

WESTERN UNION



مكتب وسترن يونيون في فرانكفورت، ألمانيا: كثيرا ما يؤدي تحويل أموال المغتربين من الاقتصادات المتقدمة مثل ألمانيا إلى تعقيد عملية صنع السياسات النقدية في البلدان المتلقية.

متاعب الانتقال

أدolfo باراهاس، ورالف شامي، وكريستيان إيبك، وأن أوكينغ

وقد وجدنا أن آلية الانتقال يشوبها نفس الضعف في الاقتصادات متوسطة الدخل واقتصادات الأسواق الصاعدة الأكثر تلقيا لتحويلات العاملين — أي الأموال التي يرسلها المواطنون المقيمون في الخارج إلى أسرهم في الداخل. ويعني هذا أن صناعات السياسات في تلك الاقتصادات ينبغي أن يدركوا المتاعب التي تنتظرهم عند اتباع سياسة نقدية كاملة الحدثة، وربما يحتاجون إلى النظر في اتخاذ إجراءات لتقوية آلية الانتقال أو غيرها من المناهج التي يمكن أن تساعد في إدارة السياسة النقدية.

تحويلات العاملين كبيرة ومتنامية

تمثل التدفقات الدولية الداخلة من تحويلات العاملين سمة ثابتة في كثير من الاقتصادات النامية واقتصادات الأسواق الصاعدة. وعلى مستوى العالم، ظلت المقاييس

العديد من الاقتصادات النامية **يعمل** واقتصادات الأسواق الصاعدة على تحديث كيفية إدارة السياسة النقدية بما يجعلها أكثر شفافية واستشرافا للتطورات، مع زيادة التركيز على مرونة سعر الصرف، وتحديد هدف واضح للتضخم، والاعتماد بدرجة أكبر على سعر فائدة قصير الأجل كأداة للسياسة.

ولكن نجاح هذه البلدان في مسعاها يتطلب «آلية انتقال» تسمح بوصول التغييرات التي يجريها البنك المركزي من خلال سعر الفائدة الأساسي إلى مختلف أجزاء الاقتصاد لكي تؤثر في النهاية على قرارات الإنفاق التي تتخذها الأسر والشركات. ويخلص العديد من الدراسات الحديثة إلى أن هذه الآلية لانتقال تغييرات السياسة النقدية إما غائبة أو شديدة الضعف في البلدان الأقل دخلا.

تحويلات العاملين
الضخمة تُضعف
قدرة البلد المتلقي
على إدارة سياسته
النقدية

وثانيا، يؤدي الدخل التكميلي الذي توفره تحويلات العاملين لأسرهم إلى زيادة قدرة هذه الأسر على شراء سلع بديلة للخدمات الحكومية ويقلل لديها الحافز لمساءلة الحكومة.

الأثر على السياسة النقدية

تفترض معظم الدراسات التي تتناول تحويلات العاملين أن هناك نظاما ماليا كفوًا وآلية عاملة لانتقال تغييرات السياسة النقدية، وهي ظروف قد لا تتوافر في تلك البلدان على أرض الواقع. وبعبارة أخرى، تفترض الدراسات أنه عندما يغير صناع السياسات سعر الفائدة الأساسي، ينتقل هذا التغيير فعليًا إلى أسعار الفائدة الأخرى في الاقتصاد، مما يؤثر في النهاية على سلوك الوسطاء الماليين المتعلق بالإقراض وعلى قرارات الإنفاق من جانب الأسر والشركات.

وقد بحثنا فيما إذا كان ذلك ممثلًا بالفعل لبيئة السياسة النقدية السائدة في أكبر البلدان المتلقية للتحويلات. فغياب آلية الانتقال في البلدان المتلقية من شأنه خلق صعوبة إضافية أمام صناع السياسات في إدارة سياسة نقدية مستقلة واستشرافية باستخدام أداة سعر الفائدة (دراسة Barajas and others, 2016).

تدفق تحويلات العاملين قد يساهم في إضعاف الحوكمة.

