الاتحادي الأمريكي بإجراء خفض جسور فيما يستهدفه من سياسة أسعار الصرف- وهو السعر الخاص بأموال البنك الاحتياطي الاتحادي، الذي تقوم البنوك على أساسه بإقراض بعضها البعض لليلة واحدة- كما قام باستحداث تسهيلات خاصة لضمان توفير الفرصة لجميع أجزاء الجهاز المصرفي للحصول على السيولة. وفي الوقت ذاته، كان توافر كم مفرط من الأموال لدى الجهاز من شأنه أن يؤدي إلى إنزال سعر أموال البنك الاحتياطي الاتحادي دون المستهدف، واحتمال إنكفاء نيران التضخم، لذلك قام البنك الاحتياطي الاتحادي ببيع أوراق مالية صادرة عن الخزينة الأمريكية لامتناس السيولة. وعقب انهيار بنك ليمان براندرز في أيلول/ سبتمبر ٢٠٠٨، ازدادت الأحوال المالية والاقتصادية سوءا على نحو مثير. فقام البنك الاحتياطي الاتحادي بإجراء تخفيض آخر في السعر المقرر وفقا للسياسة، وطرح مزيدا من التسهيلات، وسمح عندئذ بزيادة ميزانيته العمومية بما يزيد على الضعف على مدى بضعة أشهر فقط، مع تضخيم الاحتياطات المصرفية، وبالتالي القاعدة النقدية. ومع ذلك، لم تزد الإجماليات النقدية الأوسع إلا بصورة متواضعة، بالنظر إلى سلوك البنوك الحذر. وقد جعل توسيع الميزانية العمومية للصندوق من الصعب الإبقاء على سعر أموال الاحتياطي قريبا مما تستهدفه السياسة، وفي كانون الأول/ ديسمبر ٢٠٠٨ نزل الاحتياطي الاتحادي بالمستهدف إلى ما بين صفر و ٢٥ نقطة أساس. ورغم عدم وجود مجال آخر لأية تخفيضات في أسعار الفائدة، مازال الاحتياطي الاتحادي يحتفظ بقدرته على إدارة السياسة النقدية من خلال التغييرات في تكوين ميزانيته العمومية وحجمها. وهذه القدرة تعتبر حاسمة، بالنظر إلى خطر الانكماش.



## التمويل يشن حربا عالمية

قام البنك الاحتياطي الاتحادي بشراء ديون الخزينة في أثناء الحرب العالمية الثانية، في الوقت الذي كان يتعين فيه

على الحكومة الاقتراض على نطاق واسع لتمويل ميزانيتها الخاصة بالدفاع التي شهدت توسعا كبيرا. ومع مساعدة البنك الاحتياطي الاتحادي في تمويل العجوزات في الموازنة التي سجلت أرقاما قياسية في الارتفاع، تعرضت القاعدة النقدية إلى بعض التآرجحات الحادة خلال الأربعينيات من القرن الماضي ولكنها لم تبلغ أبعادا، ما بلغته الزيادة في أثناء خريف ٢٠٠٨.

حجم  
النقود

## كساد عظيم ومراجعة فكرية عظيمة

في ١٩٣٠، قام البنك الاحتياطي الاتحادي بتشديد سياسته، مما ساعد على إشعال الكساد العظيم، وفي ١٩٣٧، ضغط على المكابح في وقت سابق لأوانه، الأمر الذي هدر فرصة استرداد العافية، وزج بالاقتصاد في خضم الركود. وخلال هذه الفترة البيئية، توسع في (كمية وسائل الدفع)، لكن بطريقة أقل جسارة بكثير عما ارتأى «احتياطي اليوم» القيام به



إعداد كوشى ماثى وسيمون/ ويلسون، صندوق النقد الدولي.



### خارج الخارطة

بعد أن ضاعف بنك الاحتياطي الاتحادي. بالفعل ميزانيته العمومية. صار الآن مهيباً لزيادتها حتى أكثر من ذلك، وبذلك ينقل القاعدة النقدية (الخط الأزرق) حقا إلى صفحة أخرى فوق هذه الصفحة. وفي آذار/ مارس ٢٠٠٩، أعلن بنك الاحتياطي الاتحادي أنه سوف يجرى زيادة ضخمة في مشترياته من الأوراق المالية المضمونة برهونات عقارية ومن الديون التي أصدرتها وكالتا الإسكان الأمريكية فاني ماي وفريدي ماك، وأنه سيبدأ في شراء سندات الخزنة الأمريكية طويلة الأجل. وقد بدأت هذه المشتريات بالفعل، ولكنها قد تقطع شوطاً أبعد.

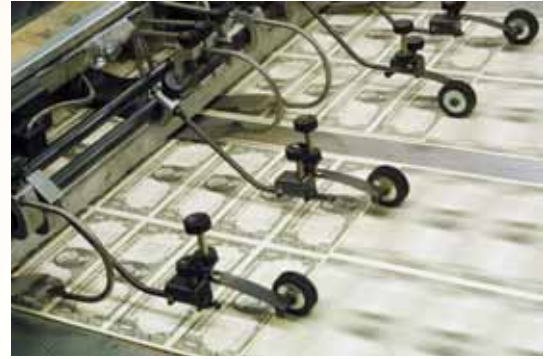


### المخرج من هذا الطريق

ما من أدنى شك في أن ما قام به بنك الاحتياطي الاتحادي من توسع مثير في القاعدة النقدية كان له ما يبرره، بالنظر إلى الهبوط الاقتصادي الحاد ومخاطر الانكماش. لكن استراتيجية الخروج قد تكون صعبة.

فبمجرد أن يبدأ الاقتصاد في التعافي، ولا تعود البنوك تشعر بالعزوف إلى هذه الدرجة عن إقراض احتياطياتها، سوف يضطر بنك الاحتياطي الاتحادي إلى تقليص القاعدة النقدية بسرعة من أجل إحباط التضخم. فمعرفة الوقت المناسب لإجراء ذلك يعتبر بطبيعة الحال أمراً يتطلب براعة وحذراً.

لكن حتى لو كان توقيت البدء في تقليص كمية وسائل الدفع واضحاً فقد تكون طريقة إجراء ذلك أقل وضوحاً حيث إن لدى بنك الاحتياطي الاتحادي الآن في ميزانيته العمومية بعض الأصول طويلة الأجل وغير السائلة نسبياً، وبالتالي ليس من السهل التخلص منها بالبيع بسرعة. ويدرس البنك حالياً طائفة من خيارات السياسات - بعضها سوف يتطلب صلاحية قانونية جديدة - لمعالجة هذه القضية.



### مسألة نقد بالأساس

يبين الخط الأزرق السميكة في الرسم البياني النمو السنوي في القاعدة النقدية الأمريكية المصححة - أي كمية النقد الموجودة في الاقتصاد، واحتياطيات البنوك التي يمكن إقراضها وأيضاً إنفاقها. وبصرف النظر عن الذروة التي بلغها العام ٢٠٠٠، عندما خشي الناس من تعطل نظم الحاسوب، وكنزوا النقد، كان النمو في القاعدة النقدية الأمريكية مطرداً إلى حد ما منذ الحرب العالمية الثانية حتى أواخر ٢٠٠٨.

ويبين الخط الأحمر الأخف في الرسم البياني لماذا لا يوجد تهديد وشيك من التضخم برغم انفجار القاعدة النقدية. ذلك أن كل تلك الأموال التي تم ضخها في احتياطيات البنوك ظلت تابعة هناك: في قباء البنوك. أما الخط الأحمر الخفيف فيبين الاتجاه في حجم النقود بمعناها الواسع، وهو عبارة عن القاعدة النقدية المبينة في الخط الأزرق زائداً إيداعات الحسابات الجارية والادخارية للأفراد والشركات. ولم يزد هذا القياس الأعرض للنقود إلا بصورة متواضعة.



### حاذر من هبوط الأسعار

يجب المستهلكون دفع أسعار أقل لما يشترونه من أشياء، لكن لو انخفضت الأسعار على المستوى العام، واستمرت في الهبوط - وهو اتجاه يعرف بالانكماش - لتعرض الاقتصاد لخطر تنازل حلزوني خطير. لماذا؟ لأن الانكماش يجعل الاقتراض يبدو باهظ التكلفة حتى لو كان بأسعار فائدة غاية في التدنى، الأمر الذي يؤدي إلى تقلص الاستثمار، وتدنى النمو، بل وحتى تزايد ضعف الأسعار. نظراً لأن الانكماش يجعل تسديد ديون المستهلكين يبدو أنها كلفة، مما يجعل الناس يشعرون بزيادة

فقرهم، وأنهم ينفقون أقل، مما يؤدي بدوره إلى التشجيع على زيادة انهيار الأسعار. وأخيراً لأن الانكماش قد يدفع المستهلكين إلى تأجيل مشترياتهم، أملاً في أن يدفعوا فيها أقل في وقت لاحق. لكن لو بقي كل المشتريين في صفوف المتفرجين، فإن الأسعار سوف تتدهور أكثر وأكثر، وقد يدخل الاقتصاد في حلقة مفرغة. ومن الأهمية بمكان تجنب هذه النتيجة، كما أنه يفسر لماذا قام بنك الاحتياطي الاتحادي بتدعيم القاعدة النقدية على النحو الذي بينه الرسم البياني. وهذا أيضاً سبب رئيسي لقيام الحكومات عبر العالم بسن حزم كبيرة من الحوافز المالية العامة.



# حالات رواج الأوراق المالية ما هي أفضل الطرق لإدارتها؟

جيوفاني ديلا أريكشيا Giovanni Dell'Araccia

عملية تطوير عمراني لم تكتمل في ايرلاند بالولايات المتحدة.

وكما عرفنا خلال الأشهر الأخيرة، فإن حالات التعثر تغدو أبهظ كلفة بكثير عندما تكون المصارف متورطة في حالة الرواج، وتكون الأسعار مدعومة من قبل مؤسسات عالية الاستدانة المالية لتحقيق الفاعلية. ذلك لأنه عندما تنكمش أسعار الأصول، تتدهور الميزانيات العمومية للمقترضين وبالتالي ميزانيات المصارف تدهورا حادا (خاصة عندما تشيع عمليات عدم توافق آجال الاستحقاق)، مما يسفر عن تجميد الائتمان، الذي قد يحدث تأثيرا شديدا على النشاط الاقتصادي. وخلال فترات الانتعاش الاقتصادي، يؤدي ارتفاع قيم الضمان إلى تخفيف القيود على الائتمان. وتسهم الزيادة الناجمة في الائتمان بدورها في إذكاء الارتفاع في أسعار الأصول. أما الاتجاه الطزوني المعاكس، فقد يؤدي إلى هبوط، حيث إن انخفاض قيم الضمان يمنع المقترضين من الحصول على ائتمان، مما يؤدي إلى زيادة خفض أسعار الأصول (كيوتاكي ومور، ١٩٩٧).

على النقيض من ذلك، تميل حالات الرواج المدعمة باستدانة محدودة ومشاركة محدودة من جانب البنوك إلى الانكماش دون إحداث تصدعات اقتصادية كبرى. فعلى سبيل المثال، فإنه عندما حدث تعثر عقب فقاعة شركات الإنترنت (دوت كوم) في ٢٠٠١ تلاه ركود خفيف نسبيا. وفي ذلك الرواج، لعبت المصارف دورا ضئيلا. وكان للهبوط الحاد في أسعار الأسهم أثره على الثروة، لكنه لم يسفر عن ذلك النوع من رفع الصدى السلبي بين الميزانيات العمومية المتدهورة للمقترضين والمقرضين، الذي ميز الأزمة الراهنة. ولهذا السبب، فإنه لم يسفر عن ضعف الجهاز المصرفي وإفساد عرض الائتمان اللذين نشهدهما الآن.

وبافتراض أن صناع السياسات قد قرروا أن رواجها خطيرا في سبيله إلى التشكل، ويريدون تكميشه قبل أن يعيث في الاقتصاد الحقيقي فسادا، فما هي الأدوات المتاحة تحت إمرتهم؟

ماريلاند بالولايات المتحدة حالات رواج أسعار الأوراق المالية شائعة الحدوث نوعا ما في اقتصادات السوق. كانت أول حالة يتم توثيقها هي «هوس زهرة التيوليب» في ١٩٣٧ في هولندا، عندما بلغت قيمة مبيعات العقود - في أوجها - أكثر عشر مرات من الدخل السنوي لحرفي ماهر وكان أحدث الحالات هي حالة الرواج الاسكاني في الولايات المتحدة خلال العقد الماضي، والتي أشعل تعثرها الأزمة الاقتصادية العالمية الراهنة. ليست كل حالات الرواج متماثلة. فبعضها يرتبط بأزمات ووقائع من الضوائق المالية. إلا أن بعضا منها أدى إلى النمو، وإنشاء حالات ملموسة طويلة الأجل، مثل «هوس السكك الحديدية الذي حدث في الأربعينيات من القرن التاسع عشر في بريطانيا. لقد أعاد نطاق الأزمة الراهنة وشدتها إشعال الجدل حول ما إذا كان ينبغي أن تعنى السياسة الاقتصادية بحالات رواج أسعار الأصول المالية والزيادات في الاستدانة لتحقيق الفعالية المالية؛ وإذا كان الأمر كذلك، فهل يندرج هذا تحت السياسة النقدية، أو ينبغي أن يلقي العبء على التدابير التنظيمية؟ ما هو الدور الذي يجب أن تلعبه سياسة المالية العامة إن وجد؟ إن هذا الجدل سوف يبقى شاغلا يشغل الاقتصاديين وصناع السياسات فترة من الزمن، لكن هناك بضع نتائج مبدئية يمكن استخدامها.

## حالات الرواج المستندة للاستدانة أكثر خطرا

قد لا يتمثل الأمر المهم إلى هذه الدرجة الكبيرة رواج أسعار الأصول في حد ذاته، ولكن فيمن يملك الأصول والمخاطرة، وكيف يتم تمويل الرواج، وكيف يمكن أن يؤثر أي تعثر نهائي في المؤسسات المالية. إن درجة الروافع أو الاستدانة المالية لتحقيق الفاعلية المرتبطة بتمويل حالة ما من الرواج، ودرجة انخراط البنوك وغيرها من جهات الوساطة المالية هي التي تحدد مدى ضخامة تأثيرات الميزانية العمومية، والأخطار التي تهدد كمية وسائل الائتمان في حالة التعثر.

**ليست كل حالات  
الرواج متماثلة -  
وتوجيه الدعوة  
الصحيحة للسياسات  
التي يتعين اتباعها  
يتوقف على كيفية  
حياسة الأصول ومن  
هم المعرضون لتعثر  
محتمل**

## تركيز أقوى على الاستقرار المالي الكلي

كان النهج الأول المتعارف عليه تقليدياً هو السياسة النقدية لكن رجال المصارف المركزية أناس يتسمون بالحد، ومعظمهم لا يزال على حذره في استخدام أسعار الفائدة في تكميش رواج أسعار الأصول. ويحاج أولئك الذين يجذبون التغافل الحميد بأن المصارف المركزية ينبغي أن تركز على التضخم (وعلى النمو، إن فوض لها بذلك). ويمكن مراقبة أسعار الأصول بغرض استخلاص معلومات مفيدة عن حالة الاقتصاد (فالارتفاع السريع في أسعار الأصول، مثلاً، قد يعطى مؤشراً على وجود ضغوط تضخمية أعم)، لكن لا ينبغي استهدافها في حد ذاتها.

وهذا الرأي يستند إلى أربع حجج رئيسية:

- إن دور السياسة النقدية هو السيطرة على التضخم.
- إنه من الصعب تحديد الرواج في أسعار الأصول.
- إن السياسة النقدية قد تكون أداة ثلثة أكثر من اللازم.
- إن تدخل السياسات قد يضر أكثر مما ينفع. ولهذه الأسباب، كما يذهب الجدل، فإن السياسة النقدية تكون مهياًة لانتشال الأشلاء بعد وقوع الكساد بصورة أفضل من تهيئتها للحيلولة دون نشوء الرواج في المقام الأول.

لكن دورات الرواج والتعثر كما أظهرت الأزمة الراهنة، يمكن أن تكون باهظة التكلفة. وقد أثبتت لنا أن روافع السياسات التقليدية - وهي تخفيض أسعار الفائدة، وضخ السيولة في الاقتصاد - لا تفلح عندما يصاب النظام المالي بضرر بالغ. علاوة على ذلك، فبرغم أنه قد يكون من الصعب حقاً التعرف - على وجه اليقين - على حالات الرواج القائمة على المضاربة، إلا أنه من الممكن تيسير هذه المهمة بتضييق بؤرة التركيز لتنصب على الوقائع التي تتضمن الائتمان والنظام المصرفي. وإضافة إلى ذلك، فإنه حتى لو كان من الصعب فرز حالات الرواج «السيئ» فقد يكون من الأفضل اتخاذ إجراءات وفقاً للسياسات على أساس الحاجة لإصدار حكم تقديري (كما هو الحال في التضخم) لو كانت هناك مخاطرة حقيقية من أن يترتب على عدم التحرك سيناريو كارثي. وإلى الحد الذي قد ينذر فيه تراكم المخاطرة الشاملة على النظام بتدهور اقتصادي حاد - وإلى الحد الذي لا يستطيع فيه التنظيم الحيلولة تماماً دون هذا التراكم، يترتب على ذلك أن المصارف المركزية لا يمكنها إتباع نهج الإغفال الحميد تجاه حالات الرواج في أسعار الأصول وفي الائتمان. وينبغي أن يكون استقرار الأسعار هدفاً ضمن تفويض أعرض لتحقيق الاستقرار المالي الكلي.

ومع ذلك، قد تكون السياسة النقدية وحدها أداة ثلثة أكثر مما يلزم للتعامل مع حالات الرواج القائمة على المضاربة. هل تريدون أن تطردوا مليوناً من الناس من وظائفهم لأن مصارفكم استدانتم كثيراً لتحقيق الفاعلية المالية؟ وإضافة إلى ذلك، فإن العائد المتوقع على الأصول، في أثناء حالات الرواج، يكون أعلى بكثير من أن يؤثر فيه تغير هامشي في سعر الفائدة. كما أن انفتاح حسابات رأس المال يحد أكثر من فعالية أسعار الفائدة - حيث يستطيع الأفراد والشركات الذين يسعون للحصول على قروض - مثلاً - أن ينقلوا أعمالهم ببساطة إلى فرع مصرف دولي. ويصدق ذلك على وجه الخصوص على الاقتصادات المفتوحة الصغيرة، وعلى البلدان التي لديها قطاعات مالية أكثر تطوراً، حيث تتوافر للمصارف فرصة سهلة للحصول على الائتمان الخارجي. ومن المحتمل أيضاً أن تجتذب الشروط النقدية الأكثر إحكاماً رأس المال الأجنبي، وبذلك تزيد من تغذية الطلب على الأصول المستهتة.

وهكذا، فإنه نظراً لأن المشكلة الرئيسية في حالات الرواج تتمثل في احتمال انتشار حالات انهيار المصارف، فقد تطرح التدابير التحفظية والإدارية حلاً أكثر استهدافاً. ولذلك ينبغي أن تكون عنصرها محورياً من أي تصدٍ متكامل من جانب السياسات.

## تحسين التنظيم قد يفيد

ثمة مشكلة كبرى هي أن الأدوات التنظيمية القائمة لا تخفف من نزعة مسابرة

للاتجاهات الدورية التي تتسم بها الأسواق المالية وتراكم الاستدانة المالية لتحقيق الفاعلية. والحقيقة هي العكس تماماً.

لقد عجز التنظيم التحفظي إلى حد بعيد عن الحيلولة دون تراكم المخاطر الشاملة لكل للنظام في أوقات الرخاء ونزع إلى زيادة تفاقم الهبوط الاقتصادي. وتفرض التنظيمات القائمة على المصارف أن تحتفظ بمزيد من رأس المال في أثناء فترات الهبوط الاقتصادي، مع زيادة مقاييس المخاطر، عندما يكون رأس المال قد استنفد بالفعل. ويسهم النهج القائم على التقديرات الداخلية وفقاً لاتفاقية بازل الثانية في هذه المشكلة، لأن احتمالات التعثر يرجح أن تتصدى للتقلبات الدورية (ريبولو، وسورينا، وتروشارت، ٢٠٠٩). ويجبر هذه المصارف على تقليص إقراضها، وبذلك يسهم في تفاقم الهبوط.

وينبغي للتنظيمات، حتى تصبح فعالة، أن تقوم حوافز للشركات للتخفيف من وقع صدمات الاقتصاد الكلي. لكن مسألة كيفية تصميم سياسات تحفظية فعالة لمواجهة التقلبات الدورية لم يبدأ الاقتصاديون وصناع السياسات في معالجتها إلا منذ عهد قريب فقط.

وعند تصميم السلطات مثل هذه السياسات (صندوق النقد الدولي، ٢٠٠٩) عليها أن تنظر فيما يلي:

• استحداث أدوات لامتناس الصدمات؛ قد يلعب تنظيم رأس المال من أجل مواجهة الاتجاهات الدورية، واشتراطات تجنب مخصصات للفاقد من القروض، دوراً مهماً في مكافحة حالات الرواج.

• الحد من الاستدانة لتحقيق الفاعلية المالية. لمنع الاستدانة المفرطة لتحقيق الفاعلية المالية في أثناء فترات الانتعاش، يمكن أن تقترن اشتراطات رأس المال المرجح بالمخاطر بقيود بسيطة نسبياً، لكن مريحة على هذه الاستدانة لتحقيق الفاعلية المالية.

• الحد من تقلب الإقراض العقاري. يمكن التقليل من تقلب الإقراض العقاري من خلال العقود على النسبة بين القرض والقيمة لمواجهة التقلبات الدورية. وقد تستند هذه القيود، مثلاً، على نمو الناتج، وديناميات تسعير المساكن، أو الإقراض الكلي المرتبط بالمساكن. ومن شأن تشديد اشتراطات القروض أن يلج النمو السريع في الائتمان المقدم بعملة أجنبية، وغير المغطى.

