

# العميل المحرض

هيلين راي في كلية لندن للأعمال

الكبيرة غير معتادة إلى حد كبير. فهي متوقفة على النظام وعلى الحوافز المقدمة للناس».

## استهداف القضايا الكبيرة

وقد ذاع صيت هيلين راي — التي تعيش مع زوجها وابنتها ذات الثمانية أعوام في منزل حديث مؤلف من منزلين لصيقتين تم دمجهما — نتيجة تحديها المفاهيم المتعارف عليها، وخاصة المتعلقة بالنظام المالي الدولي، ودور الدولار، وغير ذلك من قضايا الاقتصاد الكلي الكبيرة. ويصف زملاؤها الاقتصاديون أعمالها وأفكارها بأنها «محفزة» و«مؤثرة».

وتقول راي «إن القضايا الكبيرة في الاقتصاد هي التي كانت دائما مثارا لهتمي». وفي حوار مع مجلة التمويل والتنمية في لندن، قالت «هيلين راي»، المتزوجة من الاقتصادي «ريتشارد بورت» — وهو أيضا أستاذ بكلية لندن للأعمال — الذي أسس في عام ١٩٨٣ «مركز بحوث السياسات الاقتصادية»، الذي يضم شبكة من الاقتصاديين الأوروبيين، «لا بد أن تعمل في مجال الاقتصاد الكلي الدولي لكي تفهم هذه الأمور».

وفي هذا السياق يقول «بيير-أوليفييه غورينشا»، الأستاذ في جامعة كاليفورنيا، بيركلي، وهو فرنسي الجنسية مثل هيلين راي «إن الموضوع المشترك هنا هو أنها تبحث دائما عن بعض القوى الأكثر تعقدا التي تؤثر في النظام النقدي الدولي أو العالم المالي الذي نعيش فيه». ويقول عنها «فيليب لين»، الأستاذ بكلية ترينيتي في دبلن «إن عملها يتسم بالتأني والالتزام. فقد عكفت على تنفيذ مشروعات واسعة النطاق وطويلة الأمد تحقق في نهاية المطاف إنجازات كبيرة على مستوى المعرفة، بدلا من الاكتفاء بالمشروعات البحثية التي تحقق «النجاح السريع»».

أيام السنة الأكثر دفئا، تميل «هيلين راي» إلى الذهاب للعمل مستخدمة «سكوتر القدم» عبر حديقة «ريجنت بارك» وبين صفوف الأعمدة البيضاء في «كلية لندن للأعمال». وتستعرض هيلين مهاراتها في استخدام هذه الدراجة عبر الرواق الضيق خارج مكتبها الصغير الذي تصطف جدرانها بالكتب، فتستخدم قدمها الأيسر برشاقة لتلمس الكوابح الخلفية في الإطار المعدني للسكوتر وتواصل الانطلاق بسرعة.

وتقول أستاذة الاقتصاد الحائزة على عدة جوائز علمية «إن منزلي يقع على الجهة الأخرى من الحديقة، لذا فهو في موقع ملائم. والمكان تؤمه طيور متنوعة منها طائر البلشون، وبيغاء البركيت الأخضر الفاتح، وكثير من البط البري. وفي بعض الأحيان يمكن مشاهدة البجعة السوداء»، وأضافت قائلة بضحكة خافتة «لقد تبين أنها ليست نادرة بدرجة كبيرة». وبالفعل، فقد سبق أن احتل زوج من البجع الأسود في حديقة ريجنت بارك عناوين الأخبار في وسائل الإعلام العالمية عندما اضطر حراس الحديقة إلى التفريق بينهما بسبب صياحهما العالي أثناء مغازلات التزاوج، علما بأن البجع هو من المخلوقات التي تتزاوج مع رفيق واحد فقط في العمر.