وبالنسبة للبلدان منخفضة الدخل، هناك أدلة متزايدة على أن انتقال تغييرات السياسة النقدية أضعف بكثير مما هو الحال في الاقتصادات المتقدمة. وقد تكون هناك مجموعة متنوعة من قنوات الانتقال العاملة، ولكن دراسة Mishra, Montiel, and Spilimbergo (2012) تذهب إلى أن ضعف تطور سوق الأوراق المالية، وعدم الاندماج الكامل في الأسواق المالية العالمية، وأسعار الصرف المدارة بشدة، من المرجح ألا تترك للبلدان الفقيرة إلا قناة واحدة يمكن استخدامها، وهي قناة الإقراض المصرفي. ذلك أن التغيير في سعر الفائدة الأساسي ينتقل عبر أسواق الأوراق المالية قصيرة الأجل، مما يؤثر في النهاية على التكلفة الحدية للتمويل المصرفي، وبالتالي قدرتها على إقراض الكيانات الخاصة، سواء كانت أشخاصًا أو شركات.

غير أن قناة الإقراض المصرفي نفسها قد يلحق بها الضعف الشديد إذا كانت المنافسة المصرفية ضعيفة، وجودة المؤسسات ضعيفة، وأسواق المعاملات بين البنوك غير متطورة، ومعلومات الجودة الائتمانية للمقترضين غير متاحة. وتتضافر هذه العوامل لتحول دون انتقال تحركات سعر الفائدة الأساسي قصير الأجل إلى تكلفة التمويل المصرفي.

كذلك فإن تحويلات العاملين، وهي لا تقتصر على الاقتصادات منخفضة الدخل وإنما تشيع في مجموعة متنوعة من الاقتصادات متوسطة الدخل واقتصادات الأسواق الصاعدة أيضا، يمكن أن تؤثر على إدارة السياسة النقدية بطريقتين. أولاً، تؤدي هذه التحويلات إلى توسع الميزانيات العمومية للبنوك من خلال كونها مصدرا مستقرا للودائع لا ينطوي على تكلفة في الأساس — نظرا لعدم تأثرها في الغالب بتغيرات أسعار الفائدة. وإذا تساوت كل الظروف الأخرى، يلاحظ أن البلدان المتلقية غالبا ما تمتلك نظاما مصرفية أكبر. وبالتالي، فنظرا لأن ودايع التحويلات تزيد من حجم الوساطة المالية (وهي العملية التي تقوم بها

الرسمية لهذه التحويلات تسير في اتجاه تصاعدي مطرد، من مبالغ لا تُذكر في عام ١٩٨٠ إلى ما يقرب من ٥٨٨ مليار دولار في عام ٢٠١٥ — منها ٤٣٥ مليار دولار تلقتها الاقتصادات النامية. وفي السنوات الأخيرة، وصلت تحويلات العاملين كمصدر للنقد الأجنبي إلى قرابة ٢٪ من إجمالي الناتج المحلي في المتوسط لكل اقتصادات الأسواق الصاعدة والاقتصادات النامية، بينما بلغت نسبة الاستثمار الأجنبي ٣٪، واستثمار الحافظة قرابة ١٪، ونسبة التحويلات الرسمية (المعونة الأجنبية) أكثر من ٥٪ بقليل. وفي عام ٢٠١٤، تلقى نحو ١١٥ بلدا تحويلات من العاملين في الخارج تعادل ١٪ على الأقل من إجمالي الناتج المحلي، بينما تلقى ١٩ بلدا ١٥٪ أو أكثر. وبمقارنة هذه التحويلات بتدفقات رأس المال الخاص أو المعونة الرسمية، يتبين أنها كانت أكثر استقرارا — حيث ثبت أن تقلباتها الدورية كانت أقل بكثير — كما كان انكماشها أقل بكثير من أنواع التحويلات الأخرى عقب الأزمة المالية العالمية التي بدأت في عام ٢٠٠٨.

وتصل تحويلات العاملين في بعض البلدان إلى مستوى تتضاءل أمامه التحويلات الخارجية الأخرى، فعلى سبيل المثال، تدفقت إلى الأردن — وهي من أكبر ٣٠ بلدا متلقيا في السنوات الأخيرة — تحويلات من العاملين في الخارج بلغت ٩٪ تقريبا من إجمالي الناتج المحلي في ٢٠١٥، أي أكثر من ٤ أضعاف تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر وأكثر بثلاثة أضعاف ونصف المرة من إصدارات سندات اليوروبوند الخاصة.