• الحد من تحمل المخاطر. يمكن أن تستهدف السياسات مصادر معينة من المخاطر، مثلاً يطلب اشتراطات أشد إحكاماً للأحقية والضمانات لأنواع معينة من القروض وفرض قيود على التعرض لمخاطر العملات الأجنبية.

• تثبيط الإقراض والاقتراض المفرط. يمكن أن يتم ذلك بإلغاء ضمانات النقد الأجنبي الضمنية أو الحوافز المالية العامة لأنواع معينة من القروض، ومن خلال الحملات العامة للتوعية بالمخاطر (اينوك، واوتكير - روبي، ٢٠٠٧).

مراقبة المصارف التي تكتنفها مشكلات، وأخيراً، ينبغي استحداث تدابير من شأنها تحسين قدرة الاقتصاد على الصمود أمام التعثرات. وتشمل مثل هذه التدابير تشديد الإشراف على المصارف التي يحتمل أن تكتنفها المشتكلات، وتسييد اشتراطات الإفصاح في سياسات إدارة المخاطر. ويجدر بنا أن نتذكر أن الاعتقاد السائد مثل الأزمة كان هو أن التوريق قد نقل المخاطرة إلى خارج الجهاز المصرفي.

إن تصميم هذه القواعد وتنفيذها لن يكون بالأمر السهل (انظر مقال: «أوروبا تحت الضغط» في هذا العدد)، خاصة في عالم يخضع للعلمة. إن التكامل المالي يحد من فاعلية التدابير الأحادية الجانب، لأن الأفراد والشركات يمكنهم أن يتحايلوا على القيود بتحويل أموالهم إلى مراكز خارجية، وإلى المصارف الأجنبية الأم.

والمطلوب بالطبع هو مزيد من التعاون الدولي. وسوف تزداد فعالية التدابير لو عملت وكالات الإشراف معاً من أجل سد الثغرات، مثلاً منع الناس من التحول من الإقراض المحلي بالعملات الأجنبية إلى الائتمان الأجنبي المباشر. وسوف تزايد حيوية هذا النوع من التعاون مع زيادة تكامل النظم المالية.

## احتواء الرواج من خلال الضرائب

سياسة المالية العامة أو السياسة الضريبية هي آخر ما يتوافر لصناع السياسات من أدوات. فالتدابير الضريبية يمكن أن تساعد في احتواء الرواج. وتشديد السياسة الضريبية بتقليل الطلب الإجمالي، من شأنه أن يوقف تراكم نقاط الضعف. والضرائب، بوجه خاص يمكن أن تؤثر في أسعار الأصول، لكنها أدوات ثلثة غير حاسمة، وتظل مسألة ما إذا كان ينبغي استخدام الزيادات في الضرائب في احتواء حالات الرواج محل خلاف.

ومع ذلك، فإن الأزمة الراهنة لا بد أن تدفع صناع السياسات إلى إعادة فحص التدابير القائمة منذ فترة طويلة التي تحبذ الاستدانة لتحقيق الفاعلية المالية، مثل السماح بالخصومات من مدفوعات الفائدة على الرهن العقاري. ورغم أن معظم المراقبين يعتقدون أن السياسة الضريبية لعبت دورا ضئيلا في الأزمة الراهنة، إلا أن القواعد الضريبية في بلدان كثيرة أفضت بشكل واضح إلى مستويات عالية من ديون القطاع العائلي والشركات، وربما أدى ذلك إلى زيادة نقاط الضعف في الاقتصاد الكلي. وقد تكون مخصصات الضرائب قد أثرت أيضا على مستوى أسعار الأصول الرئيسية، ونموها، وتقلبها، الأمر الذي أثار تساؤلات حول ما إذا كانت سياسة الضرائب الاستثنائية قد لعبت دورا في تخفيف هذه الأسعار أو دعمها والدليل على ذلك هو تأثير التخفيف من ضريبة الرهن العقاري

## الطريق إلى الأمام

قد يكون من الصعب اكتشاف رواج صاعد، ومن الصعب الخروج برد فعال باستخدام السياسات، وهو ما يفسر سبب نزوع صناع السياسات إلى الإعراض عن الإجراءات الصارمة من خلال السياسات.

قد تؤدي حالات الرواج الممولة من المصارف إلى حالات التعثر التي تثير الاضطراب في كمية وسائل الائتمان المعروضة في الاقتصاد، كما تعلمنا بمشقة وعناء. ويمكن على نحو آمن ترك حالات الرواج الأخرى، مثل رواج أسواق الأوراق المالية، لترعى نفسها بنفسها. والدرس المستفاد من الأزمة الراهنة واضح: فإذا تم تضخيم الرواج من خلال زيادة الاستدانة لتحقيق الفاعلية المتوافرة من الجهاز

المصرفي، وجب على صناع السياسات أن يفكروا مرتين مثل أن يقرروا البقاء في صفوف المتفرجين. وتستند الحجة المؤيدة للتدخل بالسياسات إلى كيفية تمويل الرواج وكيفية تحمل المخاطرة. وتمثيل وقائع الرواج ذات الاستدانة المحدودة، التي تتضمن مشاركة وسطاء ماليين إلى الانكماش دون إحداث تصدعات اقتصادية كبرى. وتكون المخاطر بالنسبة للاقتصاد أكبر عندما يتم تغذية التصاعد في أسعار الأصول من خلال الاستدانة لتحقيق الفاعلية المالية، وتكمن المخاطر أساسا داخل الجهاز المصرفي.

ومن المرجح أن مزيجا من أدوات السياسات هو الطريقة المثلى لتكميش الرواج. وسوف يتعين على السياسة النقدية في المستقبل أن تضع الرواج في أسعار الأصول، والاستقرار المالي في اعتبارها بصورة أكبر لكن الاستجابة من خلال السياسات ينبغي أن تتضمن اللجوء بشكل أكبر إلى تدابير تحفظية مرنة جديدة تهدف إلى الحد من نزاع الوساطة المالية لمسايرة التقلبات الدورية. ■

جيوفاني ديللا اريكشيا نائب رئيس شعبة بدائرة البحوث بصندوق النقد الدولي

المراجع:

Enoch Charles, and I. Ötger-Robe, 2007, Rapid Credit Growth in Central and Eastern Europe (Washington: International Monetary Fund).

IMF, 2009, "Lessons of the Financial Crisis for Future Regulation of Financial Institutions and Markets and for Liquidity Management," (Washington); see <http://www.imf.org/external/pp/longres.aspx?id=4316>

Kiyotaki, Nobuhiro, and John Moore, 1997, "Credit Cycles," Journal of Political Economy, Vol. 105, No. 2, pp. 211-248.

Repullo, Rafael, Jesús Saurina, and Carlos Trucharte, 2009, "Mitigating the Procyclicality of Basel II"; see [ftp://ftp.cemfi.es/pdf/papers/repullo/RST\\_G20\\_ebook.pdf](ftp://ftp.cemfi.es/pdf/papers/repullo/RST_G20_ebook.pdf)

## تعالوا إلى

### الأسطنبول، تركيا

### لحضور ندوات برنامج ٢٠٠٩

إثارة للفكر ←

وضع لجدول أعمال ← الإلهام بالعمل

ندوات البرنامج هي أول منتدى عالمي تستطيع فيه أن تنضم لمديري القطاع الخاص التنفيذيين من كل أنحاء العالم، وصناع السياسة من المستوى العالمي من ١٨٥ بلدا، وغيرهم من القادة في مبادئ التنمية والتمويل الدولية في حوار مفعم بالحيوية وبناء لدعم شبكة التعاون في الاقتصاد الدولي.

#### موضوعات أساسية لعام ٢٠٠٩

- ♦ الأزمة العالمية وانتخابات السياسة
- ♦ الأزمة المالية والفقراء
- ♦ الأزمة والانتعاش والإصلاح الهيكلي
- ♦ أوروبا الناهضة وآسيا الوسطى
- ♦ مستقبل النظام المالي الدولي
- ♦ اختفاء اللون الأخضر على الاستجابة اللازمة
- ♦ أدوار القطاعين العام والخاص بعد الأزمة

2009 ANNUAL MEETINGS



متى : ٢-٥ أكتوبر ٢٠٠٩

أين : أسطنبول، تركيا

للحصول على مزيد من المعلومات يرجى الاتصال:  
Annual Meetings Program of Seminars  
IMF—World Bank Group  
Washington, D.C. 20431 U.S.A.

Telephone: [1](202) 473-3394  
Facsimile: [1](202) 623-4004  
Email: seminars@worldbank.org  
Website: www.worldbank.org/pos

# العاصفة التامة

وجهة نظر أو ليفييه بلا نشار في الأسباب الرئيسية الكامنة خلف الأزمة  
Olivier Blanchard's view of the underlying causes of the crisis

وقد حدد بلانشارد أليتين مرتبطتين لكن متميزتين: الأولى هي بيع الأصول للوفاء بالسيولة التي يتهافت عليها المستثمرون، والثانية هي بيع الأصول لإعادة نسب رأس المال إلى أصولها. وقد أسهمت هاتان الأليتان، إلى جانب الظروف المبدئية - في خلق أسوأ كساد منذ ثلاثينيات القرن العشرين.

## أربعة ظروف مبدئية

كانت بداية شرارة الأزمة هي انهيار أسعار المساكن في الولايات المتحدة. لكن الخسائر المبدئية الناتجة عن أزمة الرهن العقاري دون الممتاز لم تكن ضخمة بالمقارنة مع تدبير مثل رسملة سوق الأوراق المالية الأمريكية، لكن التدهور اللاحق في أسواق الأوراق المالية (انظر الرسم البياني) ألقى عليها بظلال كثيفة. وعلى أية حال، فإن المسرح كان يجري إعداده - على مدى السنين لأزمة أكبر بكثير. وذكر بلانشارد أربعة شروط مسبقة: التهوين من قدر المخاطرة المتضمنة في الأصول المصدرة حديثًا؛ وعدم شفافية الأوراق المالية المشتقة الواردة في الميزانيات العمومية للمؤسسات المالية، والترابط بين المؤسسات المالية، سواء داخل البلدان أو عبرها؛ والدرجة العالية من الاستدانة لتحقيق الفاعلية المالية للنظام المصرفي ككل.

في محاضرة له في تشرين الثاني / نوفمبر ٢٠٠٨، شرح كبير الخبراء الاقتصاديين في صندوق النقد الدولي كيف تحولت أزمة بدأت في الأوراق المالية المضمونة برهونات عقارية إلى أسوأ كساد منذ الثلاثينيات من القرن الماضي

بدء الأزمة المالية بفترة من الزمن بدت آثارها على النشاط الحقيقي محدود: لكن ذلك لم يدم طويلا. وبدأ تدنى أسعار المساكن، وتدنى أسعار الأوراق المالية - الذي أطلق في البداية انخفاض القيمة السوقية للأوراق المالية للمؤسسات المالية - وارتفاع أقساط التأمين على المخاطر، وتقنين الائتمان، يقتضى ثمنه الباهظ في النصف الثاني من ٢٠٠٧. بيد أن التأثير أصبح فجأة أكثر وضوحا في خريف ٢٠٠٨. وأدى القلق إزاء تفاقم الأزمة المالية واحتمال أن تفضى إلى كساد عظيم آخر إلى انخفاض حاد في أسعار الأوراق المالية وإلى هبوط مثير في ثقة المستهلكين والشركات في جميع أنحاء العالم.

وقد حدث ذلك نتيجة لتراكم الظروف الكامنة التي أسهمت في تشكيل الأزمة خلال أوقات الرخاء الخوالي، زائدا إطلاق العنان لآليات التضخيم التي زادت من تأثيرها بصورة مثيرة.

خلص كثيرون (منهم بلانشار) إلى حقيقة، أن اقتصاد الولايات المتحدة سوف يصمد أمام الزيادة في أسعار المساكن على نحو أفضل من معظم الاقتصادات: ذلك أن الصدمة سيتم امتصاصها من قبل مجموعة كبيرة من المستثمرين. وليس فقط من جانب بضع مؤسسات مالية، وبالتالي سوف يتم امتصاصها بصورة أيسر بكثير. وهذه الحجة أغفلت جانبيين تبينت أهميتهما فيما بعد. أولهما أنه مع التعداد جاء انعدام الشفافية. وبرغم إمكان تقدير قيمة مجمعات الرهونات العقارية البسيطة، فإن تقدير قيمة شرائح الأوراق المالية المشتقة: أكثر صعوبة، بل والأكثر صعوبة هو تقييم الأوراق المالية المشتقة. وهكذا تُرجمت دواعي القلق إزاء الرهونات العقارية الأصلية إلى درجة كبيرة من عدم اليقين إزاء قيمة الأوراق المالية المشتقة. وفي ذلك المناخ، كانت حقيقة أن الأوراق المالية مملوكة لمجموعة كبيرة من المؤسسات تعنى ضمناً أن هذا القدر الكبير من انعدام اليقين قد أصاب عددا كبيرا من الميزانيات العمومية في الاقتصاد.

أدى التوريق والعولمة إلى زيادة الترابط بين المؤسسات المالية سواء داخل البلدان أو عبرها. كانت إحدى الروايات المبكرة عن الأزمة هي الانكشاف الكبير بصورة مدهشة لبعض المصارف الألمانية الإقليمية لمخاطر قروض عقارية أمريكية. ولكن الحقيقة تتجاوز كثيرا هذا النموذج الوحيد. فقد ازدادت الاستحقاقات الخارجية للمصارف من الاقتصادات الخمسة المتقدمة الكبرى من ٦,٣ تريليون دولار في ٢٠٠٠ إلى ٢٢ تريليون دولار قبل صكوك حيزران/ يونيو ٢٠٠٨. وفي منتصف ٢٠٠٨، تجاوزت استحقاقات هذه المصارف من بلدان الأسواق الناشئة وحدها ٤ تريليونات دولار. فكر فيما ينطوي عليه هذا ضمنا، لو قررت تلك المصارف لأي سبب كان أن تخفض من انكشافها للمخاطر الخارجية، كما يحدث الآن.

زيادة الاستدانة لتحقيق الفاعلية المالية داخل النظام المصرفي. كان الظرف المبدئي الرئيسي الأخير هو زيادة الاستدانة لتحقيق الفاعلية المالية. فقد قامت المؤسسات المالية بتمويل حوافظها المالية برأسمال أقل وأقل، وبذلك زادت من العائد على هذا الرأسمال.

ما هي الأسباب التي كانت تكمن وراء ذلك؟ من المؤكد أن التفاؤل والتهوين من شأن المخاطرة كانا يفعلان فعلهما. وثمة عامل آخر مهم هو عدد الثغرات التنظيمية. فقد سمح للمصارف بتخفيض اشتراطات رأسمالها عن طريق استبعاد الأصول من ميزانياتها العمومية فيما يسمى بوسائل الاستثمار الهيكلي. ففي ٢٠٠٦ تجاوزت قيمة أصول مجموعة سيتي جروب خارج نطاق الميزانية العمومية البالغة ٢,١ تريليون دولار - قيمة أصولها الدرجة داخل الميزانية البالغة ١,٨ تريليون دولار. وقد امتدت الشبكة إلى ما هو أبعد من المصارف. ففي نهاية ٢٠٠٦ مثلا، بلغ رأس مال «شركات التأمين التي لها حقل نشاط واحد» - التي كانت تؤمن على نوع معين من المخاطر - مثل التعثر في سداد السندات البلدية - وكانت تعمل خارج إطار التنظيم، ما يعادل ٣٤ مليار دولار لضمان مطالبات التأمين مقابل أصول قدرت قيمتها بأكثر من ٣ تريليونات دولار.

كانت تداعيات الاستدانة العالية لتحقيق الفاعلية المالية على الأزمة، صريحة ومباشرة، فلو حدث، لأي سبب كان، وانخفضت قيمة الأوراق المالية، وازدادت درجة عدم اليقين إزاءها، فعندئذ يزيد احتمال القضاء على رأس المال تماما، وإعسار المؤسسات كلما زادت الاستدانة لتحقيق الفاعلية المالية. وهذا بالضبط ما حدث.

كانت الأوراق المالية المصدر، والمشترا والمبيعة تبدو أقل مخاطرة بكثير مما كانت عليه حقيقية. ومع توقع ثبات أسعار المساكن أو ارتفاعها بدت معظم الرهونات العقارية خالية من المخاطر نسبيا: إذ أن قيمة الرهن العقاري قد تكون مرتفعة بالنسبة لسعر منزل ما، لكن هذا الاختلال قد يختفى ببطء على مر الزمن مع ارتفاع الأسعار. وباسترجاع الماضي، نجد أن الاستدلال الزائف لهذا الطرح كان يتمثل في مقدمته المنطقية القائلة بأنه: لو انخفضت أسعار المساكن فعلا، لتجاوزت رهونات عقارية كثيرة قيمة المسكن، مما يؤدي إلى حالات من التعثر وحبس الرهن. لماذا هون الناس الذين أبرموا هذه الرهونات العقارية، والمؤسسات التي احتفظت بها من قيمة المخاطرة الحقيقية؟ لقد طرحت لذلك تفسيرات كثيرة، وتمت تسمية كثير من المهتمين الممثلين. وكل من هذه التفسيرات يحتوى على ذرة من الحقيقة ولا شيء سوى ذرة.

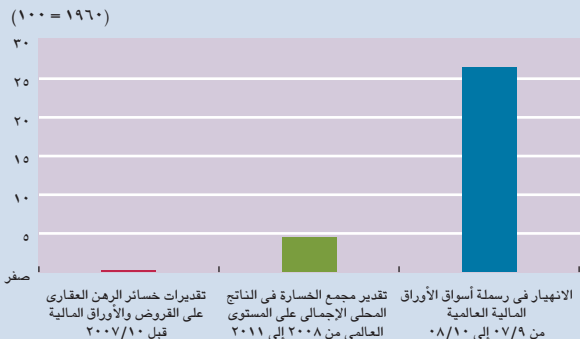
قال بلانشار إنه يرى أن التفسير الأساسي أكثر عمومية. إذ يعلمنا التاريخ أن البيئات الاقتصادية الحميمة. تؤدي عادة إلى رواج الائتمان، وإلى خلق أصول حدية وإصدار أصول قروض حدية. وينتظر المقرضون والمقرضون إلى التوزيعات التاريخية الحديثة للعوائد ثم يراودهم التفاؤل، بل حقا التفاؤل المفرط، إزاء العوائد مستقبلا كان المناخ حميدا خلال السنوات الأولى من القرن الحادي والعشرين في معظم بلدان العالم، مع تواصل النمو، وانخفاض أسعار الفائدة. وعند النظر على وجه الخصوص إلى أسعار المساكن في الولايات المتحدة، كان يمكن لكل من المقرضين والمقرضين أن يشيروا إلى حقيقة أن أسعار المساكن قد ازدادت كل عام منذ ١٩٩١، وظلت تتزايد حتى في أثناء الركود في ٢٠٠١.

أدى التوريق إلى ظهور أصول مرتبة ويصعب تقييمها في الميزانيات العمومية للمؤسسات المالية. وقد بدأ التوريق في وقت أسبق بكثير؛ لكنه تصاعد في أثناء العقد الماضي. وفي منتصف ٢٠٠٨، كان ما يزيد على ٦٠ في المائة من الرهونات العقارية بالولايات المتحدة قد تم توريقها إذ تم تجميعها بحيث تشكل أوراقا مالية مدعومة برهونات عقارية - وتم فصل تدفقات الدخل الناتجة عن هذه الأوراق المالية (تقسيمها إلى شرائح) بحيث تطرح تدفقات أكثر مخاطرة لبعض المستثمرين وتدفقات أقل مخاطرة لغيرهم.

لماذا انطلق التوريق على هذا النمو؟ لأنه كان ولا يزال يمثل «تحسنا كبيرا في توزيع المخاطر، وتطورا صحيا بصورة أساسية. وبالنظر عبر البلدان قبل الأزمة

## تضخم الأزمة

كانت الخسائر الناجمة عن قروض الرهن العقاري قليلة بالنسبة لما تلاها من انهيار في سوق الأوراق المالية.



المصادر: IMF, Global Financial Stability Report and World Economic Outlook (November update and estimates); and World Federation of Exchanges. Estimates as of November 2008



## كيف تم تضخيم الأزمة؟

كانت الأزمة الأكبر محصلة آليتين ضخمتا الأزمة المبدئية هي: عجز بعض المصارف عن تحريك نفسها، وتأثيرات اشتراطات كفاية رأس مال المصارف.

والآلية التضخيم الأولى هي النسخة العصرية من التهافت على السحب من المصارف. فى أثناء موجات التهافت التقليدية على السحب من المصارف فى أثناء فترة الكساد العظيم، كان المودعون هم الذين سحبوا أموالهم من المصارف. ومنذ ذلك الوقت حدث تغييران. الأول هو أن المودعين فى معظم البلدان يتمتعون فى معظمهم بالتأمين، ولذلك يكون الحافز قليلا لديهم للتهافت على السحب من المصارف. كما أن المصارف وغيرها من المؤسسات المالية تمول نفسها إلى حد كبير من أسواق النقد من خلال «التمويل بالجملة» القصير الأجل.