وكان مؤلف روائع القصص «نسيم نيكولاس طالب» قد اعتمد مصطلح أحداث البجعة السوداء ليصف به الأحداث النادرة التي تترتب عليها عواقب وخيمة في قطاع الأعمال والقطاع المالي وإن كان لا يمكن التنبؤ بها أو لا يعتقد باحتمال حدوثها، كما هو الحال بالنسبة للبجعة السوداء في الطبيعة.

وتقول «راي» في إشارة إلى الوصف الذي وضعه «طالب» «إن البجعة السوداء مع ذلك ليست بالأمر الغريب تماما. وأنا لا أرى أن الصدمات

جيريمي كليفت  
يتحدث مع هيلين  
راي، أستاذة  
الاقتصاد في كلية  
لندن للأعمال

ومنذ حصولها على درجتي دكتوراة مستقلتين في نفس السنة من «كلية لندن للاقتصاد»، و«كلية الدراسات العليا في العلوم الاجتماعية» في باريس، في عام ١٩٩٨، حصلت «هيلين راي» على سلسلة من الجوائز الأوروبية رفيعة المستوى في الاقتصاد عن أبحاثها المحفزة للفكر وأصبحت نصير النساء في شغل مزيد من المناصب العليا في عالم الاقتصاد.

وقال أوليفيه بلانشار، كبير الاقتصاديين في صندوق النقد الدولي «إن هيلين تستقي الأفكار الكبيرة ثم تتفحص البيانات المتاحة بدقة متناهية للحصول على إجابات على هذه الأسئلة الصعبة». وأوضح أثناء تقديمه لها في مؤتمر للأبحاث في واشنطن في العام الماضي قائلاً: «إن هذا هو المزيج الأمثل إذا ما أردت أن تترك بصمة في عالم الاقتصاد، وقد استطاعت «هيلين» بالفعل أن تترك بصمة واضحة».

## سلسلة من الجوائز

من الجوائز التي حصلت عليها هيلين راي «جائزة برناسيه» لعام ٢٠٠٦ (لأفضل اقتصادي أوروبي دون الأربعين يعمل في مجال الاقتصاد الكلي والتمويل) عن دراستها البحثية حول أسباب وعواقب اختلالات التجارة الخارجية والقطاع المالي، والطابع الدولي للعمليات، وتعميق فهم الأزمات المالية.

وفي عام ٢٠١٢ حصلت على جائزة «بيرجيت غروال» الأولى التي يمنحها «اتحاد الاقتصاديين الأوروبيين» لتكريم امرأة اقتصادية تعمل في أوروبا عن مساهمتها الملحوظة في مجال الاقتصاد. وبعد عام، أصبحت أول امرأة تحصل على جائزة إيريو يانسن، التي تمنح مرة كل سنتين، وشاركها في الجائزة زميلها الاقتصادي الفرنسي «توماس بيكيتي»، المؤلف الشهير لكتاب «رأس المال في القرن الحادي والعشرين» (*Capital in the Twenty-First Century*)، حول الثروة وتفاوت الدخل.

وكانت «راي» قد فازت بالجائزة لعام ٢٠١٣ عن مساهماتها الأصلية في التمويل الدولي، وخاصة تحديد أسعار الصرف والتدفقات الرأسمالية الدولية. وقالت لجنة التحكيم إنها «عملت وأحرزت تقدم ملحوظ في دراسة العديد من القضايا الكبيرة في التمويل الدولي التي ظلت تشغل بال الاقتصاديين وصناع السياسات».

وقال البروفيسور «لين» معلقاً على هذا الأمر «إنه الجمع بين النظريات والدراسات التجريبية هو ما يجعل عملها وثيق الصلة بتحليل السياسات».