ولا يمكن إنكار الفوائد الملموسة التي تحققها تحويلات العاملين للبلد المتلقي، مما يدعم دخل واستهلاك أسرهم في أرض الوطن، لكن من المتوقع أيضا أن تدفقات بهذا الحجم لا بد أن تترك آثارا ضخمة على مجمل الاقتصاد عاما بعد عام — ولن تكون كلها آثارا إيجابية بالضرورة. فقد خلص مسح للبحوث الاقتصادية (Chami and others, 2008) إلى أن لتحويلات العاملين آثار ملموسة على أسعار الصرف، واستمرارية سياسة الضرائب والإنفاق (المالية العامة)، والمؤسسات والحوكمة، والنمو الاقتصادي طويل الأجل، والسياسة النقدية. وأظهرت عدة دراسات أن التدفق المستمر لهذه التحويلات الداخلة يفرض ضغوطا تصاعديا على سعر الصرف الحقيقي طويل الأجل، مما يجعل السلع التي يصدرها الاقتصاد المتلقي أكثر تكلفة. وبخلاف التأثير على أسعار الصرف والصادرات التجارية، تمثل هذه التدفقات قناة يمكن أن تنتقل من خلالها الصدمات من البلدان المرسل إلى البلدان المتلقية، مما يربط بين الدورات الاقتصادية على الجانبين. فخلال الأزمة العالمية الأخيرة، على سبيل المثال، انتقل الهبوط الحاد في الاقتصادات المتقدمة (المرسل) إلى الاقتصادات ذات الدخل المنخفض والمتوسط (المتلقية) نظرا لاضطرار العاملين إلى تخفيض ما يرسلونه من أموال إلى أسرهم (دراسة Barajas and others, 2012). وفي الآونة الأخيرة، أدى انخفاض أسعار النفط إلى انتقال مماثل للآثار من البلدان المنتجة للنفط في الخليج العربي إلى نظيراتها من البلدان المتلقية التي تتمثل أساسا في البلدان المستوردة للنفط من منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا.

وفيما يتعلق بسياسة المالية العامة، يمكن أن تنطوي تحويلات العاملين على إيجابيات وسلبيات بالنسبة للبلد الذي يستقبل تدفقات كبيرة ومطردة عبر الفترات الزمنية المختلفة. فهذه التحويلات تعمل بشكل مباشر على توسيع القاعدة الضريبية، مما يسهل على البلدان الحفاظ على استمرارية أوضاع ماليتها العامة، أي أنها تتجنب الوصول إلى وضع يتصاعد فيه الدين العام دون توقف. غير أن تحويلات العاملين يمكن أن تؤدي أيضا إلى تحول غير مرغوب في المسلك الحكومي. أولاً، يمكن أن يؤدي اتساع قاعدة الإيرادات ذاته إلى تشويه الحوافز الحكومية، مما يخفض تكاليف الإنفاق المهدد للموارد، وهي نتيجة تحمل بعض المفارقة.

البنوك للتوفيق بين المدخرين والمقرضين)، وربما يُتوقع أن تساهم تحويلات العاملين في تعزيز انتقال تغيرات السياسة النقدية. وفي نهاية المطاف، كلما زاد استخدام الخدمات المالية عبر الاقتصاد، زادت قوة الأثر المتوقع لتقلبات الائتمان المصرفي على النشاط الاقتصادي.