أما موجات التهافت على السحب العاصرة، فلم تعد تهافتا على السحب بالمعنى الحرفى: فما

يحدث هو أن المؤسسات التى يتصور أنها معرضة للمخاطرة، لم تعد تستطيع تمويل نفسها فى أسواق النقد. وتكون النتيجة هى نفس ما كان يحدث فى حالات التهافت القديمة على السحب من المصارف: فعندما كانت المؤسسات تواجه بنقص فى قدرتها على الاقتراض كانت تضطر إلى بيع أوراق مالية. وإلى الحد الذى يعتبر فيه تلك ظاهرة اقتصادية كلية، قد يوجد مستثمرين ممن لديهم موارد مالية وفيرة، مستعدين لشراء الأصول. وبالإضافة إلى ذلك، فإنه إذا كان من الصعب خصوصا على المستثمرين الخارجيين أن يقدروا قيمة الأصول، فمن المحتمل أن تباع الأصول «بأسعار بيع محروقة» أى بأسعار أدنى من القيمة الحالية المتوقعة للمدفوعات على الأصول. وهذا بدوره يعنى ضمنا أن بيع أصول من جانب مؤسسة مالية ما يسهم بقدر أكبر فى تخفيض قيمة جميع الأصول المماثلة، ليس فقط فى ميزانية البائع، بل أيضا فى ميزانيات جميع المؤسسات التى تحتفظ بهذه الأصول. ونخفض هذا بدوره من رأسمالها، مما يدفعها إلى بيع الأصول وهلم جرا.

وتعمل آلية التضخيم عملها، ومن السهل أن نرى كيف تحد الظروف المبدئية حجم التضخيم: فبقدر ما تكون الأصول مغلقة بقدر أكبر من عدم الشفافية وبالتالي يصعب تمييزها، وتزايد احتمالات التهافت على السحب ولأسباب نفسها، يغدو العثور على مستثمرين أجانب لشراء هذه الأصول أكثر صعوبة، ويكون البيع بأسعار محروقة أكبر. ويقدر ما يؤدي التوريق إلى انكشاف مجموعة أكبر من المؤسسات للمخاطر، سوف يتعرض مزيد من المؤسسات لخطر التهافت على السحب منها. وأخيرا، بقدر ما تكون المؤسسات أكثر استنادة لتحقيق الفاعلية المالية، أى أنها تحتفظ برأسمال أقل بالنسبة للأصول بداية، يتزايد احتمال الإعسار، مما يؤدي مرة أخرى إلى زيادة احتمال حدوث حالات التهافت على السحب منها. وكما رأينا، كانت هذه العوامل جميعها ظاهرة للعيان بصورة كبيرة فى بداية الأزمة، ولهذا السبب، كانت هذه الآلية للتضخيم قوية بصفة خاصة.

أما آلية التضخيم الثانية فتأتى من حاجة المؤسسات المالية للمحافظة على نسب كافية من رأس المال. إن المؤسسات المالية، إذ تواجه نقصا فى قيمة أصولها، وبالتالي نقصا فى رأسمالها، فإنها تحتاج إلى تحسين نسب رأسمالها،

إما للوفاء بالاشتراطات التنظيمية أو لإرضاء المستثمرين الذين تتخذ تدابير للتقليل من مخاطر إعسارهم. ومن حيث المبدأ يكون أمامها عندئذ خيار من خيارين. إذ يمكنها أن تحصل على أموال إضافية من مستثمرين خارجيين، أو أن تلغى استناداتها لتحقيق الفاعلية المالية، مخفضة حجم ميزانياتها العمومية، عن طريق بيع بعض أصولها أو بتخفيض الإقراض الذى تقدمه. وفى ظل أزمة اقتصادية كلية، يرجح أن يكون من الصعب الحصول على رأسمال خاص إضافى وذلك للأسباب التى سبق ذكرها: فقد يوجد بضعة مستثمرين من ذوى الموارد المالية الوفيرة مستعدين لتقديم أموال. وبقدر ما يكون من الصعب تجميع الأصول التى تحوزها المؤسسات المالية، سيعزز المستثمرين عن وضع أموالهم فى مؤسسات تحوزها. وفى مثل ذلك الموقف، يكون الخيار الوحيد أمام هذه المؤسسات هو بيع بعض أصولها. ثم تدخل الآلية نفسها إلى حيز التنفيذ: حيث يؤدي بيع الأصول إلى أسعار البيع المحروقة، مما يؤثر فى ميزانيات جميع المؤسسات التى تحوزها، ويسفر عن مزيد من المبيعات، وهلم جرا. ومرة أخرى، سوف يعنى انعدام الشفافية، والترابط والاستنادة لتحقيق الفاعلية المالية ضمنا مزيدا من التضخيم.

وهاتان الآليتان متميزتان. فمن الناحية النظرية، قد تحدث حالات التهافت على السحب، حتى فى غياب أى انخفاض مبدئى فى قيمة الأصول. وهذا هو تعددية التوازنات المعروفة. أى أنه إذا توقف التمويل، وجب تسهيل الأصول بأسعار بيع محروقة، مما يبرر التوقف عن التمويل فى المقام الأول. لكن حالات التهافت على السحب تصبح أكثر ترجيحاً، كلما زادت الشكوك إزاء قيمة الأصول. ومن الناحية النظرية، قد ترغب الشركات فى اتخاذ تدابير لإعادة تحديد نسب رأسمالها، حتى لو لم تكن لديها مشكلة فى التمويل قصير الأجل، ولا تواجه حالات تهافت على السحب.

بيد أن الآليتين تتفاعلان بطرق كثيرة. فقد تلجأ مؤسسة مالية تتعرض للتهافت على السحب إلى تخفيض الائتمان المقدم إلى مؤسسة مالية أخرى، بدلا من بيع الأصول، الأمر الذى يضطر الأخيرة لبيع الأصول بدورها. ومن بين القنوات التى انتقلت من خلالها الأزمة من الاقتصادات النقدية إلى الاقتصادات الناشئة هو ما حدث من تخفيض فى حدود التسهيلات الائتمانية المقدمة من مؤسسات مالية فى اقتصادات متقدمة إلى فروعها الأجنبية، مما اضطرها بدورها إلى بيع أصول أو تخفيض الائتمان المقدم إلى المقرضين المحليين.

خلاصة القول أن التهوين من قدر المخاطر، وانعدام الشفافية، والترابط، والاستنادة تضافرت جميعها لكى تخلق العاصفة (المالية) التامة. وبعد أن ألقى بلائشار محاضرتة تضافرت آليات أخرى للتضخيم لتحويل الاضطراب المالى إلى عاصفة اقتصادية كلية ضخمة. ■

المراجع:

Blanchard, Olivier, 2008, *The Crisis: Basic Mechanisms and Appropriate Policies* (Munich: Center for Economic Studies).

# اللعبة بالنار

شاركت شركات عبر كافة أطراف الأسواق الناشئة في عقود مشتقات دخيلة أدت إلى خسائر كبيرة

رانندال دود  
Randall Dodd



## موضوع محل نقاش

اشتبك واضعو السياسات في الكثير من الدول في نقاش مستعر حول كيفية التعامل مع المشتقات التي أطلقت عليها أسماء لطيفة «كيكو» و«تارن»، وغيرها من المشتقات غير الدخيلة (انظر إلى الإطار). وثمة سؤالان أساسيان يقعان في لب النقاش: هل كانت تسعى الشركات إلى التحوط - أي حماية نفسها من تحركات العملة - أم كانت تسعى إلى المضاربة؟ وهل كانت البنوك، بتصرفها كسماسرة في المشتقات، تلبى احتياجات عملاءها وحسب، أم شاركت في ممارسات التداول الخادعة؟

ويستحيل تقريبا التثبت من طبيعة تفكير العملاء أو السماسرة. ولذلك فإن الجدل أشعل نار أكبر مما أشعل ضوءا. ويحاول هذا المقال وصف هذه المشتقات وتحليل مدى موافقتها للتحوط والمضاربة، كما يقترح بعض إجراءات السياسات للمساعدة على منع سوء استخدامها.

وقد ثارت مخاوف الرأي العام التي تحيط بهذه المنتجات المالية غير الدخيلة لأن تأثيرها على اقتصادات الأسواق الناشئة ذات الصلة كان أكبر من التأثير المباشر للشركات ذات الصلة. وبمجرد أن بدأت قيمة العملة المحلية في الانخفاض بما يكفي لكي يتكبد مستثمرو «كيكو» و«تارن» خسائر كبيرة بعثت التقارير عن الخسائر الخوف داخل أسواق العملات المحلية وزادت من ضغوط البيع. وكان غياب الشفافية في سوق المشتقات الدخيلة هذه يعني أن أسواق

## أنيقة ولكن قوية

يعطى بانعوا المشتقات في الأغلب أسماء أنيقة للمشتقات الدخيلة في إطار جهود التسويق التي يبذلونها. وترمز «كيكو» (KIKO) بالإنجليزية إلى خيار «الاستمرار والتوقف»، ويمثل خيار «التوقف» المرحلة التي تلغى فيها الأرباح الإضافية للمستثمر. ويرمز «تارن» (TARN) في الإنجليزية إلى «سند استرداد مستهدف» بما يعني أن الأرباح الإضافية سوف تنتهي بعد وصولها إلى مبلغ «استرداد مستهدف». وتستخدم تارن في الأغلب للإشارة إلى عقود آجلة أو مقايضة. وتتضمن المشتقات الشبيهة Snowball و Accumulator، والتي تشير أسماؤها إلى إمكان تراكم المزيد من الأرباح (أو الخسائر).

الأسماء كما لو كانت تطلق على دُمى أو قصص أطفال: «كيكو» تبدو في كوريا و«تارن» في البرازيل ودول أخرى. بيد أنها جزء من نموذج للأعمال يعتمد على استخدام - أو سوء استخدام - مشتقات دخيلة لها عواقب لا يمكن تخيلها. وقد أدت المعاملات المرتبطة بهذه المشتقات إلى خسائر فادحة نجم عنها حالات من الذعر في أسواق العملات وأسهمت في نقل الأزمة المالية إلى أسواق ناشئة. ودفعت العواقب الحقيقية للغاية لرئيس مائدة الأعمال المستديرة في بولندا إلى القول بأن هذه المشتقات «نتاج الجحيم».

وسجلت الخسائر الأولى داخل شركات خاصة في قطاع السلع التي يمكن تداولها. وكان معظم الشركات عبارة عن شركات تصدير إتضح أنها تستخدم المشتقات للحماية من الآثار الضارة التي يمكن أن تحدث إذا تم رفع قيمة العملة المحلية الخاصة بهم. ولكن عندما انخفضت قيم العملات بدلا من ذلك وتم الإفصاح عن الخسائر، اضطرت البورصات في الوقت الذي كان على الشركات أن تتدافع وتبيع العملات المحلية مقابل الدولار لتغطية خسائرها. وكانت الخسائر المباشرة كبيرة وواسعة النطاق. وتأثر ما يقدر بخمسين ألف شركة في الأسواق الناشئة. وتضمن ذلك ١٠ في المائة من المصدريين الإندونيسيين و٥٧١ من المصدريين الكوريين ما بين شركات صغيرة وأخرى متوسطة الحجم. وتقدر الخسائر في البرازيل بـ٢٨ مليار دولار وفي إندونيسيا بـ٣ مليارات دولار وفي المكسيك وبولندا بـ٥ مليارات دولار لكل منهما. ولم تكن جميع الخسائر في القطاع الخاص. فقد خسرت شركة سيلان للبتروال السيرلانكية المملوكة للدولة ٦٠٠ مليون دولار، وتكدت شركة سيتيك باسيفيك الصينية خسائر بلغت ٢,٤ مليار دولار.

ويبدو أن هذه الظاهرة قد استشرت. ووردت أنباء عن خسائر أيضا في الشركات المصدرة وغيرها من الشركات في هونغ كونغ والهند وماليزيا. وعانت الشركات في البرازيل والمكسيك من خسائر كبيرة (انظر «تحوط وليس مراهنه»، في هذا الإصدار).

العملة لم تكن تستطيع معرفة كمية المعاملات القائمة أو من يحوزها أو حجم الخسائر المحتملة. وأدت الشكوك إلى حالة من الخوف تبعتها حالة من الذعر متنامية ذاتيا. وكان الخوف سببا في تراجع قيم العملات، وهو ما أدى إلى خسائر أكبر بالنسبة للمستثمرين.

كما تلقت ثقة المستثمر لطمة هي الأخرى، حيث تعثرت أسعار أسواق الأسهم الناشئة وتم إحباط علاوات الائتمان، وسحب المستثمرون الأجانب رأس المال، وباتت إمكانية إعادة تمويل ديون العملات الأجنبية مستحقة السداد محل شكوك. ووصلت الأزمة المالية العالمية التي بدأت في سوق الإسكان الأمريكية إلى اقتصادات الأسواق الناشئة.

## الظهور الأول

ظهرت المشاكل إلى النور العام الماضي مع حدوث اضطرابات لحالات بدا أنها غير مترابطة من شركات غير مالية فيما يتعلق بتغطية حماية العملة الخاصة بها، وهي عبارة عن معاملات تستهدف تعويض الخسائر التي تحدث عندما تتراجع قيمة عوائد التصدير مقارنة بقيمة العملة المحلية الخاصة بهم (التي يجب أن تستخدمها لدفع تكاليف الإنتاج). وتعد تغطية حماية العملة أمرا له أهمية خاصة بالنسبة للشركات في قطاعات التصدير والاستيراد لأنها تحقق إيرادا وتقدم مدفوعات بعملات غير العملات المحلية الخاصة بها وتريد حماية دخلها بالعملات المحلية. وفي معظم الحالات، فإن هذه التغطية الدخيلة تتضمن مُصدراً اكتسب مركزا طويلا الأجل بعملة البلد الخاصة به - أي أنه يشتري عقدا مشتقا متوقعا زيادة قيمته بالعملة المحلية، عادة في مقابل الدولار.

ولكن، سرعان ما ظهر نمط جديد، ففي سبعة بلدان آسيوية على الأقل - وهي الصين والهند وإندونيسيا واليابان وكوريا وماليزيا وسريلانكا - بالإضافة إلى البرازيل والمكسيك وبولندا، نتجت الخسائر من عقود مشتقات دخيلة شبيهة للغاية تم تداولها بين سماسرة مشتقات محنكين وعملاء شركات غير مالية أقل حنكة عادة. وفي كوريا، اشتهرت هذه المشتقات باسم «كيكو»، (الاستمرار والتوقف) وفي دول أخرى كان يطلق عليها تارن «سند أو مقايضة أو عقد أجل لاسترداد مستهدف» أو عقد أجل تحت الطلب أو ودائع عملة مزدوجة. وكانت مقايضات قسائم العملة هي الوصف الذي استخدم في اليابان.

وما جعل الخسائر أمرا مثيرا للمخاوف هو حجمها، حيث كانت الخسائر التي تم الكشف عنها مفرطة مقارنة بالتقديرات المعقولة لإيرادات التصدير بالشركات، وسرعان ما اضطرت بعض الشركات إلى تقديم طلبات لحمايتها من الإفلاس. ولم يكن ذلك متساويا مع العوائد من أنشطة التغطية العادية. وبدلا من ذلك، ولدت الخسائر المتزايدة عواصف نارية لا تبقى ولا تذر - وأصبحت فضائح.

## ماذا كانت؟

على الرغم من أن الأسماء تباينت من بلد لآخر، فإن الهيكل الاقتصادي الأساسي للمعاملات الشبيهة بـ«كيكو» و«تارن» كان متماثلا.

• فقد خلق المشتق مركزا طويلا، الأجل - أي مركزا يحقق فيه المستثمر مكاسب من زيادة قيمة العملة الأساسية. وعادة ما كان المركز بالعملة المحلية، على الرغم من أن المعاملات في سريلانكا كانت في نفظ خام وفي اليابان كانت في دولارات استرالية.

• وأثمر المشتق مدفوعات شهرية استمرت لمدة عام وفي بعض الأحيان عامين. واستخدم هيكل «كيكو» عقود الاختيار الطويلة تحت الطلب الطويل (تعطى المشتري الحق في شراء العملة مقابل سعر معين خلال مدة معينة من

الزمن، وعقود اختيار البيع) (ضمان حق البيع). وقد أدى ذلك إلى ظهور المكافئ الاقتصادي للمعاملات الآجلة أو العقود الآجلة - وفيها يحقق المستثمر أرباحا من حركة التصاعد في السعر الأساسي وخسائر من حركة النزول فيه.

• وتم وضع سقف أو حدود على الأرباح المحتملة من المعاملات، وفي بعض الحالات كان حكم يطلق عليه حكم التوقف هو الذي يلغى المدفوعات الشهرية إذا تم رفع قيمة العملة المحلية لأكثر من سعر صرف محدد، في حين أنه في حالات أخرى كان يمكن للعقد أن ينتهي إذا وصل تراكم الأرباح إلى مقدار مستهدف.

• لم تكن هناك حدود للخسائر المحتملة، وفي الواقع تمت هيكلة المشتقات بطريقة تحدث فيها الخسائر بمعدل أسرع بمقدار الضعف مقارنة بالتراجع في سعر الصرف الأساسي أو السعر الاسترشادي.

• وكانت التكلفة المبدئية أو العلاوة للدخول في هذه المعاملات صفرا

## نقاش لائق

من الصعب معرفة ما إذا كانت الشركات غير المالية تنوى، تغطية نفسها ضد زيادة قوة العملة المحلية أم كانت تنوى المضاربة، فحسب. ومن الصعب أيضا التعرف بصورة شاملة على ما إذا كانت تستوعب بدقة ملامح المخاطر المرتبطة بالعوائد الخاصة بهذه المعاملات. وبالمثل من الصعب التأكد مما إذا كان سماسرة المشتقات الذين يعرضون هذه المعاملات يلبون طلبات عملائهم أم يستغلونها.

وبغض النظر عن الدوافع، فقد كانت النتيجة واضحة جلية، مثلما كان الطابع الاقتصادي لهذه العقود. فلم تكن هذه المشتقات الدخيلة غير مناسبة بالنسبة للتغطية أو المضاربة ولم يكن من المحتمل أن يقوم أي مستثمر لبيب بالدخول في هذه العقود عن عمد. ويجب أن يتحول النقاش حول السياسة من محاولة التعرف على عقلية تجار المشتقات والمستثمرين فيها إلى مناقشة الطريقة الفضلى لضمان استخدام المشتقات المناسبة في الواقع من أجل التغطية، وأن من يقوم بالتغطية محمي من ممارسات التداول الضارة وأن التداول للمضاربة مقصور على أفراد وشركات «مؤهلين».

وهذه المشتقات الدخيلة لا تناسب التغطية لأنها لا تتفق بصورة وثيقة مع تعرض الشركات القائم للمخاطر. وعلى الرغم من أن الشركات تحتاج إلى تغطية من الزيادة في قيمة العملة المحلية، فإن أدوات «كيكو» و«تارن» لا تعمل كتغطية إذا ارتفعت قيمة العملة بدرجة كافية «لوقف» المدفوعات أو استحدثت طلب الوفاء بالعقود. وعلامة على ذلك، فإن المكاسب المحتملة للمصدر من تراجع قيمة العملة - بسبب أن منتجه أصبح أكثر تنافسية - لا يماثلها تضاعف معدل الخسائر من تراجع قيمة النقود.

كما أن هذه المشتقات لا تناسب الشركات غير القادرة على امتصاص الضربة المحتملة الناجمة عن مضاعفة الخسائر المحتملة من تراجع قيمة العملة. وتشير عمليات الإفلاس الناتجة إلى أن ذلك هو ما حدث. وهناك مبدأ جوهري للملاءمة وهو أن المستثمر يجب أن يكون قادرا على امتصاص الخسائر المحتملة.

وعلاوة على ذلك، حتى لو كانت الشركات في قطاع السلع القابلة للتداول تسعى إلى المضاربة، فإن هذه المشتقات كانت بعيدة عن أن تمثل أفضل الأدوات. وكان عقد النقد الأجل أو العقد الآجل النمطي أو المقايضة ستقدم نفس الاحتمال الأعلى أو أفضل منه في الوقت الذي لن يعرضوا فيه المضارب إلى مخاطر الاحتمال الأدنى.

وإذا لم تكن «كيكو» و«تارن» مناسبين للتغطية ولا البديل الأمثل للمضاربة، فلماذا جرى التداول عليها بكميات كبيرة كهذه؟ هناك فرضية

تؤدي إلى هذه الخسائر التي جعلت من تعاملات المشتقات الدخيلة فضيحة مشينة داخل الأسواق الناشئة. وللترويج للمزيد من التغطية والمساعدة على تجنب تكرار وقوع خسائر أو اضطرابات في أسواق الصرف الأجنبي تتسبب فيها هذه الاستثمارات الدخيلة، هناك إجراءات يمكن اتباعها:

- على المستوى الوطني، يجب توضيح وتعزيز قوانين حماية المستثمر وأحكام مكافحة الاحتيال لإحباط استخدام المعاملات في المشتقات غير المناسبة.
- ويجب وضع اشتراطات للإبلاغ عن المعاملات المرتبطة بالمشتقات، فنشر تقارير عن الأسعار وبيانات المعاملات الأخرى للمشتقات سوف يجعل من السوق أكثر شفافية ويعطى سلطات الإشراف المتعددة الجنسيات والقومية قدرة أكبر على اكتشاف المشاكل المحتملة قبل أن تتفاقم.
- يجب إدخال مشتقات معقدة جديدة أو على الأقل استخدامها من قبل الشركات إلى جوار المضاربين المؤهلين عن طريق استخدام قوائم «إيجابية» للأدوات المالية المقبولة وقوائم «سلبية» للأدوات المحظورة.
- وهناك حاجة ملحة إلى هيئة إشراف متعددة الأطراف لمراقبة الأسواق عالمياً، ومن بين الوظائف الأخرى لذلك، تحديد أنماط سوء التصرف داخل الأسواق والتجاوزات التجارية مثل التي حدثت مع «كيكو» و«تارن». ويجب أن تتمكن هذه السلطة، عن طريق علاقاتها القائمة مع سلطات المراقبة الوطنية. ■

راندال دود: خبير أقدم في القطاع المالي بدائرة النقد وأسواق المال التابع لصندوق النقد الدولي

مفادها أن المستثمرين كانوا إما غير محنكين أو لا يحيطون بها يعرفون المخاطر. وفي الواقع، فإن الأسواق المالية الدولية كانت حميدة لمدة طويلة لدرجة أن المستثمرين في أسواق عدة بدءوا ببخسون قيمة مخاطر معينة. وكانت الشركات المالية افتراضاً أقل حنكة من البنوك الكبرى التي تمتن هذه المهنة.