ورغم مشاركتها المكثفة في شؤون الاقتصاد، فإن «راي» ترى نفسها «إنسانة طبيعية جداً» فيما تحب أن تفعله خارج ساعات عملها. وتقول «إنني أحب القراءة؛ وأحب الاستماع للموسيقى — فمن مميزات لندن أن الموسيقى هنا جميلة جداً». وأينما سئمت لها الفرصة فإنها تحب أيضاً أن تلعب بالكرة مع ابنتها أو تصحبها لممارسة رياضة السباحة. وتقول «ولأنني نشأت في الريف، فأنا أحب رياضة التنزه في الغابات أو المناطق الجبلية».

## تغيير مجرى النقاش

نشأت هيلين راي، ابنة المهندس المدني والمعلمة، بوسط فرنسا، في بلدة السوق الجميلة «بريود». وترى أن السبب في نجاحها في الاقتصاد هو الأساس القوي الذي ارتكزت عليه نتيجة دراستها لعلوم الرياضيات في نظام التعليم الفرنسي. وبعد أن أتمت «راي» تعليمها الجامعي في إحدى كليات التعليم المتميز في باريس، فازت بمنحة لمواصلة الدراسة للحصول على درجة الماجستير من جامعة ستانفورد في كاليفورنيا. وتقول في هذا الشأن، «وبالتالي دخلت في النظام الأمريكي في مرحلة مبكرة». وعادت «راي» بعد ذلك إلى أوروبا لكي تحصل على درجتي الدكتوراة. وقد مارست «راي» التدريس في سلسلة من الجامعات المميزة، منها جامعة برينستون وكلية لندن للاقتصاد، إلى جانب التدريس لفترات قصيرة في جامعة كاليفورنيا-بيركلي، وجامعة هارفارد.

ومن أهم أعمالها دراستها البحثية التي أجرتها بالتعاون مع البروفيسور «غورينشا» أثناء عملها في جامعة برينستون، وتناولت دور الولايات المتحدة في النظام المالي الذي تحكمه العولمة. وحول هذه الدراسة البحثية، يقول بلانشار «إنها غيرت مجرى النقاش حول عجز الحساب الجاري في الولايات المتحدة».

وفي الفترة التي سبقت وقوع الأزمة المالية العالمية الأخيرة، وبينما كان الاقتصاديون والسياسيون يشعرون بالقلق إزاء استمرار تضخم عجز الحساب الجاري الأمريكي، أظهرت دراسة «غورينشا وراي» أن وضع الاقتصاد الأمريكي لم يكن سيئاً بالدرجة التي كان يبدو بها وذلك نتيجة لدور الولايات المتحدة كمركز للنظام المالي الدولي.

وقال «غورينشا» لمجلة التمويل والتنمية «بالرغم من استمرار العجز التجاري الكبير في الولايات المتحدة، فإن الاقتصاديين لم يأخذوا في الحسبان المبالغ الكبيرة التي كانت الولايات المتحدة تكسبها على الجانب المالي من الأرباح الرأسمالية والتغيرات التي تطرأ على قيمة الدولار».

«وعلى سبيل المثال، كانت كل الالتزامات الأجنبية تقريباً على الولايات المتحدة بالدولار الأمريكي، بينما كانت ٧٠٪ تقريباً من الأصول الأجنبية لدى الولايات المتحدة بعملة أخرى. وبالتالي فإن انخفاض قدره ١٠٪ في سعر الدولار سيؤدي إلى زيادة قيمة الأصول الأجنبية ويمثل تحويلاً من العالم الخارجي إلى الولايات المتحدة بنحو ٥,٩٪ من إجمالي الناتج المحلي الأمريكي. وعلى سبيل المقارنة، كان العجز التجاري في السلع والخدمات في عام ٢٠٠٤ قد بلغ ٥,٣٪ من إجمالي الناتج المحلي. وبالتالي فإن هذه الأرباح الرأسمالية قد تكون هائلة».

ووفقاً لما ورد في دراسة (2005) «Gourinchas and Rey» فإن تراجع قيمة الدولار الأمريكي يعود بفائدتين على المركز الخارجي للولايات المتحدة، فهو يساعد على إعطاء دفعة لصادرات ويزيد من القيمة الدلارية للأصول الأمريكية.