ومن ناحية أخرى، فرغم أن البنوك قد تحصل عاما تلو الآخر على قدر كبير من التمويل الإضافي شبه الخالي من التكلفة بفضل تحويلات العاملين المودعة لديها، فإن ذلك لا يعني أنها ستعتمد إلى زيادة القروض المقدمة للقطاع الخاص بنفس المقدار. فعلى غرار الاقتصادات في معظم العالم النامي، كثيرا ما تركز الاقتصادات المتلقية للتحويلات تحت وطأة بعض المشكلات، منها ضعف البيئة المؤسسية والتنظيمية وندرة المقرضين ذوي الجدارة الائتمانية. والواقع أن تدفق هذه التحويلات، كما أشرنا، قد يكون له دور في إضعاف الحوكمة. فهذه البيئة الإقراضية الهشة تضعف إقبال البنوك على الإقراض إلا لمجموعة محدودة جدا من المقرضين «المؤهلين»، وهي حالة من الإعراض لا تساهم الأموال الإضافية القابلة للإقراض بأي دور في مواجهتها. وبالتالي، تميل البنوك في البلدان المتلقية إلى الاحتفاظ بنسب من الأصول السائلة، والاحتياطات الزائدة، والأوراق المالية الحكومية، تتجاوز ما تحتفظ به البنوك في البلدان غير المتلقية (انظر الرسم البياني ١). ونتيجة لذلك، فنظرا لفيض السيولة لدى البنوك، لا تنشأ سوق بين البنوك — تقتصر فيها المؤسسات احتياجاتها من الأموال قصيرة الأجل من المؤسسات التي تمتلك أرصدة فائضة. ولأن سعر الفائدة الأساسي يصمم على نحو يستهدف التأثير على تكلفة التمويل الحدية التي تحمّلها البنوك، فإن أثر تحركات سعر الفائدة الأساسي يقل أو يختفي إذا لم تكن هناك سوق فعلية للمعاملات بين البنوك، وهو ما يتسبب في إضعاف قناة الإقراض المصرفي.

انتقال أضعف للتغيرات النقدية

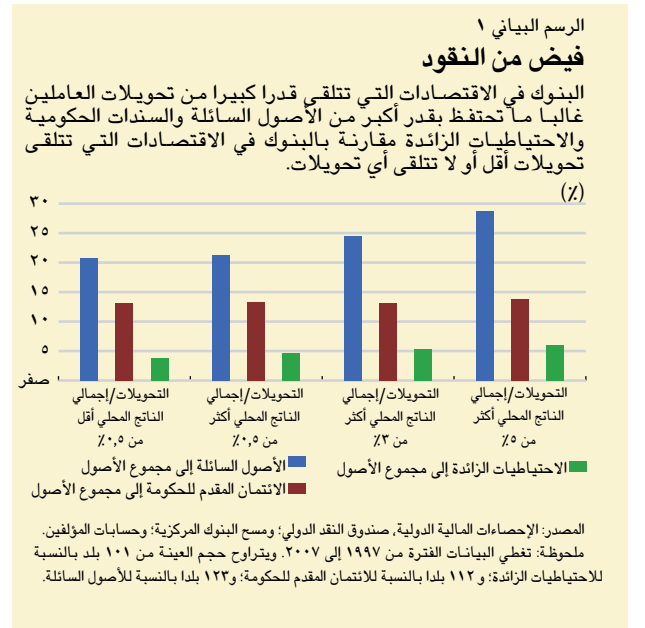
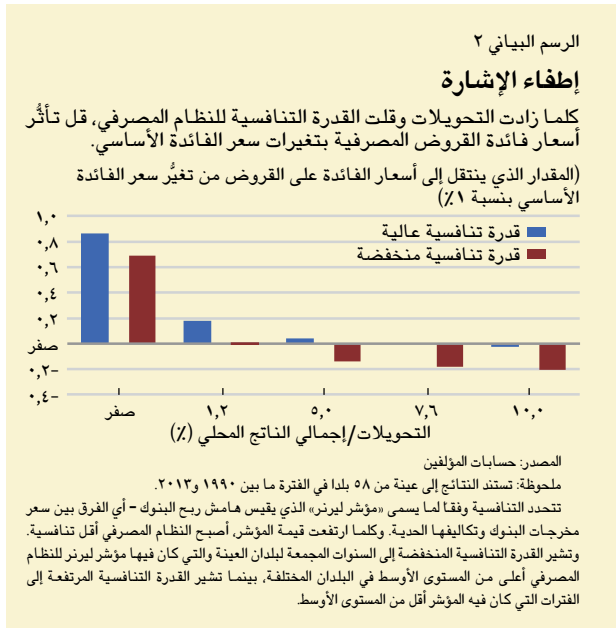
يؤكد تحليلنا التجريبي أن انتقال تغيرات السياسة النقدية من خلال قناة الإقراض المصرفي يضعف بشكل ملحوظ كلما زادت تحويلات العاملين. فباستخدام عينة من ٥٨ بلدا على مستوى العالم بين عامي ١٩٩٠ و٢٠١٣، نخلص إلى أن قوة هذا الانتقال — التي تقاس بالتأثير المباشر لتغير سعر الفائدة الأساسي على أسعار فائدة القروض المصرفية — تشهد ترجعا مستمرا كلما زاد حجم تحويلات العاملين. وفي البلدان التي لا