وثمة فرضية أخرى وهي أن بنوكا كانت تجبر المستثمرين في بعض الأحيان على إبرام العقود كشرط لتجديد آجال قروضهم. وفي مقابلات أجراها المؤلف مع بعض السلطات المالية بالأسواق الناشئة، أفادت بأن المستثمرين كانوا يشكون لها من ضغوط البنوك عندما يعيد المستثمرون تمويل القروض. بيد أن ثمة فرضية أخرى للقبول الذي حظيت به هذه المشتقات هو أن مشتقات «كيكو» و«تارن» كانت تُسعر بطريقة تجذب المستثمرين إلى المخاطر الأعلى لأن المشتقات الدخيلة عرضت أسعار صرف أفضل من السائدة في سوق الخيارات والعقود الآجلة النموذجية. وتعني هذه النقطة الأخيرة ضمناً أن المستثمرين كانوا على قدر من المعرفة بالمنتجات ومخاطرها. ولكن، لا يعني ذلك أن هذه الاستثمارات الدخيلة كانت الخيار الأفضل. فإذا كان المستثمرون يقبلون عن علم المفاضلة بين المخاطر – والعائد فإن هذا يعد عملية تجارية تعززها الكفاءة بدرجة خطيرة تقوم خلالها الشركات غير المالية ببيع التأمين ضد مقادير كبرى من المخاطر المفرطة مقارنة إلى الشركات المالية الأكثر حنكة.

### ماذا يجب على جهات التنظيم القيام به؟

هناك حوافز كبيرة للشركات لكي تغطي نفسها ولا بد أن تكون هناك أنشطة تغطية فعلية أكبر إذا كانت الشركات لا تخشى من الاحتيال أو الاستغلال والتغطية لا

 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](http://www.sipa.columbia.edu)



# مسارات جديدة للتمويل

عندما يكون التمويل نادراً، تحاول البلدان النامية أن  
تتبني نهجاً مبتكرة لزيادة رأس المال

مطبخ أحد المطاعم في فيرمونت بالولايات المتحدة : وجموع من المهاجرين يشكلون مشتريين محتملين لسندات الشتات.

سوهاس كيتكار و ديليب راثا  
Suhas Ketkar and Dilip Ratha

## سندات الشتات

جمعت حكومتا الهند وإسرائيل نحو ٤٠ مليار دولار، عادة خلال أزمات السيولة عن طريق الاستفادة من ثروات جالياتهما في الشتات لدعم احتياجات ميزان المدفوعات وتمويل مشاريع البنية التحتية والإسكان والصحة والتعليم. وكان إصدار سندات الشتات من قبل مؤسسة التنمية من أجل إسرائيل سمة متكررة في البرنامج السنوي للتمويل الأجنبي في إسرائيل، الذي جمع ما يزيد على ٢٥ مليار دولار منذ عام ١٩٥١. أما بنك الدولة في الهند فقد أصدر سندات الشتات في ثلاث مناسبات فقط و ذلك عام ١٩٩١ عقب أزمة ميزان المدفوعات، و في عام ١٩٩٨ بعد التجارب النووية التي أجراها في البلد، و أيضاً في عام ٢٠٠٠. و جمع بنك الدولة ١١,٣ مليار دولار. وقد دفع المستثمرون اليهود في الشتات علاوة مرتفعة على السعر (ربما من الأفضل وصفها بأنها خصم وطني كبير من العائد) و ذلك عند شراء السندات. واشترى الهنود الذين يعيشون في الخارج سندات بنك الدولة حينما اختفت كل مصادر التمويل الاعتيادية في الهند.

إن الأساس المنطقي وراء سندات الشتات له شقان. فهذه السندات تمثل بالنسبة للدول مصدراً مستقراً و رخيصاً للتمويل الخارجي، خاصة في أوقات الشدة المالية. وبالنسبة للمستثمرين فهي تتيح الفرصة لإظهار وطنيتهم عن طريق مساعدة بلدهم الأصلي. وعلاوة على ذلك، فإن أسوأ سيناريو بالنسبة لسندات الشتات هو أن مدفوعات خدمة الديون من جانب المصدر تتم بالعملة المحلية بدلاً من العملة الصعبة. ولكن نظراً لأن المستثمرين المغتربين في كثير من الأحيان يكون لديهم التزامات في بلدهم الأصلي، فمن المرجح أن يستقبلوا خطر تلقى مدفوعات بالعملة المحلية بذعر أقل بكثير من زعر المستثمرين من غير أهل الشتات.

من بين البلدان التي بها جاليات كبيرة في الشتات، الولايات المتحدة الأمريكية (فهى لديها مجموعات كبيرة من الفلبين و الهند و الصين و فيتنام و كوريا من آسيا، والسلفادور، والجمهورية الدومينيكية وجامايكا وكولومبيا

على البلدان النامية ديون قصيرة الأجل تقرب من تريليون **تستحق** دولار. ووفقاً للبنك الدولي، فإنها تواجه فجوة في التمويل تبلغ ٣٧٠ - ٧٠٠ مليار دولار. ونظراً لأزمة الثقة الحادة

في أسواق الديون، فإنه سيكون من الصعب للغاية بالنسبة للدول الحصول على تمويل خاص باستخدام الأدوات المالية التقليدية. لذا فإن النهج المبتكرة للتمويل مطلوبة، خاصة بالنسبة للمقترضين من القطاع الخاص في البلدان النامية والذين يواجهون صعوبة في ترشيد الائتمان أكثر من المقترضين من القطاع العام.

وتهدد ندرة رأس المال بالحظره النمو على المدى الطويل وخلق فرص العمل في العديد من البلدان النامية التي لديها فرص محدودة للحصول على رأس المال حتى في أفضل الأوقات. ولن تكفى المساعدات الرسمية وحدها لسد فجوات التمويل قريبة أو طويلة الأجل. وبالنهاية، سيكون من الضروري استخدام التمويل الرسمي لتحفيز التدفقات الخاصة للبلدان النامية - اعتماد نهج مبتكرة للتمويل مثل استهداف مستثمرين محتملين لم يستفد منهم من قبل أو استخدام هياكل وتعريفات ائتمانية للاستفادة من المستثمرين الموجودين.

إن القول بتحفيظ مثل هذا النهج أسهل من تنفيذه، وخصوصاً خلال تعمق الأزمات المالية. ولكن أزمة الديون خلال الثمانينيات تم حلها في نهاية المطاف من خلال الابتكار - إنشاء سندات «برادي» في عام ١٩٨٩. وقد ورقت هذه السندات التي سميت باسم وزير الخزانة الأمريكي آنذاك «نيكولاس برادي» قروض البنوك المستحقة على بلدان أمريكا اللاتينية بشكل رئيسي في شكل سندات متداولة يمكن شراؤها من قبل قاعدة واسعة من المستثمرين.

ويشمل بعض آليات التمويل المبتكرة القائمة على السوق التي يمكن أن تستخدمها البلدان النامية الاقتراض من جاليات المغتربين (أهل الشتات) وتوريق إيرادات مستقبلية وإصدار سندات مربوطة بالرقم القياسي للنمو. وتشير التقديرات الأولية إلى أن بلدان أفريقيا جنوب الصحراء يمكن أن تجمع ما يتراوح بين ٥ - ١٠ مليارات دولار من خلال إصدار سندات الشتات، ونحو ١٧ مليار دولار من خلال توريق تحويلات مستقبلية وغيرها من المستحقات الآجلة.

وجواتيمالا وهايتي من أمريكا اللاتينية ومنطقة البحر الكاريبي، وبولندا من أوروبا الشرقية)، واليابان (مع وجود كبير من المغتربين الصينيين والكوريين)، والمملكة المتحدة (مع جاليات كبيرة من الهنود والباكستانيين) وألمانيا (مع أناس من تركيا وكرواتيا وصربيا)، وفرنسا (مع جاليات مغتربين من الجزائر والمغرب)، وجنوب أفريقيا (التي تضم مهاجرين من دول مجاورة في جنوبي أفريقيا). يوجد تجمعات كبيرة من المهاجرين من الهند وباكستان والفلبين وبنجلاديش وإندونيسيا وأفريقيا في بلدان الخليج الغنية بالنفط، ويعد هؤلاء المهاجرون أيضا من المشتركين المحتملين لسندات الشتات.

وإذا أرادت المصارف وغيرها من الشركات المصدرة أن تستفيد من سوق التجزئة الأمريكية فإن عليها على الأرجح أن تسجل سندات الشتات الخاصة بها لدى لجنة الأوراق المالية والبورصة الأمريكية والتي قد يتضح أن شروط الإفصاح الخاصة بها شاققة بالنسبة للبلدان ذات المؤسسات المالية الضعيفة. ولكن البلدان التي لديها جاليات شتات كبيرة في أوروبا حيث تكون الاشتراطات التنظيمية أقل صرامة نسبيا قد تكون قادرة على جمع الأموال فيها. كما يمكن إصدار سندات الشتات في هونج كونج وماليزيا وروسيا وسنغافورة وجنوب أفريقيا.

### التوريق ذات التدفق الأجل

التوريق هو مصطلح مكروه في الوقت الحاضر ذلك لأن جذور الأزمة العالمية تكمن في الديون التي تم توريقها في الولايات المتحدة. لكن التوريق لم يكن هو المشكلة الرئيسية، بل كانت المشكلة هي التقييم مفرط الجسارة للأصول الأساسية. وطالما لم يتكرر هذا الخطأ وطالما يتم توفير تغطية وافية للسماح بانخفاض قيمة الضمانات الأساسية، فإن الديون المضمونة من خلال المستحقات الأجلة بالعملة الصعبة ستكون خيارا قابلا للتطبيق بالنسبة للبلدان النامية الساعية إلى جمع الأموال في البيئة السائدة لانخفاض الميل العالمي لتحمل المخاطر.

منذ أن دشنت «تلمسك» في المكسيك أولى صفقات التوريق القائمة على تدفقات الإيرادات الأجلة بالدولار، قامت أهم وكالات التصنيف الائتماني بتقييم أكثر من ٤٠٠ من هذه المعاملات بقيمة تبلغ ٨٠ مليار دولار. وتم توريق مجموعة واسعة من المستحقات الأجلة - بما في ذلك الصادرات من النفط والمعادن والفلزات وتذاكر الطيران وقسائم بطاقات الائتمان والتحويلات المالية الإلكترونية والورقية والمكالمات الهاتفية الدولية وإتاوات النفط والغاز والإيرادات الضريبية. وتوريق حقوق السداد المتنوعة - التي تشمل جميع المستحقات بالعملة الصعبة التي تأتي من خلال منظومة المدفوعات الدولية - هو الابتكار الأحدث. وتعتبر حقوق السداد المتنوعة ضمانة جذابة حيث إن تنوع أصلهم يجعل تلك التدفقات مستقرة. وحينما واجهت البرازيل صعوبة في الوصول إلى أسواق رأس المال الدولية في الفترة ما بين ٢٠٠٢-٢٠٠٤، قام العديد من المصارف البرازيلية بتوريق حقوق سداد متنوعة بالعملة الصعبة لجمع ٤,٩ مليار دولار.

ومن خلال التعهد بمستحقات أجلة بالعملة الصعبة، تخضع معاملات التوريق مصالح الدائنين الحالية والمستقبلية. وفي عالم أسواق رأس المال الكاملة، قد يزيد ذلك تكلفة الاقتراض في المستقبل ويقضى على المنطق الرئيسي للتوريق (تشوك، ٢٠٠٢). ولكن العديد من البلدان النامية تواجه أسواقا لرأس المال أبعد ما تكون عن الكمال، وربما يواجه الدائنون صعوبة في التمييز بين الجيد والسيئ من المخاطر، مما يهدد الطريق للتوريق.

يتم هيكلة المعاملات المدعومة بتدفقات من الإيرادات الأجلة بحيث لا تدخل المدفوعات البلد الأم للمصدر حتى يتم الوفاء بالتزامات تجاه المستثمرين في

السندات. ورغم أن هذا الهيكل يقلل مخاطر التحويل السيادي ومخاطر قابلة العملة للتحويل يظل عدد آخر من المخاطر قائما. وهذه المخاطر تشمل الآتي :

- مخاطر الأداء المرتبطة بقدرة الكيان المصدر على توليد المستحقات.
- مخاطر المنتج المرتبطة باستقرار تدفق المستحقات بسبب تقلبات الأسعار والأحجام.
- مخاطر تحويل المسار إذا ما فرضت حكومة المصدر المبيعات على عملاء لا يرغبون في توجيه مدفوعاتهم إلى الائتمان.

ويمكن التقليل من كثير من هذه المخاطر من خلال اختيار مستحقات تدفق آجلة وتأمين زائد. وهذه الأخيرة أصبحت الآن حاسمة نتيجة الأداء السيئ في الآونة الأخيرة للسندات المدعومة بالرهن العقاري. وخلافا لتوريق الأصول الموجودة مثل القروض العقارية بالعملة المحلية، فإن هياكل توريق ذو التدفق الأجل (الذي يشمل عائدات تصدير بالعملة الأجنبية أو حقوق سداد متنوعة) قد تماست بشكل جيد جدا خلال هذه الأزمة المالية.

ومع ذلك، فإن إصدار سندات موقرة يقل كثيرا عما هو ممكن. وتشمل القيود في ذلك عدم وجود مستحقات جيدة وكيانات محلية قوية (من درجة الاستثمار) وكذلك عدم وجود قوانين واضحة، خاصة القوانين الخاصة بالإفلاس. ومع ذلك، فإن هناك حواجز أقل اليوم مما كان عليه الوضع قبل عقد من الزمن.

### السندات المربوطة بأرقام الأداء القياسية

قد تتعارض مدفوعات خدمة الديون على سندات القسائم الثابتة مع قدرة البلد على السداد. عندما تتسبب صدقة داخلية أو خارجية في خفض النمو تقل الإيرادات وترتفع نفقات شبكات الأمان الاجتماعي. ويمكن أن تجبر زيادة الضغط المالي الناجمة عن ذلك بلدا ما على أن يختار بين التقاعس عن سداد الديون الخارجية أو اعتماد سياسات من شأنها زيادة الأموال المتاحة لخدمة الدين، ولكنها تفاقم الانخفاض في الإنتاج. وتهدف سندات النمو المرتبطة بأرقام الأداء القياسية إلى تجاوز هذه المشكلة. وتتعدد القسائم الخاصة بهذه السندات وفقا لأداء نمو الناتج المحلي الإجمالي في بلد ما، وكذلك قدرة هذا البلد على الدفع. وتسمح هذه السمة للبلاد النامية بأن تتبع سياسة مالية لمواجهة التقلبات الدورية، وبذلك تدفع أقل خلال التباطؤ الاقتصادي وتدفع أكثر خلال التوسع الاقتصادي. ومن المعقول أن البلدان النامية ستكون على استعداد لدفع سعر على السندات المرتبطة بالأرقام القياسية أعلى مما ستدفعه على سندات القسائم الثابتة لتكون قادرة على تجنب احتمال التخلف عن دفع الديون.

كانت هذه الفكرة سائدة لفترة من الوقت، ولكن يبدو أنه على الرغم من وضوح جاذبية سندات النمو المرتبطة بالأرقام القياسية إلا أنها لم تروج. ولم يدرج سوى عدد قليل من البلدان النامية مثل الأرجنتين وبلغاريا والبوسنة والهرسك وكوستاريكا أحكاما أو ضمانات من شأنها زيادة المردود لحاملي هذه السندات إذا تجاوز نمو الناتج المحلي الإجمالي عتبة ما. وتمثل الضمانات المرتبطة بالأرقام القياسية بالناتج المحلي الإجمالي في برنامج الأرجنتين على سبيل المثال، التزام الحكومة بدفع ٥ في المائة من الزيادة السنوية في الناتج المحلي الإجمالي في أي سنة من السنوات التي يرتفع فيها معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي عن الاتجاه. ولقد تحسن تقييم السوق الأولى لهذه الضمانات خلال عام ٢٠٠٧ حينما حقق الاقتصاد الأرجنتيني نموا قويا.

ولقد تراجع استخدام سندات النمو المرتبطة بأرقام قياسية بسبب مخاوف بشأن مدى دقة بيانات الناتج المحلي الإجمالي واحتمالات البخس المتعمد للنمو وتعدد السندات. وهذه العقبات ليست سائدة، ولكن سيولة سندات النمو المرتبطة

بالأرقام القياسية ما زالت منخفضة حتى الآن، ويبدو أن هناك نوعا جديدا من العلاوات (كوستا، تشامون، وريتشي، ٢٠٠٨).

ومتلما الحال بالنسبة لسندات النمو المرتبطة بأرقام قياسية التي تصدرها الجهات السيادية، فإنه يمكن للمقرضين دون السياديين أن يصدروا سندات الأداء المرتبطة بالأرقام القياسية، وسوف يتم ربط قسائم السندات المرتبطة بالأداء بمؤشر محدد جيدا خاص بأداء الجهات المقترضة. وهذا يمكن بالنسبة لحكومات

المقاطعات أو الحكومات البلدية على سبيل المثال أن يمثل عائدا ماليا مستهدفا؛ وبالنسبة لسلطات موانئ القطاع العام يمكن أن يتمثل هذا المؤشر في وقت التخليص أو العبور، وبالنسبة للشركات الخاصة يمكن أن يتمثل في الإيرادات (راماتشاندران، جيلب، وشاه، ٢٠٠٩). ولم تختبر هذه الأدوات حتى الآن، ولكن يبدو أنها يمكن أن تكون مفيدة بالنسبة لعدد كبير من المقرضين دون السياديين في الأسواق الناشئة.

### قضايا السياسات العامة

مثل الابتكارات المالية السابقة، تيسر سندات الشترات والأوراق المالية المدعومة بالتدفقات الآجلة وكذلك السندات المرتبطة بالأداء، حصول البلدان النامية على التمويل. ويهدف توريق التدفقات الآجلة إلى نقل المخاطر الائتمانية عن المقرضين، ومن ثم يعزز تصنيفات الائتمان ويزيد السيولة. كما تهدف الشترات إلى تعزيز السيولة. أما السندات المرتبطة بالنمو أو الأداء فهي تهدف إلى الحد من مخاطر الائتمان من خلال ربط القسائم بالقدرة على الدفع وتعزيز السيولة بإعطاء الدائنين خيارا على أداء المقرضين السياديين ودون السياديين في البلدان النامية.

ويمكن للمؤسسات المتعددة الأطراف والجهات الرسمية المانحة أن تؤدي دورا مهما في تشجيع الابتكارات القائمة على السوق. إذ يمكنها أن توفر التعزيزات الائتمانية للمقرضين من البلدان النامية التي تواجه فجوات تمويلية. شديدة كما يمكنها تقديم المساعدة التقنية بشأن الأطر القانونية والهيكلية والتسعير وإدارة المخاطر - وفي تصميم المشاريع الممولة من الأدوات المبتكرة. هذه المؤسسات يمكن أن تساعد على وضع تصنيفات سيادية وفتح فرص الوصول إلى أسواق رأس المال الدولية بالنسبة للدول الفقيرة في أفريقيا، وكثير من هذه الدول غير المصنفة (انظر الإطار). ويمكنها أيضا تقديم الأموال اللازمة لبدء التشغيل لتغطية رسوم الاستثمار المصرفية وتقدير التكاليف التي تكبدتها في هيكلية الصفقات المدعومة بمستحقات تدفق آجلة. كما يمكن لهذه المؤسسات تقديم ضمانات جزئية على التدفقات الآجلة لتخفيف المخاطر وحجز التدفقات الخاصة. إن لهذه المؤسسات دورا واضحا في تحسين دقة وشفافية بيانات الناتج المحلي الإجمالي لدعم في إصدار سندات مرتبطة بالنمو.

«سوهاس كيتكار» هو أستاذ الاقتصاد في جامعة فاندربيلت و «ديليب راتا» هو الخبير الاقتصادي الرئيسي في البنك الدولي في فريق آفاق التنمية.

يستند هذا المقال على «التمويل المبتكر للتنمية» لـ «سوهاس كيتكار» و «ديليب راتا» الذي نشره البنك الدولي في عام ٢٠٠٨.

المراجع:

Chalk, Nigel A., 2002, "The Potential Role for Securitizing Public Sector Revenue Flows: An Application to the Philippines," IMF Working Paper 02106/ (Washington: International Monetary Fund).

Costa, Alejo, Marcos Chamon, and Luca Antonio Ricci, 2008, "Is There a Novelty Premium on New Financial Instruments? The Argentine Experience with GDP-Indexed Warrants," IMF Working Paper 08109/ (Washington: International Monetary Fund).

Ramachandran, Vijaya, Alan Gelb, and Manju Kedia Shah, 2009, Africa's Private Sector: What's Wrong with the Business Environment and What to Do About It? (Washington: Center for Global Development).

### التصنيفات السيادية والوصول إلى الأسواق

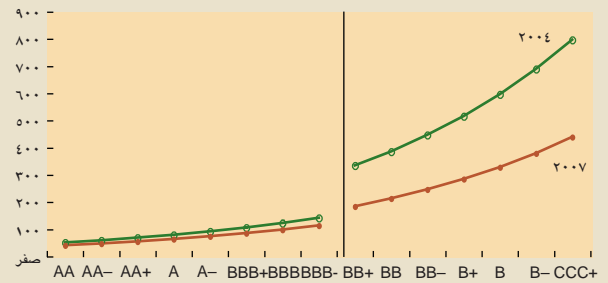
لا يتأثر وصول البلدان النامية إلى أسواق الائتمان بنوع الديون المقدمة فحسب، بل أيضا بنوعية الأحكام الصادرة عن وكالات التصنيف التي عندما تطبق على بلد ما تسمى بالتصنيف الائتماني السيادي. وكما يوفر التصنيف السيادي مقياسا للمقرضين دون السياديين.