وقال «غورينشا» و«راي» أن مركز الولايات المتحدة في قلب النظام العالمي أعطاهما ما أسماه «الميزة المفرطة» (وهي عبارة صاغها في الستينات وزير المالية الفرنسي آنذاك «فاليري جيسكار ديستان» لوصف الميزة التي استمدتها الولايات المتحدة من دور الدولار كعملة الاحتياطي العالمية). وقد نشأت هذه الميزة المفرطة حسبما أوضح «غورينشا» و«راي» نتيجة قدرة الولايات المتحدة على الاقتراض بسعر مخفض في الأسواق المالية العالمية والحصول على عائدات مرتفعة على أصولها الخارجية. ورسدا كيفية دخول الولايات المتحدة تدريجياً في الاستثمارات الخارجية الأكثر مجازفة.

## بنك العالم، ومقدم التأمين للعالم

وتوضح راي قائلة «ثم وصلنا بعد ذلك بحث هذه الأفكار بمزيد من التعمق، وذلك بإبراز ما لدور الولايات المتحدة من أثر يجعلها تبدو أيضاً وإلى حد كبير كشركة التأمين لبقية العالم».

ففي أعقاب الحرب العالمية الثانية خلفت الولايات المتحدة بريطانيا العظمى كبنك العالم، وجهة إصدار العملة الدولية الرئيسية، وجهة توفير السيولة العالمية.

ومعنى ذلك على وجه التحديد أنها قادرة على الاقتراض المكشوف (فكان الأجانب على استعداد لشراء الأصول الدلارية السائلة) والإقراض المغطى (قدمت الولايات المتحدة قروض وصناديق استثمار طويلة الأجل للمؤسسات الأجنبية). وعلى غرار عمل أي بنك، كان بإمكان الولايات المتحدة استخلاص هامش للوساطة من الفرق بين العائد المرتفع الذي كانت تحصل عليه عن أصولها الخارجية وتكاليف التزاماتها.

وقال غورينشا إن واشنطن أصبحت منذ التسعينات أقرب إلى المستثمر العالمي برأس مال مخاطر. وأثناء تلك الفترة بالكامل، تحولت الأصول الأمريكية أكثر فأكثر بعيداً عن القروض المصرفية طويلة الأجل وبتجاه الاستثمار الأجنبي المباشر، ومنذ التسعينات

## ما هو «الثلاثي المستحيل»؟

تشير نظرية الثلاثي المستحيل، أو «المعضلة الثلاثية»، إلى استحالة احتفاظ بلد ما بسعر صرف ثابت وحرية حركة رؤوس الأموال وسياسة نقدية مستقلة، في آن واحد.

وفي عام ١٩٦٢ اشترك الاقتصادي البريطاني «ماركوس فلمينغ»، والاقتصادي الكندي «روبرت ماندل» في إعداد «نموذج ماندل-فلمينغ لأسعار الصرف»، وأشارا إلى استحالة الحفاظ على الاستقلال الذاتي الداخلي، وأسعار الصرف الثابتة، وحرية تدفق رؤوس الأموال: فلا يمكن تحقيق أكثر من اثنين من هذه الأهداف الثلاثة.

ومنذ ذلك الحين أصبحت نظرية الثلاثي المستحيل واحدة من أساسيات الاقتصاد المفتوح، حيث أيدها في التسعينات الاقتصاديان «موريس أوبستفيلد» و«الان تايلر».