تتلقى تحويلات من هذا النوع ولديها نظم مصرفية تنافسية، ينتقل إلى سعر فائدة القروض المصرفية ما يقرب من ٩٠٪ من التغيير الذي يطرأ على سعر الفائدة الأساسي. وفي المقابل، لا ينتقل إلا نحو ٤٪ من نفس التغيير إلى سعر فائدة القروض في الاقتصادات التي تتلقى تحويلات سنوية تعادل ٥٪ من إجمالي الناتج المحلي، حتى إذا كانت لديها نظم مصرفية تنافسية. والواقع أن تحويلات العاملين عندما تصل إلى ٦،٦٪ من إجمالي الناتج المحلي، يصبح سعر الفائدة الأساسي غير مؤثر على أسعار فائدة القروض المصرفية. وإذا لم يكن النظام المصرفي تنافسيا، تأتي نقطة التحول عند مستوى من التحويلات أقل بكثير — وهي ١،٢٪ من إجمالي الناتج المحلي (انظر الرسم البياني ٢).

ووفق إطار السياسات القائم على نظرية «الثلاثي المستحيل»، يُفترض أن قدرة البلدان على إدارة سياسة نقدية مستقلة تضعف إلى حد كبير حين تسمح بحرية حركة التدفقات الرأسمالية إلى خارج الاقتصاد وإلى داخله وتطبق نظاما لسعر الصرف الثابت. فمحاولات صناع السياسات للتأثير على سعر الفائدة المحلي غالبا ما تحفز التدفقات الرأسمالية السريعة والكبيرة (إما إلى داخل البلد أو إلى خارجه، تبعاً لارتفاع أو انخفاض أسعار الفائدة)، مما يؤدي في نهاية المطاف إلى إبطال أثر الإجراء المتخذ. وتشير نتائجنا إلى احتمال نشأة «ثلاثي مستحيل» مواز في وجود تحويلات العاملين، ولكن لسبب مختلف. فعلى عكس تدفقات رأس المال، نجد أن تحويلات العاملين لا تستجيب لتغيرات أسعار الفائدة المحلية، ويؤدي استمرار وجودها إلى إضعاف السياسة النقدية، ليس لأن صناع السياسات لا يستطيعون التأثير في أسعار الفائدة المحلية ولكن لأن سعر الفائدة الأساسي الذي تحدده السلطات لا ينتقل فيما يبدو إلى القرارات المؤثرة على النشاط الاقتصادي المحلي. وبالتالي، قد تختار البلدان المتلقية للتحويلات التراجع عن خططها الرامية إلى تحقيق الاستقلالية الكاملة للسياسة النقدية. والواقع أن الأبحاث تشير إلى وجود ارتباط بالفعل بين زيادة تدفق تحويلات العاملين الداخلة وزيادة التدخل في أسواق النقد الأجنبي، سواء لتثبيت سعر الصرف تثبيتاً كاملاً أو لإدارة تقلباته.

خيارات السياسة

ربما تقود هذه النتيجة إلى استنتاج مفاده أن البلد المتلقي ينبغي أن يستهدف تحويلات العاملين، إذا لم يتخل عن استقلالية سياسته



وإعلاء سيادة القانون ومكافحة الفساد — دور مهم أيضا، كما أن هذه التدابير ستساعد على كبح عجز المالية العامة — مما يقلل حاجة الحكومات إلى الاقتراض من البنوك، ومن ثم يحرر الموارد لتمويل القطاع الخاص الذي يفتقر إلى الائتمان. ■

رالف شامي مدير مساعد وأدولفو باراهاس اقتصادي أول، وكلاهما في معهد تنمية القدرات بصندوق النقد الدولي، بينما يعمل كريستيان إبييك اقتصاديا في الإدارة الأوروبية، وأن أوكينغ اقتصادية في إدارة المالية.