وبشكل عام، فإن فروق الديون السيادية مقياسا يقل كلما تحسن التصنيف الائتماني السيادي. ولكن التأثير الكبير يحدث عندما يرتفع التصنيف إلى درجة الاستثمار (انظر الشكل). ومع ذلك، فإن عدم وجود تصنيف سيادي قد يكون أسوأ من وجود تصنيف منخفض. وفي عام ٢٠٠٥ بلغ الاستثمار الأجنبي المباشر ٨٥ في المئة من تدفقات رؤوس الأموال الخاصة إلى البلدان النامية السبعين التي ليس لها تصنيف. وشكلت القروض المصرفية النسبة المتبقية. وبالمقارنة، فإن تدفقات رأس المال كانت أكثر تنوعا بالنسبة للبلدان المصنفة - بما يقرب من ٥٥ في المئة من الاستثمار الأجنبي المباشر، و ١٥ في المئة من القروض المصرفية، وما يصل إلى ٢٥ في المئة من السندات، ونحو ٥ في المائة من تدفقات حقوق المساهمين. وبل كانت البلدان المصنفة على الدرجة ب أفضل حالا. ولقد كشفت دراسة حول ٥٥ بلدا غير مصنفة أنها ذات ملاءة مالية أكثر مما كان يعتقد من قبل: ومن المحتمل أن تصل ثمانى دول من الـ ٥٥ دولة إلى درجة أعلى من درجة الاستثمار؛ ومن المحتمل أن تصنف ١٨ دولة على الفئة ب - إلى ب ب. وهذا يوحي بأن هناك أملا لدى بعض البلدان النامية غير المصنفة في الحصول على تمويل في أسواق رأس المال العالمية. ومع ذلك، فالوصول على الديون يجب أن يكون مصحوبا بممارسات حكيمة لإدارة الديون. وبالإضافة إلى ذلك، فإن البلدان المستفيدة من مبادرة صندوق النقد الدولي والبنك الدولي للبلدان الفقيرة المثقلة بالديون ومبادرة تخفيف عبء الديون المتعددة الأطراف ينبغي عليها مراعاة الحذر عند اتخاذ الدين من جهات انتهازية.

### التصنيف له مردود

كلما ارتفع تصنيفها الائتماني، استطاعت حكومات السوق الناشئة جمع الأموال بتكلفة أقل. وترتفع التكاليف بصورة مثيرة عندما يقل التصنيف عن درجة الاستثمار.

(العلاوات، نقاط الأساس)



المصادر: حسابات المؤلفين؛ وديلوچيك انالكس. ملحوظة: التصنيف من نطاق درجات الاستثمار لوكالة ائتمانية آند بور من AA إلى BBB. وتمثل العلاوات الفروق بين سعر الفائدة الذي تدفعه حكومة سوق ناشئة على إصدار دين سيادي وسعر الفائدة على الأوراق المالية المماثلة للخزائن الأمريكية. ونقطة الأساس هي ١٠٠ من النقطة المئوية.

# تحوط وليس مراهننة

استخدمت شركات أمريكا اللاتينية تقنيات جديدة لكي تتقى تقلبات العملات. لكن قله منها استخدمتها في المقامرة - فخسرت كثيراً.

هيرمان كامل، بينيت و. ساتون وكريس ووكر

Herman Kamil, Bennett W. Sutton, and Chris Walker

ترتبط الميزانية العمومية للشركات ببيانات سوق الأسهم لعدد ١٢٠٠ شركة يتم التداول عليها علانية (وتضم شركات مالية وأخرى غير مالية) في كل من الأرجنتين والبرازيل وتشيلي وكولومبيا والمكسيك وبيرو. وقد استهلكنا العمل بوصف تطور أوضاع المركز الصافي للعملات الأجنبية بهذه الشركات خلال فترة زمنية طويلة نسبياً (من العام ١٩٩٢ حتى العام ٢٠٠٧)، ثم أكملنا تحليلاً للميزانية العمومية باستقصاء حساسية تقديرات سوق الأوراق المالية للشركات للتغيرات في أسعار الصرف خلال الفترة من العام ١٩٩٥ حتى ١٩٩٨ ومن العام ٢٠٠٤ حتى ٢٠٠٧. ثم قمنا بعد ذلك باختبار ما إذا كانت استجابة القيم السوقية للشركات لتقلبات أسعار العملات قد تغيرت مع مرور الوقت.

وقد خلصنا إلى أن الشركات المدرجة بالبورصة بأمريكا اللاتينية قد خفضت من درجة تعرضها لمخاطر أسعار الصرف عن طريق خفض تباين العملات في ميزانياتها العمومية، وكانت وسيلتها في ذلك هي خفض اعتمادها على الديون بالعملات الأجنبية وزيادة التوافق المنتظم للالتزامات المستحقة عليها مع الأصول بالعملات الأجنبية أو مع التدفقات المتوقعة بالدولار. وتبعاً لذلك، صارت الشركات محمية بشكل أكبر الآن من مخاطر العملات. كما وجدنا أيضاً أنه في عدد ليس بالقليل من الشركات انخفض تأثير التغيرات في أسعار الصرف على أسعار الأسهم بشكل كبير منذ منتصف العام ٢٠٠٠. وتظهر هذه النتائج أن الشركات صارت أكثر وعياً بمخاطر أسعار الصرف وأنها اتخذت خطوات لتكثيف هيكل ميزانياتها العمومية وممارسات إدارة المخاطر لمواجهة التحديات المتوقعة من جراء زيادة مرونة سعر الصرف.

## مضاربة الشركات أثبتت أنها كارثة

لكن عدداً من الشركات الكبرى في البرازيل والمكسيك انخرطت في عمليات مضاربة على المشتقات بالعملات الأجنبية مما تركها عرضة لخطر تقلب العملات. فبدلاً من استغلال هذه المشتقات المالية في تغطية أو حماية، تعرض ميزانيتهم العمومية، للمخاطرة، اتخذ المصدرون والشركات غير المالية في كل من البرازيل والمكسيك مواقف المضاربة الكبيرة في سوق المشتقات بهدف الاستفادة من ارتفاع قيمة العملة المحلية ومن الفروق الإيجابية بين أسعار الفائدة المحلية وأسعار صرف الدولار المنخفضة بوجه عام. وعندما تدنت قيمة الريال البرازيلي والبيزو المكسيكي بصورة حادة بين سبتمبر ونوفمبر عام ٢٠٠٨، تكبدت هذه الشركات خسائر كبيرة (انظر الجدول). وتدخلت المصارف المركزية بقوة في أسواق الصرف الأجنبي في هذين البلدين لاحتواء آثار هذه الخسائر، ولتلبية الطلب غير المسبوق على الدولار. وشهدت أسواق ناشئة أخرى مثل جمهورية

لاقتراض بالعملات الأجنبية أن يكون سلاحاً ذا حدين بالنسبة للشركات في الأسواق الناشئة. فعادةً ما تمنح التزامات العملات الأجنبية الشركات القدرة على تأمين التمويل بتكلفة أقل، ولآجال استحقاق أطول مما إذا اقتضت هذه الشركات بعملتها المحلية. إلا أن نفس هذه الالتزامات يمكن أن تترك الميزانية العمومية للشركات عرضة للتقلبات في أسعار الصرف. ففي أواخر التسعينيات وأوائل هذا العقد، صاعدت مجموعة من الانخفاضات الحادة في قيمة العملات في عددٍ من بلدان أمريكا اللاتينية قيمة ديون الشركات بالعملات الأجنبية بالنسبة إلى الأصول والدخول، وأضعفت قدرة العديد من الشركات على خدمة الدين. وفاقم هذا بدوره المشكلات المصرفية التي عانى منها الكثير من هذه البلدان.

وخلال العقد الماضي، واجهت الشركات تقلباتٍ أوسع وبشكلٍ يومي في أسعار الصرف حينما سعى العديد من الدول إلى تحقيق مزيدٍ من المرونة في أسعار الصرف. وأتاحت هذه الأسعار الأكثر مرونة فرصة أفضل للتصحيح لمواجهة الصدمات الخارجية ومنحت السياسة النقدية المزيد من الاستقلال. والأمر الأكثر حسماً أنها وفرت حوافز للشركات لتدبير مخاطر العملات بشكل أفضل لأن الشركات لم تعد قادرة على الاعتماد على البنوك المركزية للإبقاء على حوافز تحركات العملات ضمن نطاقٍ معنٍ مسبقاً.

وفي دراسةٍ حديثةٍ (صندوق النقد الدولي، ٢٠٠٨) استطلعنا مدى تعرض قطاع الشركات في أمريكا اللاتينية لمخاطر تقلبات أسعار الصرف بين عامي ١٩٩٤ و٢٠٠٧، فوجدنا أن الشركات خفضت وبشدة من درجة تعرض ميزانياتها العمومية لمخاطر التحقيق المفاجئ في قيمة العملات عن طريق تخفيض نسبة الديون المتعاقد عليها بالعملات الأجنبية. كما وجدنا أن الشركات كانت أكثر نشاطاً في استخدام أدوات «طبيعية» للتحوط تجاه تحركات العملات (كحصولها الصادرات والأصول الدلارية) لتعويض المخاطر الدلارية الناجمة عن محفظة ديونها. ولكن بعد إفلاس ليمان براونز في سبتمبر ٢٠٠٨ كشف النقاب عن أوجه جديدة لتعرض هذه المؤسسات للخطر. فعمدت بعض الشركات (خصوصاً الشركات الأضخم والأكثر تطوراً) إلى استخدام عقود المشتقات المالية للمراهننة على تحركات العملة - وخسرت كثيراً حينما انخفضت قيمة العملات انخفاضاً حاداً، الأمر الذي لم يؤد فقط إلى مشاكل مالية لهذه الشركات، بل وضع السلطات في مواجهة مشكلاتٍ صعبةٍ في أسواق العملات الأجنبية.

## ميزانيات عمومية أكثر قوة

ولدراسة درجة تعرض قطاع الشركات للخطر، قمنا بإنشاء قاعدة بياناتٍ جديدة



كوريا، ويولندا، والهند أنشطة مماثلة على المشتقات وعانت من نفس الآثار السلبية (انظر «اللعب بالنار» في هذا العدد).

وغالباً ما يتضمن التعرض لمخاطر مشتقات العملات خيارات للعملة يُمنح بموجبها المستثمرون الحق في شراء أو بيع عملة بسعرٍ محددٍ خلال فترة زمنية محددة. ففي البرازيل والمكسيك، دخلت بعض الشركات في هياكل خيار معقدة سواءً في شكل مراهنة صريحة ضد انخفاض قيمة العملة المحلية أو كمصدرٍ للتمويل وسيكون بالطبع أرخص ولكنه ينطوي على مخاطرة أكبر من مخاطرة الحصول على قرضٍ مصرفي بالدولار. وقد تمت هيكلة العديد من المراكز الناتجة عن ذلك بحيث تراكمت الخسائر بوتيرةٍ أسرع عندما انخفضت قيمة العملات المحلية عن سعرٍ معين. وعلى الرغم من أن هذه العمليات كانت مربحة سواءً في الوقت الذي تتدنى فيه قيمة العملة المحلية أو حتى حينما لم تعثر أسعار الصرف تقلباتٍ كثيرة، فإن الخسائر تضخمت بعد خفض قيمة العملات بشكلٍ كبير بعد إفلاس ليمان براذرز في أيلول/ سبتمبر ٢٠٠٨.

من الصعب الجزم بحجم الخسائر التي تكبدتها هذه الشركات إلا إنه في البرازيل والمكسيك كانت الخسائر من الفداحة بحيث استثارت تدخلاً مهماً من قبل المصارف المركزية بهما. وأدى لمخاطر العملات من خلال سوق المشتقات إلى خسائر محاسبية ضخمة، وهدد بتوسيع نطاق صدمة ما بعد أيلول/ سبتمبر في أسواق الصرف الأجنبي - نتيجةً لتزايد طلب الشركات على الدولار لتوفير ضمانٍ إضافي لتغطية خسائرها الناتجة عن التعامل فيما بين الأسواق. ففي المكسيك على سبيل المثال بعد أن ظل البنك المركزي يتدخل لفترةٍ طويلة في سوق تداول العملات بمنطقٍ منتظمٍ ومحكومٍ بالقوانين - اضطر أن يتدخل لأول مرة بشكلٍ أوسع، وعلى أساس الاستنساب وبغير قواعد معلنة مسبقاً. وباع البنك المركزي البرازيلي عقوداً آجلة بالدولار لمساعدة الشركات المتضررة على التحوط أو الاحتفاظ بمراكزها، ولتقليل درجة تذبذب السوق.

وقد وفر الانخفاض الحاد في أسعار أسهم الشركات عقب إعلانها عن خسائرها من صفقات المشتقات المالية دليلاً قوياً على أن التعرض لمخاطر المشتقات كان له صدى كبير في السوق. وتشير النتائج التي خلصنا إليها فيما يخص دولة المكسيك مثلاً إلى أنه قبل أزمة تشرين الأول/ أكتوبر، كانت قيم الأسهم بأغلب الشركات التي كشفت النقاب عن خسائر كبيرة من تعاملاتها بسوق المشتقات تأخذ منحني تصاعدياً تزامناً مع تدنى قيمة العملة المحلية.

## تداعيات السياسة

إن تفسيراً معقولاً للنتائج التي توصلنا إليها يقول إن الاتجاه السائد في معظم بلدان المنطقة لتبني أسعار صرف مرنة خلال العقد الماضي قد منح الشركات حوافزاً كافية لإدارة مخاطر العملات ولأن تصبح أكثر مرونة في مواجهة الصدمات الخارجية. ومع ذلك، وكما هو ظاهر للعيان من الوقائع الأخيرة في كلٍ من البرازيل والمكسيك، فإنه نظراً لأن المشتقات المالية أصبحت أكثر اتقاناً وتعقيداً، فإن الأطر التنظيمية لا بد أن تتناغم مع تطورات السوق، فضلاً عن تعزيزها لممارسات الإشراف.

إن جهات الإشراف وكذلك الجمهور بحاجةٍ لمزيد من المعلومات التفصيلية عن مدى تعرض الشركات غير المالية لمخاطر أوضاع المشتقات. فالأزمة العالمية كشفت النقاب عن ثغراتٍ في الإفصاح عن البيانات المالية وفهم المخاطر التي تنطوي عليها. وقد اتسعت رقعة الأنشطة المالية من قبل الشركات غير المالية لتشمل مجالاتٍ جديدةٍ مثل عقود المشتقات بالخارج باشتراطات محدودةٍ للإفصاح أو التنفيذ، مما جعل جهات التنظيم عاجزة عن تقييم مدى تركّز المخاطر. وتوضح المفاجآت التي خلفها تعرض الشركات البرازيلية والمكسيكية لمخاطر مشتقات العملات، ورد الفعل من قبل أسواق العملات والبنوك المركزية، حجم العواقب المحتملة على صعيد الاقتصاد الكلي بسبب عدم كفاية المعلومات المتوفرة عن الأنشطة المالية لقطاع الشركات.

وكشفت الوقائع الأخيرة التي شهدتها البرازيل والمكسيك عن مشكلاتٍ تتصل بإدارة المخاطر المالية على مستوى الشركة كذلك، فالخسائر الناجمة عن المشتقات المالية كانت ناجمة أيضاً عن مجموعةٍ متنوعةٍ من إخفاقات الحوكمة على مستوى الشركة (سوء إدارة المخاطر)، والافتقار إلى الإفصاح الملائم من قبل موردي الصكوك (المصارف التي كان من المفترض عليها أن تنصح مشتري الخيارات وتعلمهم بالمخاطر الكامنة). وعلى السلطات أن تدرك الحوافز المنحرفة التي تولد من رحم البيئات التي تتميز بمعدل تذبذب منخفض، وتدرك كذلك الحد الذي يمكن أن تتجاوزه البنوك وعملاء البنوك في أوقات الهدوء فتتورط في الكثير من المخاطر.

وتستطيع جهات الإشراف في البلدان التي بها أسواق غير رسمية كبيرة للمشتقات أن تساعد على تحسين الشفافية والإفصاح عن المعلومات المرتبطة بهذه العمليات. فالمؤسسات المالية العاملة في هذه الأسواق يمكن لها أن تعلن عن هذه العمليات بشكلٍ أكثر تواتراً، وتدرج معلوماتٍ أكثر تفصيلاً عن الصكوك والأطراف المقابلة، وبصفةٍ خاصةٍ، قد تتحقق منافع من مطالبة شركات التداول العام غير المالية إلى الإعلان بصورة دورية عن مدى تعرضها لمخاطر المشتقات في الأسواق الخارجية والتي لم يكن يتم رصدها بشكلٍ منتظمٍ في الماضي من قبل جهات التنظيم. وقد تحقق أيضاً مزاي من وراء تشجيع نظام تداول المشتقات القائم على المبادلة للحد من مخاطر الطرف المقابل وتعزيز الشفافية. ومن شأن هذه التدابير أن تساعد على تقييم أفضل لتراكم المخاطر المتصلة بصفقات المشتقات المالية. كما أن من شأنها تعزيز انضباط السوق، ومساعدة المستثمرين النهائيين على إجراء بعض الفحوصات النافية للجهالة التي تُسند في الوقت الراهن إلى مؤسسات التقييم. وتتحرك السلطات في المكسيك والبرازيل بالفعل في هذا الاتجاه.

هيرمان كامل هو خبير اقتصادي، بينيت و. سوتون هو مسؤول أقدم للبحوث، وكريس ووكر هو خبير اقتصادي أقدم في دائرة نصف الكرة الغربية لصندوق النقد الدولي

المراجع:

International Monetary Fund, 2008, "Corporate Vulnerability: Have Firms Reduced Their Exposure to Currency Risk?" Regional Economic Outlook: Western Hemisphere, Chapter 5, (Washington, October).

## خسارة رهان

عانت عدة شركات كبيرة في البرازيل والمكسيك من خسائر كبيرة في الربع الرابع من ٢٠٠٨ يتجه لاستخدام مشتقات دخيلة بالعملة الأجنبية

الشركة	خسارة (ملايين الدولارات)	خسارة (نسبة مئوية من إجمالي الأصول)
مكسيكو	٢,٢٠٠	٦٠
كومرسي	٩١١	٢
سيمكس	٨٥٢	٢٧
جروما	٣٥٨	١٥
فيترو	١٩٤	٢
الفا	١٦١	٣٤
جيسا	٢,٤٠٠	٤١
برازيل	٢,١٠٠	٤٢
ساديا	١,٠٠٠	٥٥
أراكورون سليلوز		
جروبو فوتونتاين		

المصادر: المكسيك - تقارير مالية ربع سنوية عن الشركات - تقارير صحيفة، بلومبرج إل بي، وروبرتز.



# أمريكا اللاتينية: متى يصح استخدام الحافز الاقتصادي؟

بالنسبة لبعض البلدان يكون الحافز مناسباً في أثناء الأزمة الاقتصادية العالمية. أما بالنسبة لبلدان أخرى فإن الإجابة تكون أقل وضوحاً.

نيكولاس ايزاجويري، بنديكت كليمنتس، وجورج كاناليس كريليينكو

Nicolás Eyzaguirre, Benedict Clements, and Jorge Canales-Kriljenko

يتعين على العديد من الحكومات أن تنشئ أطراً مالية يُعتمد عليها متوسطة الأجل تتراوح مدتها في العادة بين ثلاث وخمس سنوات، لطمأنة الأسواق على أن الزيادات الاستثنائية في العجز سيتم تصحيحها (بمجرد استعادة النشاط الاقتصادي عافيته. وكنتيجة لذلك، قد لا يبدو الطريق إلى الدين العام - واحتياجات الاقتراض العام على المدى المتوسط - مؤكداً. وبالإضافة إلى ذلك، فإن أغلب الحكومات لا تستطيع الاقتراض لمدة طويلة كما يحدث في البلدان الصناعية. وهذا يعني أن عليها أن تعيد تمويل أو أن تجدد، حصة كبيرة من الدين العام في أي سنة معينة. كما أن ديون بلدان الأسواق الناشئة أيضاً شديدة بالثغرات في شهية المستثمرين للمخاطرة. وهذا العامل الأخير مهم بشكل خاص لأن النظرة المتقلبة للمخاطر فيما يتعلق بالاستدامة المالية - أو قدرة الحكومة على تمويل عجز أكبر على المدى المتوسط - يمكن أن تؤدي إلى ضغط كبير إلى أعلى أسعار الفائدة وتدفع رؤوس الأموال للخارج. وعلاوة على ذلك، فإن الزيادة الكبيرة في مستويات الدين العام في البلدان الصناعية تزيد الشكوك المتعلقة بأسعار الفائدة العالمية وتوافر التمويل للأسواق الناشئة على المدى المتوسط.

السياسة المالية في تخفيف الآثار الضارة لهبوط النشاط الاقتصادي دور العالمى هو في صميم حوار السياسة الدائر في أمريكا اللاتينية. كما هو كذلك في أجزاء أخرى من الكوكب: فمن المتوقع أن يتراجع النمو الاقتصادي في المنطقة من نسبة ٤ في المائة الصحية في عام ٢٠٠٨ إلى واقع سلبي في ٢٠٠٩، عاكساً بذلك اتجاه بعض المكاسب المثيرة للإعجاب في التوظيف وتقليل أعداد الفقراء التي تحققت في سنوات سابقة. كما تتعرض الإيرادات المالية أو الحكومية للضغط، مما يجعل من الصعب على البلدان تحقيق أهداف خاصة بتخفيض العجز في الميزانية حتى بدون مبادرات جديدة للإنفاق. وفي الوقت نفسه، فإن بلدانا عديدة تقيدها الفرص المحدودة للحصول على التمويل ومع ذلك لا تزال مستويات ديونها العامة عالية، مما يجعل من الصعب التوسع في الاقتراض الحكومى. وفي ظل هذه الظروف، كيف يستطيع صناع السياسة أن يقيموا ما إذا كان الحافز المالى مناسباً أم لا؟ وفي ظل أي ظروف يرجح أن تسمح الأسواق لمثل هذا النوع من التوسع المالى بأن يكون فعالاً في المساعدة على دعم مستويات المعيشة في أثناء فترة هبوط النشاط الاقتصادي.