وعلى وجه العموم، هناك معضلة ثلاثية على مستوى الاقتصاد الكلي تواجه صناعات السياسات في الاقتصادات المفتوحة — التي تباع وتشترى السلع والخدمات والأسواق الرأسمالية في الأسواق العالمية بأدنى حد من القيود. فيتعاملون في المعتاد مع ثلاثة أهداف محبذة غالبا، وإن كانت متناقضة: أي تحقيق استقرار أسعار الصرف، والتمتع بحرية انتقال رؤوس الأموال على المستوى الدولي، واستخدام سياسة نقدية موجهة نحو تحقيق الأهداف المحلية. ونظرا لأن اثنين فقط من هذه الأهداف الثلاثة يمكنهما الاتساق فيما بينهما، فلا بد لصناعات السياسات من اختيار الهدف الذي يتخلون عنه. وهذه هي المعضلة الثلاثية.

ويقول غورينشا «إذا كانت محقة فيما تذهب إليه، فسوف يتعين علينا إعادة النظر في مبادئنا الإرشادية حول كيفية إدارة السياسة النقدية في الاقتصاد المفتوح».

وأضاف غورينشا قائلا «إن هذا الطرح أشبه إلى حد ما بالبرنامج البحثي وليس المعلومات المؤكدة بالفعل. فالأمر كما أراه أن «هيلين»، في سياق كلمتها أمام مؤتمر «جاكسون هول» — وفي بعض أعمالها الأخيرة — تثير سلسلة من الأسئلة أكثر مما تقدم إجابات قاطعة».

ويقول بلانشار إن الدراسة البحثية التي أعدها «راي» مهمة، «فبالمقارنة مع الوضع السابق حيث يمكن أن تعزل نفسك بمجرد السماح بتعويم سعر الصرف، فإن هذا الوضع مختلف تماما. وأعتقد أنه صحيح إلى حد كبير ومن المرجح أن يكون له تأثير كبير على طريقة تفكيرنا، مثلا بالنسبة للأسلوب الذي ينبغي أن تتبناه الأسواق الصاعدة لمواجهة هذه التحركات الحادة في تدفقات رأس المال».

## الحاجة لضوابط أكثر

ينبغي أن تنطوي ردود أفعال البلدان على تعزيز الإدارة والرقابة على تدفقات رؤوس الأموال بين مختلف البلدان لأن هذه التدفقات ظلت تتسبب في حالة انعدام الاستقرار وساهمت في وقوع الأزمات.

فبعد الفوضى التي نجمت عن الأزمة المالية العالمية، يتعذر حاليا قياس أو التأكد من المكاسب الحقيقية للانفتاح المالي وحرية انتقال رأس المال. وفي الواقع، تقول «راي» — العضو بالمجلس الاستشاري لوزير المالية الفرنسي والتي تنشر لها بعض الإسهامات في الجريدة اليومية الفرنسية «Les Echos» (الأصدقاء) — إنه من الصعب التعرف على مزايا العولمة المالية.

«فهناك تريليونات من الدولارات عبرت الحدود بين مختلف البلدان، ورغم أفضل مساعيها ومئات الدراسات التي أجريتها، فلا يزال الاقتصاديون يجدون صعوبة بالغة في تحديد أي مزايا لهذه التدفقات. ولا شك أن هناك مزايا كبيرة لبعض هذه التدفقات. ولا شك أيضا في احتمال حصول بعض فئات القطاع المالي على مزايا كبيرة. ولكن بالنسبة للآخرين، لم تكن تدفقات رؤوس الأموال المتنقلة وسيلة لاقتسام المخاطر وإنما كانت منشئة للمخاطر».

اتجهت نحو الاستثمار الأجنبي المباشر وحقوق الملكية. وفي نفس الوقت، ظلت التزاماتها مقومة بالقروض المصرفية، والائتمان التجاري، والديون — أي الأصول الآمنة منخفضة العائد.

وبالتالي، أخذت الميزانية العمومية للولايات المتحدة تقترب بدرجة متزايدة من صورة المستثمر برأس مال مخاطر صاحب الاستثمارات عالية المخاطر ذات العائد المرتفع على جانب الأصول. وبالإضافة إلى ذلك، فقد ارتفعت إلى حد كبير نسبة الرفع المالي فيها مع مرور الوقت».