المراجع:

Barajas, Adolfo, Ralph Chami, Christian Ebeke, and Anne Oeking, 2016, "What's Different about Monetary Policy Transmission in Remittance-Dependent Countries?" IMF Working Paper 16/44 (Washington: International Monetary Fund).

Barajas, Adolfo, Ralph Chami, Christian Ebeke, and Sampawende J. Tapsoba, 2012, "Workers' Remittances: An Overlooked Channel of International Business Cycle Transmission?" IMF Working Paper 12/251 (Washington: International Monetary Fund).

Chami, Ralph, Adolfo Barajas, Thomas Cosimano, Connel Fullenkamp, Michael Gapen, and Peter Montiel, 2008, Macroeconomic Consequences of Remittances, IMF Occasional Paper 259 (Washington: International Monetary Fund).

Mishra, Prachi, Peter Montiel, and Antonio Spilimbergo, 2012, "Monetary Transmission in Low-Income Countries: Effectiveness and Policy Implications," IMF Economic Review, Vol. 60, No. 2, pp. 270-302.

النقدية، لأن استمرار وجودها مسؤول ولو جزئياً عن إضعاف أثر هذه السياسة. وعلى وجه التحديد، قد يكون وجودها مغرباً بمحاولة السيطرة على تدفق التحويلات الداخلة أو كبحها. غير أنه ليس من العملي فرض تخفيضات على تدفق هذه التحويلات — فعمليات التحويل لن تتوقف ولكنها ستتجه إلى السوق الموازية — كما أن كبحها سيحرم الاقتصاد من آثارها التأمينية والمُخفِّفة للفقر على الأسر المتلقية.

وبدلاً من ذلك يمكن أن تستكشف البلدان بدائل لأسعار الفائدة قصيرة الأجل بينما توأصل التحول إلى إطار أكثر شفافية واستشرافاً للمستقبل. وقد يكون أحد الخيارات الممكنة هو اشتراط أن تكون الودائع (الاحتياطيات) التي تحتفظ بها البنوك لدى البنك المركزي كبيرة بما يكفي لجعلها مقيّدة، وبذلك يمكن استعادة بعض السيطرة على أنشطة الإقراض المصرفي. وبالطبع ستكون التكلفة هي تخفيض الائتمان المقدم للقطاع الخاص. وثمة خيار آخر يتمثل في فرض ضريبة على السيولة الزائدة لدى البنوك (سواء كانت نقداً أو أصولاً يمكن تحويلها بسهولة إلى نقد، مثل الأوراق المالية الحكومية)، مما يمكن أن يشجعها على تقديم مزيد من القروض. غير أن مثل هذا المنهج قد يزيد من مخاطر الائتمان — وهو ما كانت البنوك تحاول تجنبه بتضييق دائرة المقرضين منها.

إن أفضل منهج هو استهداف العوامل الجذرية — مثل انخفاض جودة المؤسسات وعدم توافر معلومات كاملة عن جدارة المقرضين — التي تدفع البنوك إلى مراكمة سيولة زائدة بدلاً من التوسع في منح الائتمان للقطاع الخاص بما يتجاوز دائرة مقرضيها المعروفين. غير أن تحقيق هذا المنهج سيستغرق وقتاً طويلاً على أرض الواقع. ويمكن أن يكون للإصلاحات الهيكلية — مثل إنفاذ حقوق الملكية

COLUMBIA | SIPA School of International and Public Affairs

12-MONTH MPA PROGRAM IN ECONOMIC POLICY MANAGEMENT AT COLUMBIA

Designed for mid-career professionals, with tracks in

- Economic Policy Management
- Central Banking and Financial Markets
- Global Energy Management and Policy

Application Deadline for 2017–2018: January 5, 2017

- A rigorous graduate training in micro- and macroeconomics
- Faculty of world's leading economists, policymakers, and expert practitioners
- Tailored seminar series on macroprudential policymaking, international finance, and financial crises

Contact us at pepm@sipa.columbia.edu | 212-854-6982 | sipa.columbia.edu/pepm