## الآثار المالية لهبوط النشاط الاقتصادي

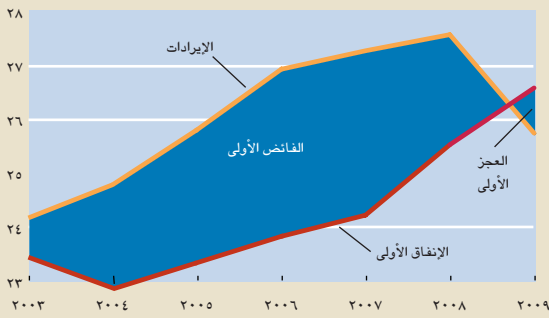
يضع الانكماش في النشاط الاقتصادي وانخفاض أسعار السلع الأساسية ضغطاً كبيراً على إيرادات الحكومة. فبعد سنوات عديدة من الزيادة، من المتوقع أن تنخفض نسب الإيراد الناتج المحلى الإجمالى بالنسبة لبلدان أمريكا اللاتينية بنحو نقطتين مئويتين من الناتج المحلى الإجمالى في عام ٢٠٠٩ (انظر الشكل). والانخفاض في الإيراد فيما بين منتجى السلع جدير بالملاحظة بشكل خاص. فمن المحتمل أن تنخفض الإيرادات المالية بشكل كبير إلى أدنى من مستوياتها المقدره على المدى الطويل، وإحدى القضايا الأساسية هي ما إذا كان من المرغوب فيه والمجدي حماية الإنفاق العام من الانخفاض أيضاً. وعند اتخاذ قرار يتعلق بتحدي الموقف المالى السليم، يمثل تأثير عجز الميزانية على شروط التمويل وسعر الفائدة اعتباراً مهماً، لا بد، أن يراعى صناع السياسة. إن زيادة في عجز ميزانية الحكومة ترفع الطلب على الأموال ومستويات الدين العام، وفي ظل بعض الظروف قد يؤدي ذلك إلى رفع سعر الفائدة بشكل كبير.

وفي الأسواق الناشئة في أمريكا اللاتينية، يحتمل أن تكون آثار العجز الأعلى للميزانية على سعر الفائدة أقوى كثيراً منها في الاقتصادات المتقدمة. ولا يزال

## تغير الحفظ المالى

من المتوقع أن تنخفض إيرادات الحكومة في عام ٢٠٠٩ ويتوقع أن تعاني أمريكا اللاتينية الآن من عجز أولى في الميزانية.

(نسبة مئوية من الناتج المحلى الإجمالى)



المصدر: حسابات العاملين في صندوق النقد الدولي.

ملاحظة: الإيرادات والنقطة هي متوسط بسيط للربيد في الأرجنتين وبوليفيا والبرازيل وتشيلي وكولومبيا وكوستاريكا والأكوادور والسلفادور وجواتيمالا وهندوراس والمكسيك ونيكاراجوا وبنما وباراجواي وبيرو وأوروغواي وفنزويلا. ويمثل الإنفاق الأولي المخصصات الحكومية مضمومة منها نفقات الفوائد.



سوق في أحد شوارع لابلان في بوليفيا.

## تكوين الحوافز أمر مهم

إلى جانب قضايا التمويل، يجب أيضا دراسة كفاءة التدابير المقترحة كأداة للحفز المالي. والدروس العامة المستفادة بالنسبة لأمريكا اللاتينية في هذا الخصوص مماثلة لتلك الخاصة بمناطق أخرى. وكما تم توضيحه في عمل سبيليمبرجو وآخرين (٢٠٠٨)، يجب تفضيل التدابير التي لها آثار مالية مضاعفة كبيرة، والتي يمكن تنفيذها بسرعة، والتي يمكن الرجوع فيها بمجرد استقرار الاقتصاد. وتشمل الأعمال السياسية التي تفي بهذه المعايير الإسراع بالاستثمار المخطط و/ أو الحفاظ عليه، وتخفيض مؤقت للضرائب يستهدف أولئك الذين لديهم ميول قوية للاستهلاك (بدلا من ادخار ما يمكن تخفيضه)، والتوسع في مزايا البطالة. والإنفاق الذي لا يمكن الرجوع فيه بمجرد استقرار الاقتصاد، وغير الموجه جيدا- على سبيل المثال زيادة الأجور الحكومية- أقل استنوابا من وجهة النظر هذه. والاتجاه طويل الأجل في الإنفاق في أمريكا اللاتينية نحو زيادة الإنفاق الأولى الجارى (الإنفاق مطروحا من مدفوعات الفوائد) يوحى أيضا بالحدز في هذا الخصوص. فقد زادت هذه النفقات على سبيل المثال بنحو نقطتين مئويتين من الناتج المحلى الإجمالى فى الفترة من ٢٠٠٠ إلى ٢٠٠٨.

والخلاصة هي أن مجال الحفز المالي يجب تحليله على أساس كل حالة على حده. ففي بلدان عديدة، قد يوفر التباطؤ في نشاط القطاع الخاص المجال لحافز مالي مؤقت وجيد التصميم. والحكومات عالية المصداقية في مجال السياسة، والأعباء المنخفضة للديون، والأطر النقدية المرنة، فى وضع جيد يسمح لها بإدارة سياسة مالية فعالة لمواجهة التقلبات الدورية. إلا أنه فى البلدان منخفضة المصداقية، قد تؤدي جهود السياسة المالية ضد الأزمات الدورية فيها إلى عكس المطلوب. وفى الحالات المتوسطة قد تغل الجهود لتعزيز المصداقية عوائد مجزية. وعلى سبيل المثال، فإن الحكومات التي لم تفعل ذلك حتى الآن ستستفيد من تحقيق تقدم إضافي من وضع أطر مالية مستدامة متوسطة الأجل. وهذه الأطر يجب أن تحتوى على استراتيجيات محددة للحكومة للتعامل مع الصدمات المؤقتة (مثل التدهور فى البيئة الكونية أو أسعار السلع التي تخفض النمو الاقتصادى بشكل حاد). ويجب أن، تتضمن أيضا خططا محددة للتعامل مع التحديات المالية طويلة الأجل مثل الإنفاق على المعاشات. وأخيرا، يجب أن تضع الخطوط العريضة للكيفية التي يتعين أن يكون عليها رد فعل الحكومة إذا ما حدثت حالات طارئة أو مخاطر مالية محتملة. إن بناء مثل هذا النوع من الأطر الموثوق فيها والمبنية على القواعد سيؤكد للأسواق أن هناك مجالا كافيا للتوسع المالى فى الأجل الأقصر، بدون تهديد الاستدامة المالية فى الأجل الأطول. ■

نيكولاس ايزاجويرى هو مدير دائرة نصف الكرة الغربى فى صندوق النقد الدولى، والذي يعمل فيه بنديكت كليمينتس كرئيس قسم وجورج كاناليس كريلينكو كاتقصادى أقدم.

المراجع:

Kumhof, Michael, and Douglas Laxton, 2007, "A Party Without a Hangover? On the Effects of U.S. Government Deficits," IMF Working Paper 07202/ (Washington: International Monetary Fund).

Spilimbergo, Antonio, Steve Symansky, Olivier Blanchard, and Carlo Cottarelli, 2008, "Fiscal Policy for the Crisis," IMF Staff Position Note 0801/, December (Washington: International Monetary Fund).

## فاعلية السياسة المالية

تأمل حالة حكومة تتمتع بمستوى عال من المصداقية فى الإطار المالى وعبء خفيف من الدين العام. ففي ظل ظروف التمويل الطبيعية، يمكن للزيادة فى الإنفاق الحكومى/ الممول بإصدار سندات دين محلى، أن تؤدي إلى نمو أعلى فى الناتج. وترتفع أسعار الفائدة بالنسبة لما كان يمكن أن تكون عليه (خط الأساس)، جزئيا بسبب المستويات الأعلى من الدين العام. إلا أنه ليس من المحتمل أن تحد من فاعلية السياسة المالية، وذلك جزئيا بسبب أن خط الأساس الحالى يشمل بالفعل أسعار فائدة منخفضة راجعة إلى تباطؤ النشاط الاقتصادى العالمى وإلى التخمة فى المدخرات.

فعلى سبيل المثال، فإنه فى تدريب للمحاكاة يتم على اقتصاد أمريكى لاتينى صغير كمثال، باستخدام نموذج صندوق النقد الدولى النقدى والمالى العالمى المتكامل (كامهوف ولاكستون، ٢٠٠٧) يمكن لزيادة تبلغ نحو نصف فى المائة من الناتج المحلى الإجمالى فى الاستثمار العام أن ترفع الناتج بأقل قليلا من نصف نقطة مئوية فى المتوسط فى السنة الأولى. كما تتوقف النتائج الصافية للتوسع المالى على النمو على استجابة السياسة النقدية والظروف الأولية المفترضة فى خط الأساس.

إلا أنه فى وضع يؤدي فيه العجز الأكبر إلى إثارة المخاوف بشأن التمويل على المدى المتوسط أو على القدرة على استدامة الدين العام، تكون السياسة المالية أقل فاعلية بكثير فى تحقيق استمرار الناتج. فى ظل هذه الأنماط من الظروف، تجعل المخاوف بشأن التمويل المستثمرين يطالبون بعلاوة أكبر للمخاطر مقابل احتفاظهم بدين الحكومة، مما يدفع سعر الفائدة إلى أعلى. وفى الاقتصادات التي بها أسعار صرف مرنة، تسهم علاوة المخاطر الأعلى أيضا فى خفض سعر الصرف- مما يرفع تكلفة المدخلات المستوردة، ويحول الإنفاق نحو السلع الوطنية، ويعيد تخصيص الموارد فى اتجاه أنشطة الصادرات وأنشطة إحلال الواردات. وفى الاقتصادات التي لديها سياسات محددة سلفا لسعر الصرف (مثل سعر الصرف الثابت أو أسعار الصرف المتحركة)، يجب أن ترتفع أسعار الفائدة حتى بدرجة أكبر لحماية سعر الصرف، مما يقوض تأثير التوسع المالى على النشاط الاقتصادى. بل ويمكن لهذه الأسعار العالية للفائدة أن تؤدي إلى تراجع فى الناتج كرد فعل للعجز الأعلى فى الميزانيات، إلا أن ذلك يتوقف على مصداقية الإطار المالى، ومستوى الدين العام، وإطار السياسة النقدية.

# الفلسفة التنظيمية

س. ريجان زاميل  
S. Raihan Zamil

أيضا إلى تعزيز الإشراف السباق على القطاع المالي بالتعرف المبكر على ممارسات إدارة المخاطر وحل مشاكلها، قبل أن تهدد آثارها استقرار كل من البنوك فرادى والنظام المصرفي ككل. وعمليا، فإن كل البلدان التي تبنت هذا النهج قد حشدت نهجها القانوني والتنظيمي والإشرافي لدعم هذه الفلسفة المهيمنة.

## أين يتداعى الإشراف المستند إلى المخاطر

على الرغم من أن المثل العليا للإشراف المستند إلى المخاطر رائعة وأنه حقق مزايا محسوسة، فإن عيوبه نادرا ما جرت مناقشتها لافتراض أن أسلوب الإشراف المستند إلى المخاطر هو أفضل طريق لمراقبة النظام المصرفي في بلد ما. وقد أظهر نشر الأزمة المالية الحالية للعيان شروخا أساسية في هذا النهج في مراقبة النظام المصرفي.

فأولا، إن فلسفة الإشراف المستند إلى المخاطر تفوض للغير مسائل حاسمة في السياسة العامة - مثل ما إذا كانت نوعيات معينة من الأنشطة المالية مسموحا بها وتداعيات ذلك على استقرار النظام المالي الأوسع - لجهات الإشراف على بنوك فرادى. ولنأخذ مثلا حديثا سيء السمعة، هل كان ينبغي السماح للبنوك عن طريق التوريق بإنشاء و/ أو شراء/ قروض رهونات المنازل التي تتطلب دفعة مقدمة صغيرة جدا أولا تتطلب أى مقدم على الإطلاق ولا ضمان لقدرة العميل على السداد؟ وهل كان ينبغي السماح للبنوك بأن تبيع منتجات مهيكلتة معقدة للمودعين الصغار لديها؟ من ناحية، يجادل المؤيدون بأن التمويل الخلاق وتوفير نطاق عريض من المنتجات المالية يسير التجديد ويوفر فرصا أكبر للحصول على الائتمان واختيار المنتجات لنطاق أوسع من العملاء. ومن الناحية الأخرى، يحاج النقاد - ومن بينهم الاقتصادي جوزيف ستيجليتز الحائز على جائزة نوبل - بأن من الضروري التفريق بين التجديد الجيد والتجديد السيئ.

وأيا كانت الميزات النسبية لهذه الحجج، فإننا إذا كنا سننظر إلى معقولية مثل هذه الأنشطة فقط من خلال عيون إدارات المخاطر في البنوك والقدرة المالية، فقد تغفل السياسة العامة الأوسع وتداعيات المخاطر في النظام بأكمله: سواء كانت هذه الأنشطة إجمالا جيدة أو سيئة بالنسبة للنظام

إدراك واسع النطاق لأسباب الأزمة المالية **هناك** ولكن ما ليس مفهوما بنفس الدرجة في الحوار العام هو كيف لعبت النهج الفلسفية للتنظيم والإشراف على النظام المالي العالمي دورا في تمكين الأزمة الحالية من النمو سريعا. وهذا النهج الفلسفي كثيرا ما يوصف بأنه إطار الإشراف المبني على المخاطرة. وقد تبنته الاقتصادات المتقدمة الكبرى، وكذا بلدان أخرى كثيرة في كل أنحاء العالم. وعلى الرغم من أن إطار الإشراف المبني على المخاطرة يمكن استخدامه لوصف نهج فلسفي عام من التنظيم والإشراف على النظام المالي بأكمله، إلا أنني سأستخدم المصطلح بشكل أضيق - كما ينطبق على الإشراف الرسمي على النظام المصرفي.

وتكمن في صميم فلسفة الإشراف المبني على المخاطرة وجهة النظر التي ترى أن التنظيم المصرفي يستطيع فعليا أن يقوم بكل أشكال الأنشطة المالية، طالما توافرت له أنظمة قوية لإدارة المخاطر وما يكفي من الإيرادات ورأس المال اللازمين لدعم هذه المخاطر الكامنة. باختصار يسعى الإشراف المبني على المخاطر لتحرير سلطات المصارف جيدة الإدارة للتحث على الابتكار ومكافأة السلوك الجيد. ويهدف إطار فلسفة الإشراف المبني على المخاطرة

سعى الإشراف  
المستند إلى المخاطرة  
إلى حفز الابتكار  
ومكافأة السلوك  
الجيد ولكنه ساعد  
على جلب الأزمة  
المالية العالمية.



# مهمة

فرادى على نطاق النظام المصرفى ككل كانت قد طفتت تنزايدي حتى وصلت إلى مستويات غير قابلة للاستدامة، فى الوقت الذى كانت فيه الصناعة المصرفية تبلغ عن تحقيق أرباح قياسية ومستويات تبدو صحية لرأس المال.

وعلى المستوى السياسى، قد ينشأ أيضا ضغط للإبقاء على تدفق الائتمان. وعلى كل، فإن ما يرغب فيه أى سياسى هو أن يلام على سحب الإناء الذى يحوى المشروعات عندما تكون الحلقة قد بدأت للتو؟ ونتيجة لذلك، يمكن لممارسات إدارة المخاطر الضعيفة أن تستمر فى النظام المصرفى، حتى يتدخل منظمو البنوك برد فعل أصغر من اللازم ومتأخر أكثر مما يجب - بعد أن تكون الآثار المتراكمة لممارسات إدارة المخاطر الضعيفة قد تسربت إلى ميزانية البنك وأثرت بشكل ضار على ما تم الإبلاغ عنه من إيرادات رأس المال.

## تداعيات السياسة

وبسبب هذه العيوب، فإن أى إصلاح له معنى للرقابة الرسمية على النظام المصرفى يجب أن يلقى نظرة نقدية على دور التمكين الذى لعبته فلسفة الإشراف المستند إلى المخاطر فى الأزمة المالية الحالية ومحاولة التخفيف من ذلك

• أولا، يجب أن تكون جهات الإشراف على البنوك راغبة وقادرة على تقييد أنشطة البنوك فى مجال تحمل مخاطر - كما يقتضى الأمر - فى مرحلة مبكرة حتى لو كان مركزها المالى قويا على الورق. وهذا أمر قوله أيسر من تنفيذه لأنه يتطلب من جهات الإشراف على البنوك أن تتجاهل الحكمة التقليدية وتقول «لا» لمنظمات مصرفية قوية ويحتمل - إذا حدث وكانت بنوكا قوية على نطاق شامل - أن تكون لديها مساندة سياسية قوية على أعلى مستويات الحكومة. وباعتبارها كذلك، فإن التدخل التنظيمى المبكر لا يمكن أن ينجح إلا إذا ساندته سلطة تنظيمية مصرفية عالية المصادقية ولديها من السلطة المؤسسية ما يمكنها من تنفيذ المهمة المكلفة بها فى ضمان «الأمن والسلامة» بفاعلية

• ثانيا، يجب على السلطات المصرفية أن تحقق توازنا أفضل بين استخدام أدوات «التنظيم» و «الإشراف» لمراقبة أمان وسلامة البنوك فرادى والنظام المصرفى ككل. وقد أدى تنفيذ الإشراف المستند إلى المخاطر إلى اعتماد أكبر - وربما مفرط - على أساليب استنسابية لضمان نظام مصرفى يتمتع بالعافية. وباختصار، فقد استخدم هذا النهج الفلسفى كأساس لتحرير أنشطة البنوك ولتفويض جهات الإشراف على البنوك فرادى فى إصدار قرارات حيوية، استنادا إلى تقييمها لإدارة المخاطر بالبنوك وقدرتها المالية.

وفى حين نسلم بأن هذا النظام الإشرافى وجد ليبقى، إلا أننا يجب أن نحاول مصدات تنظيمية خلفية للتخفيف من نتائجه غير المقصودة وتوفير وسيلة واقعية بدرجة أكبر لكبح المخاطر المفرطة فى النظام المصرفى.

ويجب أن يكون من بين تلك التنظيمات الجديدة توفير رأس مال لمواجهة التقلبات الدورية واشتراطات لمواجهة خسائر وذلك فى أثناء فترات الانتعاش الاقتصادى. ولا ريب أن تحقيق التوازن المناسب بين رسم خط فاصل فى الرمال بين أنشطة تحمل المخاطر فى منظمة مصرفية وبين الاستمرار فى تشجيع التجديد فى النظام المالى يمثل تحديا كبيرا. ويجب أن تكون السلطات مستعدة لمواجهة هذا التحدى وتحقيق هذا التوازن بشكل سليم وحاسم. ونظرا لحجم وخطورة الاضطراب المالى الحالى، لا يسعنا ببساطة أن نخطئ مرة أخرى. ■

س. ريجان زاميل هو مستشار صندوق النقد الدولى للسياسة المصرفية والإشراف لبنك إندونيسيا.

المالى. ومن الأفضل تناول الموضوعات التى يمثل هذه الضخامة على المستوى المؤسسى وليس على مستوى جهات الإشراف المصرفى فرادى.

## مهارات الحكم على الأمور

ثانيا، يعتمد أسلوب الإشراف المستند إلى المخاطر على قدرة كل من جهات الإشراف على البنوك ومديرى المخاطر، فى كل بنك على حدة، على إصدار أحكام سليمة. ونظرا لأن الإدارة الجيدة للمخاطر لا يمكن إصدار حكم قاطع بشأنها إما أبيض أو أسود - وهناك درجات من اللون الرمادى - فهى فى كثير من الأحيان تخضع لمناقشات مكثفة بين جهة التنظيم ومن يسرى عليه التنظيم. وقد أصبحت هذه العملية المبنية على إصدار الأحكام أكثر تعقيدا مع مرور الزمن، حيث طورت البنوك الأكبر نماذج للمخاطر أكثر إتقانا لدرجة أن أناسا قليلين فى داخل البنوك المركزية وهيئات التنظيم - وأيضا، كما تبين، فى داخل المنظمات المصرفية ذاتها، هم الذين يفهمونها تماما.

إن تداعيات الروابط الصريحة التى أنشئت بموجب نموذج الإشراف المستند إلى المخاطر - فيما بين قدرات إدارة مخاطر فى منظمة مصرفية ما فى حدود مجال أنشطتها المالية المسموح بها - يجب النظر فيها على ضوء هذه الخلفية. وباعتبارها كذلك، فإن الكثير على المحك من جراء التوصل إلى تقييم خاطئ للمخاطر، وكما أوضح تكشف الأزمة المالية الحالية، فإن ذلك إذا ما تم بشكل جماعى يمكن أن يهدم النظام المالى بأكمله.

ثالثا، على الرغم من أن الهدف الرئيسى من إطار الإشراف المستند إلى المخاطر هو إتاحة الفرصة لجهات الإشراف على البنوك بالتعرف على المشاكل فى النظام المصرفى وحلها فى مرحلة مبكرة، إلا أنه من الصعب تقييد أنشطة البنوك التى تنطوى على مخاطر عندما تكون أرباحها ومراكزها الرأسمالية مازالت تبدو قوية. والتدخلات التنظيمية المبكرة أكثر أهمية فى ظل فلسفة الإشراف المستند إلى المشاكل، خاصة لأنها تحرر أيضا نطاق الأنشطة المالية المسموح بها للتنظيم المصرفى. وفى التطبيق العملى تظهر المشاكل فى جبهتين، على كل مستوى الشركة والمستوى السياسى.