وتقول «راي» إنهما توسعا في نطاق دراستهما البحثية أثناء الأزمة المالية العالمية، وخلصا إلى أن الولايات المتحدة احتفظت بدورها عن طريق توجيه الموارد إلى العالم الخارجي من خلال حافظ استثماراتها الخارجية — على نطاق واسع. وفي هذا الصدد قالت «إن تقديراتنا تشير إلى أن حجم هذه الموارد كان يتراوح بين ١٣٪ و١٤٪ من إجمالي الناتج المحلي في عام ٢٠٠٨ وحده. ومن ثم كان كبيرا جدا».

وكانت الولايات المتحدة تقدم «أحد أشكال التأمين العالمي للاقتصاد العالمي والعالم الخارجي — فتكتسب ما يعادل أقساط التأمين في أوقات اليسر وتدفع المستحقات في أوقات العسر. وهذا ما يتضح تماما من البيانات».

وتضيف «راي» «بينما تتمتع الولايات المتحدة بميزة مفرطة من ناحية، فإن عليها، بوصفها مقدم التأمين للعالم، واجب مفرط في وقت الأزمات، من ناحية أخرى».

## جاكسون هول

وينطوي مسار ثان من عمل «هيلين راي» على تحدي مبدأ اقتصادي آخر — أي أن البلدان لا يمكنها أن تحقق سوى اثنين من خصائص «الثلاثي المستحيل» وهي سعر صرف ثابت؛ وسوق رأسمال مفتوح (بدون ضوابط رأس المال)؛ وسياسة نقدية مستقلة (انظر الإطار).

وتقضي هذه النظرية بأنه في عالم يتسم بحرية تدفق رؤوس الأموال، لا يمكن أن يتمتع بلد ما بسياسة نقدية مستقلة إلا إذا كان سعر الصرف معوما (دراسة Obstfeld and Taylor, 2004).

وبينما فتحت اقتصادات الأسواق الصاعدة والاقتصادات المتقدمة حدودها بدرجة متزايدة أمام التدفقات المالية، فقد ذهبت «راي» في الكلمة المؤثرة التي ألقاها أمام مؤتمر «جاكسون هول»، بولاية وايومينغ في عام ٢٠١٣ إلى أن اتساع نطاق العولمة المالية أثار الشك حول صدق هذه النظرية.

ونظرا لاتخاذ العديد من القرارات الرئيسية في قلب النظام (أي الولايات المتحدة) ثم تصديرها إلى بقية العالم من خلال العولمة، لم يعد بإمكان البلدان أن تعزل نفسها من خلال أسعار الصرف فيها. وبدلا من الثلاثي المستحيل، فإن العالم حاليا يواجه ببساطة معضلة — فالسياسات النقدية المستقلة لا يمكن أن تتحقق إلا إذا كان الحساب الرأسمالي مدارا، سواء بصورة مباشرة أو غير مباشرة (دراسة Rey, 2013).

وتقول راي في هذا الشأن، «إن الصورة التي تظهر في هذا الحال هي صورة عالم يتسم بقوة دوراتة المالية العالمية تتميز بالتحركات المشتركة الكبيرة في أسعار الأصول، وإجمالي التدفقات، والرفع المالي [الدين]».

وأينما كان رأس المال يتمتع بحرية الحركة، فإن الدورة المالية العالمية تفرض القيود على السياسات النقدية الوطنية بغض النظر عن نظام سعر الصرف المتبع.

وتقول راي، «إن الاعتقاد السائد إلى حد كبير هو أنه في حالة وجود سعر صرف مرن، فإنه قادر على عزل البلد المعني عن الصدمات المالية ومن ثم يمكنه اعتماد سياسته النقدية المستقلة. وفي الواقع، هذا هو الرأي الذي يركن إليه مؤيدو تحديد أهداف التضخم. ولكن إذا كانت هناك دورة مالية عالمية، وهو ما أقرته، فإن الأمر لن يكون على هذا النحو: فسعر الصرف لن يكون قادرا على عزل هذا البلد — أي لا يمكن أن يكون أي بلد بمعزل».