فعلى مستوى الشركة، أو على المستوى الجزئى، على سبيل المثال، كان لجهات التنظيم أن تحدد التراخى الكبير فى معايير إصدار البنك للقروض باعتباره سببا للقلق، فإن إدارة البنك تستطيع أن تشير إلى أرباح البنك الفائقة ومركزه الرأسمالى «كدليل» على قدرته على إدارة المخاطر. وهكذا، فبقدر ما تحدد جهات الإشراف على البنك هذه العيوب، فإنها فى العادة تصدر «توصيات ناعمة» بدلا من إصدار «توجيهات أمر». ويضاعف من هذه التحديات، الطبيعية المسيرة للتقلبات الدورية لاشتراطات رأسمال البنوك، التى تسمح للبنوك بالاحتفاظ برأس مال أقل فى أثناء الأوقات الطيبة، تحديدا عندما تؤدى المنافسة المتصاعدة والنمو السريع للائتمان حتما إلى زيادة شاملة فى شهية تحمل المخاطرة وتآكل معايير تقييم المخاطر. وقد كشفت الأزمة المالية الحالية عن أن المخاطر على مستوى البنوك



## ما هي

# السياسة المالية العامة؟

مارك هورتون وأسماء الجنائني

Mark Horton and Asmaa El-Ganainy

الحكومة من السلع والخدمات والتأثير على الاستهلاك الخاص والاستثمار الخاص والصادرات الصافية بشكل غير مباشر من خلال إجراء تغييرات في الضرائب والتحويلات والإنفاق. والسياسة المالية التي تزيد من الطلب الكلي بصورة مباشرة عن طريق زيادة الإنفاق الحكومي يطلق عليها في العادة سياسة توسعية أو «طليقة». وعلى العكس من ذلك، كثيرا ما تعتبر السياسة المالية انكماشية أو «مقيدة» إذا ما خفضت الطلب عن طريق تخفيض الإنفاق.

وإلى جانب توفير السلع والخدمات، فإن أهداف السياسة المالية تتباين. فعلى المدى القصير قد تركز الحكومات على تحقيق استقرار الاقتصاد الكلي. على سبيل المثال، تنشيط اقتصاد معتل، أو محاربة تضخم في طريقه للارتفاع، أو المساعدة على تقليل أوجه الضعف الخارجية. وعلى المدى الأطول، يتمثل الهدف في تعزيز النمو المستدام أو تقليل أعداد الفقراء بأعمال على «جانب العرض» لتحسين البنية التحتية أو التعليم. وعلى الرغم من أن هذه الأهداف مشتركة على نطاق واسع بين البلدان، فإن أهميتها النسبية تختلف من بلد لآخر تبعا لظروف كل بلد. فعلى المدى القصير، قد تعكس الأولويات دورة الأعمال أو رد الفعل على كارثة طبيعية - وعلى المدى الأطول، قد تتمثل الدوافع في مستويات التنمية، أو دوافع ديمغرافية، أو الموارد الطبيعية. وقد تقود الرغبة في تقليل أعداد الفقراء، بلدا منخفض الدخل إلى زيادة الإنفاق على الرعاية الصحية الأولية، بينما قد تستهدف إصلاحات المعاشات في اقتصاد متقدم تكاليف طويلة الأجل تلوح في الأفق متعلقة بسكان طفقوا يتقدمون السن. وفي بلد منتج للنفط، قد تهدف السياسة المالية إلى التخفيف من الإنفاق المسابر للتقلبات الدورية - وتهدئة كل من الانفجارات عندما ترتفع أسعار النفط والتخفيض المؤلم عندما تنخفض.

### رد الفعل على الأزمة

كان للأزمة تأثير سلبي على الاقتصاد في كل أنحاء العالم، مع حدوث صعوبات في القطاع المالي وتضاؤل الثقة الذي ضرب الاستهلاك الخاص والاستثمار والتجارة الدولية (تذكر معادلة حساب الدخل القومي). وقد ردت الحكومات باستهداف تشجيع النشاط من خلال قناتين: عوامل تحقيق الاستقرار الأوتوماتيكية والحوافز المالية الحكومية - أي الإنفاق الاستنسابي أو تخفيضات في الضرائب الاستنسابية. وستصبح عوامل تحقيق الاستقرار ناعمة عندما تتغير مستويات إيرادات الضرائب والإنفاق ولا تعتمد على أعمال معينة بل تعمل في علاقة بدورة الأعمال. فعلى سبيل المثال، فإنه عندما يبطئ الناتج أو ينخفض، يتناقص مبلغ الضرائب الذي يتم تحصيله لأن أرباح الشركات ودخول دافعي الضرائب تنخفض. ومن المقدر أن تزيد أيضا مزايا البطالة والإنفاق الاجتماعي الآخر في أثناء مرحلة الكساد. وهذه التغيرات الدورية تجعل السياسة المالية توسعية أوتوماتيكيا في أثناء فترات الكساد وانكماشية في أثناء فترات الانتعاش.

السياسة المالية العامة هي استخدام الإنفاق الحكومي والضرائب للتأثير على الاقتصاد. وتستخدم الحكومات السياسة المالية العامة عادة لتعزيز النمو القوي والمستدام وتقليل أعداد الفقراء. وقد اكتسب دور أهداف السياسة المالية أهمية كبيرة في الأزمة الحالية حيث تدخلت الحكومات لدعم الأنظمة المالية وإعطاء دفعة البداية للنمو والتقليل من تأثير الأزمة على الجماعات المعرضة للمعاناة. وقد ذكر قادة مجموعة العشرين لبلدان الأسواق الصناعية والناشئة في بلاغهم الصادر عقب اجتماعهم للقمّة في لندن في أبريل أنهم يجرون «توسعا ماليا منسقا لم يسبق له مثيل». فما الذي يعنونه بالتوسع المالي؟ وبشكل أعم، كيف يمكن لأدوات مالية أن توفر دعما للاقتصاد العالمي؟

تاريخياً تراوحت أهمية السياسة المالية كأداة للسياسة بين التعاطم والتضاؤل. فقبل عام ١٩٣٠، ساد نهج التدخل الحكومي المحدود، أو حرية النشاط الاقتصادي. ومع انهيار سوق الأوراق المالية والكساد العظيم، ضغط صناع السياسة من أجل أن تقوم الحكومات بدور استباقي بدرجة أكبر. وفي فترة أحدث، قلت البلدان مرة أخرى من حجم ووظيفة الحكومات مع تولى الأسواق دورا أكبر في تخصيص السلع والخدمات. والآن وقد أصبحت الأزمة المالية في ذروتها، أصبحت السياسة المالية الأكثر نشاطا أمرا مستحسنا مرة أخرى.

### كيف تعمل السياسة المالية العامة؟

عندما تتوافر لصناع السياسة في سعيهم التأثير على الاقتصاد، أداتان رئيسيتان تحت تصرفهم - السياسة النقدية والسياسة المالية. وتستهدف البنوك المركزية النشاط بشكل غير مباشر بالتأثير على عرض النقود من خلال تصحيح أسعار الفائدة، واشتراطات الاحتياطي المصرفي، وبيع سندات الحكومة والصرف الأجنبي؛ وتؤثر الحكومات على الاقتصاد بتغيير مستوى الضرائب وأنواعها، ومدى وتكوين الإنفاق، ودرجة وشكل الاقتراض. وتؤثر الحكومات بشكل مباشر وغير مباشر على طريقة استخدام الموارد في الاقتصاد. وتساعد المعادلة الأساسية لحساب الدخل القومي على بيان كيف يحدث ذلك: الناتج المحلي الإجمالي = الاستهلاك الخاص + الاستثمار الخاص + مشتريات الحكومة من السلع والخدمات + الصادرات الصافية + I + G + NX.

فعلى الجانب الأيمن يوجد الناتج المحلي الإجمالي (GD) - أي قيمة كل السلع والخدمات النهائية التي ينتجها الاقتصاد (انظر «عودة للأساسيات» عدد كانون الأول/ ديسمبر ٢٠٠٨ من مجلة التمويل والتنمية). وعلى الجانب الأيسر هناك مصادر الإنفاق أو الطلب الكلي - الاستهلاك الخاص، والاستثمار الخاص، ومشتريات الحكومة من السلع والخدمات، والصادرات مطروحا منها الواردات (الصادرات الصافية) وتوضح هذه المعادلة أن الحكومات تؤثر على النشاط الاقتصادي (الناتج المحلي الإجمالي)، بالتحكم بشكل مباشر في مشتريات

وترتبط عوامل تحقيق الاستقرار الأوتوماتيكية بحجم الحكومة وتميل لأن تكون أكبر في الاقتصادات المتقدمة. وحيثما تكن عوامل تحقيق الاستقرار تكن هناك حاجة أقل للحوافز - تخفيض الضرائب، والدعم أو برامج الأشغال العامة - طالما أن كلا النهجين يساعدان على تخفيف آثار هبوط النشاط الاقتصادي. وفي الواقع، فإنه في ظل الأزمة الحالية، اتجهت البلدان التي لديها عوامل أكبر لتحقيق الاستقرار إلى اللجوء بدرجة أقل إلى التدابير الاستثنائية. وبالإضافة إلى ذلك، فإنه على الرغم من أن التدابير الاستثنائية يمكن تصميمها لتناسب مع احتياجات تحقيق الاستقرار فإن عوامل تحقيق الاستقرار الأوتوماتيكية لا تسرى عليها تأخيرات التنفيذ (على سبيل المثال، تصميم مشروعات طرق جديدة والموافقة عليها وتنفيذها)، ويتم سحب تأثيراتها أوتوماتيكيا عندما تتحسن الظروف. أما الحوافز فقد تكون صعبة في التصميم والتنفيذ بفاعلية وكذلك يصعب إبطال مفعولها عندما تتحسن الظروف. إلا أنه في العديد من البلدان منخفضة الدخل والأسواق الناشئة، فإن القيود المؤسسية وضيق وعاء الضرائب يفيان أن عوامل تحقيق الاستقرار ضعيفة نسبيا. وحتى في البلدان التي لديها أكبر عوامل لتحقيق الاستقرار، قد تكون هناك حاجة ملحة للتعويض عن فقدان النشاط الاقتصادي وأسباب قهرية لتوجيه رد فعل الحكومة على الأزمة نحو أولئك المحتاجين بصورة مباشرة.

ويتوقف رد الفعل المضبوط في النهاية على المساحة المالية المتاحة للحكومة للقيام بمبادرات جديدة للإنفاق أو إجراء تخفيضات الضرائب - أي فرصة الحصول على تمويل إضافي بتكلفة معقولة أو قدرتها على إعادة تحديد أولويات نفقاتها القائمة. ولم يكن بعض الحكومات في وضع يسمح له بالرد بحوافز، لأن دائنيها المحتملين يعتقدون أن مزيدا من الإنفاق والاقتراض سيشكلان ضغطا أكثر من اللازم على التضخم، واحتياطات العملة الأجنبية، أو سعر الصرف - أو بحجب العديد من الموارد من القطاع الخاص المحلي (معروف أيضا بالمزاحمة) مما يؤخر استعادة العافية. وبالنسبة لحكومات أخرى، استدعى فرص مزيد من قيود التمويل الصارمة إجراء تخفيضات في الإنفاق لتراجع الإيرادات (عوامل تحقيق الاستقرار تعمل). وفي البلدان التي لديها تضخم كبير أو عجز كبير في الحساب الجاري الخارجي، لا يرجع أن يكون المنشط المالي فعالا بل حتى مرغوبا فيه.

### ضبط دقيق لرد الفعل

لحجم الحوافز وتوقيتها وتكوينها أهمية كبيرة. ويهدف صناع السياسة بشكل عام إلى أن يضبطوا حجم التدابير الحافزة لتتفق مع تقديراتهم لحجم الفجوة في الناتج - الفرق بين الناتج المتوقع وما يمكن أن يكون عليه حجم الناتج لو كان الاقتصاد يعمل بكل قدرته. كما يتطلب الأمر وجود مقياس لفاعلية الحافز - أو بشكل أدق ترجمته إلى ناتج (معروف أيضا بالمضايقات). وتميل المضايقات إلى أن تكون أكبر إذا كان التسرب أقل (على سبيل المثال، ادخار جزء صغير فقط من الحافز أو إنفاقه على الواردات)، وظروف نقدية ملائمة (أسعار الفائدة لا ترتفع كنتيجة للتوسع المالي)، واعتبار أن وضع البلد المالي بعد الحافز مستداما. والمضايقات يمكن أن تكون صغيرة أو حتى سلبية إذا ما أثار التوسع قلقا حول الاستدامة مستقبلا، وفي تلك الحالة من المحتمل أن يقاوم القطاع الخاص تدخل الحكومة بزيادة المدخرات أو حتى نقل الأموال للخارج، بدلا من استثمارها أو استهلاكها. وتميل المضايقات أيضا إلى أن تكون أعلى بالنسبة لتدابير الإنفاق عنها بالنسبة لتخفيضات الضرائب أو التحويلات وللبلدان الأكبر (في كلتا الحالتين بسبب التسرب الأقل). أما بالنسبة للتوقيت، ففي كثير من الأحيان،

يستغرق تنفيذ تدابير الإنفاق بعض الوقت، وبمجرد أن تتم قد لا تصبح مطلوبة. إلا أنه إذا كان من المتوقع أن يطول هبوط النشاط الاقتصادي (كما في الأزمة الحالية)، فإن المخاوف حول التأخير قد تكون أقل إلحاحا. ولكل هذه الأسباب، يجب أن تكون التدابير الحافزة في وقتها المناسب وحيدة التوجيه ومؤقتة - أي يتم الرجوع عنها بسرعة بمجرد تحسن الظروف.

وبالمثل، يمكن تعزيز مدى استجابة ونطاق عوامل تحقيق الاستقرار، على سبيل المثال، بنظام للضرائب تصاعدي بدرجة أكبر - أي فرض ضرائب على الأسر ذات الدخل العالي أعلى من الضرائب التي تفرض على الأسر الأقل دخلا. ويمكن أيضا ربط مدفوعات التحويلات بشكل واضح بالظروف الاقتصادية (على سبيل المثال، معدلات البطالة أو محركات أخرى لسوق العمل). وفي بعض البلدان، تهدف القواعد المالية للحد من نمو الإنفاق في أثناء فترات الازدهار عندما يكون نمو العائدات عالية - خاصة من الموارد الطبيعية. وفي أماكن أخرى، تساعد المراجعة الرسمية وآليات برامج انتهاء الصلاحية («الغروب») على ضمان ألا تعيش المبادرات الجديدة بعد انتهاء الفرص الأولى منها. وأخيرا، تساعد الأطر متوسطة الأجل شاملة التغطية وتقييم الإيرادات والنفقات والأصول والالتزامات والمخاطر على تحسين صنع السياسة على مدى دورة الأعمال.

### عجوزات كبيرة وديون عامة متزايدة

ارتفعت معدلات العجوزات المالية والديون العامة بشكل حاد في العديد من البلدان مع رد الفعل المالي للأزمة. وقد زاد دعم وضمن القطاعات المالية والصناعية من المهموم. ويستطيع العديد من البلدان أن تتحمل عجوزات مالية متوسطة لفترات ممتدة، عندما تقتنع الأسواق المالية والمحلية والدولية والشركاء الدوليين والثنائيين بقدرتها على سد التزاماتها حاليا ومستقبلا. إلا أن العجوزات التي تنمو بدرجة أكبر مما يلزم وتستمر لفترات أطول مما يجب تقوض الثقة. ويدعو صندوق النقد الدولي، لإدراكه لهذه المخاطر في الأزمة الحالية، والحكومات لوضع استراتيجية للسياسة المالية، لها أربع شعب للمساعدة على ضمان الملاءة المالية: فالحوافز يجب ألا يكون لها تأثيرات دائمة على العجوزات: والأطر متوسطة الأجل يجب أن تشمل الالتزام بإجراء التصحيح المالي بمجرد تحسن الظروف؛ ويجب تحديد الإصلاحات الهيكلية وتنفيذها لتعزيز النمو؛ ويتعين على البلدان التي تواجه ضغوطا ديمغرافية متوسطة الأجل وطويلة الأجل أن تلزم بصورة حازمة باستراتيجيات واضحة للرعاية الصحية وإصلاح المعاشات. ■

مارك هورتون رئيس قسم وأسماء الجنايني تعمل خبيرة اقتصادية في دائرة الشؤون المالية في صندوق النقد الدولي.

اقتراحات للقراءة الأخرى:

Daniel, James, Jeffrey Davis, Manal Fouad, and Caroline Van Rijckeghem, 2006, "Fiscal Adjustment for Stability and Growth," IMF Pamphlet 55 (Washington: International Monetary Fund).

Heller, Peter S., 2005, "Understanding Fiscal Space," IMF Policy Discussion Paper 054/ (Washington: International Monetary Fund).

International Monetary Fund, 2008, "Fiscal Policy as a Countercyclical Tool," World Economic Outlook, Chapter 5 (Washington, October).

International Monetary Fund, 2009, "The State of Public Finances: Outlook and Medium-Term Policies After the 2008 Crisis" (Washington); available at [www.imf.org/external/np/pp/eng/2009030609.pdf](http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2009030609.pdf)

Spilimbergo, Antonio, Steve Symansky, Olivier Blanchard, and Carlo Cottarelli, 2008, "Fiscal Policy for the Crisis," IMF Staff Position Note 0801/ (Washington: International Monetary Fund).

# أجعل هذا المحرك يبدأ العمل

ينبغي لصناع السياسة في أفريقيا أن يستعدوا للانتعاش العالى بحشد قطاعاتهم الخاصة



دونالد كابيروكا  
رئيس بنك التنمية الأفريقي

داخلية تفاقم من هذا الاتجاه. إلا أنه من المرجح أن الأزمة العالمية الحالية تسم المرة الأولى منذ سنوات عديدة التي يكون السبب الرئيسي لهبوط الاقتصاد فيها سببا خارجيا خارج عن نطاق سيطرتها وذلك بالنسبة إلى كثير من البلدان الأفريقية وليس فقط بالنسبة لكبار مصدرى السلع. ولكن أيا كان مصدره، فإن آثار تباطؤ النمو في أفريقيا شديدة الوطأة. ويتوقع بنك التنمية الأفريقي أن نمو دخل الفرد سيكون هذا العام لأول مرة منذ ١٩٩٤ سلبيا للقارة ككل - فيما يتعلق بالاقتصادات الثرية بالمعادن وكذا بالنسبة للبلدان التي تعتمد على التصدير الزراعي.

لقد ساعدت عقود من إصلاح السياسة على تحقيق مكاسب السنوات الأخيرة التي جاءت بشق الأنفس - مستويات الدين المستدامة، والتضخم الأقل، والتقدم في تحرير التجارة، وتنوع الصادرات وإجراء تغييرات هيكلية أخرى. وعلى الرغم من أن حقيقة أن أفريقيا، قبل اشتداد الأزمة المالية العالمية الحالية، لم تكن قد تهيأت لتحقيق أهداف تقليل أعداد الفقراء التي حددتها أهداف الألفية الإنمائية، فإن تقدما قد تحقق في عدد قليل من الأهداف الثمانية، وبالذات في التعليم الابتدائي الشامل، مما يبين أن تحقيق التقدم الحقيقي أمر ممكن.

إن التباطؤ في النشاط الاقتصادي الذي سببته الأزمة العالمية يجب أن يوفر الدافع الإضافي المطلوب لتجديد سعي أفريقيا نحو النمو. إن العمل الشامل الحقيقي قد أنجز بالفعل: فقد حدثت إصلاحات في صورة القارة الكبيرة وترسخت وبدأت تؤتي ثمارها قبل حدوث التباطؤ الاقتصادي. وتحتاج أفريقيا الآن إلى الاستمرار في تحسين المناخ الذي يمكن فيه أن تعمل سياساتها ومؤسساتها التي تم إصلاحها. وهنا تصبح رعاية القطاع الخاص هي الأولوية.

إن بنك التنمية الأفريقي نفسه قد عظم أخيرا من أهمية القطاع الخاص في اقتصاد عموم أفريقيا. كانت الخطة الأولى لاستراتيجية البنك التي تغطي الفترة ٢٠٠٣-٢٠٠٧ قد خصصت دورا ثانويا لتنمية القطاع الخاص لمساندة التنمية الاقتصادية المستدامة، وركزت بدرجة قليلة نسبيا على عمليات القطاع الخاص. ولكن تمت مراجعة ذلك على ضوء تجربة البلدان فرادى: إذ تبين أن البلدان الأعضاء في البنك متوسطة الدخل المتوسط تريد المنافسة في السوق العالمية بدون حماية من التفضيل التجاري، وأن البلدان الأعضاء في البنك منخفضة الدخل تريد تحسين مناخ الاستثمار لديها

يوفر اندماج أفريقيا المحدود في الأسواق العالمية لها سوى حماية قليلة من الآثار المباشرة للأزمة المالية العالمية. ولكن أفريقيا يجب أن تستجمع قواها من أجل مواجهة عواقب الأزمة العالمية على اقتصادها الحقيقي. لقد فاقت السرعة التي تأثرت بها الاقتصادات الأفريقية التوقعات الأولى. وعلى الرغم من أن درجة وعمق العدوى ليسا متساويين عبر القارة - فالبلدان المصدرة للمعادن، والاقتصادات الكبيرة المفتوحة والدول الهشة قد تأثرت أكثر من خلال قناة واحدة لنقل العدوى وعدة قنوات - فقد شهدت القارة ككل احتمالات نموها تتناقص من متوسط قدره ٦ في المائة إلى أقل من ٣ في المائة.