البجع الأسود في حديقة ريجنت بارك، لندن، المملكة المتحدة.

«إذا نحينا اليونان جانبا — لأن الوضع اليوناني مختلف تماما عن البلدان الأخرى — نجد أن أوروبا بحاجة إلى إطار للمالية العامة أكثر مصداقية. أولا يجب أن نستبعد أعباء الدين من الأزمة. فلا يمكن إنفاذ إطار أكثر مصداقية بينما يسجل بعض البلدان نسبة مديونية قدرها ١٣٠٪ من إجمالي الناتج المحلي وإلا فإن هذه البلدان ستكون «أكبر من أن تفشل» وهو أمر يخلو من المصداقية». وفي إجابة على سؤال حول انعكاسات صعود نجم الصين، قالت «راي» من البديهي أن هذا البلد ذا الكثافة السكانية العالية يكتسب أهمية أكبر في الاقتصاد العالمي.

ولكن قبول عملة الصين إلى جانب الدولار كعملة عالمية سيستغرق بعض الوقت. «فالصين تنمو بسرعة فائقة، لكن لا تزال بنيتها التحتية المالية ونظامها المصرفي غير متطورين بالقدر الكافي. لذا فإن الرينمينبي الصيني سيستغرق وقتا طويلا ليصبح بنفس قوة الدولار، أو يتفوق عليه.

«ولن يتحقق هذا الأمر في الغد القريب — بلا أدنى شك!»

### البجع الأسود في المستقبل

هل يظهر البجع الأسود في المستقبل؟ أجابت «راي» على هذا السؤال بابتسامة هادئة، فقالت «إن هذا الأمر، بطبيعة الحال، لم يطرأ على بالنا من قبل، أو لا ندري عنه شيئا.

«لكن هناك أمرين يثيران القلق بلا شك — أولهما انتشار قدر كبير من مراكز المشتقات المالية حول العالم. وهو بمثابة عالم المجهول بالنسبة لنا. وربما يكون لا بأس منه، وربما لا يكون الأمر كذلك. لكننا لا نعرف كيف ستكشف حقيقته.

«والأمر الثاني الذي يشغل بال الكثيرين هو أمن المعلومات على شبكة الإنترنت (cybersecurity) — فهذه مشكلة متنامية، ولا ندرك تماما مواطن الخطر فيها. ولكن ليس معنى ذلك أنها «بجعة سوداء». فالمخاطر داخلية المنشأ في النظام.» ■

جيريمي كليفت هو مسؤول النشر في صندوق النقد الدولي ورئيس التحرير السابق لمجلة التمويل والتنمية.

المراجع:

Farhi, Emmanuel, Pierre-Olivier Gourinchas, and Hélène Rey, 2011, Reforming the International Monetary System (London: Centre for Economic Policy Research).

Gourinchas, Pierre-Olivier, and Hélène Rey, 2005, "From World Banker to World Venture Capitalist: U.S. External Adjustment and Exorbitant Privilege," NBER Working Paper No. 11563 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).

Martin, Philippe, and Hélène Rey, 2006, "Globalization and Emerging Markets: With or Without Crash?" The American Economic Review, Vol. 96, No. 5, pp. 1631-51.

Obstfeld, Maurice, and Alan M. Taylor, 2004, Global Capital Markets: Integration, Crisis, and Growth (New York: Cambridge University Press).

Rey, Hélène, 2013, "Dilemma Not Trilemma: The Global Financial Cycle and Monetary Policy Independence" (Kansas City, Missouri: Federal Reserve Bank).