وتشكل زيادة عجوزات الحسابات الجارية والميزانيات تهديدا مباشرا لاستقرار الاقتصاد الكلي الذي ساعدت على إرسائه سنوات من الإصلاح الاقتصادي. وستعرض للاختبار الحاد قدرة الحكومات الأفريقية على القيام برد الفعل المطلوب تجاه الأزمة، بل وأكثر من ذلك، الحفاظ على الخدمات الأساسية وبرامج التنمية. وفي هذه المرحلة من الصعب التنبؤ بطول الفترة الزمنية التي سيستمر فيها النمو الأفريقي بنصف سرعته السابقة لأن الأزمة العالمية مازالت حديثة نسبيا. إلا أنه يمكن الافتراض، بدون مجازفة، أنه عندما يعود الاقتصاد العالمي إلى طريق النمو فإن استرداد أفريقيا لعافيتها بعد الأزمة يرجح ألا يكون متماثلا.

ولكن صناع السياسة الأفريقيون يستطيعون منذ الآن الاستعداد للاستفادة من الانتعاش الاقتصادي العالمي. ذلك أنهم يستطيعون أن يبدأوا منذ الآن بإلحاق مزيد من اقتصاداتهم المحلية بقاطرة النمو قصيرة الأجل الأكثر مدعاة للثقة والأكثر فاعلية التي في متناول يدهم: وهي القطاع الخاص. إن بنك التنمية الأفريقي هو واحد من عدة مؤسسات مالية دولية تقف على أهية الاستعداد لمساعدة أفريقيا على تسخير القطاع الخاص. وهذا المسعى المهم يمكن ويجب أن يبدأ على الفور، حتى تستطيع اقتصادات أفريقيا مشاركة بقية العالم بشكل كامل في الصعود الذي يتبع الانهيار.

## انتعاش وكساد

كان مسار نمو أفريقيا على مدى الأعوام الثلاثين الماضية واحدا من مراحل النمو العرضية التي يتبعها تراجع طويل، والتي تحدث نمطيا بعد انتعاش وكساد السلع في ظل عوامل



حتى تستطيع أن تبلغ مرتبة البلدان متوسطة الدخل. ويعتقد بنك التنمية الأفريقي وسيلة مهمة لتحقيق كلا الهدفين تتمثل في تشجيع القطاع الخاص. وتدرك استراتيجية بنك التنمية الأفريقي متوسطة الأجل لفترة ٢٠٠٨-٢٠١٢ أن المجتمع الدولي يهتم بدرجة أكبر بأفريقيا: فالمانحون الحاليون تعهدوا بتقديم مزيد من المساعدة؛ والمانحون الجدد يتقدمون للصدارة، والمستثمرون من القطاع الخاص على الرغم من أنهم مازالوا مهتمين أساسا بالموارد الطبيعية، فإنهم يقيمون الإمكانات المتوافرة في أفريقيا. وبناء على ذلك فإن البنك، يرى الآن أن تنمية قطاع خاص أكثر قوة هي أولوية عليا، ويعترف بالدور الحيوي للقطاع الخاص في مجالات للتركيز مساوية في الأهمية مثل البنية التحتية والتعليم العالي.

### «ذلك الموضع الجميل»

ويستطيع البنك، بشكل خاص، أن يلعب دورا محفزا ببناءً في التشجيع على، والتمكين من إنشاء شراكات خلاقة بين العام والخاص فيما يعتقد البنك أنه «موضع جميل» ينمو بين مجالي القطاع العام والخاص التقليديين. لقد تضاعف استثمار بنك التنمية الأفريقي في القطاع الخاص ثلاثة مرات في عام ٢٠٠٧، وتوفر قائمة جاهزة قوية من المشروعات من خلال الشراكات المبتكرة بين القطاعين العام والخاص فرصا كبيرة لتحقيق النمو والتأزر والتأثير المحفز. وستتم بشكل أكبر زيادة تعاملات البنك مع القطاع الخاص في سياق استراتيجيات قطرية متفق عليها على نحو متبادل لتعزيز التنمية بقيادة القطاع الخاص.

ويُنَبِّئنا التاريخ، أنه عندما تكون الأحوال الاقتصادية سيئة في بلدان مثل البلدان الأفريقية. تتراجع بسرعة المؤشرات الاجتماعية مثل وفيات الأمهات والأطفال، ومعدلات الالتحاق بالتعليم وإكماله، وفرص توظيف النساء- خاصة في الدول الهشة حيث تجعل المؤسسات الضعيفة والإمكانات المالية المحدودة من المستحيل في كثير من الأحيان تقديم شبكات أمان. وتتطلب إدارة الأزمة في الأجل القصير إجراء تعديلات في الميزانية لتتواءم مع الموارد المتوقعة، على حساب التنمية البشرية. ويستطيع نشاط القطاع الخاص الأكبر أن يساعد في تعزيز المؤشرات الاجتماعية في مجالات معينة مثل التعليم العالي، وتكون له تأثيرات مضاعفة في مجالات اجتماعية أخرى. وهكذا فإن بنك التنمية الأفريقي يسعى لتطوير الشراكات مع القطاع الخاص لتصميم وتنفيذ مشروعات تدريب عالية المستوى على النطاق القومي والإقليمي. وسيدعم البنك أيضا التعليم الفني والمهني وعمليات التدريب لبناء المهارات ومعالجة البطالة الكبيرة المزمنة.

وستتوقف استعادة أفريقيا السريعة، عافيتها من آثار الأزمة العالمية على عوامل كثيرة: منها درجة الضرر الذي أصاب استقرار الاقتصاد الكلي، ومناخ الاستثمار، والتقدم في البنية التحتية. وبصفة خاصة، فإن الحفاظ على سرعة تطوير البنية التحتية في هذا الوقت في مواجهة تناقص الاستثمار الخاص وانكماش إيرادات الحكومة أمر حيوي لسرعة تحقيق الانتعاش. فالزراعة الحديثة، والخدمات الحديثة، والصناعة الحديثة، تعتمد على البنية التحتية. والفشل في سد ثغرة تمويل البنية التحتية سيرسخ وضع أفريقيا كمتقاعد في المنافسة عندما يستعيد النشاط الاقتصادي العالمي عافيته. وهنا أيضا يستطيع القطاع الخاص أن يلعب دورا أساسيا. فعلى مدى العقدين السابقين كان هناك تحول كبير في كل من البلدان المصنعة والنامية نحو قيام القطاع الخاص بتوفير المزيد من البنية التحتية أو تمويلها- ولكن هذا حدث بأقل نحو ممكن في أفريقيا. وسيقوم بنك

التنمية الأفريقي بتقوية الشراكات لتحسين توفير المياه والصرف الصحي والنقل، والاتصالات السلكية واللاسلكية، والبنية التحتية للطاقة في الدول الأعضاء فيه. وتقتضى تنمية قطاع خاص ديناميكي شديد الحيوية مناخا تجاريا يمكن من أسباب القوة في أي بلد يريد أن يستضيف قاطرة النمو هذه. لذلك سيكون من الحيوي لكل البلدان في القارة الأفريقية أن تحقق تقدما أسرع في تحسين مناخ الاستثمار بتقليل نفقات القيام بالأعمال. وهذه النفقات التي يسهل حسابها هي الآن مقياس معروف على نطاق واسع يمكن بواسطته ترتيب مكانة كل البلدان متوسطة الدخل الطموحة ويتم ذلك بالفعل علينا. وسيسمح التقليل من هذه النفقات لأدنى حد للبلدان بتحسين وضعها والمشاركة بشكل كامل في الانتعاش الذي سيحدث في نهاية الأمر في الطلب والاستثمار العالمي.

### فجوة التمويل

علاوة على الإصلاح في التنظيم والحوكمة، من المهم التأكيد أنه لتحقيق معدلات النمو التي سبقت الأزمة، ستحتاج أفريقيا إلى ٥٠ مليار دولار لتمويل فجوة الاستثمار والادخار. ولتحقيق معدل نمو ٧ في المائة الذي يعتبر ضروريا لتحقيق أهداف الألفية الإنمائية، ترتفع فجوة التمويل إلى ١١٧ مليار دولار. وعلى الرغم من أن بعض البلدان متوسطة الدخل قد تستطيع أن تحشد بصورة فعالة كلا من الاستثمار المحلي والأجنبي، فإن البلدان منخفضة الدخل والدول الهشة ستحتاج لدعم. إن التزام مجموعة العشرين من البلدان الصناعية وبلدان الأسواق الناشئة في قمته التي عقدت في نيسان/ أبريل بزيادة الدعم للبلدان منخفضة الدخل، خاصة في أفريقيا، استجابة للأزمة العالمية الحالية، شرط ضروري، ولكن ليس كافيا لاستعادة الانتعاش. إذ يتعين أن يصحبه الإصرار على عدم إضاعة المكاسب التي تحققت من الإصلاح الاقتصادي الذي أسهم بدرجة كبيرة في توفير المرونة للاقتصادات الأفريقية إزاء الكساد العالمي.

وقد استجبتنا في بنك التنمية الأفريقي بسرعة للتباطؤ الدولي في النشاط الاقتصادي. واستخدمنا قدرتنا على الاجتماع لتوفير منبر للحوار، وتقاسم الخبرة والدفاع عن صوت أفريقيا بين القادة الاقتصاديين في القارة. وفي إدراك كامل أن التعاون الوثيق بين المؤسسات المالية الدولية سيكون حاسما في هذا الوقت، كلف البنك تعاونه مع شركاء آخرين في التنمية بحثا عن استراتيجيات للتدخل الموجه في الأزمة نستطيع من خلالها تجميع مواردنا، وخبراتنا، وميزاتنا النسبية لتعزيز آفاق اقتصاد أفريقيا كلها.

والقضية الأكثر حسما بالنسبة للبنك في هذه المرحلة هي كيف يتم توازننا بين الاستجابات قصيرة الأجل تجاه الأزمة وفي الوقت نفسه يبقى على التركيز على الموضوعات طويلة الأجل. ويجب ألا ننسى أن الاستراتيجيات طويلة الأجل- مثل تطوير البنية التحتية، وتشجيع التكامل الاقتصادي، وإنشاء قوة عمل ماهرة- هي مفتاح مسار النمو في أفريقيا. ولهذا السبب فهي جميعا مجالات أساسية أيضا في الاستراتيجية متوسطة الأجل للبنك.

وليس هناك شك في أن تأثير الأزمة العالمية على أفريقيا يشكل نكسة كبيرة. ويظل اعتقادنا الراسخ هو أن الآفاق الاقتصادية طويلة الأجل بالنسبة لأفريقيا إيجابية بصورة قوية بشرط أن نتصدى لتأثير الأزمة الحالية على أفريقيا. بشكل منسق، مع استمرار تركيزنا على الاحتياجات طويلة الأجل لقارة تطمح في كسب وسائل عيشها عن طريق التجارة والاستثمار. ■

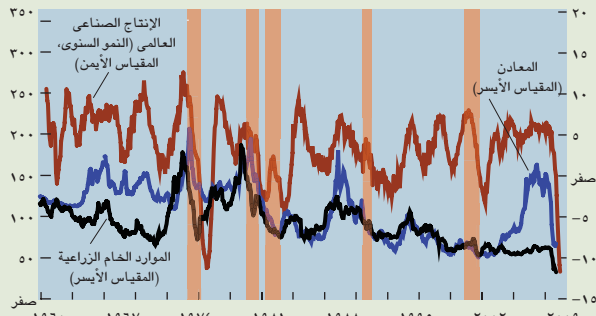
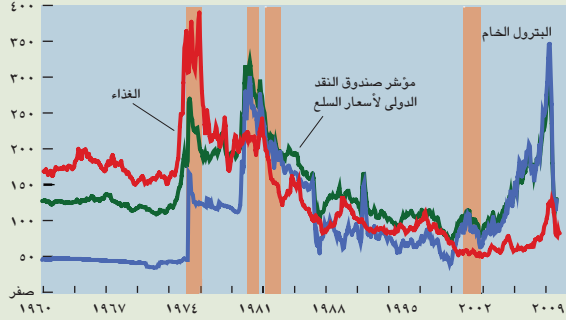
# السكة الحديد الأفعوانية

لا يعد الارتفاع الإحد الأخير في أسعار السلع ثم الانخفاض فيها ليس هو الأول ولا الأخير



تاريخيا، كانت أسعار السلع متقلبة وتخضع لتأرجحات كبيرة.

(الأسعار الحقيقية للسلع الأساسية، دولارات أمريكية ثابتة، ١٩٩٠ = ١٠٠)



المصدر: قاعدة بيانات أسعار السلع، صندوق النقد الدولي، وحسابات العاملين في صندوق النقد الدولي. ملاحظة: التظليل يشير إلى فترات الكساد العالمي (المحددة على أساس مؤشر شهري للإنتاج الصناعي العالمي).<sup>(١)</sup> متوسط السعر الفوري للبتترول: متوسط برنت، متوسط بتترول غرب تكساس، وديبي.

في النصف الثاني من عام ٢٠٠٨ انخفضت أسعار أغلب السلع بسرعة لم يسبق لها مثيل. فقد انخفضت أسعار الطاقة بنحو ٧٠ في المائة، بينما تراخت أسعار المعادن بأكثر من ٥٠ في المائة. وحتى أسعار الغذاء، التي تميل للتذبذب بدرجة أقل مع الظروف الدورية العالمية، انخفضت بنحو ٣٠ في المائة. وفي عام ٢٠٠٩ انتعشت الأسعار ولكنها ظلت أقل قليلا من ذروتها في ٢٠٠٨.

## قاعدة بيانات صندوق النقد الدولي لأسعار السلع

أعد صندوق النقد الدولي منذ زمن بعيد مؤشرات للأسعار الأساسية الأولية باستخدام أوزان مبنية على معلومات التجارة للأعوام ٢٠٠٢-٢٠٠٤. وتغطي المؤشرات مجموعة من ٥١ سلعة أساسية- مع بعض الأسعار التي ترجع للوراء حتى عام ١٩٨٠- والتي يتم تداولها على نطاق واسع والتي تتوافر أسعار صفقاتها للجمع. وتشمل قاعدة البيانات أيضا مؤشرات لأسعار مجموعات فرعية كبرى ومعلومات سعر الخام الأساسي. وقاعدة البيانات متاحة على الموقع [www.imf.org/external/np/res/commod/index.asp](http://www.imf.org/external/np/res/commod/index.asp)

أسعار السلع في النصف الأخير من عام ٢٠٠٨ بعد ارتفاع مذهل

## انهارت

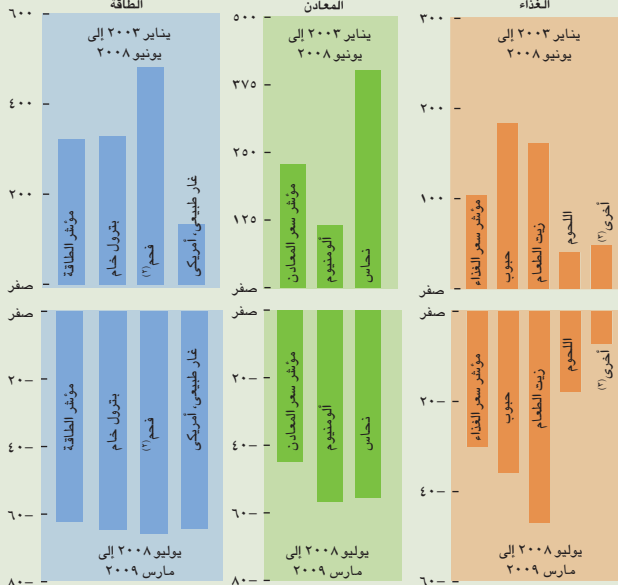
ابتداء من أوائل عام ٢٠٠٢ إلى منتصف العام الماضي. وعلى الرغم من أن أسواق السلع عادة ما تعامل على أنها متكاملة فإن السلع فرادى تتباين كثيرا من حيث خصائصها الخاصة بالعرض والطلب. لذلك فإن أحد الأسئلة الأساسية هو ما إذا كانت التغييرات في مؤشر أسعار السلع تخضع للتذبذبات في أسعار قلة من السلع.

والواقع، أن أحدث انتعاش في الأسعار كان أولا وقبل كل شيء انتعاش في أسعار الطاقة والمعادن. إذ تضاعفت أسعار هذه السلع ثلاث مرات ما بين منتصف ٢٠٠٢ ومنتصف ٢٠٠٨. فبالنسبة للمعادن، التي يرتفع الطلب عليها وينخفض مع الدورة الصناعية العالمية، كانت الزيادة التي وصلت إلى ٢٠ في المائة تقريبا في الأسعار في أثناء التوسع العالمي القوي تنفق بشكل كبير مع التجربة السابقة.

ومع ذلك، فقد تم تسجيل مكاسب كبيرة في الأسعار أيضا بالنسبة لسلع أخرى. فقد تضاعفت ثلاث مرات تقريبا أسعار الحبوب الرئيسية وزيوت الطعام بشكل خاص، مما يعكس عددا من العوامل من بينها ارتفاع نمو الطلب بسبب التغيير في نظم التغذية والنمو السريع في الوقود الحيوي، والمخزون المنخفض، وظروف المناخ غير المواتية، وارتفاع تكاليف الطاقة (انظر «ركوب الموجه» عدد آذار/ مارس ٢٠٠٨ من مجلة التمويل والتنمية)

التغير في أسعار السلع في أثناء الفترة ما بين ٢٠٠٣-٢٠٠٩ من الانتعاش والكساد.

(نسبة مئوية)



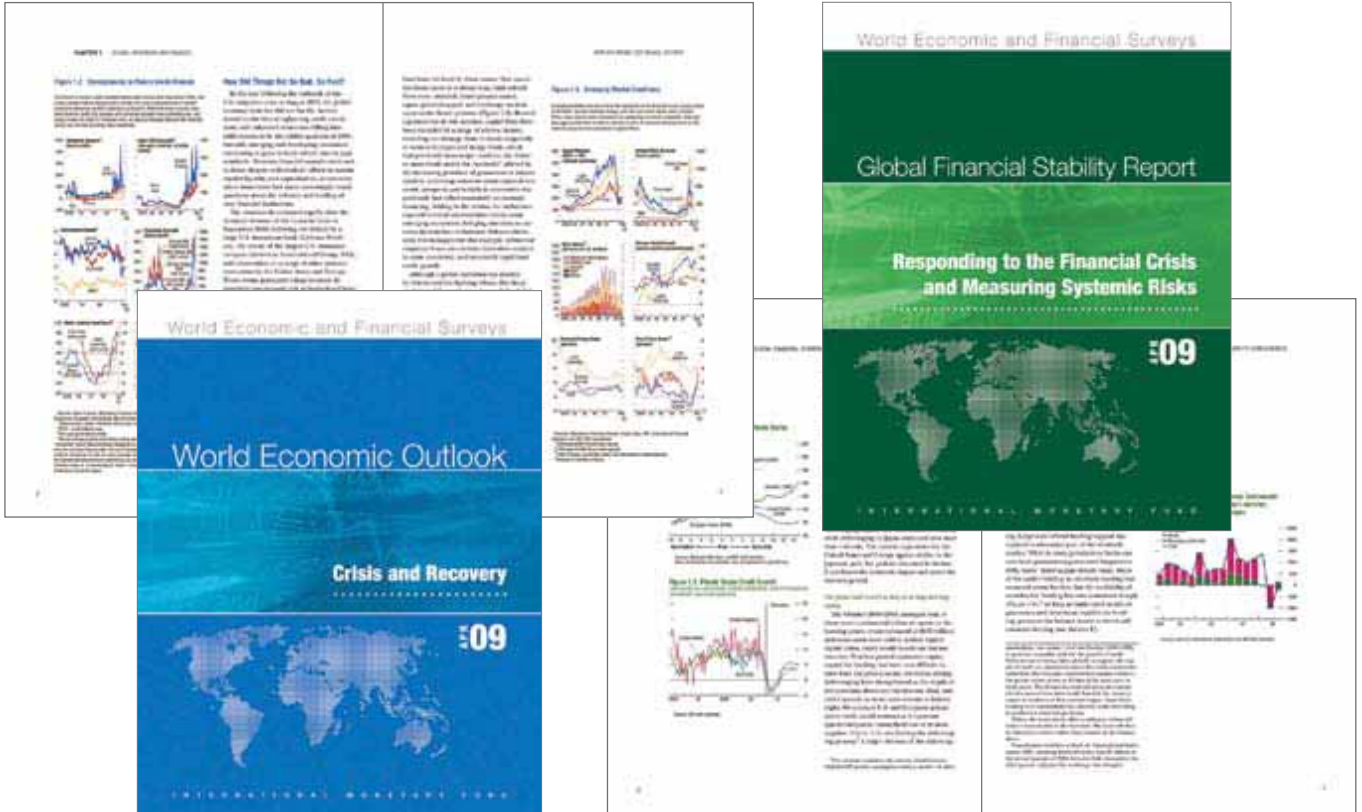
المصدر: قاعدة بيانات أسعار السلع، صندوق النقد الدولي.

١ - متوسط سعر البتترول الفوري، ومتوسط السعر الفوري لخام برنت، ومتوسط بتترول غرب تكساس، وديبي.

٢ - تشمل أسعار الفحم في جنوب أفريقيا وأستراليا.

٣ - متوسط التغيير في أسعار السمك والجمبرى والسكر والمواد والبرنتال.

# الطريق إلى الانتعاش



## أكتشفه هنا

العالم معقد

والخريطة الجيدة تحدد التفاصيل من منظور عالمي.

توفر «آفاق الاقتصاد العالمي وتقرير الاستقرار المالي العالمي» لصندوق النقد الدولي

تحليلاً ورؤية ثابتة تمس الحاجة إليهما لفهم

أين وكيف نمضي قدماً للأمام.

اكتب اليوم في هذه المطبوعات الجوهرية لصندوق النقد الدولي على [www.imfbookstore.org](http://www.imfbookstore.org)