وترى هيلين راي أنه ما لم تكن هذه التدفقات الرأسمالية الدولية قد حققت منفعة كبيرة، وإن كانت في الواقع تتسبب في وقوع الأزمات، «فلا بد أن نرفض قيودا على بعضها، وهو ما يمكن أن نفعله من خلال سياسة السلامة الاحترازية الكلية أو ضوابط رأس المال. وأنا أؤيد الرأي بأن الجميع سيكون أفضل حالا — ربما باستثناء بعض فئات القطاع المالي».

وتهدف سياسات السلامة الاحترازية الكلية، التي تم تعزيزها في أعقاب الأزمة المالية العالمية، إلى احتواء أو الحد من المخاطر الناشئة داخل النظام المالي وذلك باتخاذ تدابير وقائية على أساس مسبق وتحسين التنظيم والرقابة في النظام ككل. «وقد أصبحت سياسة السلامة الاحترازية الكلية مهمة في الوقت الحالي — لكن

## «إن الجمع بين النظريات والدراسات التجريبية هو ما يجعل عملها وثيق الصلة بتحليل السياسات»

السؤال الذي يطرح نفسه هو ما إذا كانت ستنجح في منع وقوع الأزمة القادمة.

وتقول «راي» إن التحركات الأخيرة بهدف زيادة متطلبات رأس المال الإلزامي للبنوك، إلى جانب إجراءات اختبار القدرة على تحمل الضغوط، كانت بمثابة خطى على المسار الصحيح».

### آثار العولمة غير متوازنة

وقامت «هيلين راي» كذلك ببعض الدراسات البحثية بشأن التحولات التي طرأت على النظام المالي الدولي — نشأة اليورو والأزمة في أوروبا، وصعود نجم الصين، واندماج الاقتصاد العالمي في الدورة العالمية. وكانت عضوا في مجموعة الخبراء التي وضعت التوصيات في عام ٢٠١١ حول كيفية إصلاح النظام النقدي الدولي، بما في ذلك تعزيز صندوق النقد الدولي والسماح له بالاقتراض مباشرة من الأسواق التجارية (دراسة «Farhi, Gourinchas, and Rey, 2011»). والصندوق في الوقت الحالي لا يمكنه تعبئة الأموال إلا من حكومات البلدان الأعضاء.

ويقول البروفيسور «لين» إن العمل الذي قامت به «راي» حول العولمة المالية بالاشتراك مع «فيليب مارتن»، أستاذ الاقتصاد في معهد الدراسات السياسية في باريس، جدير بمزيد من الاهتمام (دراسة «Martin and Rey, 2006»). فقد أثمر التعاون بين مارتن وراي سلسلة من النماذج عن انعكاسات تكامل الاقتصادات مع النظم المالية المتباينة أو غير المتوازنة (الاقتصادات الرئيسية مقابل الاقتصادات الهامشية في أوروبا؛ الاقتصادات المتقدمة مقابل اقتصادات الأسواق الصاعدة على المستوى العالمي).

ويقول مارتن «إن هيلين واحدة من علماء الاقتصاد الذين صاغوا عملية إعادة التفكير في العولمة المالية، فاتبعت رؤية مختلفة عن مزاياها — على سبيل المثال، أنها قد تتسبب في مزيد من الأزمات المالية في الأسواق الصاعدة».

«ويسري الأمر نفسه على دور العولمة المالية في عملية التصحيح الدولية والمعضلة الثلاثية التقليدية. وفي كل حالة، كانت تعيد النظر في واحدة من القضايا التقليدية الحيوية لكي تبين أن بعض الأبعاد الجديدة للعولمة المالية (آثار التقييم، الدورة المالية العالمية) ينبغي أن تؤدي إلى تغيير وجهة نظرنا حول هذه المسائل التقليدية».

وحول أوروبا، تقول «راي» إن إصلاح مشكلة الديون الموروثة في المنطقة ووضع إطار للمالية العامة يتسم بقدر أكبر من المصداقية هما عاملان أساسيان لتحقيق الاستقرار في منطقة اليورو.